Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske

Olgić Draženović, Bojana

Doctoral thesis / Disertacija

2012

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Rijeka, Faculty of Economics / Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

SVEUČILIŠTE U RIJECI
EKONOMSKI FAKULTET

Repository / Repozitorij:

Repository of the University of Rijeka, Faculty of Economics and Business - FECRI Repository

UNIRI DIGITALNA KNJIŽNICA

Image not found or type unknown

SVEUČILIŠTE U RIJECI
EKONOMSKI FAKULTET
RIJEKA

Mr. sc. BOJANA OLGIĆ DRAŽENOVIĆ

ULOGA I UTJECAJ INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA I REPUBLIKE HRVATSKE

DOKTORSKA DISERTACIJA

RIJEKA, 2012.

SVEUČILIŠTE U RIJECI
EKONOMSKI FAKULTET
RIJEKA

Mr. sc. BOJANA OLGIĆ DRAŽENOVIĆ

ULOGA I UTJECAJ INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA I REPUBLIKE HRVATSKE

DOKTORSKA DISERTACIJA

RIJEKA, lipanj 2012.

SAŽETAK

Razvijen i efikasan financijski sustav predstavlja ključnu komponentu u svakoj nacionalnoj ekonomiji. Financijski sustav sastavljen je od financijskih institucija, financijskih tržišta i različitih pravila za upravljanje operacijama na financijskim tržištima i institucijama te vezama među njima.

Financijske institucije usmjeravaju štednju suficitarnih ekonomskih jedinica i alociraju ih efikasno unutar financijskih tržišta. Posljednjih desetljeća dominantna pozicija banaka je ugrožena rastućom važnosti nebankovnih financijskih institucija, prije svega mirovinskih fondova, osiguravajućih društava i investicijskih fondova. Njihova veličina uravnotežuje tržište te promovira konkurentnost i efikasnost u financijskom sustavu. Osim toga, institucionalni investitori potiču inoviranje financijskih tehnika, unaprjeđuju tržište kapitala, jačaju transparentnost, informacijsku otvorenost i korporativno upravljanje.

Institucionalni investitori ubrzano jačaju svoju ulogu na globalnim financijskim tržištima, uključujući tranzicijske ekonomije. Značaj institucionalnih investitora u tranzicijskim zemljama dodatno je naglašen s obzirom na njihova nerazvijena financijska tržišta te značajan prostor za budući rast. Stoga se činilo opravdanim istražiti financijska tržišta i institucionalne investitore u odabranim europskim tranzicijskim zemljama, uključujući i Republiku Hrvatsku.

U navedenom istraživanju postavljena je i dokazana temeljna znanstvena hipoteza koja ističe mogućnost mjerenja utjecaja institucionalnih investitora na tržište kapitala u uvjetima nerazvijenih i uskih financijskih tržišta u tranzicijskim zemljama. Štoviše, definiranjem i primjenom određenih državnih i tržišnih mjera moguće je unaprijediti tranzicijska tržišta kapitala: mirovinska reforma i uvođenje mirovinskog sustava kapitalizirane štednje, proces kuponske privatizacije, izdavanje državnih obveznica na domaćem tržištu, jačanje supervizorskih struktura, promoviranje tržišta kapitala u javnosti kao efikasnog sredstva za prikupljanje kapitala te promoviranje prednosti institucionalizirane štednje.

Cilj disertacije je ukazati na potencijalne prednosti u interaktivnom procesu unapređenja tržišta kapitala i institucionalnih investitora u tranzicijskim zemljama.

Ključne riječi: financijska tržišta, financijske institucije, tržišta kapitala, institucionalni investitori, tranzicijske zemlje, mirovinska reforma, privatizacija, Hrvatska

SUMMARY

A developed and efficient financial system is a crucial component of a national economy. A national financial system is composed of institutions, markets and regulators governing financial market operations and a network of linkages between them.

Financial institutions channel the savings of the economies surplus units and allocate it efficiently through financial markets. Over recent decades the dominant position of banks is challenged by the growing importance of non-banking institutions: pension funds, insurance companies and investment funds. Their influence on the depth and width of the financial market promotes competition and efficiency of the financial system. Additional benefits are: incentives for financial innovation, modernisation of capital markets, enhancement of transparency and information disclosure, and the strengthening of corporate governance.

Institutional investors are increasingly becoming more important participants in global financial markets, including emerging market economies. The significance of institutional investors in transition countries is even greater in relation to the underdeveloped local capital markets and in the light of their considerable growth potential. Therefore, it seemed reasonable to investigate the financial markets and institutional investors in selected European transition countries, including Croatia.

The research has set and confirmed the fundamental scientific hypothesis that it is possible to measure the influence of institutional investors on the capital markets in the conditions of shallow and underdeveloped financial market such as found in the researched transition countries. In addition, there are some market and government measures which may be applied in order to ensure a more developed and efficient capital markets such as: pension reforms, strengthening of the equity pension funds and the position of institutional investors, voucher privatization, issuing of governmental bonds in domestic capital markets, strengthening of supervisory structures, and promoting the capital market as a means of collecting capital.

The main goal of the dissertation is to address the potential benefits from the process of interaction between institutional investors and securities markets in Croatia and in other transition countries.

Key words: financial markets, financial institutions, capital markets, institutional investors, transition countries, pension reform, privatization, Croatia

1. UVOD

Financijski sustav zrcalo je gospodarskog dostignuća svake zemlje, jer njegova učinkovitost ima direktan utjecaj na funkcioniranje nacionalnog gospodarstva. Financijske institucije i tržišta predstavljaju okosnicu i mehanizam uz pomoć kojeg djeluje cjelokupan financijski i gospodarski sustav, ali nastanak efikasnog i reguliranog tržišta s mnoštvom sudionika evolucijski je i dugotrajan proces.

Posljednjih desetljeća financijski sustavi većine razvijenih i tranzicijskih zemalja rastao je znatno brže od samih nacionalnih ekonomija (Freedman 2000). Tradicionalno su stožer financijskih sustava većine zemalja bile banke. Međutim, bankovna intermedijacija nepovratno gubi tržišni udio u financijskim sustavima koja postaju policentrična i kompleksna. Financijski sustavi u suvremenim uvjetima postaju sve više određeni spletom nebankovnih financijskih intermedijara koji dinamiziraju promet vrijednosnih papira i nekreditnih oblika financiranja te inoviraju tehnike pribavljanja kapitala. U institucionalnoj strukturi financijskog tržišta stalno nastaju promjene, a u posljednje vrijeme posebno se ističe brz razvoj institucionalnih investitora, zahvaljujući politici diverzifikacije ulaganja, koncentraciji znanja i olakšanog pristupa informacijama i visokoj likvidnosti. Suvremeni financijski sustavi time postaju institucionalno diverzificiranijim, procesno i strukturno složenijim te tržišno učinkovitijim.

Institucionalni investitori izravno doprinose razvoju financijskog tržišta zbog svog intrinzičnog interesa da investiraju u domaću aktivu. Oni su važan segment potražne strane dugoročnog segmenta financijskog tržišta, jer posreduju između novčanodeficitarnih i novčanosuficitarnih ekonomskih jedinica ulažući financijsku štednju na dugi rok. Nadalje, riječ je o financijskim institucijama koje smanjuju transakcijske troškove i probleme informacijske asimetrije i time otklanjaju prepreke efikasnom djelovanju financijskih tržišta.

Teorijski doprinosi i empirijska istraživanja brojnih autora potvrđuju tezu da u razvijenim financijskim sustavima efikasna alokacija kapitala ubrzava ekonomski razvoj odnosno da postoji pozitivna, kauzalna veza između financijskog razvoja i ekonomskog rasta na dugi rok. Pozitivna korelacija između razvoja tržišta kapitala i ekonomskog razvoja teorijski i empirijski je dokazana radovima King i Levine 1993; Levine i Zervos 1998; Rousseau i Wachtel 2000. Istraživanje povezanosti između stupnja razvoja tržišta kapitala i razvijenosti institucionalnih investitora za tranzicijske zemlje od izuzetne je važnosti ne samo u kontekstu tranzicije odabranih ekonomija u smjeru razvijenih tržišnih gospodarstva, nego i za njihov razvoj i napredak na dugi rok. Naime, tržište kapitala predstavlja važan izvor financiranja održivih investicijskih projekata i daljnjeg ekonomskog razvoja.

Dokazano je i da financijski intermedijari usprkos procesima globalizacije, deregulacije i liberalizacije financijskih usluga, imaju sve značajniju ulogu u nacionalnim ekonomijama. Navedenim procesima valja pridružiti i proces konglomerizacije financijskih sustava koji u potpunosti mijenja arhitekturu suvremenih financijskih sustava. Osim što dolazi do promjene tradicionalne uloge banaka kao primarno depozitno-kreditnih institucija, javlja se i efekt zamućivanja razlika između financijskih institucija.

Iz tog razloga, proces diverzifikacije sustava financijskog posredovanja, institucija, oblika i instrumenata financiranja odnosno akceleracija razvoja financijskog tržišta postavlja se kao razvojna nužnost za sve tranzicijske zemlje i tržišta u nastajanju pa time i za Republiku Hrvatsku. Pri tome je brzina i uspješnost tranzicijskog procesa u velikoj mjeri određena razvijenošću financijskog mehanizma odnosno brojem i raznolikošću financijskih instrumenata, sudionika na tržištu i dinamikom trgovanja.

Usprkos kvalitetnoj zakonodavnoj infrastrukturi, funkcionalnom osposobljavanju te značajnom napretku u razvoju i djelotvornosti tržišta, ono se za većinu tranzicijskih zemalja može ocijeniti plitkim, uskim, netransparentnim i nedovoljno razvijenim. Navedene zajedničke karakteristike tranzicijskih tržišta uglavnom proizlaze iz usporedive ekonomske povijesti i primijenjenih modela izgradnje tržišne ekonomije tranzicijskih zemalja Srednje i Istočne Europe, prvenstveno procesa privatizacije, reforme bankovnog sustava te kreiranja i implementacije mirovinske reforme. Dominantan oblik financijske intermedijacije u ovim zemljama obavljaju bankovne institucije zbog čega navedene ekonomije možemo ocijeniti bankocentričnima. Međutim, za tranzicijske zemlje financijski razvoj nije bio određen samo restrukturiranjem postojećih bankovnih institucija, već i izgradnjom prethodno nepostojećih (neaktivnih) dijelova financijskog sustava, odnosno tržišta kapitala i raznovrsnih institucionalnih investitora. Danas se pomak od bankovnog prema anglosaksonskom financijskom sustavu ogleda u sve većoj zastupljenosti nedepozitnog sektora, prvenstveno mirovinskih i investicijskih fondova, kao i sve većem financiranju i investiranju u vrijednosne papire od strane različitih subjekata financijskog tržišta.

Za razliku od teorijskih doprinosa i empirijskih istraživanja u razvijenim zemljama tržišne ekonomije, međusobna povezanost i interaktivnost tržišta kapitala i najznačajnijih nebankovnih institucionalnih investitora u tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe uključujući i Republiku Hrvatsku, nije dovoljno istražena.

1.1. PROBLEM I PREDMET ISTRAŽIVANJA

Jedna od najznačajnijih karakteristika tržišta kapitala tijekom posljednjih trideset godina bila je rast institucionalnih investitora odnosno snažan pomak od individualizirane štednje (direktno investiranje u vrijednosne papire i depozite banaka) ka institucionaliziranom investiranju. Pojam «institucionalizirane štednje» povezan je s financijskim institucijama kao što su mirovinski fondovi, investicijski fondovi i osiguravajuća društva, za čiji su razvoj ključni procesi tehnološke revolucije i financijske liberalizacije, kao i demografske promjene povezane s poteškoćama državnih, međugeneracijskih mirovinskih sustava (tzv. *pay-as-you-go* sustav).

Fenomen rasta institucionalnih investitora posebno je važan za financijska tržišta tranzicijskih zemalja Srednje i Istočne Europe uključujući i Republiku Hrvatsku, koja se ubrzano razvijaju i poprimaju konfiguraciju sličnu onima u zemljama «zrele» tržišne ekonomije i s dugom tradicijom ulaganja na tržištu kapitala. Udio aktive institucionalnih investitora u financijskim sustavima ubrzano raste, ali niska likvidnost domicilnih tržišta

kapitala uvelike ograničava njihovu uspješnost i daljnji razvoj. Pojedini segmenti financijskih sustava su visoko koncentrirani, a tržišta kapitala odlikuju i niski standardi korporacijskog upravljanja, neadekvatna primjena računovodstvenih standarda, koncentrirana vlasnička struktura u srednjim i velikim kompanijama. Također, izvještavanje investicijske javnosti i uloga nadzornih odbora, nisu razvijeni u mjeri koja bi pobudila veće povjerenje ulagača u tržište kapitala.

U kontekstu navedene problematike istraživanja, definira se **problem istraživanja**:

Financijska tržišta tranzicijskih zemalja Srednje i Istočne Europe, uključujući i Republiku Hrvatsku, prešla su dug put od kreiranja tržišta do sadašnjeg stupnja razvoja te se po konfiguraciji, složenosti i djelotvornosti sve više približavaju tržištima duge povijesti i tradicije. Poseban iskorak učinjen je snažnim razvojem institucionalnih investitora, potaknut procesima privatizacije i mirovinske reforme, čime je stvorena institucionalna potražnja i potaknut daljnji razvoj tržišta kapitala. Međutim, tranzicijska tržišta i dalje se mogu ocijeniti nedovoljno razvijenim, a po udjelu u aktivi financijskog sustava neusporedivima sa sofisticiranim tržištima razvijenih zemalja. Zbog toga postoji potreba da se problemi u razvoju tranzicijskih tržišta kapitala i institucionalnih investitora konzistentno istraže, dijagnosticiraju i primjereno riješe, jer oni impliciraju i multipliciraju brojne štetne posljedice po hrvatsko društvo i gospodarstvo, ali i ona u ostalim tranzicijskim zemljama sličnih karakteristika.

U okviru opisane problematike i problema istraživanja determinira se i **predmet istraživanja:**

Istražiti i konzistentno utvrditi sve relevantne značajke financijskog sustava općenito, a posebice determinante i utjecaj institucionalnih investitora na dugoročni financijski segment tržišta, na primjeru odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske.

Uvažavajući složenost znanstvenog problema i predmeta istraživanja, postavlja se **temeljna znanstvena hipoteza:**

Polazeći od znanstveno utemeljenih spoznaja o funkcioniranju i ulozi financijskog sustava, moguće je izraditi model utjecaja institucionalnih investitora na tržište kapitala Republike Hrvatske, koji bi u komparaciji s tranzicijskim zemljama sličnih karakteristika odnosno s plitkim, uskim i nedovoljno razvijenim financijskim tržištem, mogao implicirati razvoj financijskog tržišta u cjelini, a posebno njegova dugoročnog segmenta – tržišta kapitala.

Tako postavljena hipoteza implicira više **pomoćnih hipoteza**:

1. Razvoj financijskog tržišta, a posebno jačanje likvidnosti i produbljivanje tržišta kapitala kao i razvoj institucionalnih investitora, moguće je stimulirati državnim reformama i mjerama kao što su privatizacija, reforma mirovinskog sustava odnosno uvođenje mirovinskih fondova, izdavanje državnih obveznica na domaćem tržištu, senzibiliziranje investicijske javnosti za ulaganjima na tržištu kapitala, privatizacija i

prodaja državnih poduzeća putem inicijalnih javnih ponuda te sustavna edukacija i informiranje.

2. Postoji pozitivna korelativna veza između razvoja institucionalnih investitora i tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama.
3. Razina razvoja tržišta kapitala zemalja u tranziciji primarno je određena odabranim modelom privatizacije, provođenjem mirovinske reforme te veličinom i uspješnošću institucionalnih investitora.
4. Financijska tržišta tranzicijskih zemalja Srednje i Istočne Europe, uključujući i Republiku Hrvatsku, sličnih su i usporedivih karakteristika i razvojnih obilježja.
5. Unatoč snažnom rastu hrvatskog tržišta kapitala u posljednjih pet godina, domaći dugoročni segment financijskog tržišta može se okarakterizirati kao plitko, nisko likvidno i nedovoljno efikasno tržište kapitala, što u velikoj mjeri ograničava i onemogućava efikasno funkcioniranje hrvatskog financijskog sustava, a time i cjelokupne ekonomije.

1.2. CILJ I SVRHA ISTRAŽIVANJA

Temeljem definiranog problema i predmeta istraživanja kao i postavljenom hipotezom, determinirani su cilj i svrha istraživanja.

Cilj istraživanja je u okviru ekonomskih znanosti i temeljem iskustva razvijenih zemalja istražiti sva relevantna obilježja i posebnosti tržišta kapitala i institucionalnih investitora; usporednom analizom prikazati evolucijski razvoj navedenih elemenata financijskog sustava u mladim, tranzicijskim ekonomijama uključujući i Republiku Hrvatsku; utvrditi poziciju hrvatskog financijskog sustava u odnosu na ostale tranzicijske zemlje, njegove prednosti i nedostatke te znanstveno utemeljeno formulirati rezultate istraživanja i odabranim znanstvenim metodama dokazati postavljenu hipotezu.

Svrha znanstvenog istraživanja u okviru teme doktorske disertacije je ukazati na nedostatke i nepovoljna rješenja u ustrojavanju fleksibilnog i diverzificiranog sustava financijskog posredovanja na primjeru Republike Hrvatske, a temeljem iskustava tranzicijskih zemalja iz okruženja, sličnih i usporedivih razvojnih obilježja financijskog sustava i cjelokupne ekonomije. Primjenom predloženih mjera za poticanje razvoja institucionalnih investitora generirao bi se pozitivan utjecaj na razvoj i efikasnost hrvatskog tržišta kapitala, a time i cjelokupnog financijskog tržišta.

Da bi uspješno ostvarila svrha i cilj istraživanja neophodno je odgovoriti na sljedeća pitanja:

1. Koje determinante određuju rast i razvoj tržišta kapitala?
2. U kakvom su odnosu bankocentrični i anglosaksonski model financijskog tržišta odnosno koji su model ustroja financijskog tržišta razvile razvijene zemlje tržišne ekonomije, a koji je prikladan za tranzicijske zemlje Srednje i Istočne Europe?

3. Kakav je bio tijek razvoja financijske intermedijacije?
4. Koje snage na financijskim tržištima primarno utječu na položaj financijskih intermedijara u odnosu prema štedišama i prema investitorima?
5. Što je karakteristično za odnos institucionalnih investitora i tržišta kapitala kao dijelova financijskog sustava?
6. Na koji način institucionalno okruženje utječe na razvoj financijskog sustava i njegovu strukturu, ali i na postojanje i intenzitet uzročno-posljedične veze između financijskog i gospodarskog razvoja?
7. Koji su reformski procesi utjecali na razvoj institucionalizirane štednje i financijskih tržišta zemalja u tranziciji i koje su njihove temeljne determinante?
8. Koja su glavna obilježja odnosno kakav je evolucijski tijek financijskih sustava i tržišta kapitala u odabranim tranzicijskim zemljama članicama EU i Republici Hrvatskoj?
9. Koje su prepreke intenzivnijeg razvoja tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama EU, kao i za Republiku Hrvatsku?
10. Koji su najvažniji institucionalni investitori u zemljama u tranziciji i koji su čimbenici utjecali na njihov razvoj?
11. U kojem se odnosu nalazi uspješnost rada institucionalnih investitora s obzirom na postojeću zakonsku regulativu i umješnost samog upravljanja u odabranim tranzicijskim zemljama i Republici Hrvatskoj?
12. Koji su prijedlozi poboljšanja i daljnje izgradnje hrvatskog financijskog sustava putem unapređenja rada institucionalnih investitora i njihova 'pretvaranja' u moderne financijske institucije kompatibilne onima u razvijenim tržišnim ekonomijama?

Proučavanjem relevantne literature dolazi se do spoznaje da je povezanost financijskih tržišta i institucionalnih investitora za sve tranzicijske zemlje, a posebno za zemlje članice EU kao i za Republiku Hrvatsku, nepotpuno i nedovoljno istražena. Razlog tome moguće je tražiti u činjenici da sve navedene zemlje karakterizira kratka povijest tržišne ekonomije uopće, a posebno aktivnog trgovanja na financijskim tržištima, što predstavlja značajan problem u svakoj relevantnoj i signifikantnoj analizi i istraživanju problema vezanih za financijska tržišta.

Teorijski aspekt pojma i uloge institucionalnih investitora i pozitivni efekti za razvoj tržišta kapitala, kao i analiza uloge financijskog sustava i njegovih segmenata u razvijenim zemljama tržišne ekonomije, obrađeni su u značajnom broju napisanih znanstvenih i stručnih djela.

Kada se radi o analizi financijskog sustava Republike Hrvatske i ostalih tranzicijskih zemalja, a posebno segmenta institucionalnih investitora, potrebno je izvršiti sustavnu i sveobuhvatnu analizu, s obzirom da je ovaj dio hrvatskog financijskog sustava i njegova okruženja doživio brojne promjene. Posebno se to odnosi na utvrđivanje i dokazivanje povezanosti razvoja

tržišta kapitala i relevantnih institucionalnih investitora, prije svega mirovinskih i investicijskih fondova, na primjeru Republike Hrvatske kao i u komparaciji s tranzicijskim zemljama članicama Europske unije. Budući da tematika predloženog doktorskog znanstvenog rada do sada nije bila u cjelosti istražena i javnosti prezentirana, kao i da će svojim sveobuhvatnim pristupom predstavljati određenu sintezu dosadašnjih istraživanja te ponuditi neke nove spoznaje, postoji teorijsko i praktično opravdanje takvoga istraživanja.

1.3. ZNANSTVENE METODE

U znanstvenom istraživanju i formuliranju rezultata istraživanja koristiti će se više metoda znanstveno-istraživačkog rada. Od posebnih znanstvenih metoda u odgovarajućoj kombinaciji će se koristiti sljedeće najvažnije metode: metoda analize i sinteze, induktivna i deduktivna metoda, metoda apstrakcije i konkretizacije, metoda generalizacije i specifikacije, metoda sistematizacije i klasifikacije, komparativna metoda, metoda deskripcije, metoda dokazivanja i opovrgavanja te odabrane statističke i ekonometrijske metode. Za izradu doktorske disertacije koristiti će se i opće znanstvene spoznaje kao npr. metoda komparacije s obzirom na financijska tržišta zemalja u tranziciji. Za utvrđivanje rezultata istraživanja i dokazivanje/opovrgavanje postavljene hipoteze izraditi će se model utjecaja razvoja institucionalnih investitora i najvažnijih strukturnih reformi na tržište kapitala odabranih tranzicijskih zemalja, za koji će se koristiti ekonometrijska metoda analize panel podataka.

Prilikom obrade teorijskih saznanja o svim relevantnim aspektima tržišta kapitala i najvažnijih institucionalnih investitora, kao i problematike suvremenih procesa konglomerizacije i svih aspekata regulatornih rješenja koriste se metoda analize i sinteze, metoda apstrakcije i konkretizacije, metoda generalizacije i specifikacije, metoda sistematizacije i klasifikacije, komparativna metoda i metoda deskripcije. U svrhu analize obilježja i kretanja sastavnih dijelova odabranih tranzicijskih financijskih sustava, njihove regulacije kao i reformskih procesa (privatizacija i mirovinska reforma) u najvećoj mjeri koriste se metode komparacije, analize i sinteze, sistematizacije i klasifikacije te deskriptivna metoda. U analizi utjecaja odabranih varijabli na razvoj tržišta kapitala u tranzcijskim zemljama koriste se odabrane ekonometrijske metode. Za oblikovanje zaključnih razmatranja koriste se metode indukcije, sistematizacije, deskripcije, metode dokazivanja i opovrgavanja, sinteze i generalizacije.

1.4. KOMPOZICIJA DISERTACIJE

Rezultati istraživanja do kojih će se doći u doktorskom znanstvenom radu, prezentirati će se su u sedam međusobno povezanih dijelova.

U prvom poglavlju, UVODU, definira se problem i predmet istraživanja, određuje se cilj i svrha istraživanja, te se postavlja temeljna hipoteza i pomoćne hipoteze istraživanja. U nastavku se daje ocjena dosadašnjih teorijskih i empirijskih istraživanja iz domaće i inozemne literature te se preciziraju najvažnije znanstvene metode koje će se koristiti u

znanstvenom istraživanju i prezentiranju rezultata istraživanja. Zaključno se daje kratki pregled strukture istraživanja.

Drugi dio rada, TEORIJSKI PRISTUP ODNOSA IZMEĐU TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNIH INVESTITORA, daje teorijsku podlogu istraživanja, prezentiranjem svih relevantnih aspekata tržišta kapitala i institucionalnih investitora, kao sastavnih dijelova svakog financijskog sustava. Posebna pažnja posvećuje se mirovinskim fondovima, osiguravajućim društvima i investicijskim fondovima kao najvažnijim nebankovnim institucijama koje svojom potražnjom uvelike utječu na kretanja na tržištima kapitala. U nastavku je izvršen pregled i analiza mogućih nadzornih i regulatornih rješenja za financijsko tržište i financijske institucije. Ističe se važnost razvoja efikasnog financijskog sustava za razvoj cjelokupnog gospodarstva te se obrazlaže međuodnos tržište kapitala-institucionalni investitori kao i tržište kapitala-banke.

USPOREDNI PRIKAZ RAZVOJA TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNIH INVESTITORA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA, naslov je trećeg dijela rada. U ovom poglavlju definiraju se i obrazlažu osnovni procesi i reforme koji su oblikovali tranzicijske financijske sustave u posljednjih dvadeset godina. Od svih strukturnih reformi koje su poduzimale vlade tranzicijskih zemalja obuhvatom, intenzitetom i utjecajem na financijske sustave posebno se ističu mirovinske reforme odnosno uvođenje kapitalizirane mirovisnke štednje te procesi privatizacije. Analizira se i razvoj financijskih sustava ovih zemalja, kako općenito tako i posebno za pojedine njegove segmente. Analiza tržišta kapitala odnosi se na opis povijesnog razvoja burzi te definiranje i analizu temeljnih karakteristika tržišta dionica i obveznica. S obzirom na posebnosti gospodarskog i ukupnog društveno-političkog ustroja tranzicijskih zemalja, izvršena je usporedna analiza tržišta kapitala i institucionalnih investitora Republike Hrvatske i odabranih tranzicijskih zemalja, ali i odabranih razvijenih zemalja tržišne ekonomije, s ciljem uočavanja kvalitetnijih rješenja vezanih uz politiku usmjeravanja razvoja navedenih segmenata financijskog sustava. U nastavku se analiziraju determinante institucionalnih investitora u odabranim tranzicijskim zemljama. Poglavlje završava pregledom regulatornih okvira financijskih sustava u navedenim zemljama

Četvrti dio rada naziva se TRŽIŠTE KAPITALA I INSTITUCIONALNI INVESTITORI U REPUBLICI HRVATSKOJ, a odnosi se na analizu razine uređenosti i razvijenosti domaćeg financijskog sustava. U ovom dijelu ocijenjuje se značaj i potencijal banaka kao dominantnih financijskih institucija, a zatim i ostalih financijskih intermedijara odnosno nedepozitnih institucija. Posebno se analizira dugoročni i kratkoročni segment financijskog tržišta te hrvatski model nadzora i kontrole financijskog tržišta i financijskih institucija. Temeljem prikupljenih podataka i predstavljene analize hrvatskog financijskog sustava, daje se ocjena sadašnjeg i prognoza budućeg kretanja domaćeg financijskog sustava.

Peto poglavlje nosi naslov ANALIZA UTJECAJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA REPUBLIKE HRVATSKE I ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA – MODELSKI PRISTUP, naslov je šestog dijela rada u kojem je predstavljn izabrani model utjecaja institucionalnih investitora na tržište kapitala

odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske, primjenom metode analize panel podataka. Nakon utvrđivanja i prezentiranja implikacija rezultata istraživanja, formulirani su prijedlozi odnosno smjernice razvoja institucionalnih investitora koji bi unaprijedili hrvatsko financijsko tržište.

U posljednjem dijelu rada, ZAKLJUČKU, prezentirani su najvažniji rezultati znanstvenog istraživanja.

1.5. OČEKIVANI ZNANSTVENI DOPRINOS ISTRAŽIVANJA

Doktorskim znanstvenim radom ULOGA I UTJECAJ INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA I REPUBLIKE HRVATSKE istražiti će se, formulirati i prezentirati rezultati istraživanja navedene tematike, čime će se ostvariti određeni znanstveni doprinos, kako u teorijskom, tako i u aplikativnom smislu.

To će se ostvariti sveobuhvatnim pregledom i analizom dosadašnjih znanstvenih spoznaja o institucionalnim investitorima i financijskom tržištu. Istražiti će se i prezentirati temeljne karakteristike financijskih tržišta i financijskih institucija odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske. Temeljem tih spoznaja utvrditi će se stanje i potencijal domaćeg financijskog tržišta, kao i međuodnos s financijskim institucijama koje su najznačajnije po kriteriju ulaganja na tržištu kapitala, odnosno s investicijskim fondovima i mirovinskim fondovima kao najvažnijim institucionalnim investitorima.

Očekivani doprinos u aplikativnom smislu biti će u određivanju smjernica unapređenja tržišta te poticanju relevantnih struktura na poduzimanje potrebnih koraka za razvoj tržišta kapitala, putem dokazivanja hipoteze o povezanosti i utjecaju veličine i sofisticiranosti institucionalnih investitora i financijskog tržišta u cjelini.

Disertacija će biti od koristi kreatorima i nositeljima ekonomske politike usmjerene na financijski sustav kao i svim sudionicima u procesu njegova razvoja: regulatorima tržišta, centralnim bankama, ministarstvima financija, tržištima kapitala i burzama, te svim vrstama institucionalnih investitora.

Rezultati istraživanja mogu se koristiti i u akademskim krugovima visokih učilišta u osposobljavanju ekonomista. U istraživačkom smislu, rad može koristiti istraživačima i znanstvenicima s fokusom istraživanja na području razvoja tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama te može poslužiti kao ishodišna točka za daljnja istraživanja vezana uz financijski sustav.

2. TEORIJSKI PRISTUP ODNOSA IZMEĐU TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNIH INVESTITORA

Jedan od najznačajnijih procesa u razvoju financijskih tržišta predstavlja institucionalizacija štednje povezana sa snažnim razvojem mirovinskih fondova, osiguravajućih društava i investicijskih fondova. Navedene financijske institucije nazivaju se institucionalni investitori i imaju presudan utjecaj na razvoj i kretanja dugoročnog segmenta financijskog tržišta odnosno tržišta kapitala.

U ovom dijelu rada utvrditi će se priroda i implikacije procesa „institucionalizacije“ kao vodeće odrednice evolucije financijske strukture i razvoja financijskih sustava posljednjih desetljeća. U nastavku će se istražiti odnos navedenih strukturnih elemenata financijskog sustava kao i njihova važnost za osiguranje stabilnosti i napretka cjelokupne ekonomije.

2.1. EVOLUCIJA I ZNAČAJ FINANCIJSKIH SUSTAVA

Financijski sustav zrcalo je gospodarskog dostignuća svake zemlje, jer zdrava privreda zahtijeva efikasan financijski sustav koji kanalizira financijska sredstva prema ekonomski opravdanim investicijama. Pri tome financijska tržišta, financijske institucije i financijski instrumenti predstavljaju okosnicu i mehanizam djelovanja financijskog sustava, ali i cjelokupne nacionalne ekonomije. Njihova međuovisnost i međusobna uvjetovanost dolazi do izražaja u kompleksnim tržišnim odnosima ponude i potražnje. Razvoju tržišta na strani potražnje izravno doprinose financijske institucije, a posebno financijski posrednici, jer veliki dio njih ulaže u financijske instrumente[1]. Istovremeno su snage ponude na financijskom tržištu određene brojem i raznolikošću financijskih instrumenata, ali i potrebama tržišnih aktera za financijskim sredstvima.

Levine (1997) identificira pet temeljnih funkcija financijskih sustava, a to su:

1. mobilizacija štednje;
2. unapređenje upravljanje rizikom;
3. pribavljanje informacija o investicijskim mogućnostima;
4. nadziranje menadžera i kontrola korporativnog upravljanja;
5. olakšavanje razmjene dobara i usluga.

Dostignuti stupanj i smjer razvoja financijskih sustava razlikuje se u ovisnosti o uspješnosti obavljanja navedenih funkcija neovisno o prihvaćenoj institucionalnoj formi. Financijski sustavi promatraju se kao dinamička kategorija, dio su evolucijskog procesa i prilagođavanja potrebama sudionika na tržištu.

[1] Financijski instrumenti su novac i njegovi surogati te sve vrste vrijednosnih papira kojima se na financijskom tržištu određuju cijene odnosno kamatne stope.

Evolucija financijskog sustava može se promatrati sa stajališta važnosti i relativnog udjela banaka i tržišta kapitala odnosno prema raznolikosti i zastupljenosti ostalih financijskih institucija i financijskih instrumenata. Razvojni proces financijske arhitekture kreće od bankovne prema tržišnoj strukturi, u kojoj je naglašena uloga institucionalnih investitora i njihova sve sofisticiranija ponuda,a završava sekuritiziranom fazom (Davis i Steil, 2001).

U prvoj, **bankovnoj fazi** razvoja financijskog sustava, bankovne institucije prikupljaju glavninu štednje, provode najveći dio financijske intermedijacije i najznačajniji su izvor eksternog financiranja nefinancijskih poduzeća. Tijekom ove faze banke imaju dominantnu ulogu u ekonomiji. Tržište novca je nerazvijeno i gotovo u cijelosti se odnosi na međubankovnu trgovinu. Nerazvijenost financijskog sustava ogleda se u ograničenju broja i vrsti financijskih posrednika kao i financijskih instrumenata kojima se trguje, dok je tržište kapitala potpuno ili relativno nerazvijeno.

Zbog nerazvijenih institucionalnih investitora, mogućnost držanja diverzificiranih portfolija vrijednosnih papira kod sektora stanovništva ograničena je samo na bogate pojedince i to uz visoke troškove. Srednji i nisko dohodovni sektor stanovništva preferira bankovnu štednju usprkos nižim stopama povrata.

Ovakva tržišta mogu se ocijeniti plitkim i uskim i karakteristična su za većinu tranzicijskih zemalja[2]. Kontinentalni financijski sustavi su uglavnom oligopolistički, uslijed dominacije banaka i njihova pristupa kanalima distribucije kojima se smanjuju ulazni troškovi pristupa tržištu.

Tijekom **tržišno-orijentirane faze**, mijenjaju se odnosi u financijskim sustavima koji postaju kompleksniji i sofisticiraniji. Kao konkurencija bankama sve više jačaju institucionalni investitori s novim financijskim proizvodima. Važnost bankovnog sustava se smanjuje, ali banke ipak ostaju glavni izvor financiranja nefinancijskih poduzeća. Mijenja se i tradicionalno shvaćanje banke kao isključivo depozitno-kreditne institucije te se smanjuje primarna važnost depozita u aktivi kućanstava i kredita kao izvora financiranja poduzeća. Tržište kapitala u početnoj je fazi razvoja, a najčešća izdanja su državne obveznice i manjim dijelom nova dionička izdanja.

Sektor stanovništva kupuje vrijednosne papire direktno i putem financijskih institucija. Pojedinci s visokim primanjima smanjuju udjel direktno držanih vrijednosnih papira, a ostale skupine novčano suficitarnih subjekata smanjuju preferenciju prema depozitima povećavajući ulaganja u investicijske fondove, mirovinske fondove i osiguravajuća društva.

Tržišni financijski sustavi karakteristični su za zemlje kontinentalne Europe (Francuska, Njemačka, Italija), Japan kao i za neka od naprednih tranzicijskih tržišta, primjerice Čile.

U trećoj, **sekuritiziranoj fazi** razvoja, primat u eksternom financiranju nefinancijskog i financijskog sektora ima tržište kapitala. Korporativna izdanja obveznica i komercijalni papiri subsitutiraju bankovne kredite, a hipotekarni i potrošački krediti mogu biti

[2] U ovom radu pod tranzicijskim zemljama podrazumijevamo zemlje Srednje i Istočne Europe (engl. Central and Eastern European Countries, CEE). Više o klasifikaciji tranzicijskih zemalja i karakteristikama financijskih sustava CEE zemalja u 3. točki rada.

sekuritizirani. Prikupljanje i alociranje štednje, monitoring i kontrola provode se posredstvom tržišta odnosno najčešće putem rejting agencija, investicijskih banaka i institucionalnih investitora. Vrijednosni papiri u ovoj fazi evoluiraju i javljaju se u formi raznih derivativnih instrumenata. Tradicionalno bankarstvo sve više gubi na važnosti, uz istovremeno jačanje novih nebankovnih usluga kao što su trgovanje vrijednosnim papirima, usluge savjetovanja i potpisivanja emisija te usluge portfolio managementa.

Posljednja faza razvoja financijskog sustava karakteristična je za anglosaksonske zemlje (Kanada, Velika Britanija i SAD), koje odlikuje raznovrsnost oblika i tehnika financiranja, kao i vrlo visoki obujam trgovanja na financijskim tržištima.

Međutim, viša sofisticiranost pojedine faze ne znači nužno i bolje rješenje za sve zemlje. Većina autora se slaže da optimalna financijska arhitektura za pojedinu nacionalnu ekonomiju ovisi o njezinim specifičnim karakteristikama.[3]

2.2. TEMELJNE SASTAVNICE FINANCIJSKOG SUSTAVA

Najveći dio nacionalne štednje usmjerava se prema efikasnim investicijama posredstvom financijskih tržišta i institucija. U najširem smislu, one se mogu promatrati i kao temeljne sastavnice financijskih sustava. [4]

2.2.1. Financijska tržišta

Financijska tržišta ključna su za napredak efikasnosti u svakom gospodarstvu. Pod financijskim se tržištem podrazumijeva ukupnost odnosa ponude i potražnje za financijskim sredstvima (Prohaska 1996, str. 15). Drugim riječima, na financijskim tržištima susreću se ekonomske jedinice s viškom sredstava te deficitarne ekonomske jedinice koje pozjamljuju financijska sredstva. Prva i osnovna funkcija financijskog tržišta je funkcija alokacije, jer se financijska sredstva posredstvom mehanizma financijskog tržišta alociraju na efikasne i ekonomski opravdane projekte. Nadalje, na financijskom se tržištu stvaraju novi financijski instrumenti zahvaljujući sposobnosti transformacije direktnih ili primarnih vrijednosnih papira u indirektne ili sekundarne putem financijskih institucija i to u najvećoj mjeri institucionalnih investitora, kao posrednika između suficitarnih i deficitarnih ekonomskih jedinica. Iz funkcije transformacije financijskog tržišta proizlazi podjela na posredno i neposredno financijsko tržište. Osim toga, financijska tržišta imaju važnu ulogu u transferu rizika, međunarodnoj trgovini, odvajanju vlasništva nad upravljanjem, vremenskoj alokaciji potrošnje te pravodobnom informiranju sudionika na tržištu (Bodie, Kane i Marcus 2006a).

Financijska tržišta mogu se podijeliti prema različitim aspektima, dok osnovna podjela prema ročnosti, razlikuje dvije dimenzije: **tržište novca i tržište kapitala**[5].

---

[3] Više o odnosu financijske arhitekture i ostvarenih performansi ekonomija vidjeti u točki 2.5.2.

[4] U najvećem dijelu literature sastavne dijelove financijskog sustava čine: financijska tržišta, financijske institucije i financijski instrumenti. Prema metodologiji ECB-a, uz tržišta i institucije, u temeljne elemente ubraja se i tržišna infrastruktura.

S obzirom na vrijeme trajanja tražbine iz vrijednosnih papira razlikuju se tržište novca i tržište kapitala (Orsag 1997). Financijsko tržište na kojem se trguje kratkoročnim financijskim sredstvima naziva se tržištem novca. Dugoročni segment financijskog tržišta odnosi se na tržište kapitala odnosno tržište na kojem se trguje vlasničkim udjelima i dužničkim instrumentima s dospijećem dužim od godine dana. Za razliku od instrumenata tržišta novca, dugoročni vrijednosni papiri obilježeni su višim stopama prinosa kao premijom za viši rizik (prvenstveno viši kreditni rizik i rizik promjene kamatne stope) i širu fluktuaciju cijena.

Svaka zemlja ima za cilj uspostavu efikasnog i razvijenog financijskog tržišta. Pri tome tržišna efikasnost označava brzinu prilagođavanja cijena vrijednosnih papira promjenama koje se odnose na informacije o emitentima i druge faktore. Za mjerenje **efikasnosti financijskih tržišta** koriste se tri mjerila koje se razlikuju po vrsti informacija koje su uključene u cijenu dionica (npr. javno u odnosu na privatno, povijesno prema nepovijesnom): slaba, srednje jaka i jaka efikasnost tržišta.

Slaba djelotvornost tržišta pretpostavlja da tekuće cijene dionica odražavaju sve povijesne javne informacije o tvrtki. Prema konceptu srednje jake tržišne efikasnosti, javne informacije o emitentu odmah se ugrađuju u cijenu vrijednosnog papira. Prema jakoj efikasnosti tržišta u cijene vrijednosnih papira ugrađene su privatne i javno objavljene informacije o emitentima. Prema tome, na potpuno efikasnom (savršenom) tržištu ne postoje informacije koje bi investitoru omogućile veću zaradu od pravedne stope povrata odnosno tzv. nenormalne zarade (Saunders i Cornett 2006, str. 245-248). U stvarnosti je većina tržišta samo djelomice efikasna čak i u slučaju visoke konkurentnosti tržišta. Investitori su u mogućnosti pronaći podcijenjene vrijednosne papire odnosno ostvariti tzv. „besplatne ručkove“ (engl. *free lunches*).

Važne prepreke efikasnom djelovanju financijskih tržišta proizlaze iz informacijskih nepotpunosti i nejednakog pristupa informacijama za sve sudionike. **Informacijska asimetrija** javlja se u dva osnovna oblika: 1. negativna selekcija koja se javlja *ex ante*, prije nastanka transakcije i 2. moralni hazard koji se javlja *ex post*. **Negativna selekcija** nastaje u slučaju kada se mehanizmom tržišta najviše koriste sudionici koji umanjuju efikasnost tržišta odnosno kada se kapital posuđuje rizičnijim subjektima koji su najaktivniji u potrazi za kapitalom. Problem negativne selekcije i njegov utjecaj na efikasno funkcioniranje tržišta poznat je pod nazivom „*problem mačka u vreći*“ (engl. *lemons problem*).[6] S druge strane, problem **moralnog hazarda** javlja se nakon izvođenja financijske transakcije. Riječ je o riziku uključivanja dužnika u aktivnosti koje su s motrišta kreditora nepoželjne zbog nesigurnosti povrata financijskih sredstava.[7]

---

[5] Riječ je o organiziranim tržištima, za razliku od spontanih tržišta na kojima se kupoprodaja vrši neposredno između zainteresiranih stranaka. Karakteristike spontanih tržišta, kao što je tržište s izravnim pristupom, su povremeno sudjelovanje sudionika i niska likvidnost tržišta, niske cijene i nestandardizirana roba. Navedena tržišta nisu institucionalno uređena, ne postoji javna kontrola nad operacijama i stoga ona ne doprinose u većoj mjeri napretku ekonomije.

[6] Za detaljniji opis problema pogledati u Greenwald, Stiglitz i Weiss 1984, str. 194-199.

[7] Više o problemima negativne selekcije i moralnog hazarda vidjeti u Mishkin i Eakins 2005, str. 375-388.

Moralni hazard kod ugovora o vlasničkom ulaganju javlja se u obliku problema principala i zastupnika ili problema agenata. Do ovog problema dolazi zbog razdvajanja vlasništva i kontrole, pri čemu manageri (zastupnici vlasnika ili agenti) djeluju u skladu s vlastitim autonomnim motivima koji mogu biti različiti od interesa dioničara (principala). Agenti će u određenim okolnostima težiti korporativnim strategijama koje jačaju njihovu osobnu korist, ali ne povećavaju profitabilnost korporacije. Alati koji pomažu u reduciranju problema agenata su nadgledanje, državna regulacija za povećanje informiranosti i financijsko posredovanje koje se odnosi na tvrtke rizičnog kapitala.

Nadalje, zbog informacijskih neujednačenosti javlja se i tzv. „problem promotora". Promotori izdanja vrijednosnih papira[8] skloni su oportunističkom ponašanju usprkos mogućnosti smanjenja ili gubitka reputacije. Za ulagatelje će taj problem uz nemogućnost pristupa informacijama i nerazvijenog korporativnog upravljanja rezultirati sve manjim interesom istih za kupnju vrijednosnih papira, a na tržištu će opstati lošiji promotori izdanja. Krajnji negativan utjecaj asimetričnih i nepotpunih informacija na financijsko tržište očituje se u potpunom gubitku motiva investitora za kupnju vrijednosnih papira. Riječ je o mehanizmu nestajanja tržišta koji do izražaja dolazi u vrijeme kriza.[9]

Opisane nesavršenosti tržišta dovode u pitanje njegovu učinkovitost i uopće motiviranost ulagača za djelovanje na istima. Reduciranje navedenih problema moguće je ostvariti različitim alatima. Jedno od rješenja je razvoj privatnog tržišta informacija. Informacijska dostupnost i transparentnost povećava se izdavanjem i prodajom računovodstveno-revizorskih izvještaja i poslovnih informacija putem specijaliziranih institucija (npr. kreditne rejting agencije). Međutim, efikasnost privatnog tržišta u proizvodnji informacija biti će umanjena u slučaju kada informacije koriste ljudi koji ih nisu platili. Ova poteškoća u literaturi se naziva problem slijepog putnika (engl. *free rider*). U tom slučaju, uspješnom se može pokazati i državna intervencija u vidu efikasne regulacije financijskih tržišta koja od emitenata zahtijeva javno objavljivanje fer, istinitih i pravovremenih podataka o poslovanju, poštivanje standardnih računovodstvenih načela i drugih pravila te sankcioniranje oportunizma sudionika na tržištu.

Posljedice negativne selekcije mogu se umanjiti i korištenjem kolaterala kao i većom dužnikovom neto vrijednošću. Kolateral odnosno pravo vlasništva obećano kreditoru kao osiguranje vraćanja duga iz tog je razloga česta i bitna sastavnica dužničkih ugovora. Ujedno će se zajam jednostavnije odobravati zajmoprimcu koji ima veću neto vrijednost (vlastiti kapital) kao razliku između imovine i obveza.

Sukladno teoriji o evoluciji financijskog sustava, razvoj financijskih tržišta i institucionalnih investitora napreduje usporedo s poboljšanjem kvalitete i dostupnosti informacija na tržištu. Dakle, ove probleme uspješno prevladavaju i financijski posrednici kao stručnjaci u proizvodnji, prikupljanju i obradi informacija o emitentima, o čemu će se govoriti u nastavku rada.

[8] U ulozi promotora javljaju se izdavatelji, pokrovitelji i upisnici izdanja.

[9] Mehanizam nestajanja tržišta prvi put se spominje u radu Akerlofa Georga iz 1970. godine.

2.2.2. Financijske institucije

Ključnu ulogu u povećanju ekonomske efikasnosti i prevladavanju nedostataka u izravnom financiranju putem financijskih tržišta imaju financijske institucije. Radi se o poduzećima čija se osnovna imovina sastoji od financijske imovine ili prava i potraživanja, umjesto realne imovine. Financijske institucije prikupljaju novčane fondove odnosno uštede s naslova različitih izvora, plasiraju ih na financijskom tržištu i obavljaju usluge financijske prirode. Od vitalnog su interesa za svaku ekonomiju, jer obavljaju ključne uloge kanaliziranja sredstava od dobavljača prema korisnicima novčanih fondova posredstvom financijskih tržišta. Ponuda financijskih viškova najvećim dijelom odnosi se na sektor stanovništva dok su najvažniji sektori potražnje odnosno jedinice koje pozajmljuju sredstva poduzeća i država.

Povezivanjem sudionika procesa uravnoteženja ponude i potražnje za financijskim sredstvima odnosno kreditora ili novčanosuficitarnih ekonomskih jedinica s jedne strane i dužnika ili novčanodeficitarnih jedinica s druge strane, financijske institucije prevladavaju nedostatke izravnog ili direktnog financiranja. Pristup izravnom financiranju za većinu malih investitora onemogućen je, jer je riječ o veleprodajnom tržištu. Direktno financiranje ima svoja razvojna ograničenja od kojih se posebno ističu sljedeći problemi:

- ograničenost oblika i vrsti potraživanja koja se nude na tržištu (iznos, prinos, dospijeće, rizik, likvidnost i drugo);
- nemogućnost osiguranja učinkovitog i cjenovno prihvatljivog nadzora korištenja vlastitih sredstava;
- nezadovoljavajuća likvidnost primarnih vrijednosnih papira;
- visoki transakcijski troškovi;
- otežan ili onemogućen pristup investitora kvalitetnim i pravovremenim informacijama o tržištu, vrijednosnim papirima, emitentima i slično;
- nedostatak znanja i iskustva investitora.

Ovakav najjednostavniji oblik financiranja destimulira investitore i usmjerava ih prema alternativnim načinima kanaliziranja sredstava koji uključuju aktivnost financijskih posrednika ili intermedijara. Riječ je o indirektnom ili posredovanom financiranju koje označava transformaciju financijskih potraživanja. Direktna potraživanja u aktivi financijskih institucija se posredovanjem „pretvaraju“ u indirektna potraživanja u pasivi odnosno obvezu prema štedišama ili investitorima. Financijski posrednici tako kupuju financijska potraživanja ili primarne vrijednosne papire kao što su dionice i obveznice i istovremeno prodaju financijska potraživanja investitorima u obliku depozita, polica osiguranja, udjela u investicijskim ili mirovinskim fondovima. Dakle, većina financijskih institucija su posrednici koji pribavljena sredstva, kreirajući potraživanja investitora prema sebi, pretvaraju u potraživanja drugačijeg karaktera. Ostale financijske institucije asistiraju na financijskim tržištima i nemaju posredničku funkciju (Jurković 1994, str 57).

Financijski posrednici poslovanje na financijskim tržištima čine efikasnijim, jer neizravno alociraju novčani kapital prema profitabilnim i ekonomski opravdanim projektima i time

uspješno ispunjavaju najvažniju funkciju financijskog sustava odnosno funkciju alokacije. Načelo alokativne efikasnosti omogućuje napredak i razvoj nacionalnog gospodarstva te isključuje upotrebu raspoloživog kapitala prema političkim, socijalnim i drugim netržišnim kriterijima. Financijske institucije na sebe preuzimaju i funkciju transformacije, jer pretvaranjem izravnih u neizravna potraživanja stvaraju nove financijski instrumente čineći ih atraktivnijima za sve zainteresirane aktere.

Prema Saundersu i Cornettu (2006), financijski posrednici pružaju niz pogodnosti za investitore, ali i za cjelokupnu ekonomiju. Od usluga s pogodnostima za dobavljače sredstava posebno se ističu:

1. nadziranje troškova – koncentriranje sredstava u financijskim institucijama omogućava prikupljanje informacija o tvrtki i nadzor aktivnosti po nižim prosječnim troškovima (ekonomija razmjera ili obujma);
2. likvidnost i rizik promjene cijene – potraživanja koja izdaju financijske institucije često imaju atribute likvidnosti koji su iznad atributa primarnih vrijednosnih papira i uz niži rizik promjene cijena zahvaljujući konceptu diverzifikacije portfolija;
3. niži transakcijski troškovi – utrošeno vrijeme i novac po jednoj novčanoj jedinici transakcije mogu se smanjiti kao rezultat povećane djelotvornosti i ekonomije razmjera uslijed povećanja obujma transakcija;
4. transformacija dospijeća – diverzifikacijom se smanjuje rizik neusklađenosti dospijeća aktive i pasive;
5. transformacija denominacije – prevladavanje ograničenja u kupovini aktive zbog visokih iznosa minimalne veličine denominacije.

Ekonomske funkcije kojima financijski posrednici poboljšavaju funkcioniranje financijskog sustava u cjelini su:[10]

1. transmisija opskrbe novcem – depozitne financijske institucije primarni su kanali kojim aktivnosti monetarne politike utječu na financijski sustav i ekonomiju u cjelini;
2. alokacija kredita – financijske institucije su glavni izvor financiranja određenih sektora u privredi;
3. međugeneracijski prijenos sredstava – financijske institucije (životno osiguranje i mirovinski fondovi) osiguravaju štediše za prijenos sredstava iz jedne u drugu generaciju;
4. usluge plaćanja – financijske institucije nude i pogodnosti platnog prometa, kreditnih kartica i ostalih financijskih usluga.

Financijske institucije se po svojim karakteristikama znatno razlikuju te ih je moguće razvrstati na različite načine. Pod uvjetom da izuzmemo središnju banku kao posebnu monetarnu i regulatornu instituciju s posebnim položajem u svakom financijskom sustavu,

[10] Za detaljniji pregled vidjeti u Saunders i Cornett 2006, str. 14-19.

financijske institucije u najširem smislu možemo grupirati u bankovne i nebankovne te u depozitne i nedepozitne (Leko 2004).

Depozitne financijske institucije prikupljaju sredstva primanjem novčanih depozita i u najvećoj mjeri plasiraju ih u obliku kredita. Ako su im u pasivi najvažnije obveze po primljenim depozitima, a u aktivi potraživanja po odobrenim kreditima, često se nazivaju i depozitno-kreditne institucije ili depozitno-kreditni kompleks financijskih institucija (Leko 2004). Od posebnog su značaja za svaki financijski sustav iz razloga što sekundarnom emisijom sudjeluju u procesu umnažanja ili multiplikacije novca. Zbog mogućnosti kreiranja sekundarnih depozita i rizika stvaranja nestabilnosti i poremećaja u financijskim sustavima depozitne institucije objekt su snažnog nadzora i kontrole od strane središnje banke. [11]

Nedepozitne institucije nemaju privilegiju prikupljanja depozita kao načina prikupljanja sredstava, ne nude bezuvjetno određenu kamatnu stopu i ne jamče za vrijednost investicija. Umjesto toga, povrat će ovisiti o tome kako se dobro ta temeljna investicija ponaša. Ove institucije nastoje poslovati orijentirajući se na mnogo dulji vremenski okvir, a velik dio priljeva štednje koje oni prikupljaju dan je u obliku ugovornih obveza.

Najvažniji financijski posrednici i stožer financijskog sustava tradicionalno su u većini zemalja bile banke. No, u razvijenim financijskim sustavima to je sve manje slučaj. Na značenju sve više dobivaju nedepozitne financijske institucije koje preuzimaju dio dosadašnjeg bankovnog tržišta i time označavaju napredak u razvoju nacionalnih financijskih sustava. Istodobno opada udjel depozita i kredita u korist vrijednosnih papira i nekreditnih oblika financiranja i sve se više inoviraju tehnike pribavljanja kapitala, što sustave čini raznovrsnijim, složenijim, učinkovitijim, ali i jeftinijim.

Za potrebe ovog rada analizirati će se samo nedepozitni institucionalni sektor financijskog sustava odnosno onaj dio financijskog sustava koji ima najveći utjecaj na kretanja tržišta kapitala. Riječ je o nebankovnim financijskim posrednicima koji najveći dio prikupljenih novčanih sredstava ulažu u vrijednosne papire i nazivaju se institucionalni investitori. Njihov interes je što veća i kvalitetnija ponuda utrživih financijskih instrumenata zbog čega igraju važnu ulogu u razvoju tržišta. Zbog svoje veličine i visokih iznosa prikupljenog kapitala uživaju povlašteni tretman na tržištu u smislu nižih troškova i boljeg pristupa informacijama. U stanju su pokrenuti ili umrtviti tržište, imaju velik utjecaj na cijene vrijednosnih papira, likvidnost i volatilnost tržišta te na ostale uvjete na tržištu.

Nastanak i razvoj institucionalnih investitora povezan je s procesom jačanja institucionalizirane štednje. Naime, posljednjih desetljeća zamjetan je strelovit rast profesionalno upravljane štednje stanovništva i ostalih novčanosuficitarnih jedinica dok se udio štednje koja se direktno investira u vrijednosne papire ili drži u formi bankovnih

[11] U većini zemalja bankovni depoziti su zbog sigurnosti i stabilnosti financijskog sustava osigurani kod posebnih državnih ili privatnih osiguravateljnih agencija. Cilj sustava osiguranja depozita je zaštita depozita građana u slučaju njihove nedostupnosti odnosno otvaranja stečajnog postupka banke ili druge kreditne institucije. Ipak, kod primjene ovog sustava javlja se problem moralnog hazarda u slučaju kada banke potaknute činjenicom da su njihove obveze osigurane, preuzimaju veće rizike u svojim poslovima.

depozita proporcionalno smanjuje (Davis 2002). Ove promjene smatraju se ključnima u evoluciji financijske strukture i promjena u financijskim sustavima.

2.3. TRŽIŠTE KAPITALA

Financijska tržišta se mogu promatrati kao kanali kroz koje se odvija kontinuirano usmjeravanje financijskih sredstava od subjekata koji raspolažu s viškom sredstava do onih koji za njih pronalaze produktivnu uporabu i dovode do veće ekonomske efikasnosti i rasta privrede. Sastavni dio financijskog tržišta je tržište kapitala gdje se obavlja konverzija štednje u investicije na dugi rok. Slobodna dugoročna financijska sredstva ulažu se u vrijednosne papire s originalnim dospijećem dužim od godine dana kao alternativi investicijama u imovinu kao što su nekretnine ili zlato.

U narednim poglavljima će se razmotriti temeljne karakteristike tržišta kapitala kao i poveznice s alternativom navedenom ulaganju odnosno plasiranju sredstava na bankovnom tržištu.

2.3.1. Temeljne odrednice tržišta kapitala

Tržište kapitala po svojoj veličini i raznolikosti danas ima nezamjenjivu i izuzetno važnu ulogu u globalnom ekonomskom razvoju, jer državi, privredi, financijskim institucijama, stanovništvu i svim zainteresiranim stranama omogućuje brojne pozitivne efekte.

Tržište kapitala može se definirati kao skup odnosa ponude i potražnje za financijskim sredstvima na rok duži od jedne godine (Prohaska 1998, str. 15). Ono je institucionalno uređeno i određeno zakonodavnom i pravnom regulativom u cilju uspostavljanja efikasnog, sigurnog i likvidnog tržišta.

Javni sektor svojim zaduživanjem na tržištu kapitala ostvaruje niže troškove financiranja te pridonosi smanjenju rizika koji se odnosi na tradicionalno financiranje posredstvom banaka, dok se privredi omogućuje stalno vrednovanje vlastite imovine i nesmetan pristup dugoročnim novčanim sredstvima. Za segment stanovništva i sve zainteresirane investitore tržište kapitala predstavlja profitabilnu ulagačku opciju i alternativu bankovnom depozitu.

Tržište kapitala, kao i sveukupno financijsko tržište, omogućava efikasno alociranje kapitala od suficitarnih na deficitarne ekonomske jedinice. Uz alokativnu i transfernu funkciju Pečarić i Nikolić (2007) navode dodatne tri funkcije. Signalna funkcija omogućuje pravovremeno prepoznavanje signala deformacija globalnog tržišta, temeljem čega ekonomska politika treba pravovremeno poduzimati korektivne mjere. Četvrta funkcija tržišta kapitala je funkcija poboljšanja kreditnog rejtinga i održavanja likvidnosti poduzeća. Naime, postojanjem tržišta kapitala stvaraju se institucionalni uvjeti da svako poduzeće koje želi apsorbirati kapital mora voditi računa o vlastitom ekonomskom i financijskom poslovanju. Nadalje, tržište kapitala od velikog je značaja i za novoosnovana, inovativna i ostala poduzeća koja imaju poteškoća u oslanjanju na klasične izvore financiranja.

Strukturno gledano, tržište kapitala se može promatrati u širem i užem smislu. U širem smislu razlikuju se dva pojedinačna tržišta:

a. Tržište dugoročnih vrijednosnih papira, otvoreno tržište ili tržište efekata – tržište na kojem je kapital dostupan cjelokupnoj javnosti;
b. Tržište dugoročnih kredita ili ugovorno tržište – tržište koje se zasniva na bilateralnim odnosima.

U užem smislu se pod tržištem kapitala podrazumijeva **tržište dugoročnih vrijednosnih papira**. Vrijednosni papiri, odnosno njihovo tržište, osiguravaju najznačajnije atribute financijskoga tržišta kao što su učinkovitost, transparentnost i kompetitivnost. Posredstvom tržišta vrijednosnih papira ostvaruje se univerzalna geografska i intertržišna protočnost financijskih sredstava, što je tim značajnije ako se ima u vidu teritorijalni i donekle monopolistički karakter bankovnih institucija (Nikolić i Pečarić 2007, str. 293). S obzirom na zakonske obveze izdavatelja dugoročnih vrijednosnih papira, razlikuje se tržište vrijednosnih papira s fiksnim prihodom ili tržište duga i tržište vrijednosnih papira s varijabilnim prihodom ili tržište imovine. Dok je dug potraživanje, odnosno obveza plaćanja utvrđenog iznosa u određeno vrijeme, imovina je udio u vlasništvu određenog dioničkog društva (Prohaska 1996, str 16). No osim financijskih tržišta dionica i obveznica, postoje i devizna financijska tržišta te tržišta derivativnih (izvedenih) financijskih instrumenata.

Kretanje kapitala između različitih ekonomskih subjekata odvija se na primarnom ili sekundarnom tržištu. **Primarno tržište** je emisijsko, inicijalno tržište na kojem se novi vrijednosni papiri nude investitorima na prodaju, dok se likvidnost tržišta kapitala potvrđuje kroz proces trgovanja na sekundarnim tržištima. Emisijom vrijednosnih papira prikuplja se nepotrošeni dohodak investitora i povećava kapital izdavatelja ako se radi o emisiji dioničkog kapitala, odnosno dugoročno se posuđuje kapital ako se radi o emisiji duga ili obveznica. Drugim riječima, primarna tržišta omogućavaju mobiliziranje decentralizirane štednje stanovništva u privredne svrhe čime se povećava imovina privrede ili povećavaju prihodi vlada i institucija javnog sektora. Većina transakcija na primarnom tržištu odvija se putem investicijskih banaka. Ipak, ove financijske institucije karakteristične su za anglosaksonske ekonomije dok je za kontinentalna tržišta karakteristična uloga univerzalnih komercijalnih banaka i njihovih investicijskih jedinica u oblikovanju i provedbi emisije. Sama prodaja vrijednosnih papira može imati oblik javne ponude usmjerene najširoj investicijskoj javnosti ili privatnog plasmana usmjerenog na poznatog investitora ili ograničenu skupinu kupaca najčešće institucionalnih investitora. Na **sekundarnom** ili transakcijskom **tržištu** odvija se trgovanje prethodno izdanim vrijednosnim papirima koji preprodajom mijenjaju vlasnike prije njihova dospijeća. Sekundarna tržišta nude pogodnosti dobavljačima, ali i korisnicima sredstava, jer osiguravaju likvidnost, kao i informacije o vrijednosti njihova ulaganja ili cijenama kao vrijednosti emitenta iz perspektive investitora. Iz navedenog proizlaze dvije važne funkcije sekundarnih tržišta: 1.osiguravanje likvidnosti financijskih instrumenata; i 2. određivanje cijene u procesu trgovanja.

Osim primarnih i sekundarnih, postoje i tercijarna i kvartarna tržišta. Treće ili tercijarno tržište odnosi se na trgovanje preko OTC tržišta (engl. *over the counter markets*)

vrijednosnim papirima uvrštenim na burzu. Četvrto ili kvartarno tržište označava izravno trgovanje investitora velikim blokovima vrijednosnih papira uvrštenih na burzu, ali bez posredovanja brokera.[12]

Trgovanje već izdanim vrijednosnim papirima na organiziranim sekundarnim tržištima najvećim se dijelom odvija putem burzi koje omogućuju uređeno trgovanje. Drugi načini organizacije sekundarnoga tržišta su tzv. neuređeno ili izvanburzovno tržište te izravna trgovina između dviju strana.

Sekundarno tržište odnosno tržište kapitala u najužem smislu sačinjavaju burze vrijednosnih papira i trgovanje „licem i lice" ili OTC tržište (Prohaska 1996, str. 17).

Burze i OTC tržišta kao organizirana tržišta kapitala za ekonomiju nude niz prednosti (Novak 2005, str. 262):

1. olakšavaju proces investiranja, jer se transakcije obavljaju efikasno i relativno jeftino;
2. kupnja i prodaja vrijednosnih papira predstavljaju procjene vrijednosti i perspektive emitenata i njihovih vrijednosnih papira;
3. cijene vrijednosnih papira su podložne češćim, ali manjim promjenama, jer se visokom likvidnošću održava kontinuitet tržišta.

Burza kao platforma trgovanja s organiziranom infrastrukturom i strogo formaliziranim procedurama uvrštenja pruža niz prednosti za sve sudionike u transakcijama. Emitent je uvrštenjem nagrađen publicitetom i prepoznatljivošću na tržištu, poboljšanim pristupom financijskim tržištima uz neprestani proces procjene vrijednosti emitenta odnosno cijene njihovih dionica. S druge strane, investitori su u mogućnosti primijeniti optimalnu strategiju ulaganja.

Za razliku od burzi, **OTC** tržišta nemaju fizičko mjesto trgovanja, već se transakcije isključivo obavljaju putem sofisticirane elektroničko-komunikacijske mreže[13]. U pravilu se radi o dilerskim tržištima, na kojemu dileri drže zalihe vrijednosnih papira i u svakom trenutku jamče kupnju i prodaju vrijednosnih papira po kotiranim cijenama. Za razliku od burzi, OTC tržišta ne zahtijevaju članstvo („mjesto") kao uvjet za trgovanje. Na OTC tržištima trguje se najvećim dijelom, vrijednosnim papirima malih i nepoznatih tvrtki s kratkom poviješću trgovanja, tvrtki regionalnog značaja ili onih koje ne mogu ispuniti stroge zahtjeve za uvrštenjem na organizirane burze. Međutim, postoje i korporacije koje usprkos mogućnostima ne žele uvrštenje u kotaciju službenih burzi, jer smatraju da prednosti uvrštenja na burzu ne nadilaze potrebne troškove ili ne žele otkriti financijske i druge informacije potrebne za uvrštenje u burzu. Ujedno postoje i OTC tržišta koja su svojim razvojem pretekla burze mnogih zemalja s manje razvijenim financijskim tržištima.

[12] Više u Prohaska 1996.

[13] Danas je trgovanje na većini svjetskih burzi također organizirano elektronski, putem računalnih mreža. Stoga se ovaj vid razlikovanja burze i OTC tržišta teško može primijeniti u suvremenim tržišnim uvjetima.

Domowitz (1996) promatra burzu kao tržište i predstavlja sustav trgovanja koji ima sljedeće zadatke: osigurati podlogu za provođenje trgovinskih transakcija, osigurati informacije o cijenama u obliku traženih i ponuđenih kotacija na redovnoj i kontinuiranoj bazi, uključiti se u proces otkrivanja cijene putem procedura trgovanja, pravila ili mehanizama, odabrati između strukture stvaratelji tržišta (engl. *market makers*), konsolidirane knjige limitiranih naloga ili aukcije jedinstvene cijene, centralizirati trgovanje te imati članove i osigurati likvidnost.

Cybo Ottone (1997) proizvodni ciklus burzi dijeli na tri dijela: (a) uvrštenje, (b) trgovanje i (c) namira (engl. *settlement*). Spomenute tri faze proizvodnog ciklusa oblikuje slijedeće usluge koje burze nude: usluge uvrštenja, usluge trgovanja, usluge namire i usluge informiranja. Važnost burze za cijeli financijski sustav se prema Di Noii (1998) ističe kroz specifičnu javnu prirodu dobra koje ista proizvodi. Naime, negativne neefikasnosti u bilo kojoj fazi proizvodnog ciklusa opterećuju čitavo društvo, a ne samo sudionike tržišta, stvarajući na taj način negativne eksternalije. Dok slaba kvaliteta informacija može dovesti do pogrešnog vrednovanja vrijednosnih papira te time potaknuti pogrešnu alokaciju sredstava na tržištu, neprimjerene procedure kliringa i namire mogu zaprijetiti stabilnosti cjelokupnog financijskog sustava. Stoga se efikasnost burze smatra nužnom kako bi se povećala i zaštitila ukupna štednja te se može djelomično promatrati kao javno dobro (Padoa-Schioppa, 1997). Konačno, dio literature burzu vrijednosnih papira definira kao posrednika između posrednika. U ovom smislu burzu se može promatrati kao običnog brokera ili dilera koji skuplja naloge za trgovanje i pruža infrastrukturu za njihovo provođenje (Barbić 2010, str. 25).

2.3.2. Sudionici na tržištu kapitala

Heterogenost i brojnost tržišnih sudionika jedan je od uvjeta djelovanja i razvoja efikasnog tržišta kapitala. Interesne skupine različitih transakcijskih zahtjeva, motiva i karakteristika mogu se podijeliti u četiri temeljne kategorije: emitente, investitore, posrednike i ostale sudionike. Svi sudionici djeluju na tržištu unutar institucionalnog okvira kojeg čine burze, OTC tržišta, nadzorna tijela i depozitarne institucije.

Emitenti ili izdavatelji vrijednosnih papira su korisnici kapitala koji su pridobili povjerenje investitora da će njihova sredstva biti efikasno iskorištena u cilju osiguranja odgovarajućeg prinosa na ulaganja. Emitenti mogu biti dionička društva, države, gradovi i lokalne zajednice kao i financijske institucije, koji u primarnoj emisiji prikupljaju kapital za investicijske projekte, proširenje ili financiranje tekuće djelatnosti. Privreda se opskrbljuje kapitalom u investicijske svrhe, a prodaja vrijednosnih papira za njih predstavlja alternativu zaduženju kod banaka ili kod dobavljača opreme. Državne i lokalne vlasti izdaju dužničke instrumente u cilju financiranja budžetskih deficita, otplatu dospjelog javnog duga i financiranej investicijskih projekata. Emitenti mogu biti i strani sudionici na financijskim tržištima ukoliko su uvjeti investiranja povoljniji u odnosu na matičnu zemlju s obzirom na tečaj valute, kamatne stope, ekonomske i druge uvjete.

Potražnja za sredstvima za posudbu prema Saundersu i Cornettu (2006), obrnuto je proporcionalna kamatnim stopama, a proporcionalna faktorima kao što su korist od aktive

kupljene posuđenim sredstvima, smanjenju necjenovnih uvjeta posudbe (naknade, jamstva, zahtjevi i sl.) i povoljnim ekonomskim uvjetima u zemlji.

Investitori odnosno ulagatelji u vrijednosne papire su pravne ili fizičke osobe koja svoja ili posuđena sredstva ulažu u posao u sadašnjosti očekujući profit u budućnosti. Visina nepotrošenog dijela dohotka koji je raspoloživ za posuđivanje deficitarnim jedinicama pod utjecajem je brojnih faktora: opće razine kamatnih stopa na financijskom tržištu, visine dohotka stope štednje dobavljača sredstava, rizika ulaganja u financijske instrumente, ekonomskih uvjeta (inflacija, stopa nezaposlenosti, ekonomski rast i sl.) i smjera monetarne politike (ekspanzivna ili restriktivna monetarna politika).[14]

S aspekta financijskog tržišta razlikuju se pojedinačni i institucionalni investitori. Pojedinačni odnosno individualni investitor je svaka fizička osoba koja samostalno ili uz savjet ovlaštenih osoba kupuje i prodaje vrijednosne papire na financijskom tržištu. Institucionalni investitori su specijalizirane financijske institucije-intermedijari odnosno društva koja vlastiti i prikupljeni kapital investiraju i formiraju diverzificirani portfolio vrijednosnih papira.

Ukupna ponuda dugoročnih financijskih sredstava na tržištu sastoji se od raspoložive štednje stanovništva, javnog sektora, privatnog sektora (privatni nefinancijski i financijski sektor) i inozemnih investitora. Najveći dio novčane akumulacije i ponude kapitala tradicionalno čini sektor stanovništva, pri čemu se ulagačka aktivnost zbog niza prednosti najvećim dijelom obavlja posredno putem specijaliziranih financijskih institucija odnosno institucionalnih investitora (mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, investicijski fondovi). Značajan dio ponude dugoročnih sredstava dolazi i od financijskog sektora zahvaljujući sposobnosti ročne transformacije sredstava. U slučaju ostvarenja suficita državnog (ili lokalnog) proračuna, država i lokalne jedinice mogu biti dobavljači sredstava, premda se javni sektor primarno označuje kao novčanodeficitarni subjekt. Za razliku od domaćih dobavljača sredstava, inozemni investitori procjenjuju ne samo gore navedene faktore, već i promjene financijskih uvjeta u matičnim zemljama kao i tečaj vlastite valute.

Tržište kapitala izuzetno je važno za institucionalne investitore, jer povećava fleksibilnost u intermedijacijskom procesu i omogućava im izlaznu strategiju. Nadalje, tržište kapitala osigurava investitorima razmjenu informacija, kontinuiranu evaluaciju emitenata i daje procjenu kretanja makroekonomskih fundamenata (Cherif i Gazdar 2010, str. 140).

Posrednici na tržištu kapitala djeluju između investitora i korisnika kapitala na način koji je propisan zakonima i pod strogim je nadzorom državnih tijela. Najvažniji posrednici na tržištima kapitala su: burzovni mešetari (brokeri), specijalisti za kupoprodaju vrijednosnih papira (dileri) i investicijski bankari.

Brokeri su čisti posrednici koji djeluju kao agenti investitora u okviru procesa kupnje i prodaje instrumenata na tržištu kapitala. Posluju u tuđe ime i za tuđi račun, a moraju biti registrirani i opunomoćeni od strane tržišta na kojem trguju. Većinu zarade ostvaruju

[14] Više o faktorima koji utječu na ponudu i potražnju za financijskim sredstvima vidjeti u Saunders i Cornett 2006, str. 38-45.

zastupajući institucionalne investitore, jer posreduju u trgovini velikim blokovima vrijednosnih papira.

U praksi se razlikuju dvije vrste brokerskih kuća. Diskontne brokerske kuće nude dvije osnovne vrste brokerskih usluga odnosno izvršavaju naloge i provode obračun. Brokerske kuće s kompletnim uslugama uz već navedene poslove obavljaju istraživanje i prognozu kretanja na financijskom tržištu, upravljaju imovinom, savjetuju klijente, vrše usluge obračuna i drugo.

Dileri su posrednici koji garantiraju da će investitor u svakom trenutku moći prodati ili kupiti vrijednosni papir koje drži na zalihama po ponudbenim cijenama. Za razliku od brokera, ulaze u vlasničku poziciju i preuzimaju znatan rizik. Riječ je o trgovcima koji održavaju likvidno tržište i ohrabruju ulagače pri kupnji instrumenata koje bi inače smatrali neprihvatljivima i time rješavaju problem nekoordiniranosti trgovanja na tržištima kapitala. Najčešće se specijaliziraju za pojedine vrste vrijednosnih papira (državne obveznice, korporacijske obveznice, OTC tržište odnosno tržište za dionice) kao specijalisti i primarni tvorci tržišta na najrazvijenijim burzama. Kao stvaratelji tržišta (engl. *market makers*), doprinose ispravnom vrednovanju vrijednosnih papira, nudeći istodobno kupnju i prodaju vrijednosnih papira po različitim cijenama i time osiguravaju likvidnost tržišta.

Od ostalih sudionika posebno se ističu financijski analitičari, revizori, mediji i nakladnici. Isti su odgovorni za pribavljanje, provjeru i plasiranje informacija širokoj javnosti i ostalim zainteresiranim stranama.

Tablica 1 zorno prikazuje sudionike dugoročnog segmenta financijskog tržišta kao i njihove pojedinačne ciljeve.

Tablica 1: Sudionici i ciljevi dugoročnog segmenta financijskog tržišta

Emitenti	Financijski intermedijari	Intitucionalni i individualni investitori
– Država i državne agencije – Jedinice lokalne uprave i samouprave – Poduzeća – Komercijalne banke – Strane institucije	– Primarni dileri – Ostali dileri i brokeri – Komercijalne banke – Investicijske banke	– Države – Mirovinski fondovi – Osiguravajuća društva – Uzajamni fondovi – Komercijalne banke – Poduzeća – Strane institucije – Domaćinstva
Ciljevi		
– Prodaja vrijednosnih papira uz prihvatljivu tržišnu cijenu. – Uredna i likvidna sekundarna tržišta vrijednosnih papira. – Učinkovito mijenjanje i prilagođavanje odluka prema tržišnim okolnostima pri novim emisijama vrijednosnih papira. – Kreiranje i emitiranje vrijednosnih papira koje najbolje odgovaraju potrebama tržišta.	– Pružanje usluga za stvaranje primarnog tržišta – ponude na aukcijama, vođenje emisija i distribucija. – Omogućavanje urednog poslovanja na sekundarnom tržištu. – Pružanje usluga za upravljanje imovinom i rizikom. – Omogućivanje trgovine vrijednosnim papirima.	– Kupnja vrijednosnih papira uz različite odnose rizika i povrata uz prihvatljivu cijenu. – Diverzifikacija uz niske troškove. – Promjena prethodnih odluka uz niske troškove. – Pristup instrumentima zaštite od rizika – financijske izvedenice (derivati). – Dobivanje informacija (npr. kreditni rejting) uz niske troškove.

Izvor: prilagođeno prema Sumpor 2002, str. 320.

2.3.3. Determinante razvoja tržišta kapitala

Razvijeno tržište kapitala jedna je od pretpostavki za uspješno uključivanje nacionalne privrede u svjetske financijske tijekove. Osim toga, razvojem tržišta kapitala potiče se i razvoj nacionalne ekonomije i njezinog najvitalnijeg dijela – financijskog sustava.

Pri tome se za razvoj dugoročnog segmenta financijskog tržišta moraju ispuniti određene pretpostavke, a koje se sukladno dostupnoj literaturi mogu u najkraćim crtama sumirati kao (King i Levine 1993; La Porta i dr. 1997; Garcia i Liu 1999; Henry 2000; Yartey 2008; Hryckiewicz 2009):

1. Zakonodavni i institucionalni okvir,
2. Politička i makroekonomska stabilnost,
3. Širenje baze investitora.

Prvi korak ka stvaranju tržišta kapitala je reguliranje osnovne infrastrukture financijskog tržišta putem kvalitetnog **zakonodavnog okvira** kao i transparentne i učinkovite **institucionalne baze**. U suprotnom nastaje «tržište na livadi», bez zaštite prava kreditora i dioničara, uz nemogućnost pristupa kvalitetnim informacijama i bez kvalitetnog korporativnog upravljanja. Zakonodavni okvir u najširem smislu podrazumijeva adekvatnu i pravovremenu uspostavu primjerene legislative i pravnog sustava čime se osigurava efikasno funkcioniranje tržišta. U užem smislu navedeno se odnosi na uspostavu sigurnog okruženja za investitore u smislu osiguranja zaštite vlasničkih prava i prava manjinskih dioničara. Institucionalni čimbenik uključuje osnivanje institucija za nadzor i kontrolu trgovanja na financijskom tržištu, institucije za prijeboj i namiru, uspostavu jeftinih i učinkovitih platformi za sekundarno trgovanje, a od posredne je važnosti i neovisnost središnje banke.

Osim toga, postoje brojni faktori institucionalne kvalitete koji mogu pomoći razvoju tržišta kapitala. Većina autora slaže se da postoji statistički značajna veza između razvoja tržišta kapitala s jedne strane te razine korupcije, vladavine prava, kvalitete korporacijskog upravljanja, efikasnosti birokracije i administrativnih prepreka s druge strane. Štoviše, Demetriades i Law (2006) zaključuju da je u zemljama s niskim dohotkom institucionalna kvaliteta robustnija odrednica dugoročnog ekonomskog razvoja nego financijski razvoj.

U kontekstu tranzicijskih zemalja koje su u fokusu ovog rada, navedenim determinantama razvoja mogu se dodati i procesi privatizacije te makroekonomska stabilnost (EBRD 1998). Tranzicijski proces ubrzava alokaciju vlasničkih prava nakon inicijalne distribucije kupona u masovnoj privatizaciji (Svjetska Banka 1996). Očekuje se i ispunjavanje zadaće izvora kapitala za ekspandirajuća srednja poduzeća koja su od centralnog značaja za ekonomski rast (Bakker i Gross 2004). Navedeni autori dalje naglašavaju da je prirodan put za mala, tranzicijska tržišta kapitala ulazak u strateško udruživanje s burzama u okruženju.

Od **makroekonomskih faktora** koji determiniraju razvoj tržišta kapitala u najširem smislu se ističu stopa nacionalnog dohotka, stopa štednje, stopa investicija i realna kamatna stopa. Negativni utjecaj na razvoj tržišta kapitala može imati visina javnog duga zbog otežanog pristupa financiranju privatnog sektora kao i inflacija. Sagledavajući utjecaj inflacije na tržište kapitala, mišljenja su podijeljena. Konvencionalno prevladava stajalište da burze pružaju zaštitu od rizika ili da je nominalni povrat na dionice u pozitivnom odnosu s inflacijom (Fisherova hipoteza). S druge strane, negativan odnos između dioničkog povrata i inflacijskih kretanja karakterističan je za kratak horizont ulaganja.

Garcia i Liu (1999) navedene determinante nadopunjuju i stupnjem razvoja financijske intermedijacije te likvidnošću tržišta kapitala kao važnim prediktorom tržišne kapitalizacije. Panel istraživanjem 42 tranzicijske zemlje za razdoblje od 1990.-2004. godine, Yartey (2008) je dokazao da od makroekonomskih faktora na tržište kapitala posebno utječu: razina dohotka, investicije, razvoj bankovnog tržišta, tijek privatnog kapitala i likvidnost tržišta kapitala. Od institucionalnih determinanti utjecaj je dokazan za pravno okruženje, politički rizik i kvalitetu birokracije.

Značajan utjecaj na razvoj tržišta kapitala država može ostvariti i osiguranjem političke stabilnosti. To je posebno važno za mlade, tranzicijske ekonomije koje su na samom početku

razvoja efikasnih tržišta kapitala. Međutim, u tranzicijskim se zemljama kao značajan problem ističe provedba i poštivanje usvojenih zakona, s obzirom da je dobar pravni sustav nužan, ali ne i dovoljan uvjet za ekonomski razvoj. [15]

Financijsku intermedijaciju u smislu razvoja institucionalnih investitora, kao najvećih stvaratelja potražnje na tržištu, možemo istaknuti kao još jednu od ključnih determinanti razvoja tržišta kapitala. Hryckiewicz (2009) je dokazao značaj aktivnosti institucionalnih investitora, u najvećoj mjeri pokrenut putem mirovinskih reformi, za tržišta kapitala u zemljama Srednje i Istočne Europe. Širenjem baze investitora povećava se likvidnost, smanjuje značaj financijskih šokova zbog različitih strategija i sklonosti riziku pojedinih investitora te se u konačnici povećava potražnja za vrijednosnim papirima. Ne umanjujući važnost stranih investitora, korporativnog sektora i individualnih ulagatelja, napori usmjereni širenju baze investitora primarno se trebaju usmjeriti na institucionalne investitore, posebno u inicijalnim naporima za razvoj tržišta.

2.4. INSTITUCIONALNI INVESTITORI

Institucionalni investitori važan su dio financijske strukture, jer imaju izravan utjecaj na razvoj tržišta kapitala dok s gledišta bankovnih financijskih posrednika utječu na rast konkurentnosti. Stoga će se u nastavku obraditi teorijski doprinosi i istraživanja vezana za financijsku intermedijaciju, kao i relevantna pitanja vezana uz razvoj i determinante institucionalizirane štednje.

2.4.1. Tradicionalna i alternativna teorija financijske intermedijacije

Paradigma na kojoj se temelji **tradicionalna teorija intermedijacije** poznata je neoklasična ideja o savršenom tržištu. Na savršenom su tržištu financijski posrednici suvišni za stvaranje vrijednosti, jer se "spajanje" novčanosuficitarnih i novčanodeficitarnih jedinica provodi direktno, bez zapreka i u kratkom roku odnosno bez troškova i uz optimalne cijene.

Tradicionalna teorija intermedijacije promatra tržište u realnom svjetlu, uz evidentne tržišne nesavršenosti. Glavna funkcija financijskih posrednika je povećavanje efikasnosti tržišta putem ublažavanja problema informacijske asimetrije između štediša i investitora te reduciranja transakcijskih troškova. Efikasna financijska intermedijacija ima dva temeljna doprinosa: utječe na rast investicija i štednje te povećava efikasnost alokacije financijskih sredstava u ekonomskom sustavu.

Teorija intermedijacije obuhvaća cjelinu funkcija financijskih posrednika čime se uvažavaju argumenti njihova postojanja (prema Scholtens i Wensveen 2003):

[15] Više o pitanjima vezanim za učinkovitost pravnih rješenja i institucija vezano uz razvoj tržišta kapitala vidjeti u Pistor i dr. 2000; Demirgüc-Kunt i Maksimovic 1998.

1. argument informacijske asimetrije: financijski posrednici prevladavaju probleme negativne selekcije i moralnog hazarda koji generiraju tržišne nesavršenosti i dovode do transakcijskih troškova;
2. argument transakcijskih troškova:[16] financijski posrednici smanjuju troškove na tržištu zahvaljujući svojoj veličini odnosno sposobnosti korištenja ekonomije obujma i obuhvata. Posrednici obavljaju kvalitativnu transformaciju aktive odnosno pretvaranje financijskih potraživanja u ostale oblike potraživanja. U tom smislu, posrednici osiguravaju likvidnost i diverzifikaciju ulaganja;
3. argument regulacije: aktivnosti financijskih posrednika potrebno je nadzirati i primjereno regulirati s ciljem očuvanja stabilnosti sveukupnog financijskog sustava. Regulacija proizvodi direktne i indirektne troškove te utječe na solventnost i likvidnost institucija.

Osnovni zadaci financijskih intermedijara su diverzifikacija i evaluacija aktive te kvalitativna transformacija aktive. Financijski posrednici ujedno rješavaju i/ili ublažavaju probleme različitih rokova dospijeća kod strana u procesu, ubrzavaju procese plaćanja zahvaljujući platnom sustavu i sustavu prijeboja i namire te ostvaruju brojne druge pozitivne efekte. Međutim,

Ipak, posljednjih desetljeća se uslijed razvoja informacijske tehnologije, procesa deregulacije, produbljivanja financijskih tržišta i uvođenja financijskih inovacija navedeni problemi se umanjuju i dovodi se u pitanje svrha postojanja financijskih intermedijara. No usprkos navedenom napretku u sofisticiranosti tržišta, suvremene financijske sustave obilježava i rast institucionalizacije štednje te je razvijenost financijskih intermedijara upravo najveća u ekonomijama obilježenim visokom efikasnošću tržišta. Ove paradokse objašnjava **alternativna (nova) teorija financijske intermedijacije**. Na ovaj način pruža se osnova za analiziranje i razumijevanje promjena u financijskom sustavu i s aspekta njihova doprinosa efikasnosti izvršenja financijskih funkcija i s aspekta moguće prijetnje stabilnosti sustava. Razlike između tradicionalne i alternativne teorije financijske intermedijacije sažeto su prikazane u tablici 2.

[16] Transakcijski troškovi ne uključuju samo novčane troškove i troškove razmjene već i troškove prikupljanja informacija, monitoringa i revizije. U postupku izravnog ulaganja sredstava transakcijski troškovi dolaze do izražaja u dva osnovna oblika. Prvo, kroz nemogućnost zarade od plasmana zbog malih iznosa ulaganja i visokih minimalnih transakcijskih troškova. S druge strane, malim ulagateljima otežano je stvaranje portfolija i diverzifikacija rizika zbog visokih transakcijskih troškova po jednom ulaganju.

Tablica 2: Temeljne postavke tradicionalne i alternativne teorije financijske intermedijacije

Tradicionalna teorija	Alternativna teorija
Statična: savršeno tržište	Dinamična: razvoj tržišta; tržišna diferencijacija
Tržišne nesavršenosti	Inovacija proizvoda i tržišni razvoj
Financijski intermedijar je agent između štediša i investitora; obavlja monitoring kredita za račun deponenata (štediša)	Financijski intermedijar je poduzetnički pružatelj financijskih usluga
Efikasna alokacija štednje	Kvalitativna transformacija aktive; transformacija rizika
Transakcijski troškovi	Kreiranje vrijednosti
Asimetrične informacije	Orijentacija klijentu (investitorima i štedišama)
Moralni hazard, kreditni rejting, revizija	Upravljanje rizicima; optimizacija rizika/prinosa
Regulacija kao tržišna nesavršenost	Regulacija - institucionalna i sistemska kontrola rizika
Disintermedijacija	Dinamika intermedijacije (nova tržišta, proizvodi, institucije)

Izvor: Scholtens i Wensveen (2003).

Allen i Santomero (1997) u svom radu kritiziraju teoriju financijske intermedijacije koja je previše fokusirana na funkcije institucija koje više nisu ključne u razvijenim financijskim sustavima odnosno na upravljanje informacijama i rješavanje problema agenata. Suvremeni financijski posrednici imaju dvije nove ključne uloge: prva se odnosi na upravljanje rizikom, a druga na njihovu sposobnost da posluju sa sve kompleksnijim i sve raznovrsnijim financijskim instrumentima kao i razvijenim financijskim tržištima.

Scholtens i Wensveen (2003) ističu doprinos intermedijara za proces stvaranja vrijednosti koji omogućuje upravljanje rizikom. Rizik se prema ovom gledištu promatra kao ključni koncept u financijskoj industriji, ali za razliku od svojih prethodnika ne smatraju da je centralna uloga rizika za financijske posrednike ograničena samo na novije vrijeme, već da su tradicionalne teorije postavljene na krivim temeljima. Specifični proizvodi koje nude financijski posrednici ne mogu biti ponuđeni od strane individualnih investitora, jer ne pokrivaju rizik i kao takvi imaju ključnu ulogu u ekonomiji.

2.4.2. Pojam institucionalnih investitora

Institucionalni investitori su specijalizirane financijske institucije koje sakupljaju, okrupnjuju i upravljaju štednjom malih investitora ulažući je u različite investicijske oblike u skladu s definiranim, specifičnim ciljevima kao što su prihvatljivi rizik, maksimizacija povrata i dospijeće potraživanja (Davis i Steil 2001, str. 12). Ubrajaju se u financijske posrednike, jer prikupljaju štednju pojedinaca i obitelji i transferiraju je organizacijama – korporacijskim,

javnim i/ili državnim – koje su u deficitu i trebaju posuđivanje (Foley 1998, str. 182). Oni su subjekti koji otkupljuju najveći dio emitiranih vrijednosnih papira na financijskom tržištu i drže ih u svom portfoliju kao direktna potraživanja prema njihovim izdavateljima. Zbog toga je vjerovnička i vlasnička struktura poduzeća u razvijenim tržišnim ekonomijama sve manje u vlasništvu malih investitora, a u korist institucionalnih ulagatelja. Ipak, može se reći da je razvojem kompleksnih tržišnih odnosa i zahtjeva, štednja široke javnosti udruživanjem preko institucionalnih ulagatelja i dalje ostala najznačajnijim sudionikom financijskog sustava na strani ponude novčanih sredstava.

Institucionalni investitori važan su dio financijske strukture, jer smanjuju transakcijske troškove i omogućuju individualnim investitorima da profitiraju od postojanja financijskih tržišta. Individualni ulagatelji kupnjom udjela u investicijskim fondovima, premija osiguranja u osiguravajućim društvima ili uplatama u mirovinske fondove stječu pravo na odgovarajući prinos. U većini slučajeva, samostalnim ulaganjima na tržištu ostvarili bi niže povrate uslijed nemogućnosti ulaska na određena tržišta (devizno, novčano, tržište državnih obveznica i sl), potrebnih visokih denominacija ili ulaganja u nedjeljivu imovinu, nedostupnosti informacija ili nedostatka stručnih znanja i razumijevanja tržišnih odnosa. Naime, zbog velikog broja uloga pojedinačnih investitora institucionalni investitori raspolažu s visokim iznosima okrupnjene štednje uslijed čega se smanjuju transakcijski troškovi, a troškovi profesionalnog portfolio managementa dijele se među velikim brojem ulagatelja. Iz navedenog proizlazi mogućnost maksimiziranja povrata za dani rizični profil individualnih ulagatelja zbog mogućnosti da profitiraju na ekonomiji obujma, a ponekad i na ekonomiji obuhvata.[17]

S obzirom na orijentiranost institucionalnih investitora na rast kapitala, isti su u mogućnosti kupiti široko diverzificirani portfolio vrijednosnih papira (i drugih investicija), čime se za njih, ali i pojedinačne investitore, disperzira i reducira rizik. Institucionalni investitori razvijaju ekspertna znanja pomoću računalne tehnologije, imaju bolji pristup informacijama, a raspolažu i s profesionalnim i educiranim kadrom. Mogu koristiti i međusektorske informacije i ponovno iskoristiti već korištene informacije. Zbog svega gore navedenog, institucionalni investitori postižu više prinose na tržištu od malih ulagača, a imaju i snage utjecati na kretanja na financijskim tržištima.

Institucionalni investitori imaju ulogu financijskih posrednika koji prikupljaju sredstva kao direktna potraživanja te ih transformiraju u indirektna potraživanja s novim, izmijenjenim karakteristikama. Na taj način provode denominacijsku i ročnu transformaciju, diverzificiraju rizik i osiguravaju likvidnost čime izravno ili neizravno smanjuju troškove financijskog tržišta.

Prema tome, prednosti institucionalnih investitora u odnosu na direktna ulaganja na financijskim tržištima su (Davis i Steil 2001):

[17] Ekonomija obujma predstavlja uštedu odnosno smanjenje transakcijskih troškova s rastom prikupljenih sredstava. Ekonomija obuhvata podrazumijeva rast opsega poslovanja do kojeg će doći putem ponude većeg broja proizvoda na jedinstvenoj, lako dostupnoj lokaciji (Mishkin i Eakins 2005, str. 564).

1. Diverzifikacija rizika – različitim kombinacijama domaćih vrijednosnih papira i međunarodnim ulaganjima omogućuje se povoljniji odnos rizika i povrata ulaganja za razliku od direktnih investitora;
2. Veća likvidnost ulaganja – institucije preferiraju velika i likvidna tržišta kapitala i standardizirane instrumente visokog stupnja utrživosti, što ulagateljima pruža sigurnost i mogućnost dezinvestiranja[18];
3. Informacijska intermedijacija – sposobnost institucionalnih investitora da prikupljaju i procesuiraju informacije;
4. Usklađivanje aktive i obveza po dospijeću – prevladavaju dugoročne obveze te profitabilniji i rizičniji instrumenti dužeg roka dospijeća, iako se u slučaju ročne transformacije sredstava ne dovodi u pitanje likvidnost institucionalnog investitora;
5. Ekonomija razmjera – manji su prosječni troškovi za investitora zbog veličine institucija, visokih iznosa prikupljenih sredstava i manjih transakcijskih troškova.

Sagledavajući širi kontekst, važnost institucionalnih investitora ogleda se u podizanju efikasnosti financijskog sustava (Vittas 1988; Davis i Steil 2001). Oni osiguravaju bolje investicijske mogućnosti i efikasnije kanale za alociranje ekonomskih resursa i kroz prostor i vrijeme te različite industrije (Harichandra i Thangavelu 2004).

Institucionalni investitori kao najznačajniji kupci dugoročnih vrijednosnih papira u velikoj mjeri determiniraju i dinamiku tržišta kapitala. S tog stajališta, vrijedi istaknuti njihov doprinos osiguranju likvidnosti tržišta i jačanju konkurentnosti, a u najširem smislu i ubrzavanju financijskih inovacija.[19] Osim toga, doprinos institucionalnih investitora kvalitativnom razvoju tržišta kapitala očituje se u domeni korporativnog upravljanja[20], poboljšanju sustava prijeboja i namire te unapređenju prilagođavanja cijena aktive fundamentalnim vrijednostima.

Institucionalni investitori kao "veliki igrači" na tržištu neizbježni su u procesu financiranja državnih deficita i otplate javnog duga kupnjom državnih vrijednosnih papira te se u većini razvijenih ekonomija javljaju kao najvažniji kreditori države. Stoga se može reći da su za razvoj institucionalizirane štednje ključnu ulogu imale državne vlasti i to: razvojem tržišta javnog duga te raznim državnim i društvenim reformama. U širem smislu državni intervencionizam može omogućiti bolje funkcioniranje tržišta kapitala, ali i ukupne ekonomije.[21]

---

[18] Dezinvestiranje označava povlačenje iz investicija zbog izbjegavanja gubitaka ili iskorištavanja boljih prilika na tržištu (Leko 2004, str. 14.).

[19] Više o odnosu institucionalnih investitora i tržišta kapitala u točki 2.5.3.

[20] Pojam korporativnog upravljanja podrazumijeva uređivanje odnosa između (prema Šonje 2005, str. 40):
- managera i vlasnika – zbog asimetričnih i nepotpunih informacija manageri ne koriste imovinu tvrtke u skladu s interesima vlasnika;
- većinskih i manjinskih vlasnika – opasnost da se potencijalni konflikt uvijek razrješava u korist većine, bez mogućnosti manjinskih vlasnika da iskoriste adekvatan pravni odgovor;
- kreditora i dužnika – opasnost da kreditor ne može adekvatno nadzirati ponašanje dužnika.

[21] Stiglitz i dr. u radu „*The role of the state in financial markets" (1993)* navode i obrazlažu sedam najznačajnijih tržišnih nedostataka koji pružaju racionalno objašnjenje za državni intervencionizam.

Osnovni problem koji se može javiti u postupanju institucionalnih investitora proizlazi iz različitih ciljeva investitora i fond managera odnosno iz mogućnosti da fond menager upravlja imovinom suprotno interesima klijenta ili u skladu s interesima povezane financijske institucije.

Posljednja dva desetljeća, razvoj institucionalizirane štednje u velikom broju zemalja snažno je potaknut provođenjem mirovinskih, osiguravateljskih i zdravstvenih reformi. S obzirom na kompleksnost ovih promjena kako u tehničkom tako i u političkom i socijalnom smislu te s obzirom na središnje mjesto institucionalnih investitora u tom procesu, nameće se zaključak o njihovoj sve većoj važnosti za razvoj tržišta kapitala kao i za cjelokupni financijski sustav svake zemlje.

2.4.3. Vrste institucionalnih investitora

Institucionalni investitori pokretači su svakog financijskog tržišta, svaki od njih ima različitu snagu i različite preferencije, sklonost riziku te prirodi transakcija različitim po obujmu, vrijednosti i frekvenciji.

Od širokog spektra institucionalnih investitora posebno se ističu tri vrste financijskih institucija:[22]

1. mirovinski fondovi,
2. osiguravajuća društva,
3. investicijski fondovi.

Prve dvije vrste institucija ubrajamo u ugovorne štedne institucije, za razliku od investicijskih fondova s najčešće kraćim horizontom ulaganja. Institucije ugovorne štednje prikupljaju sredstva na ugovornoj osnovi u redovitim vremenskim intervalima i tako prikupljena sredstva ulažu u vrijednosne papire. Investicijski fondovi financijska sredstva prikupljaju prodajom financijskih instrumenata i zatim ih ulažu na financijskom tržištu.

U širem smislu pod institucionalnim investitorima podrazumijevamo i banke, zaklade, sindikalne fondove, investicijske banke, financijske kompanije i sve financijske institucije koje upravljaju tuđom imovinom ulažući je na financijskim tržištima. U tablici 3 prikazani su različiti instrumenti financiranja i investiranja za odabrane institucionalne investitore sukladno njihovim različitim ciljevima i preferencijama.

[22] OECD klasificira institucionalne investitore na navedeni način uključujući i četvrtu skupinu – ostali institucionalni investitori.

Tablica 3: Struktura financijskih instrumenata koje drže i koje emitiraju različiti institucionalni investitori

Institucija	Financijski instrumenti koje drže kod sebe	Financijski instrumenti koje emitiraju
1. Ugovorne institucije		
Kompanije za osiguranje života	hipoteke, korporacijske obveznice i dionice, police	police ili premijske rezerve
Kompanije za osiguranje imovine i osiguranje od nesreća	općinski vrijednosni papiri, korporacijske obveznice i dionice	police ili premijske rezerve
Mirovinski fondovi	korporacijske obveznice i dionice, državni vrijednosni papiri	mirovinske rezerve
2. Investicijski fondovi		
Bankovni trust fondovi	korporacijske dionice, općinski i državni vrijednosni papiri, korporacijske obveznice	trust rezerve
Investicijski fondovi nekretninama (REIT)	komercijalne i rezidencijalne hipoteke	dionice, obveznice i kratkoročni krediti
Investicijske kompanije	korporacijske dionice i obveznice, općinski vrijednosni papiri	Dionice
Fondovi novčanog tržišta	certifikati o depozitu, komercijalni papiri i državni vrijednosni papiri	Dionice

Izvor: Lovrinović 1997, str. 139.

U nastavku će se detaljnije izložiti temeljne karakteristike i vrste investicijskih fondova kao i temeljnih ugovorno štednih institucija – mirovinskih fondova i osiguravajućih društava.

2.4.3.1. Investicijski fondovi

Investicijski fondovi (fondovi zajedničkog ili uzajamnog investiranja) su institucionalni investitori koji udružuju financijska sredstva investitora i plasiraju ih u razne investicije, a najčešće u diverzificirane portfolije vrijednosnih papira. Individualni investitor ulaganjem u investicijski fond ostvaruje niz prednosti, od kojih su najznačajnije profesionalno ulaganje imovine, smanjenje rizika držanjem diverzificiranog portfolija, mogućnost manjih iznosa ulaganja, automatsko reinvestiranje dobiti, niži transakcijski troškovi i viši stupanj likvidnosti ulaganja. Ujedno se daje mogućnost ulaganja u vrijednosne papire koji inače nisu dostupni malim investitorima, primjerice državne obveznice, inozemni vrijednosni papiri, instrumenti tržišta novca i slično.

Investicijski fond odvojen je od društva za upravljanje fondovima te može, ali i ne mora imati pravnu osobnost. Organizatori fonda najčešće su banke, osiguravajuća društva, tvrtke za upravljanje fondovima, velike brokerske kuće i druge institucije. Za svoje usluge fondovi naplaćuju naknade, koje se u većini slučajeva odnose na pristupninu i određenu proviziju.

Prvi investicijski fond spominje se 1822. godine u Nizozemskoj kada je kralj William I osnovao prvi *investment trust* s namjerom ulaganja na inozemna tržišta. S druge strane, neki povjesničari smatraju da je prvi investicijski fond nastao 1774. godine pod nazivom

«*Eendragt Maakt Magt*» (u prijevodu «Jedinstvo znači snagu»). Njegov inicijator je bio trgovac Adriaan Van Ketwich, jer je smatrao da će diverzifikacijom portfolija povećati interes investiranja i kod malih investitora. Kasnije su se fondovi proširili i na ostale europske zemlje, dok je u SAD-u prvi investicijski fond osnovan 1890. godine. Svi tada osnovani investicijski fondovi su djelovali kao fondovi zatvorenog tipa, a prvi otvoreni investicijski fond pod nazivom Massachusetts Investor´s Trust osnovan je 1924. godine u Bostonu[23] (Klačmer Čalopa, Cingula 2009, str. 104). U narednom razdoblju ulaganja u investicijske fondove rasla su u ograničenom opsegu, da bi se od 70-tih godina prošlog stoljeća, broj fondova i veličina aktive dramatično povećao.[24] Intenzivan rast korelirao je i s rastom vrijednosti tržišta kapitala 90-tih godina, kada je došlo do jačanja kapitala za posebne namjene, rastućem utjecaju obveznickih tržišta, većem udjelu derivativnih instrumenata, razvoju tranzicijskih tržišta i slično.

Danas je na tržištu prisutan bogati izbor različitih vrsta fondova koji mogu biti specijalizirani za određene djelatnosti ili prema cilju, a razlikuju se prema pravnom statusu, naknadama organizatoru, motivima ulaganja investitora, pojavnom obliku imovine u koju se ulaže, ciljnoj strukturi investitora, metodama kupnje i prodaje udjela i drugim kriterijima. Raznolikost ovih institucija, kao i različiti termini koji se upotrebljavaju u praksi, znatno otežavaju globalno promatranje i usporedbu investicijskih fondova.

Osnovna podjela investicijskih fondova polazi od pravne osobnosti te razlikuje otvorene fondove bez pravne osobnosti i zatvorene fondove kao dionička društva.

U svijetu se danas većina fondova osnivaju u formi **otvorenih investicijskih fondova** (engl. *open end funds*) koji se još se nazivaju i uzajamnim fondovima.[25] Riječ je o zajedničkom portfoliju sredstava u zajedničkom vlasništvu svih vlasnika udjela u fondu. Otvoreni investicijski fondovi prikupljaju kapital izdavanjem investicijskih kupona odnosno udjela u imovini fonda, koje su obvezni otkupiti na zahtjev investitora prema trenutnoj neto tržišnoj vrijednosti. „Otvorenost“ fonda proizlazi iz činjenice da je veličina fonda određena tržišnom potražnjom i zanimanjem ulagatelja.

Investicijski udjeli su investicijski certifikati ili potvrde koji predstavljaju pravo vlasnika na dobit iz plasmana fonda, ali za razliku od dionica, ne daju pravo upravljanja ili je to pravo ograničeno. Investicijski udjeli kupuju se i prodaju po neto vrijednosti fonda ili po NAV vrijednosti (engl. *Net-Asset Value*). NAV vrijednost predstavlja ukupnu vrijednost imovine fonda umanjenu za sve troškove i obveze podijeljenu s brojem udjela. Imovina se kalkulira kao tržišna vrijednost svih vrijednosnih papira u portfoliju uvećana za vrijednost ostale aktive kao što je gotovina, depoziti, krediti i slično.

---

[23] Massachusetts Investor´s Trust započeo je sa skromnim portfolijom od 45 dionica i 50.000$ u aktivi. Nakon samo godinu dana aktiva se je povećala na 392.000$ aktive i fond je raspolagao s ulozima od oko 20 dioničara.

[24] Jedan od uzroka rasta fondovske industrije 70-tih godina bila je pojava investicijskih fondova koji su se specijalizirali za dužničke instrumente, dok su do tog razdoblja ulaganja investicijskih fondova bila usmjerena isključivo u obične dionice.

[25] U američkoj praksi sreće se naziv *mutual fund*, dok je engleski naziv *unit trust*.

Prikupljeni kapital ulaže se u skladu s politikom investiranja koja je objavljena u prospektu ili statutu fonda koji definira i pravo na dio u dobiti. Kod otvorenih fondova izraženiji je zahtjev za likvidnim oblicima ulaganja, zbog čega oni značajan dio portfolija drže u gotovini ili kratkoročnim, vrlo likvidnim vrijednosnim papirima nižeg prinosa. Iz toga razloga oni su i strogo zakonodavno regulirani. Zbog zahtjeva za svakodnevnim praćenjem promjena cijena, ulaganja se moraju bazirati na vrijednosnim papirima koji kotiraju na burzi, osim u slučajevima fondova koji izlaganje većim rizicima izričito navode u prospektu. Pored toga, otvoreni fondovi su prilično osjetljivi na oscilacije globalnog kretanja cijena na tržištu kapitala.

Otvoreni investicijski fondovi nemaju pravne osobnosti, već njima centralizirano upravljaju specijalizirane financijske institucije ili kompanije. Kompanije za upravljanje u većini slučajeva upravljaju grupom fondova čime olakšavaju ulagačima alokaciju sredstava između tržišnih sektora i prebacivanje imovine između fondova.

S obzirom na način obračuna naknada razlikuju se „*no-load funds" i „load funds"*. Pri tome prvi otkupljuju svoje certifikate od investitora po stvarnoj neto-vrijednosti fonda po jednom certifikatu, dok oni drugi tom iznosu dodaju još određeni postotak, tzv. „*load charge"* (Prohaska 1996, str. 226).

Zatvoreni investicijski fond[26] ili investicijsko društvo ima svojstvo pravne osobe odnosno radi se o dioničkom društvu čijim se dionicama trguje na burzama vrijednosnih papira ili OTC-tržištima. Ulagački kapital prikupljaju inicijalnom prodajom dionica i koriste za kupnju i prodaju vrijednosnih papira drugih emitenata. Ukoliko ulagač odluči povući svoja sredstva, to može učiniti prodajom svojih dionica na burzi na kojoj kotiraju dionice fonda. Dionicama se trguje na organiziranim tržištima kapitala, one glase na ime i slobodno su prenosive. Za razliku od fondova otvorenog tipa, zatvorene fondove determinira ograničen volumen emisije, a jedine mogućnosti za rast fonda su iz poslovanja ili naknadnim emisijama dionica. U većini slučajeva, ovi fondovi nisu namijenjeni širokom krugu malih investitora, već su njihovi osnivači banke, osiguravajuća društva, velike korporacije, zaklade i ostale institucije koje naplaćuju niže naknade za upravljanjem.

Cijena dionice zatvorenog fonda odnosno njegova NAV vrijednost ne ovisi isključivo o neto vrijednosti portfolija, već i o općem trendu kretanja cijena na tržištu, odnosno o ponudi i potražnji za dionicama zatvorenog fonda, ali i o likvidnosti udjela, kvaliteti uprave i drugim faktorima. Time se cijene dionica zatvorenih fondova jače mijenjaju od promjene vrijednosti portfolija samog investicijskog fonda, što otvara prostor za špekulaciju.[27]

Za razliku od otvorenih fondova, struktura ulaganja zatvorenih investicijskih fondova pretpostavlja dugoročne ciljeve kratkoročnim efektima, jer nema opasnosti od povlačenja

[26] U američkoj terminologiji koristi se naziv *closed – end funds*, a u engleskoj *investment trust.*

[27] Ukoliko cijene na tržištu kapitala počnu rasti, vjerojatno je da će cijene dionica zatvorenog fonda rasti brže od rasta tržišta, ali će i pri padu tržišta cijena pasti brže. Kod visoke potražnje za dionicama zatvorenog fonda te fiksne ponude fondovskih dionica, dionicama će se trgovati uz premiju. Ipak, najčešće se radi o diskontnoj prodaji odnosno prodaji ispod neto vrijednosti imovine.

uloga od strane investitora. Ovi fondovi zbog slabije regulative imaju puno veće mogućnosti investiranja te mogu ulagati u izvedene i rizičnije instrumente, vrijednosne papire koji ne kotiraju na burzama, a ulažu i u nekretnine, robne ugovore i slično. Temeljne razlike između dvije osnovne vrste investicijskih fondova sažeto su prikazane u tablici 4.

Tablica 4: Temeljne karakteristike otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova

	Otvoreni investicijski fond	**Zatvoreni investicijski fond**
Pravna osobnost	Bez pravne osobnosti – zajednički portfolio svih vlasnika udjela u fondu	Pravna osoba - dioničko društvo
Upravljanje fondom	Bez prava upravljanja (ili uz ograničenja)	Nadzorni odbor i skupština dioničara
Kotiranje na burzi ili OTC tržištu	Ne	Da
Kontrola poslovanja	Stroga	Blaža zbog direktne kontrole nadzornog odbora i skupštine dioničara te odgovornosti uprave za poslovanje
Ulaz – izlaz iz fonda	Slobodan – fond je uvijek spreman otkupiti udjele	Određen ponudom i potražnjom za dionicama na tržištu (burzi ili OTC tržištu)
Prikupljanje kapitala	Izdavanjem investicijskih kupona (udjela)	Emisijom dionica
Veličina fonda (broj udjela)	Promjenjiva	Fiksna (osim mogućnosti dodatne emisije dionica)
Investitori	Široka javnost	Manji broj osnivača (banke, osiguravajuća društva, velike korporacije, zaklade i sl.)
Cijena udjela (dionice)	Određena je vrijednošću imovine u fondu, a kupoprodaja udjela obavlja se po NAV vrijednosti	Određuje se na burzi putem ponude i potražnje, a kupoprodaja se obavlja uz premiju ili diskont NAV-a
Vrednovanje udjela	Dnevno objavljivanje po tekućoj tržišnoj vrijednosti	Najčešće tjedno objavljivanje cijene dionica
Troškovi kupnje udjela (dionica)	Najčešće uračunati u cijenu	Nisu uračunati u cijenu
Struktura uloženog kapitala	Prema prospektu fonda, ali uz naglasak na visoku likvidnost	Fleksibilnija struktura ulaganja, ali uglavnom orijentirana na dugi rok
Trošak investiranja u udjele (dionice)	Viši	Niži
Posuđivanje kapitala (bankovni krediti i sl.)	Ne (ili samo u iznimnim slučajevima)	Da

Izvor: izradila autorica.

S obzirom na pojavni oblik imovine ili strukturu ulaganja, otvoreni investicijski fondovi mogu se podijeliti na[28]:

[28] Više u Prohaska 1996, str. 225.

a. investicijske fondove koji ulažu kapital u vrijednosne papire odnosno dioničke, obvezničke i mješovite (hibridne ili balansirane) fondove;

b. investicijske fondove koji investiraju u nekretnine odnosno u stambene i poslovne objekte;

c. investicijske fondove koji ulažu kapital u posebne financijske oblike odnosno instrumente, primjerice one koji ulažu u robe, instrumente na tržištu novca, leasing i slično.

Investicijski fondovi se mogu podijeliti i na javne fondove za sve ulagače i na specijalizirane, čije certifikate mogu kupiti samo unaprijed određeni institucionalni investitori (Prohaska 1996, str. 226).

Otvoreni i zatvoreni investicijski fondovi ubrajaju se u upravljane investicijske fondove, jer se njihovim portfolijima upravlja i oni su podložni neprestanim promjenama. U američkoj praksi postoje i tzv. neupravljani investicijski fondovi čija je struktura ulaganja relativno fiksna za cijelo vrijeme trajanja fonda. U skladu s manjkom aktivnog upravljanja, portflio se sastoji od relativno ujednačene vrste imovine, najčešće neoporezivih dužničkih vrijednosnih papira.

Najčešće vrste investicijskih fondova sličnih osobina koji se pojavljuju u različitim zemljama pod različitim nazivima su (Leko 2004, str. 59-61):

1. Unit Trust i Mutual Fund,
2. Investment Trust,
3. Money Market Mutual Funds – MMMF (Zajednički fondovi novčanog tržišta),
4. Real Estate Investment Trust – REIT.

Unit Trust tip je otvorenog investicijskog fonda karakterističan za Veliku Britaniju, a inačica tog fonda u SAD-u je ***Mutual Fund.*** Prestanak članstva u fondu ostvaruje se postupkom reotkupa udjela odnosno isplatom u novcu, ali član fonda može umjesto novca preuzeti bilo koji vrijednosni papir iz portfolio fonda ili iznos vrijednosti udjela uložiti u drugi fond iz „obitelji“ fondova istog managera. Pogodan je za investitore koji ne žele prihvatiti veće rizike.

Investment Trust je zatvoreni fond pogodan za investitore s manjom štednjom koji žele manji, ali stabilan prihod. Udjeli imaju slabo razvijeno sekundarno tržište zbog čega ih investitori najčešće prodaju sponzoru odnosno brokerskoj kući koja je fond organizirala. Udjele nije moguće prodati samom fondu.

MMMF (engl. *Money Market Mutual Fund***)** su otvoreni investicijski fondovi koji investiraju u instrumente tržišta novca. Vrijednosni papiri tržišta novca u praksi su nedostupni malim ulagačima, zbog visokih minimalnih denominacija i relativne zatvorenosti novčanog tržišta. Temeljem novčanog uloga investitora odnosno udjela u fondu, mjesečno se isplaćuje prinos ovisno o uspješnosti ulaganja managera fonda.

REIT *(engl. Real Estate Investment Trust)* je zatvoreni investicijski fond specijaliziran za ulaganja u nekretnine, leasing, financiranje građevinskih poduzeća i kredite osigurane nekretninama. Osim emisijom dionica, kapital prikupljaju bankovnim kreditima te izdavanjem obveznica ili hipoteka. Većina ima veliku financijsku polugu, obično s koeficijentom zaduženosti od 70% (Bodie, Kane, Marcus 2006, str. 103).

Kao poseban oblik investicijskih fondova posebno se ističu i **fondovi rizičnog kapitala** (engl. *Venture Capital Funds ili Private Equity Funds*[29]*).* Ovi fondovi osnivaju se radi ulaganja u mala i brzo rastuća poduzeća kao i u ona koja još ne kotiraju na burzama i to na duži vremenski period. Usmjereni su na projekte visokog rizika, ali i potencijalno visokog povrata na uložena sredstva. Pretpostavljaju stjecanje značajnoga vlasničkog udjela i aktivno sudjeluju u poslovanju tijekom cijelog trajanja ulaganja s ciljem razvoja i restrukturiranjapoduzeća.[30] Ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital predstavlja element financijskog tržišta koji može značajno doprinijeti razvitku onog dijela gospodarstva kojem je financiranje zaduživanjem ili emisijom dionica nedostupno ili teško dostupno (Švaljek 2007).

Tržište investicijskih fondova u zemljama članicama Europske unije od 1985. godine poznaje **UCITS fondove** (engl. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) odnosno društva za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire. Riječ je o fondovima namijenjenim javnosti koji su imali zadatak pojednostaviti prekogranično investiranje individualnih ulagatelja u fondove te uvjeta za razvoj sveeuropskog tržišta investicijskih, prije svega, otvorenih fondova (npr. osnivanje, politika i ograničenja ulaganja, nadzor itd.) (Čulinović-Herz 2007).

Posebna vrsta otvorenih investicijskih fondova su **ETF fondovi** koji su obvezni prodati i otkupiti udjele na tržištu uz istovremeno odvijanje trgovanja njihovim udjelima ili dionicama na sekundarnom tržištu kapitala.

U tranzicijskim zemljama, koje su u fokusu ovog rada, kao osebna vrsta financijskih institucija javili su se **privatizacijski investicijski fondovi** (PIF-ovi). Nastali su u procesu kuponske privatizacije[31] 90-tih godina i u tim ranim godinama tranzicije predstavljali najznačajnije institucionalne investitore. PIF-ovi su imali ulogu institucija koje su prikupljale kupone koji su prethodno besplatno ili uz nisku naknadu podijeljeni određenom dijelu populacije u tranzicijskim zemljama. Prikupljene kupone fondovi su zatim mijenjali za dionice državnih poduzeća te im je bila namijenjena ulogu provođenja korporacijskog upravljanja i nadogradnje početne vrijednosti poduzeća. U post privatizacijskom razdoblju ovi fondovi postali su aktivni sudionici tržišta kapitala te sudjelovali u trgovini i zamjeni dionica državnih poduzeća.

---

[29] *Venture Capital Fund* je uži pojam i podrazumijeva financiranje poduzeća u ranoj fazi razvoja i fazi ekspanzije. *Private Equity* osim prethodnih ulaganja uključuje i dodatna preuzimanja.

[30] Više o čimbenicima investiranja u privatni vlasnički i rizični kapital (postojanje dobrih prilika za ulaganje, lakoća primjene izlaznih strategija te kvaliteta pravnog okruženja i vladinih politika) vidjeti u Milanov 2005, str. 50-72.

[31] Opširnije o procesu kuponske privatizacije i performansama PIF-ova u odabranim tranzicijskim zemljama vidjeti u točki 3.1.1.

Investicijski fondovi su posebno atraktivni sektoru stanovništva zbog mogućnosti ulaganja malih novčanih sredstava i redukcije transakcijskih troškova u odnosu na ostale institucionalne investitore. Također, ove institucije ne uvjetuju sklapanje dugoročnih štednih ugovora. S druge strane, investicijski fondovi pokazuju najviši stupanj osjetljivosti na razdoblja krize zbog „bijega kapitala“ u sigurnija ulaganja, prije svega bankovne depozite.

2.4.3.2. Mirovinski fondovi

Mirovinski fondovi su financijske institucije koje prikupljaju uplate odnosno doprinose članova za njihova radnog vijeka, a ulog uvećan za do tada realiziranu dobit isplaćuju investitorima tek po njihovu odlasku u mirovinu putem redovnih mjesečnih isplata. Svaki investitor vlasnik je osobnog računa u sklopu mirovinskog fonda, iz kojeg je vidljiva visina raspoloživih sredstava, odnosno iznos rente po odlasku u mirovinu.

Početak razvoja mirovinskih fondova vezan je uz SAD, gdje je prvi mirovinski fond osnovan 1759. godine za udovice i djecu svećenika. Prvi korporativni mirovinski fond osnovala je željeznička kompanija American Express Company 1875. godine. Do 1940. godine osnovano je 400 mirovinskih fondova, uglavnom za zaposlene u izgradnji infrastrukture, bankarstvu i djelatnosti javnih službi. Nakon drugog svjetskog rata bilježi se njihova ekspanzija u svim razvijenim zemljama. Posebnu ekspanziju doživljavaju posljednjih 20-tak godina uslijed reformi mirovinskih sustava u mnogim razvijenim i tranzicijskim zemljama te predstavljaju najbrže rastući segment financijskog posredovanja.

Razlozi koji su doveli do naglog širenja ovih institucija su brojni, ali najvećim dijelom proizlaze iz nepovoljnih demografskih promjena koje idu u smjeru dužeg životnog vijeka i zdravije populacije, pada nataliteta zbog čega se povećava dio života koji se provodi u mirovini. Prednost ulaganja je i pravo na zadržavanje ušteđenog iznosa do ispunjenja uvjeta za njihovo korištenje kao i pravo nasljeđivanja uplaćenih sredstava. Rast važnosti ovih institucija djelomice je i zasluga povlaštenog poreznog tretmana. U većini zemalja, doprinosi koji se uplaćuju u mirovinske fondove oslobođeni su poreza, a isto vrijedi i za oporezivanje kapitalnih dobitaka koje ostvare fondovi. Također, prihodi ovih institucija ne oporezuju se ni jednim oblikom korporacijskih poreza (Foley 1998, str. 185).

S obzirom na izuzetan značaj mirovinskih fondova u socijalnoj i političkoj sferi svake zemlje, njihovo osnivanje, poslovanje i struktura ulaganja predmetom su posebnog interesa države. Osim nadzornih i regulatornih institucija, u dijelu zemalja postoji i stroga zakonodavna regulativa vezana uz problematiku strukture ulaganja odnosno najvišeg dopuštenog opsega ulaganja u pojedinu vrstu imovine te ograničavanja ili zabrane ulaska fondova u rizične i špekulativne poslove. Naime, za razliku od ostalih institucionalnih ulagatelja, osnovni principi djelovanja mirovinskih fondova odnose se na sigurnost, disperziju rizika i održavanja potrebne likvidnosti, a ne primarno maksimiranja profitabilnosti ulaganja.

S obzirom na zahtjev sigurnosti ulaganja te predvidivosti novčanih tijekova na dugi rok, mirovinski fondovi ulažu prikupljena sredstva u dugoročni segment financijskog tržišta. Pri tome je naglasak na vrijednosne papire najvišeg kreditnog rejtinga, primjerice državne

obveznice i "*blue chip*" dionice. Manji dio portfolija odnosi se na ulaganja u oročene bankovne depozite te u kratkoročne instrumente tržišta novca.

Od posebnog su značaja za razvoj tržišta javnog duga, s obzirom da predstavljaju najznačajnije kupce državnih vrijednosnih papira prvenstveno državnih obveznica. Osim uloge kreditora i vjerovnika države, javljaju se i kao značajni ulagatelji u korporativni sektor.

S obzirom na primijenjeni način izračuna visine mirovina postoje:

1. mirovinski fondovi s definiranim naknadama ili definiranih iznosa isplata (engl. *Defined benefit funds*) i
2. mirovinski fondovi definiranih doprinosa (engl. *Defined contribution funds*).

Kod **sustava definiranih naknada** visina mirovine koja je u pravilu starosna, izračunava se s obzirom na prethodna primanja osiguranika i trajanja uplate u sustav osiguranja ili mirovinski staž. Takvu mirovinsku formulu u pravilu primjenjuju javni i tekuće financirani sustavi mirovinskog osiguranja. ***Tekuće financirani sustavi mirovinskog osiguranja*** (engl. *pay-as-you-go plans*) su mirovinski sustavi u kojima doprinosi za mirovinsko osiguranje aktivne generacije osiguranika služe neposredno za isplatu mirovina postojećih umirovljenika. Doprinosi aktivne generacije osiguranika ne prikupljaju se radi financiranja mirovina pripadnika te generacije, već radi financiranja mirovina trenutne generacije umirovljenika (Potočnjak 1999). Riječ je o mirovinskim sustavima koji djeluju na principu „**međugeneracijske solidarnosti"** i u pravilu nemaju utjecaja na kretanja na financijskim tržištima.

U **sustavu definiranih doprinosa** utvrđena je visina doprinosa osiguranika koji se obvezno ili dobrovoljno uplaćuje u sustav osiguranja tijekom radnog vijeka. Prikupljena sredstva se investiraju na tržištu s ciljem ostvarenja dobiti, što im daje karakter **individualne kapitalizirane štednje.** Akumulirana i „oplođena" sredstva se umirovljenjem osiguranika pretvaraju u periodično doživotno davanje (mirovinu ili rentu)[32], a visina isplate ovisi o ostvarenom povratu odnosno o uspješnosti upravljanja mirovinskim društvom. Prednost u odnosu na sustav definiranih naknada je u postojanju izravne veze između uplaćenih doprinosa i isplaćenih naknada. Najveći problem ovih sustava je zaštita kumuliranih sredstava od inflacije i osiguranje prikladnog ulaganja prikupljenih sredstava u imovinu koja će donositi odgovarajuću dobit. Ovu mirovinsku formulu češće koriste privatni i na kapitalnom pokriću utemeljeni sustavi mirovinskog osiguranja (Potočnjak 2000, str. 2). Kapitalizirani sustavi imaju izravan utjecaj na rast nacionalne štednje, smanjuju pritisak na državne budžete i stimuliraju ekonomsku dinamiku dok se na mikroekonomskom nivou, prednosti očituju u jačanju individualne odgovornosti (Müller 1999; Fultz i dr. 2001). Poseban doprinos ovih sustava očituje se u poticanju razvojne dinamike financijskih tržišta, a najviše njegova dugoročnog segmenta.

[32] S obzirom da je visina mirovina individualizirana i izračunata po pravilima aktuarske matematike, to promjena odnosa broja aktivnih osiguranika i umirovljenika te očekivanog trajanja života (čimbenika inače presudno važnih za financijsku stabilnost sustava tekućeg pokrića), načelno ne zahtijeva povećanje doprinosa radi financiranja isplata mirovina.

Pokrivenost izdataka mirovinskog sustava kapitaliziranim sredstvima može biti stvarna i potpuna (engl. *Fully funded plan*) ili samo knjigovodstvena, kao što je to u **sustavu fiktivno (zamišljeno) određenih doprinosa** (engl. *Notional defined contribution plan-NDC*). U NDC sustavu, mirovine se izračunavaju temeljem cjeloživotnih doprinosa i očekivanog trajanja života dobne skupine (kohorte) osiguranika s obzirom na standardnu dob umirovljenja. Iznos mirovine ovisi najviše o uplaćenim doprinosima i procijenjenoj stopi povrata. Stopa povrata se utvrđuje diskreciono, a iznos mirovine ovisi o očekivanom i indeksiranom kapitalu koji se prikupi u mirovinskoj osnovici. Također, buduće su mirovine vezane uz kretanje mortaliteta i odabranu dob umirovljenja (Müller 2002).

Brojne zemlje suočile su se s neodrživošću sustava definiranih naknada uslijed sve većeg broja umirovljenika, njihova dužeg životnog vijeka i posljedično sve manjeg broja zaposlenika koji financiraju umirovljenike. Restrukturiranje sustava je u početnoj fazi uključivalo povećavanje doprinosa i smanjenje isplata uključujući i pooštravanje uvjeta za odlazak u mirovinu, što se je ipak pokazalo nedostatnim te je većina zemalja poduzela sveobuhvatne reforme mirovinskih sustava generacijske solidarnosti i tranzicije prema sustavu definiranih doprinosa. Više o mirovinskim reformama u pojedinim tranzicijskim zemljama, uključujući i Hrvatsku biti će riječi u narednim poglavljima (točka 3.1.2.).

Upravljanje mirovinskim fondovima može biti interno ili eksterno. U anglosaksonskim ekonomijama obično su organizirani u formi trustova, dok su u ostalim zemljama česte fondacije ili osiguravajuća društva.

S obzirom na upravljanje razlikuju se (Leko 2004, str. 54):

1. **privatni mirovinski fondovi** – kojima upravljaju privatne korporacije (banke, osiguravajuća društva i sl.);
2. **državni mirovinski fondovi** – kojima upravljaju državne ili lokalne vlasti;
3. **mirovinski fondovi pod pokroviteljstvom države**.

Mirovinski fondovi mogu se osnovati kao **obvezni** ili na **dobrovoljnoj** osnovi, a u oba slučaja posluju kao otvoreni ili zatvoreni. Fond otvorene naravi omogućava pristup svim punoljetnim građanima, dok se kod zatvorenih mirovinskih fondova članstvo može ograničiti samo na određenu skupinu građana. Za razliku od dobrovoljnih mirovinskih fondova koji su u pravilu osnovani kao privatni, kod obveznih je kontekst upravljanja različit po zemljama.

2.4.3.3. Osiguravajuća društva

Osiguravajuća društva su financijske institucije koje naplaćuju premije za pokriće rizika osiguranja te tako prikupljenu štednju pojedinaca, ali i pravnih subjekata najvećim dijelom ulažu u dugoročne vrijednosne papire na tržištu kapitala ili daju dugoročne zajmove (Novak 2005, str. 295). Isplata police ovisi o ostvarenju nekog uvjetovanog događaja preciziranog u ugovoru o osiguranju, a visina uplaćene premije kao ekvivalenta sigurnosti, definira se prema procijenjenim zahtjevima za naknadama, operativnim troškovima i ciljnoj profitnoj marži osiguravajućeg društva.

Osiguravajuća društva smatraju se najstarijim institucionalnim investitorima, iako su po važnosti i rastu izgubili primat. Povijesno gledajući, poslovi osiguranja poznati su još iz srednjeg vijeka kada se je osiguravala imovina brodovlasnika. Prvo osiguravajuće društvo osnovano je 1680. godine i bilo potaknuto velikim požarom u Londonu 1666. godine (prema Mishkin i Eakins 2005, str. 530). Prva polica životnog osiguranja izdana je 1583. godine u Londonu, a prva institucija osiguranja života osnovana je 1794. godine (Leko 2004, str. 69).

Sve osiguravateljne institucije susreću se s problemima negativne selekcije (nepovoljnog odabira) i moralnog hazarda. Negativna selekcija se javlja kada se karakteristike fonda osiguranika ne kreću sukladno karakteristikama prosjeka ukupne populacije, jer će osobe koje imaju veći rizik gubitka u većini slučajeva i uplatiti osiguranje.[33] Do moralnog hazarda dolazi kada postojanje police osiguranja potiče osiguranika da ne izbjegava gubitak i tako povećava mogućnost isplate ugovorenog osiguranja.

Stabilnost i efikasnost društava za osiguranje s jedne je strane određena stvaranjem jake kapitalne baze, prvenstveno kumuliranjem premija osiguranja.[34] S druge strane, prihodi se ostvaruju i na financijskim tržištima ulaganjem prikupljenih sredstava čime povećavaju potražnju za vrijednosnim papirima. Stoga je od izuzetne važnosti uspostava adekvatnog regulatornog i nadzornog okvira o čemu će više riječi biti u točki 2.7.

Osiguravajuća društva klasificiraju se u dvije glavne skupine:

1. životna osiguranja (i zdravstveno osiguranje) i
2. osiguranja imovine (i osiguranje od nezgode).

Životno osiguranje predstavlja dugoročni ugovor koji omogućava osiguraniku zaštitu sebe i korisnika svojeg osiguranja od rizika gubitka dohotka koje proizlazi u slučaju prerane smrti, bolesti ili kod umirovljenja odnosno rizika da se nadživi određena akumulirana imovina. Životna osiguranja pored elementa osiguranja (riziko komponenta) u većini slučajeva imaju štednu i ulagačku komponentu, jer pružaju mogućnost investiranja na dugi rok. U slučaju izvršenja uvjetovanog događaja unutar osiguranog razdoblja polica će biti isplaćena, a u suprotnom, temeljem ugovorenog roka isplatiti će se akumulirani prihod sastavljen od uplaćenih i reinvestiranih premija. Glavni razlog za ulaganje u životno osiguranje je mogućnost upravljanja rizicima u starijoj životnoj dobi.

Diverzifikacija specifičnog rizika osiguranika moguća je zbog okupljanja rizika i prebacivanja rizika s pojedinca na skupinu, a koji je moguće predvidjeti za dovoljno veliku skupinu ljudi sličnih karakteristika. S obzirom na dugoročnu prirodu njihove pasive

[33] Veća je vjerojatnost da će policu životnog osiguranja kupiti osoba s kroničnim zdravstvenim problemima nego zdrava osoba. Ovaj problem rješava se uspostavljanjem različitih populacijskih fondova na temelju zdravstvenog stanja i s tim povezanim karakteristikama (npr. prihod). Promjenom fonda kojima se određuje vjerojatnost gubitka u odnosu na zdravstvene karakteristike određenog klijenta, osiguravajuće društvo može točnije odrediti vjerojatnost da će jednom morati isplatiti policu te može prilagoditi osiguranje u skladu s tim (Saunders i Cornett 2004, str 433-434).

[34] Poslovanje osiguravajućih društava je održivo temeljem zakona velikih brojeva tako da rizik može biti raspoređen na veliki broj različitih polica. Osiguranjem velikog broja osoba distribucija vjerojatnosti mogućih gubitaka ima normalnu distribuciju vjerojatnosti kojom se omogućuju precizna predviđanja i određivanje profitabilnih cijena polica osiguranja.

(dugoročne i predvidive obveze) i visoku pouzdanost predviđanja novčanih tijekova na dugi rok, najvećim su dijelom orijentirani na dugoročna ulaganja - državne vrijednosne papire, korporativne dionice i obveznice te hipotekarne kredite.[35] Osim toga, ulažu i u kratkoročne vrijednosne papire, depozite, nekretnine, a s liberalizacijom međunarodnih tržišta kapitala, značajan udio imovine investira se iu tom segmentu financijskog tržišta.

Osiguranje uključuje različite ugovorne metode za izgradnju fonda i krajnje isplate paušalnog iznosa korisniku. Prema načinu osiguranja razlikuju se sljedeće linije životnog osiguranja (Rose 1989; Saunders i Cornett 2004):

1. **obično životno osiguranje** razlikuje pet ugovornih tipova osiguranja:
    a. **životno osiguranje s rokom** (terminsko ili riziko životno osiguranje) – životno osiguranje bez elemenata štednje pri čemu se isplata korisniku obavlja samo ako smrt osiguranika nastupi tijekom razdoblja pokrića.
    b. **cjeloživotno osiguranje** (obično ili puno životno osiguranje) – oblik osiguranja koji pokriva cijeli životni vijek osiguranika uz isplatu korisniku police po smrti nositelja. Premije se plaćaju tijekom života nositelja police ili u ograničenome vremenskom razdoblju i mogu se koristiti kao zajam nositelju police.
    c. **životno osiguranje preko zaklade** – kombinacija životnog osiguranja s rokom uz elementima štednje. Osigurana osoba koja živi do zakladnog datuma prima nominalan iznos police, dok se u slučaju smrti unutar pokrivenog razdoblja isplata police jamči korisnicima. Uplaćene premije čine novčanu vrijednost koju osiguranik može posuditi uz određenu cijenu.
    d. **promjenjivo životno osiguranje** – osiguranje kod kojeg se fiksne uplate premija ulažu u odabrane investicijske fondove ili neku drugu odabranu imovinu, a vrijednost police se mijenja u skladu s promjenama vrijednosti investicijskih udjela ili vrijednosti odabrane imovine.
    e. **univerzalno životno osiguranje -** univerzalna polica omogućava osiguraniku promjenu iznosa i vremena uplata premije.
    f. **promjenjivo univerzalno životno osiguranje** – univerzalna polica koja pruža mogućnost promjene iznosa premije i dospijeća ugovora uz ulaganje premije u dioničke, obvezničke ili novčane investicijske fondove.
2. **skupno životno osiguranje** – jednom policom osigurava se skupina ljudi, obično unutar jednog poslovnog subjekta, pri čemu su moguće znatne uštede troškova. Poslodavac može pokrivati dio troškova osiguranja (doprinosne police) ili plaćati cjelokupno osiguranje (nedoprinosne police).

[35] U SAD-u se je 2001. godine 3,2% aktive životnih osiguranja odnosilo na kreditne police. Kreditne police su krediti osiguravajućih društava nositeljima police pri čemu se polica koristi kao zalog kredita. Najveći dio aktive odnosio se je na korporativne obveznice (41,1%) i dionice (29,6%), dok se je 9,3% aktive uključivalo državne vrijednosne papire, a 7,3% na hipotekarne kredite.

3. **kreditno životno osiguranje** – osiguranje zajmodavca od rizika smrti dužnika prije isplate kredita.
4. Ostale aktivnosti davatelja životnog osiguranja:
    a. **prodaja anuitetnih ugovora** – primarno štedni ugovori koji obuhvaćaju različite metode likvidacije sredstava tijekom dužeg razdoblja.
    b. **upravljanje mirovinskim planovima** – štedni planovi s odgodom poreza.
    c. **zdravstveno osiguranje** – omogućavaju nadoknadu ekonomskog gubitka zbog rizika bolesti.

Osiguranje imovine predstavlja pokriće osiguranja za gubitak stvarne i osobne imovine u slučaju širokog raspona fenomena, primjerice požara, krađe, oluje, tuče, eksplozije, potresa, nemara i drugih događaja čija je posljedica oštećivanje imovine ili povređivanje osiguranika. U većini slučajeva osiguravatelji imovine ujedno su i **osiguravatelji od nezgoda ili od odgovornosti.** Neka od tih osiguranja su obvezna, primjerice obvezno osiguranje od automobilske odgovornosti, što osiguravatelju omogućuje siguran i predvidiv priljev kapitala.

Za razliku od životnog osiguranja, uzroci osiguranja imovine su manje predvidivi te je osiguranje imovine znatno rizičnije, a ugovori se najvećim dijelom sklapaju na kratki rok. Stoga su osiguravatelji imovine u svojim ulaganjima većim dijelom orijentirani na vrijednosne papire gradova i lokalnih organa vlasti primjerice municipalne obveznice, korporativne obveznice, a manjim dijelom na dionice. Osiguravatelji imovine drže više likvidne imovine od osiguravatelja života.

Osiguravajuća društva kao i ostali institucionalni investitori važni su sudionici financijskih tržišta i kao takvi od izuzetnog značaja za svako gospodarstvo. Posljednjih desetljeća jača tzv. institucionalizacija štednje potaknuta brojnim promjenama u nacionalnim ekonomijama, ali i na globalnom nivou, o čemu će biti riječi u sljedećem poglavlju.

2.4.4. Utjecaj snaga ponude i potražnje na rast i razvoj institucionalizirane štednje

Posljednja dva desetljeća svjedoci smo snažnih promjena konfiguracije i djelovanja financijskih sustava. S razlikama u intenzitetu i brzini, promjene se najviše očituju u samoj strukturi financijskih sustava. Trendovi koji se mogu uočiti su sljedeći:

1. Brža stopa rasta financijskih sustava od samih nacionalnih ekonomija;
2. Smanjenje udjela banaka u strukturi financijskih sustava uslijed dva suprotna procesa: jačanja dezintermedijacije odnosno direktnog financiranja putem tržišta i rasta nebankovnih financijskih intermedijara;
3. Produbljivanje financijskih tržišta uslijed sve većeg volumena i brzine trgovine, ali i raznolikosti financijskih instrumenata;
4. Kompleksna struktura veza između krajnjih posuđivača i korisnika sredstava odnosno višeslojna intermedijacija na međusektorskoj i međunarodnoj osnovi;

5. Rastuća važnost tržišne intermedijacije koja trajno mijenja strukturu prihoda financijskih institucija u korist nekamatnih vrsta prihoda (naknade za potpisničke usluge, usluge portfolio managementa, usluge savjetovanja i sl.);
6. Rastući utjecaj financijskih konglomerata u financijskim sustavima postavlja nove izazove za sustave financijske regulacije i nadzora;
7. Smanjenje troškova pribavljanja informacija zbog revolucije informacijske tehnologije. Ipak, napredak se nije ogledao u linearnom smanjenju problema informacijske asimetrije već u razvoju kompleksnih financijskih proizvoda.

Poveznica svih navedenih procesa je rastući značaj institucionalnih investitora. Njihov razvoj određen je cijelim nizom čimbenika koje možemo grupirati na snage ponude i snage potražnje i koji su u direktnoj vezi s efikasnijim izvršenjem funkcija financijskog sustava.

Snage ponude izvode se iz superiorne sposobnosti institucionalnih investitora u izvršavanju funkcija financijskog sustava u odnosu na ostale oblike ulaganja (bankovni depoziti i direktna ulaganja u vrijednosne papire). Viša kompetitivnost institucionalnih investitora koja potiče investitore na ulaganja proizlazi iz sljedećih čimbenika ponude (Davis i Steil 2001):

1. mogućnost diverzifikacije portfolija (zakonodavni okvir i razvijenost financijskog tržišta);
2. rast likvidnosti;
3. poboljšanje korporativne kontrole;
4. jačanje procesa deregulacije koji pogoduju razvoju institucionalnih investitora;
5. korištenje prednosti tehnološkog razvoja neophodnih za pribavljanje i obradu informacija;
6. povećana kompetitivnost na tržištu;
7. smanjenje troškova potrebnog vremena potrebnih za osnivanje financijske institucije;
8. povećanje količine i vrsti distribucijskih kanala.

Snage potražnje odnose se na faktore koji povećavaju potrebu investitora za institucionalnom štednjom. Na strani potražnje Davis i Steil (2001) ističu slijedeće faktore razvoja institucionalnih investitora:

1. demografske promjene;
2. poteškoće socijalnih mirovinskih sustava;
3. rast društvenog bogatstva.

Kao najznačajniji faktor potražnje od utjecaja na rast institucionalizirane štednje ističu se demografske promjene povezane s poteškoćama mirovinskih sustava međugeneracijske solidarnosti i uvođenja sustava kapitalizirane štednje. Navedeni faktori biti će ključni i u narednim godinama za daljnju ekspanziju i razvoj institucionalnih investitora. Demografska kretanja posljednjih desetljeća obilježena su dvjema ključnim pojavama, smanjenjem stope fertiliteta i produljenjem životnog vijeka što je dovelo do fenomena povećanja udjela starijeg stanovništva u ukupnoj populaciji odnosno „starenja stanovništva“. Demografske promjene

imati će dalekosežne učinke na socijalni i gospodarski razvoj odnosno na makroekonomske varijable, prije svega na agregatnu potrošnju, štednju, investicije, javne rashode te na ekonomski rast.

Pozitivan utjecaj porasta očekivanog životnog vijeka na udio populacije opredijeljenog za visoku razinu štednje[36] istražen je u brojnim radovima i većinom se referira na hipotezu životnog ciklusa[37]. Starenje stanovništva u direktnoj je vezi s koncentracijom i akumulacijom štednje stanovništva putem institucionalnih investitora. Oblici i veličina štednje pri tome prate obrazac životnog ciklusa i utječu na brzi razvoj institucionalizirane štednje.

Nepovoljne demografske tendencije sveobuhvatno utječu na nacionalne socijalne sustave. Sve je više naglašena neodrživost mirovinskih sustava međugeneracijske solidarnosti[38] i potreba za uvođenjem kapitaliziranih sustava. Sveobuhvatne mirovinske reforme mijenjaju strukturu štednje u korist institucionalizacije i razvoja nebankovnog tržišta, čak i u slučaju opadanja ukupne štednje u nacionalnoj ekonomiji.

Također, nedepozitna ulaganja direktno koreliraju s obrazovanošću, bogatstvom i informiranošću stanovništva, što bolje objašnjava slabiju razvijenost institucionalnih investitora u siromašnijim i manje razvijenim zemljama.[39] Neovisno o demografskim kretanjima, na rast institucionalne potražnje dodatno će utjecati i akumulacija društvenog bogatstva S rastom raspoloživog dohotka, rasti će i udio aktive stanovništva koji se drži u dugoročnim i rizičnijim instrumentima (Davis i Steil 2001).

2.4.5. Financijski konglomerati – budućnost financijskog posredovanja

Suvremeni financijski sustavi u velikoj su mjeri određeni imperativima globalizacije i djelovanjem procesa deregulacije, liberalizacije i ubrzanog razvoja tehnoloških inovacija. Navedene promjene u financijskim sustavima djelovale su na više razina:

1. despecijalizacijom banaka kao depozitno-kreditnih institucija u u banke „potpune usluge“,
2. bujanjem ponude suvremenih financijskih proizvoda i konačno,
3. transformacijom, umrežavanjem i okrupnjavanjem financijskih institucija u formi financijskih konglomerata.

Financijski konglomerati najčešći su institucijski oblik vlasničkih i tržišnih povezivanja. Takvi ustrojstveni oblici predstavljaju evolucijski rezultat suvremenih financijskih tržišta i

[36] Najveći dio ukupne štednje odnosi se na segment populacije od 30-60 godina.

[37] Prema hipotezi životnog ciklusa (engl. *life cyclus hypothesis*) pojedinci troše konstantan udio sadašnje vrijednosti cjelokupnog životnog dohotka. Potrošači akumuliraju i ubrzano povećavaju štednju tijekom svog radnog vijeka kako bi financirali vlastitu potrošnju nakon umirovljenja. Više o utjecaju demografskih faktora na ekonomski rast vidjeti u Bloom i Caninng 2001; Boosworth i Chodorow-Reich 2006. Za pregled literature o utjecaju demografskih promjena na rast štednje vidjeti u Davis i Steil 2001.

[38] Posljednjih dvadeset godina navedene promjene posebno su izražene u europskim tranzicijskim zemljama koje se suočavaju s brojnim ekonomskim problemima: rastući državni deficiti, visoki javni dug, rastuća nezaposlenost, visoka stopa umirovljenja i slično. Tijekom prvih godina tranzicijskog razdoblja višestruko se povećao udio izdataka za mirovinsko i invalidsko osiguranje u BDP-u (vidjeti točku 3.2. rada).

[39] Vidjeti u Khorana, Serves i Tufano 2004.

pokazuju smjer budućih promjena financijskih sustava. Financijski konglomerat u najširem smislu se definira kao "grupa kompanija pod zajedničkom kontrolom, čije se isključive ili dominantne aktivnosti sastoje od pružanja najvećeg dijela usluga u najmanje dva različita financijska sektora: osiguranje, bankarstvo ili tržište kapitala" (BIS 1995).[40] Konglomeratom u pravilu dominira banka ili osiguravajuće društvo, a prate je vlasnički subordinirani institucionalni investitori kao što su: obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi, leasing kompanije, otvoreni ili zatvoreni investicijski fondovi.

Ako sagledamo cjelokupni kompleks financijskih institucija, suvremene financijske institucije konvergiraju na međusektorskoj i međunacionalnoj razini, a na višim razinama funkcionalnih veza dolazi do formalne ili neformalne integracije i okrupnjavanja. Zamjetne su strategije osnivanja, akviziranja ili spajanja financijskih intermedijara s drugim domaćim ili inozemnim financijskim institucijama i to kroz stvaranje financijskih konglomerata. Dolazi do poroznosti granica između bankovnog i osiguravateljnog sektora te tržišta kapitala. Osim što se brišu granice između različitih financijskih institucija, konvergencija je prisutna i na razini njihovih financijskih produkata. U tom smislu, zajmovi, vrijednosni papiri i police osiguranja definiraju se kao dio kontinuuma financijskih proizvoda s zajedničkim ciljem: ocjenom rizika (Martinez i Rose 2003). Osim toga, vrlo je značajna i komplementarnost u proizvodnji i analizi informacija.

Investicijski fondovi često se koriste u funkciji štednje za mirovinu, dok mirovinski fondovi u određenim slučajevima mogu imati aspekt životnog osiguranja. Osiguravajuće kompanije osnivaju vlastite investicijske fondove kao posebne profitne centre ili s ciljem povezivanja udjela s policama osiguranja, a uključeni su i u veliki broj odredbi vezanih za mirovinske sustave, primjerice obvezni osiguravajući ugovori za mirovinske fondove. Aktivnosti banaka vezane su uz kupnju, osnivanje ili spajanje s osiguravajućim kompanijama[41], mirovinskim i/ili investicijskim fondovima. Osim toga, banke preuzimaju i poslove vezane uz savjetovanje i upravljanje portfolijom vrijednosnih papira, potpisuju emisije na tržištu kapitala i obavljaju brokerske poslove, sekuritizaciju aktive kao i brojne druge, netradicionalne i izvanbilančne poslove.[42] Velike financijske grupacije na taj način ulaze na područja izvan svog tradicionalnog poslovanja. Financijske institucije stoga se više ne mogu jednoznačno odrediti već do izražaja dolazi njihova višeslojnost i institucijska umreženost, a razlike između banaka i društava za osiguranje te drugih institucionalnih investitora postaju sve nejasnije. U literaturi je ovaj efekt poznat pod nazivom „efekt zamućivanja“ (engl. *Blurring effect*).

---

[40] Definicije konglomerata se razlikuju u pojedinim zemljama. Zakonodavstvo SAD-a podrazumijeva banku kao sastavnicu financijskog konglomerata za razliku od europske legislative.

[41] Posljednjih godina, u EU sve je više prisutan trend jačanja bankoosiguranja (engl. *bancassurance*). Riječ je o distribuciji proizvoda osiguranja preko prodajne mreže banaka. Osim toga, razvijaju se i drugi oblici konvergencije: na razini proizvoda te na drugim funkcionalnim razinama. S aspekta društva za osiguranje, ostvaruju se ciljevi optimalizacije troškovne efikasnosti i to automatizmom prelaska iz skuplje, klasične posredničke prodajne mreže u prodajne kanale putem posredovanja banaka. S aspekta banke, prodajom polica osiguranja povećava se kategorija nekamatnih prihoda, a istovremeno se povećava troškovna efikasnost koja ide za smanjenjem udjela ljudskog rada (Ćurak 2004).

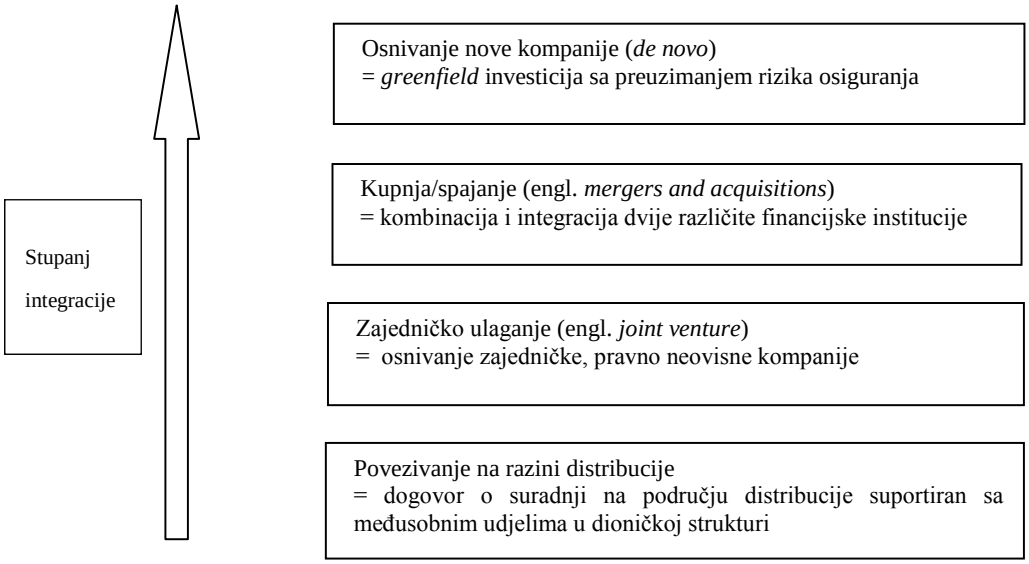
[42] Konglomerizacija banaka kroz akvizicije posebno je intenzivna zadnjih desetak godina, ali im osnovni motiv više nije preuzimanje nebankovnih poslova već jačanje konkurentske pozicije na integriranim financijskim tržištima „rezanja” troškova, ekonomijom veličine i sl. (Leko i Božina 2005, str. 190).

Navedeni procesi uzrokuju konglomerizaciju financijskih sustava odnosno nastanak sve većeg broja financijskih konglomerata ili grupa kao najčešćeg institucijskog povezivanja.[43]

Prema Van den Bergheu, Verweireu, Carchonu (1999) integracija aktivnosti unutar financijskih konglomerata moguća je na razini distribucije proizvoda, upravljanja i korporacijskog vođenja, upravljanja imovinom, upravljanja rizicima, informacijskom sustavu te management informacijskom sustavu.

Shema 1 prikazuje moguće ulazne strategije banaka u osiguravateljnu industriju (i obratno). Indirektno, prikazana tipologija pomaže u objašnjavanju razlika u stupnju integracije financijskih institucija. U praksi se navedene tehnike kombiniraju, u prostornom i vremenskom određenju.

Shema 1: Mogućnosti konvergencije banaka u poslove osiguranja



Izvor: Van den Berghe, Verweire i Carchon 1999, str. 6.

Konglomerizacija financijskih sustava najveće razmjere je poprimila u sustavu europskog univerzalnog bankarstva i osiguravajućeg sektora što je primarno posljedica blaže regulacije međusektorskih aktivnosti financijskih posrednika. Prema podacima Europske komisije iz 2009**.** godine[44], djelovalo je 69 konglomerata u EU[45] i 6 sa sjedištem u trećim zemljama.

[43] Prema istraživanju De Luna Martinez i Rose (2003) udio financijskih konglomerata u ukupnoj aktivi financijskih intermedijara za uzorak od 14 odabranih zemalja značajno je porastao u razdoblju od 1990-2001. godine. Na bankovnom tržištu, udio konglomerata je porastao sa 53% na 71%, a na području osiguranja rast je bio još značajniji (od 41% na 70%). Udio konglomerata na području industrije vrijednosnih papira ostvario je rast od 54% na 63%.

[44] Analiza se zasniva na EU definiciji konglomerata odnosno na Direktivi o financijskim konglomeratima (engl. *Financial Congomerates Directive-FICOD*). U tom smislu, financijska grupa se smatra financijskim konglomeratom pod uvjetima:

1. najmanje jedan od članova grupe ima sjedište u EU;
2. najmanje 40% poslova je financijske prirode;
3. grupa se sastoji od najmanje jedne osiguravateljne institucije i jedne iz drugog financijskog sektora;

Ukupna aktiva 30 najvećih financijskih grupa u 2009. prelazila je 25 trilijuna EUR što predstavlja oko 208% ukupnog BDP-a EU. Prema istom izvoru, udio konglomerata u ukupnom bankovnom i osiguravateljnom tržištu EU je približno 48%.

Višestruke potencijalne koristi za članove financijske grupe proizlaze iz sinergije njihova djelovanja. Motivi za konglomerizaciju izražavaju se troškovnim i prihodnim ekonomijama obujma i obuhvata[46], rastu tržišne moći u smislu kontroliranja cijena, prednostima diverzifikacije, podjele reputacije i rješavanju problema agenata.[47] Čimbenici koji mogu umanjiti ili eliminirati moguće pozitivne učinke konglomeratskog povezivanja su: razlike u korporacijskim kulturama, troškovi koordiniranja i reorganiziranja aktivnosti, troškovi prilagodbe informacijskih sustava te preferiranje klijenata na korištenje usluga specijaliziranih financijskih institucija (Ćurak 2004, str. 25).

Uz financijske konglomerate povezuju se i moguće negativne eksternalije kao što su rizik „zaraze“[48] sastavnica grupe ili cijelog tržišta te rizik pojave sukoba interesa. Moguća je i zloporaba ekonomske snage zbog visoke tržišne koncentracije u pojedinim tržišnim segmentima.

Zbog svoje veličine i visokog stupnja kompleksnosti pravnih i upravljačkih struktura ove institucije su od sistemske važnosti za svaku ekonomiju. Potencijalne rizici stoga se javljaju u domeni nadzora i regulacije povezanih institucija (posebno kod međunarodnih integracija) i to zbog manjka transparentnosti i većeg operativnog rizika. Posebno je izražen problem regulatorne arbitraže kojima sastavnice konglomerata nastoje minimizirati porezni i regulativni teret, u situaciji različitog poreznog tretmana, investicijskih ograničenja, zahtjeva za adekvatnošću kapitala i slično (Ćurak 2004, str. 25).

Istraživanjem iz 2003. godine (Van der Zwet 2003) analizirani su prihodi 50 najvećih svjetskih konglomerata. Rad je dokazao da je „zamagljivanje“ razlika između financijskih intermedijara različitih nacionalnosti (međunarodno „zamagljivanje“) značajno važnije od tzv. međusektorskog „zamagljivanja“. U isto vrijeme, na nacionalnom nivou postoje različite inicijative za rješavanje problema vezanih uz pojavu financijskih konglomerata, dok su odgovori na ove procese na međunarodnom nivou izrazito ograničeni. Podloga ovom paradoksu je činjenica da kreiranje integriranog supervizora na međunarodnom nivou zahtijeva od zemalja odricanje dijela suvereniteta.

S obzirom na trend rastuće konglomerizacija u razvijenim financijskim sustavima razumno je pretpostaviti da će se smanjivanje razlika među financijskim posrednicima intenzivirati i u

4. najmanje 10% ili 6 milijardi EUR se odnosi na bankovni ili osiguravateljski dio grupe. Prag od 10% je prosjek manjeg sektora grupe u ukupnoj aktivi i ukupnim zahtjevima solventnosti.

[45] Vidjeti Prilog 1 – Popis najvećih financijskih konglomerata sa sjedištem u EU u 2010. godini

[46] Vodeće europske institucije u bankoosiguranju smanjile su distribucijske i administrativne troškove osiguravatelja za 30 do 50%. Nadalje, vodeće europske banke iz ovog izvora ostvaruju 20-30% ukupnih zarada (Ćurak 2004).

[47] Više o razvoju, doprinosima i disekonomijama konglomerizacije vidjeti u Ćurak 2004; Van den Berghe, Verweire i Carchon 1999; Dierick 2004.

[48] Pod zarazom se podrazumijeva da se financijski problemi jedne institucije mogu proširiti na cijelu grupu. Više u Freedman 2000.

budućnosti. Međutim, s obzirom na potencijalne opasnosti ovih procesa po stabilnost financijskih sustava i po korisnike financijskih usluga, potrebno je posebnu pažnju posvetiti nadzoru i kontroli financijskih konglomerata putem integriranog pristupa na sektorskom, nacionalnom nivou kao i na nivou međunarodnih odnosa ovih institucija.

2.5. VAŽNOST RAZVOJA EFIKASNOG FINANCIJSKOG SUSTAVA U FUNKCIJI RAZVOJA UKUPNOG GOSPODARSTVA

Pozitivni efekti efikasnog financijskog sustava proizlaze iz intermedijacijske uloge financijskih institucija i tržišta koje omogućavaju mobiliziranje štednje za investicije, ubrzavanje i poticanje priljeva inozemnog kapitala te optimiziranje alokacije kapitala. Iz toga proizlazi da financijsko posredovanje nije samo sljedbenik ekonomske aktivnosti već da može imati značajnu ulogu u poticanju ekonomskog rasta.

2.5.1. Financijski sustav i ekonomski rast

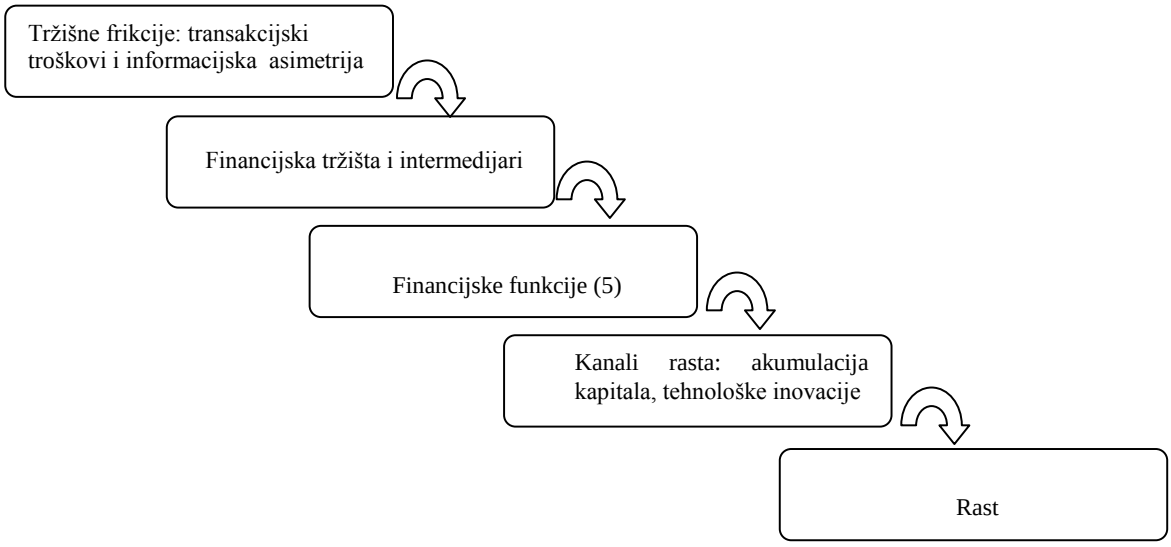
Teorijski argument za povezivanje financijskog razvoja s rastom ekonomije je u sposobnosti razvijenih financijskih sustava da dobro obavlja kritične funkcije. Pri tome se jačanje intermedijacijske efikasnosti postiže smanjivanjem informacijskih, transakcijskih i troškova nadzora. Tri glavna kanala kojima financijske institucije i tržišta mogu utjecati na ekonomski rast su (Garcia i Liu 1999, str. 32):

1. Razvoj financijskog tržišta i institucija stimulira štednju. Korištenjem efekata ekonomije obujma i ekspertnih znanja financijski intermedijari u mogućnosti su ponuditi investitorima više prinose i time potaknuti investicije;
2. Financijska tržišta i institucije obavljaju osnovnu ekonomsku funkciju transferiranja sredstava zbog sposobnosti reduciranja transakcijskih troškova i asimetričnih informacija;
3. Financijski sustav unapređuje alokaciju resursa kroz mehanizme udruživanja sredstava, diverzifikacije rizika, upravljanja rizicima, upravljanja likvidnošću, dubinskog snimanja potencijalnih projekata i usmjeravanja sredstava najprofitabilnijim projektima te konačno putem kontrole i nadzora cjelokupnog procesa.

Levine[49] (1997, 2002) dokazuje tezu da razina razvoja dugoročnog segmenta financijskih tržišta u velikoj mjeri predviđa budući ekonomski rast i da je snažno korelirana s razvojem efikasnog funkcioniranja banaka. U nastavku je prikazana pojednostavljena shema funkcioniranja ovih procesa.

[49] Riječ je o najviše citiranom autoru s područja ekonomskog rasta.

Shema 2: Teorijski pristup financijama i ekonomskom rastu



Izvor: Levine 1997, str. 691.

Problematika veze rasta i financijskog posredovanja banaka analizirana je u bogatom spektru radova teorije rasta.[50] Razlike u generalnom stavu među istraživačima odnose se na narav, smjer i intenzitet navedene veze. Pritom se može uočiti više linija razlika u stavovima. [51]

Prije svega ne postoji suglasnost o smjeru kauzalnost razvoja. Dio autora mišljenja je da financijski razvoj (**argument ponude**) određen efikasnom alokacijom kapitala potiče opći gospodarski rast (Schumpeter 1911; King i Levine 1998; Levine 2002).[52] Druga skupina ekonomista zastupa tezu o uzročnosti suprotnog smjera i presudnom utjecaju **faktora potražnje**. Prema tom usmjerenju, financijske usluge imaju pasivnu ulogu i razvijaju se kao posljedica ekonomskog rasta (Rajan i Zingales 1998). Treće stajalište, koje posljednjih godina prevladava, podržava recipročan odnos između dviju varijabli odnosno ističe da se razvojni impulsi rađaju simultano (Calderon i Liu 2003).

Veći broj autora slaže se da je financijsko posredovanje važnije za ekonomski rast u dugom roku pri čemu treba imati na umu specifičnosti svake zemlje i pojedinih razdoblja. Nadalje, financijski i realni sektori su u stalnoj interakciji tijekom svih faza razvoja zbog čega se kauzalnost ne može promatrati kao proces samo u jednom smjeru. Bađun (2009) čak ističe da je broj ekonomista koji su manje skloni zaključiti da financije uzrokuju rast veći („financije samo katkad uzrokuju rast“) od onih koji podržavaju to mišljenje.

S obzirom da su tranzicijske zemlje u fokusu ovog rada te da se u pravilu radi o manje razvijenim ekonomijama, posebno je zanimljivo stajalište da financije uzrokuju rast samo u

[50] Ekonomist Goldsmith Raymond prvi je empirijski dokazao pozitivnu vezu između financijskog razvoja i BDP po stanovniku 1969. godine.

[51] Prema Garcia i Liu 1999; Šonje 2005; Bađun 2009.

[52] Dio literature o teoriji rasta fokusira se na tehnološke inovacije kao kanal rasta (Schumpeterov model), dok se kao drugi kanali navode: produktivnost kapitala, udio štednje kanaliziran u investicije te stopa štednje.

određenim okolnostima. Prema toj skupini autora, utjecaj financije-rast se mijenja ovisno o regijama, vremenskom razdoblju i razini dohotka. Stoga je pri donošenju zaključaka važno akceptirati nelinearnosti i heterogenosti. Prema pregledu literature, Bađun (2009) zaključuje da postoji više dokaza da je financijsko produbljivanje korisnije zemljama na nižim razinama gospodarskog razvoja.

Drugo se neslaganje istraživača javlja vezano uz odnos tzv. financijske arhitekture sustava i gospodarskog rasta. Dio autora podupire tvrdnje da postoji stalni interesni sukob banke vs. institucionalni investitori i financijska tržišta. Odnos navedenih financijskih struktura je konkurentski, jer se bave istom vrstom posla. Međutim, u sljedećem poglavlju pokazati će se da je riječ o komplementarnim financijskim posrednicima pri čemu tržište spontano određuje financijsku strukturu.

Empirijsko istraživanje De Gregoria i Guiddotia (1995) za razdoblje od 1950.-1985. godine u Južnoj Americi ističe se kao treće stajalište prema kojem između financijskog i općeg gospodarskog razvoja postoji negativna veza. Međutim, nužno je naglasiti da je donošenje generalnog stava isključivo temeljem empirijskih rezultata, a uslijed regionalnih specifičnosti i nelinearnosti (navedeno razdoblje bilo je obilježeno visokom inflacijom) u velikoj mjeri ograničeno (Šonje 2005).

Osim spomenutih, postoji cijeli niz teorijskih i empirijskih radova koji istražuju temu uloge financijskih sustava za ekonomski rast: Pagano (1993); Demirgüç-Kunt i Levine (1995); Levine (1997); Demirgüç-Kunt i Maksimovic (1998); Rajan i Zingales (2000). Napredak u istraživanjima koja se bave financijama i rastom prikazan je u pregledima literature: Levine (1997; 2005); Trew (2006); Demirgüç- i Levine (2008) te Bađun (2009).

Važno je naglasiti da se u gotovo svim prethodno spomenutim radovima pod pojmom financijskog razvoja podrazumijeva financijsko posredovanje banaka. S obzirom da je fokus ovog rada na razvoju tržišta kapitala i institucionalnih investitora kao nebankovnih financijskih posrednika, u nastavku će se istražiti i prezentirati saznanja vezana uz navedenu problematiku. Determinante razvoja tržišta kapitala od posebnog su interesa istraživača posljednjih desetak godina, čime se prati trend sve većeg značenja dugoročnog segmenta financijskog tržišta u kontekstu financijske liberalizacije i globalizacije. U isto vrijeme, odnos razvoja institucionalnih investitora i ekonomskog rasta istražen je u manjem broju radova[53].

Najopćenitije, podloga tržištu kapitala za ubrzanje ekonomskog rasta ostvaruje se poticanjem štednje kao i rastom kvalitete i kvantitete investicija. Navedeni utjecaj može se ostvariti na nekoliko načina (prema Šonje 2005, str. 32):

1. Otpornost financijskog sustava na krize raste povećanjem broja različitih kanala financijskog posredovanja;
2. Razvijeno tržište kapitala omogućuje razvoj širokog kruga investitora;

[53] Uz izuzetak velikog broja teorijskih doprinosa istraživanju mirovinskih fondova i doprinosa razvoju financijskog sustava.

3. Razvijeno i likvidno tržište kapitala smanjuje odljev kapitala u inozemstvo, jer može apsorbirati povećanu potražnju institucionalnih investitora;
4. Razvijeno tržište kapitala predstavlja temeljni društveni mehanizam koji potiče optimalnu diversifikaciju i preuzimanje rizika;
5. Efikasno i razvijeno tržište kapitala omogućuje obavljanje funkcije korporacijske kontrole.

Dokaze o postojanju pozitivne veze razvoja tržišta kapitala i dugoročnog ekonomskog rasta nalazimo u radovima Levinea i Zervosa (1998). Pri tome postoji široki izbor makroekonomskih i institucionalnih varijabli koje mogu biti povezane s rastom. Pagano (1993) i Demirgüç-Kunt i Levine (1996) se osvrću na rastuće prednosti većih tržišta kapitala, dok Rousseau i Wechtel (2000) dokazuju signifikantan i trajan utjecaj dubokog i likvidnog dioničkog tržišta na ekonomske performanse. Likvidno tržište kod investitora potiče diverzifikaciju i poduzećima omogućuje stalan pristup kapitalu i generiranje informacija o kvaliteti potencijalnih investicija. Diverzifikacija rizika ostvarena putem međunarodne integracije tržišta kapitala još je jedan od načina poticanja ekonomskog rasta (Obstfeld 1994). Naposljetku, istraživači rasta upućuju i na volatilnost tržišta, koncentraciju tržišta i cijeli niz institucionalnih faktora (Henry, 2000; Yartey 2008).

Za razliku od mnogobrojnih izvora literature s fokusom na tržišta kapitala i financijske posrednike, istraživanja koja se bave ulogom i funkcijama nebankovnih financijskih institucija, a posebno institucionalnih investitora u cjelokupnom ekonomskom razvoju su znatno oskudnija po broju i širini istraživanja. Najveći broj istraživanja isticao je važnost institucionalnih investitora na razvoj financijskih tržišta u OECD[54] zemljama uz težište na analizu ugovornih štednih organizacija (Vittas 1998; Impavido i dr. 2000). Dokaze o utjecaju rasta mirovinske aktive na ekonomski razvoj indirektno putem financijskih tržišta dokazali su Davis i Hu (2005). Utjecaj i kauzalnost razvoja institucionalnih investitora pod kojima se podrazumijevaju mirovinski fondovi, osiguravajuća društva i investicijski fondovi te dioničkog tržišta istražili su Harichandra i Thangavel (2004).

Istraživanja fokusirana na odnos financija i rasta u tranzicijskim CEE zemljama također su relativno oskudna. Glavni problem koji se javlja kod istraživanja za tranzicijske zemlje i institucionalne investitore je dostupnost podataka i kratka vremenska serija. U skladu s prethodno izrečenim tvrdnjama i definiranim odnosima uočena je pozitivna veza između pojedinih financijskih indikatora i ekonomskog rasta, ali uz ograničenje s obzirom na njihove specifičnosti i reformske procese koji traju već 20 godina. Ova tržišta "pate" od ozbiljnih ograničenja glede više makroeokonomske volatilnosti i niže kvalitete institucionalnih faktora. Ćurak i dr. (2009) istraživali su i dokazali utjecaj životnog i neživotnog osiguranja na ekonomski rast koristeći uzorak od 10 tranzicijskih europskih zemalja u razdoblju od 1992-2007. godine. Prema istraživanju Berglofa i Boltona (2003) dokazano je da veza između financijskog razvoja mjerena odnosom domaćih kredita i BDP-a i ekonomskog rasta nije bila

[54]Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (engl. *Organisation for Economic Cooperation and Development*-OECD)

jaka u prvom desetljeću tranzicijskog procesa kada su reformski procesi bili najjačeg intenziteta i obuhvata. Ipak, značaj razvoja financijskog sustava za tranzicijske zemlje je od izuzetne važnosti, jer se pokazalo da njegov razvoj ima jači utjecaj na rast u zemljama s srednjim i nižim dohotkom za razliku od zemalja visokog dohotka (Beck i Demirgüç-Kunt 2009).

2.5.2. Bankovno tržište i tržište kapitala - komplementi ili supstituti?

Kako je pokazano u prethodnim poglavljima, neosporna je veza između ukupnog financijskog razvoja i gospodarskog rasta. Pri tome se nameće važno i kontroverzno pitanje financijske strukture[55] i utjecaja iste na ekonomski razvoj. Relativna važnost banaka i tržišta odnosi se na pitanje veće uloge privatnih informacija u bankama u odnosu prema javnim informacijama dostupnim na tržištu kao i njihovim ulogama u korporativnom upravljanju. Klasična podjela među zemljama razlikuje tržišno orijentirane financijske sustave anglosaksonskih zemalja (SAD i Velika Britanija) i s druge strane, kontinentalne odnosno germanske sustave (Njemačka, Japan i tranzicijske zemlje) koje karakteriziraju bankocentrični sustavi. Teorijska i empirijska istraživanja o važnosti financijske strukture mogu se grupirati u četiri stajališta.

Prva skupina autora ističe veću ulogu banaka (***bank-based*** struktura) u alokaciji štednje kao i korištenju ekonomije obujma i obuhvata u prikupljanju i obradi informacija. Istovremeno, financijska tržišta osiguravaju znatno slabije poticaje za agente u *ex ante* prikupljanju informacija i *ex post* nadzoru emitenata ili kreditora (Stiglitz 1985; Levine 2002). Financijska tržišta su manje uspješna u ublažavanju informacijskih asimetrija te se zaključuje da su bankovne financijske strukture efikasnije i da više doprinose ekonomskom rastu.

Prednosti tržišne strukture ***(market-based*** sruktura), prema drugom gledištu, proizlaze iz ograničenja tržištu koja uzrokuju velike bankovne institucije sa snažnim utjecajem na poduzeća. Zbog svoje prirode skloni su zagušivanju inovacija i ograničavanju efikasnog korporativnog upravljanja. Štoviše, financijska tržišta mogu osigurati fleksibilnije i bolje alate upravljanja rizikom i ubrzati ekonomski napredak (Levine 2002).

Treće, prevladavajuće stajalište ističe **važnost financijskih usluga** (engl. *Financial services view*) i uzima u obzir sve prethodno istaknute karakteristike dviju financijskih struktura, s tom razlikom da se fokus interesa premješta s izvora financiranja na kvalitetu financijskih usluga i efikasnost njihova izvršenja. Ista važnost pridaje se i tržištima i bankama kao različitim komponentama financijskog sustava koji su neophodni za uravnotežen razvoj tržišne privrede i koji zajedno doprinose ekonomskom rastu.

Allen i Gale (2000) smatraju da se u izvršavanju funkcija korporacijske kontrole ostvaruje ista efikasnost. S jedne strane, financijska tržišta bolje su pripremljena za financiranje inovativnih projekata s obzirom na problem određivanja profitabilnosti takvih investicija.

[55] Općenito, financijska struktura podrazumijeva sastav i relativnu važnost različitih financijskih institucionalnih aranžmana u financijskom sustavu (Lin, Sun i Yiang 2009, str.2). U užem smislu, riječ je o relativnoj važnosti financijskih tržišta i bankovnih financijskih intermedijara.

Brojni sudionici financijskih tržišta preciznije procjenjuju projekte od male grupe bankovnih zaposlenika, zbog bolje informacijske efikasnosti tržišta i hipoteze racionalnih očekivanja. S druge strane, banke na bolji način nadziru rezultate investicijskih projekata te iskorištavajući ekonomiju obujma smanjuju troškove financijske intermedijacije. Važnost egzistiranja efikasnog tržišta kapitala može se promatrati i iz perspektive tzv. «rezervne opcije» u slučaju krize bankovnog sustava. Nedostajući kapital u tom se slučaju može prikupiti na tržištu vrijednosnih papira i preuzeti dio posredničke uloge banaka. Iz tog razloga, banke i tržišta promatraju se kao komplementi, a ne kao supstituti.

Tržište kapitala od izuzetne je važnosti kako za tržišne tako i za bankocentrične sustave, jer ekonomskim agentima osigurava vrijedne informacije o cijenama u ekonomiji i predstavlja sredstvo realokacije rizika. Stoga banke ne mogu odigrati ulogu supstituta tržišta kapitala. Banke i tržišta razvijaju se kao komplementarni kanali financijskog posredovanja (Garcia i Liu 1999; Cherif i Gazdar 2010). Štoviše, usprkos značajnom napretku u razvoju nebankovnih financijskih posrednika i tržišta na višim evolutivnim razinama razvoja financijskog sustava, banke će se nastaviti razvijati usporedo. Dokaz navedenom su i financijski sustavi razvijenih zemalja koji uz sofisticirana financijska tržišta uključuju i bankovni sektor na visokom stupnju razvoja.

Levine i Zervos (1998) u svom radu dokazuju hipotezu da je likvidnost tržišta kapitala i razvoj bankovnog sustava od direktnog utjecaja na sadašnji i budući ekonomski rast, akumulaciju kapitala i rast produktivnosti. Iz toga izvode zaključak da tržišta kapitala omogućavaju važne ali različite financijske usluge od banaka. Iz tog razloga, oni se razvijaju usporedo i međusobno se nadopunjuju. Nadalje, Demirgüç-Kunt i Levine 1995; Demirgüç-Kunt i Maksimovic 1998 utvrdili su da je većina pokazatelja razvoja tržišta kapitala visoko korelirana s razvojem bankovnog tržišta. Zemlje s razvijenim tržištima kapitala teže i dobro razvijenom bankovnom sektoru. Utjecaj i pozitivnu korelaciju dioničkog tržišta kapitala na primjeru bankocentričnih financijskih sustava tranzicijskih zemalja dokazali su Beck i Levine (2004) u istraživanju dinamičkom panel metodom.

Na temelju pregleda literature (Levine 2005) o utjecaju financijskih sustava na ekonomski rast dolazi se do zaključka da za isti nije relevantna dominacija banaka ili tržišta vrijednosnih papira već uspješnost financijskog sustava u obavljanju funkcija.

Empirijske dokaze o poticajnom utjecaju usporednog razvoja tržišta kapitala i banaka na stabilnost korporativnog financiranja u svojim radovima osigurao je Davis (2001, 2002). Također, potrebno je istaknuti i mogućnost iniciranja financijskih kriza od strane liberaliziranih tržišta kapitala koje karakterizira visoka razina «tržišnosti» i koji su stoga izuzetno osjetljivi na globalne poremećaje.

Poseban slučaj prethodno opisanog stajališta o važnosti financijskih usluga za ekonomski razvoj je teorija koja povezuje pravo i financije (engl. ***Law and finance view***). Ovo usmjerenje težište premješta na važnost pravnog sustava u financijskom razvoju. Ističu se razni institucionalni pokazatelji, primjerice razina korupcije, kvaliteta korporativnog upravljanja, kvaliteta zaštite kreditora i dioničara te kvaliteta ukupnog pravnog sustava (La

Porta 1998, Rajan i Zingales 2000). Efikasnost financijske arhitekture ovisi o kvaliteti specifičnih, institucionalnih značajki nacionalne ekonomije.

Empirijska istraživanja ukazala su da na rast i strukturu financijskih sustava uvelike utječe i povijest odnosno razvoj nacionalne ekonomije, kao i krize u nacionalnim ili globalnim okvirima. Lin i dr. (2009) smatraju da je optimalna financijska struktura dinamička kategorija koja evoluira i razvija se usporedo s razvojem nacionalne ekonomije. Na nižim razinama razvoja ekonomija oskudijeva kapitalom i pretežito je radno-intenzivna. Financijski sustav određuju male banke lokalnog karaktera, za razliku od razvijenih ekonomija kojima dominiraju velike banke i tržišta kapitala, a vodeće industrije su kapitalno-intenzivne i tehnološki napredne. U tom smislu, osnovna snaga koja determinira financijsku strukturu zemlje je struktura proizvodnih faktora i korespondirajuća optimalna industrijska struktura za određeni stupanj ekonomskog razvoja. Opisano shvaćanje optimalne financijske strukture u istoj je liniji s onim opisanim u radu Tadessea (2002) koji daje kritiku trenda kojim se tranzicijskim zemljama nameće tržišno orijentirani financijski sustav. Svojim istraživanjem dokazuje veću efikasnost tržišnog financijskog sustava u zemljama s razvijenijim financijskim sustavom, a bankocentričnog u podrazvijenim sustavima. Nadalje, rast zemalja kojima dominiraju mala poduzeća veći je u bankovno dominiranim sustavima i obratno.

Sumiranjem prethodno opisanih stajališta može se izvesti zaključak da za razumijevanje odnosa između financijske strukture i ekonomskog razvoja ovisi o brojnim ekonomskim, financijskim, političkim i pravnim vezama, ali i da se rezultati ne mogu jednostrano tumačiti. U većini slučajeva oni će ovisiti i o odabranoj metodologiji istraživanja, obuhvatu podataka i razvojnom ciklusu nacionalne ekonomije.

2.5.3 Institucionalni investitori versus tržište kapitala

Razvoj institucionalnih investitora od presudnog je utjecaja na razvoj tržišta kapitala, a u širem smislu doprinosi i jačanju efikasnosti i stabilnosti ekonomije. Utjecaj na tržište kapitala u užem smislu povezan je s većom transparentnošću, nižom korupcijom i boljom zaštitom vlasničkih prava čime se promiče ulagačko povjerenje i jača potražnja za vrijednosnim papirima. Utjecaj proizlazi i iz šireg konteksta poticanja ekonomskog rasta, jer se rastom ukupne štednje i ulaganja poboljšavaju fundamenti tržišta.

Institucionalni investitori preferiraju akumulaciju dugoročnog kapitala i trgovanja na dugoročnom segmentu financijskog tržišta. Jačanjem potražnje za dugoročnim vrijednosnim papirima ujedno se poboljšavaju kapaciteti upravljanja financijskim rizicima.

Pozitivan utjecaj razvoja institucionalnih investitora na funkcioniranje tržišta kapitala može se sažeti u nekoliko ključnih točaka (Vittas 1998; Impavido i dr. 2003):

1. Jačanje kompetitivnosti u financijskom sustavu - institucionalni investitori djeluju kao snaga uravnoteženja nasuprot dominantnom položaju komercijalnih banaka, ali i preuzimaju dio primarnog tržišta kako konkurencija investicijskim bankama, te promiču razvoj rizičnog kapitala, vrijednosnih papira s visokim prinosima i konačno, smanjuju trgovinske troškove.

2. Stvaranje financijskih inovacija i industrije financijskih usluga – zbog upravljanja aktivom, jačanje institucionalnih investitora, prije svega mirovinskih fondova[56], bila je glavna pokretačka snaga inovativnih procesa i novih financijskih instrumenata 70-tih godina.
3. Jačanje tržišne discipline - stimuliranjem tržišne transparentnosti promoviraju prava manjinskih dioničara kompanija u koje ulažu.[57]
4. Jačanje korporativnog upravljanja[58] - veličina i glasačka prava institucionalnih investitora omogućuju im prevladavanje informacijske asimetrije i problema agenata.
5. Poticanje modernizacije i jačanja efikasnosti sistema trgovanja[59] – institucionalni investitori djeluju na poboljšanje procesa prijeboja i osnivanje središnjih depozitarnih agencija, potiču pouzdane "b*ack-office*" operacije.
6. Jačanje regulatornog okvira.

Ostvarenje navedenih pozitivnih efekata prema Vittasu (1998, 2000) ovisi o nekoliko faktora. Prije svega oni neće biti zamjetni dok se ne dosegne "kritična" masa štednje. Nadalje, utjecaj na agregatnu ponudu dugoročne štednje ovisiti će i o strukturi kućanstava. U slučaju razvijene dobrovoljne mirovinske štednje koja se najvećim dijelom odnosi na bogatiju populaciju, može doći do smanjenja ulaganja u ostale dugoročne oblike štednje. S druge strane, uvođenje obvezne mirovinske štednje imati će jači utjecaj na ponudu, jer kućanstva neće štedjeti samostalno. Na razvoj tržišta kapitala uvelike će utjecati i alokacija kapitala institucionalnih investitora te primijenjeni mehanizmi supervizije i regulacije.

Davis (1996) se osvrće i na ograničenja ulaganja koje propisuje zakonodavac. Zemlje koje mirovinskim fondovima nameću stroga kvantitativna investicijska ograničenja i potenciraju konzervativnu politiku ulaganja propuštaju iskoristiti mogućnosti za spontani razvoj tržišta kapitala. S druge strane, u anglosaksonskim zemljama s manje striktnom regulativom i nižim transakcijskim troškovima, portfolio distribucija je znatno više određena relativnim povratima na aktivu.

Impavido i dr. (2003) analiziraju na koji način institucionalizirana štednja može modificirati financijska tržišta kroz produljenje dospijeća vrijednosnih papira. Autori korištenjem dinamičke panel metode dokazuju da ugovorna štednja institucionalnih investitora

---

[56] Inovacije su bile potaknute i povećanjem razine i volatilnosti kamatnih stopa kao i brojnim regulatornim promjenama. Navedeno razdoblje obilježila je pojava nul-kupon obveznica, hipotekarnih vrijednosnih papira, opcija, futuresa i drugih izvedenih vrijednosnih papira, ali i indeksnih investicijskih fondova. U novije vrijeme napredovalo je područje kompleksnih financijskih instrumenata i sekuritiziranih vrijednosnih papira.

[57] Zaštita dioničara je razvijenija u onim zemljama gdje institucionalni investitori imaju manjinske udjele u velikom broju kompanija nego u onima gdje su institucionalni investitori manje razvijeni ili imaju kontrolne pozicije u malom broju kompanija (Vittas 1998).

[58] Institucionalni investitori iskazuju rastući utjecaj na korporativno upravljanje čak i u bankocentričnim ekonomijama zahvaljujući međunarodnim investicijama, mirovinskoj reformi i EMU. Više vidjeti u Davis i Steil 2001.

[59] Efikasan trgovinski sustav karakteriziraju niski transakcijski troškovi, visoka transparentnost, visoka likvidnost i niska volatilnost trgovanja. Do kolizije dolazi između visoke likvidnosti i niske volatilnosti te niskih troškova i visoke razine tranparentnosti (Vittas 1998).

(mirovinskih fondova i segment životnih osiguranja) ima pozitivan, ali nelinearan utjecaj na dubinu domaćeg tržišta kapitala. Utjecaj je jači kod zemalja koje primjenjuju kvalitetnije mehanizme korporativnog upravljanja, tržišno su orijentirane, a inozemna ulaganja u vrijednosne papire manje aktivna. Konačno, zaključuju da je razvoj tržišta kapitala moguće potaknuti državnim mjerama usmjerenim na rast institucionalizirane štednje, primjerice mirovinskom reformom kojom se uvode obvezni mirovinski doprinosi u sustav kapitalizirane štednje.

Osim institucionalizacije štednje koji dovodi do rasta imovine institucionalnih investitora, raste i njihova uloga na financijskim tržištima. Tako se s druge strane javlja proces institucionalizacije financijskog tržišta koja se očituje u brojnim pozitivnim efektima. Institucionalni investitori utječu na snižavanje troškova na tržištu, potiču uređenost i regulativu financijskih tržišta.

2.6. IMPLIKACIJE RASTA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA I TRŽIŠTA KAPITALA NA FINANCIJSKU STABILNOST

Efikasan financijski sustav od ključne je važnosti za napredak svake nacionalne ekonomije zbog sposobnosti da prevlada tržišne nesavršenosti i minimizira sistemske rizike. Financijski sustav je inherentno izložen visokom stupnju neizvjesnosti, pri čemu je povjerenje sudionika u održivost sustava ključna karika u održavanju stabilnosti. Financijska stabilnost u tom smislu ima karakter javnog dobra i važan je cilj ekonomske politike.

Stabilnost financijskog sustava se reflektira kroz tri temeljna segmenta: efikasnu regulatornu infrastrukturu, efikasna i dobro razvijena financijska tržišta te efikasne i zdrave financijske institucije. Financijska stabilnost očituje se u nesmetanom funkcioniranju svih elemenata financijskog sustava i u otpornosti sustava na interne i eksterne šokove. Suprotno, financijska nestabilnost će rezultirati značajnim makroekonomskim troškovima koji opterećuju realni sektor. Nestabilnosti mogu varirati od propasti financijskih institucija, značajne volatilnosti, smanjene tržišne likvidnosti, nepovjerenja ili neefikasnog funkcioniranja sustava prijeboja i namire.

Financijski sustav je stabilan kada ispunjava svaki od navedenih zadataka (ECB 2011):

1. Efikasna i neprekinuta alokacija resursa od štediša prema investitorima;
2. Razumna i točna procjena rizika te adekvatno upravljanje rizicima;
3. Sposobnost apsorpcije šokova i otklanjanja svih poremećaja u procesu financijske intermedijacije.

Ključni elementi u uspostavljanju stabilnog i zdravog financijskog sustava su bankovne i nebankovne financijske institucije. Stoga se one trebaju razvijati usporedo, jer omogućavaju važne sinergijske efekte za ekonomiju. Nebankovne institucije pri pomažu u ubrzavanju dugoročnog financiranja i investiranja, što se postavlja kao poseban izazov u ranim fazama razvoja bankovno orijentiranih financijskih sustava. Razvoj ugovorno-štednih institucija

osigurava konkurentnost na tržištu, poboljšava upravljanje rizicima i omogućava diverzifikaciju rizika različitim tehnikama portfolijo managementa.

S obzirom da je fokus ovoga rada usmjeren na dugoročni segment financijskog tržišta i institucionalne investitore u nastavku će se istražiti njihov doprinos financijskoj stabilnosti. Proces institucionalizacije štednje i investicija prirodno je usmjeren ka očuvanju financijske stabilnosti kada obavlja temeljne funkcije financijskog sustava. Uz koncept niskih transakcijskih troškova i pristupa kvalitetnim informacijama, institucionalni investitori će ubrzati prilagodbu cijena aktive njihovim fundamentalnim vrijednostima. Davis i Steil (2001) naglašavaju važnost rasta likvidnosti koju generiraju institucionalni investitori za smanjivanje volatilnosti te kao primjer ističu razvijene zemlje s velikim institucionalnim sektorima.

Jedan od načina na koji institucionalni investitori mogu djelovati na povećanje dinamike na tržištima kapitala je tzv. p*onašanje krda (engl. Hearding behaviour).* Riječ je o poduzimanju sličnih aktivnosti institucija u nastojanju da u isto vrijeme prodaju ili kupuju aktivu (Davis i Steil 2001). Fenomen se javlja sporadično i vrlo rijetko u normalnim tržišnim uvjetima. S obzirom na trend tržišta, može doći i do smanjenja pozitivnih efekata diverzifikacije, jer se cijene znatno odvajaju od svojih fundamenata.

S obzirom na važnost stabilnosti institucionalnih investitora i tržišta kapitala za sveukupni gospodarski sustav, nužno je definirati i implementirati politiku regulacije i kontrole svih dijelova financijskog sustava, o čemu će biti riječi u nastavku rada.

2.7. REGULACIJA FINANCIJSKOG TRŽIŠTA I FINANCIJSKIH INSTITUCIJA

Financijski je sustav jedan od najjače reguliranih sektora u svakoj nacionalnoj ekonomiji. Regulacija financijskog sustava uključuje definiranje pravila i postavljanje kontrolnih mehanizama za operacije financijskih institucija i tržišta.

Goodhart (2000) navodi tri osnovna cilja koja se regulacijom nastoje ostvariti. Prvi se odnosi na osiguranje od monopolističkog ponašanja davatelja financijskih usluga, a drugi na zaštitu investitora, s naglaskom na najranjiviju skupinu malih ulagatelja. Posljednji je usmjeren na osiguranje sistemske stabilnosti financijskog sustava odnosno onemogućavanje financijske panike koja može urušiti cijelu ekonomiju. Iz navedenog proizlazi da se definiranjem i implementacijom regulativnog okvira osigurava stabilnost i likvidnost financijskog sustava te promiče konkurentnost i tržišna efikasnost, dok se investitorima omogućuje pristup kvalitetnim informacijama radi ublažavanja problema negativne selekcije i moralnog hazarda.

Vrijedi napomenuti da se suvremena financijska regulacija mora bazirati na koegzistenciji i mogućim interakcijama između financijskih intermedijara i tržišta. Posebno se to odnosi na institucionalne investitore koji najveći dio svojih sredstava ulažu dugoročno na financijskim tržištima. Uzevši u obzir njihovu visoku tržišnu izloženost, isti su izuzetno osjetljivi na tržišne nestabilnosti.

Razlike u regulaciji različitih vrsta institucionalnih investitora značajne su i po obuhvatu i po intenzitetu. One reflektiraju razlike u ugovornim obvezama i njihovim implikacijama na teret rizika institucionalnih investitora. Za investicijske fondove primjenjuje se najslabija regulacija usmjerena najvećim dijelom na zaštitu investitora i pristup informacijama. Osiguravatelji života i mirovinski fondovi čvrsto su regulirani su po pitanjima solventnosti i diverzifikacije portfolija. Cilj kvantitativne regulacije (restrikcija) portfolija je zaštita članova od neracionalnih ulaganja.[60] Mirovinski fondovi su zbog svoje socijalne uloge predmet brojnih dodatnih regulativnih propisa vezanih uz obveze i aktivu.

Regulacija suvremenih financijskih sustava razvija se u tri osnovna smjera:

1. direktna državna regulacija – regulacija i nadzor financijskog sustava definiran državnim zakonodavnim okvirom i provođen od strane javnog regulacijskog tijela;
2. samoregulacija - regulacija i nadzor financijskih tržišta i institucija definiran i provođen od strane pojedine financijske institucije ili neke od asocijacija;
3. korporativno upravljanje - regulacija i nadzor od strane samog poduzeća.

Samoregulacija dolazi do izražaja kod tržišta kapitala. Kod burzi se razlikuju različiti stupnjevi samoregulacije ovisno o rasponu reguliranja i nadzora aktivnosti trgovanja. Samoregulatorna organizacija ima zadatak identificirati i sankcionirati neprihvatljiva ponašanja u aktivnostima sudionika koja se odnose primjerice na manipulacije tržištem ili trgovanje povlaštenim informacijama.[61]

Korporativno upravljanje mora zaštititi prava dioničara i vjerovnika odnosno osigurati visoke standarde objavljivanja i kvalitete informacija, promovirajući kvalitetno upravljanje od strane institucionalnih investitora i pružajući podršku privatnim i javnim institucijama (Claessens i dr. 2000). Konzistentna pravila i principi na financijskim tržištima temelj su kvalitetnog korporativnog upravljanja i ključna karakteristika razvijenih i efikasnih tržišta kapitala.

Tradicionalni pristup održavanju financijske stabilnosti zasnivao se na prudencijalnoj superviziji i regulaciji kapitala pojedinih sektora. Posljednjih dvadeset godina regulacija ubrzano evoluira u svjetlu globalizacijskih procesa, deregulacije financijskih tržišta i jačanja konglomerizacije u gotovo svim ekonomijama. Štoviše, trend usmjeren ka globalnoj financijskoj integraciji korenspondira s pojavnošću financijskih kriza. Van der Zwet (2003) navodi različita infrastrukturna rješenja supervizije prema stupnju rastuće integriranosti:

1. Jačanje veze između sektorskih supervizora (solo ili sektorski nadzor) - najčešće se odnosi na zasebne institucije odgovorne za bankovnu, osiguravateljsku i superviziju tržišta kapitala;

[60] Većina tranzicijskih CEE zemalja propisuju kvantitativna ograničenja ulaganja za mirovinske fondove i osiguravajuća društva. Restrikcije se u najvećem dijelu odnose na ulaganja u dionice i inozemnu aktivu. S druge strane, anglosaksonske zemlje orijentirale su se na prudencijalnu regulaciju ulaganja.

[61] Više o samoreguliranju burzi i potencijalnim interesnim konfliktima koji proizlaze iz te uloge vidjeti u Christiansen i Koldertsova 2009.

2. Organizacija supervizije po ciljevima (engl. *Twin peaks model*) [62] - model koji uključuje formiranje agencije za prudencijalnu superviziju[63] svih vrsta financijskih institucija kao i institucije odgovorne za "jačanje urednog i transparentnog financijskog tržišta i pravilnih odnosa između tržišnih sudionika". Središnja banka izravno je odgovorna za sistemsku stabilnost financijskog sustava i ima ulogu tzv. posljednjeg utočišta (engl. *a lender of a last resort).* S druge strane, poslovna regulacija[64] (engl. *Conduct of business; product regulation)* se odnosi na jačanje mjera za zaštitu investitora, očuvanje tržišnog integriteta i unapređenje kompetitivnosti te mjera za unapređenje kvalitete informacija za tržišne sudionike. Umjesto monopola jednog regulatornog tijela, ovim se modelom stvara svojevrsni regulatorni duopol.
3. Kreiranje jedinstvene regulatorne agencije koja uključuje bankovnu, osiguravateljsku i superviziju financijskog tržišta, neovisne o središnjoj banci.
4. Kreiranje jedinstvene regulatorne agencije za cjelokupni financijski sustav pod okriljem nacionalne središnje banke[65].

Prvo pitanje prilikom izbora modela ili kombinacije različitih struktura odnosi se na odluku o režimu jedinstvene ili sektorske regulacije. Tradicionalni sektorski pristup superviziji nije u stanju odgovoriti na probleme zamućivanja razlika između pojedinih financijskih sektora, proizvoda i usluga te je model integrirane supervizije (engl. *Single financial authority, SFA*) sve više zastupljen u brojnim zemljama svijeta.

Ujedinjavanje nadzornih struktura ipak nije jedini način prilagođavanja postojećih regulatornih struktura suvremenim izazovima. Postoje i posredna rješenja, nazvana "solo-plus" nadzor. Navedena metoda podrazumijeva osnivanje institucije ili tijela za unapređenje suradnje među regulatornim agencijama. Ista usklađuje pravila i propise, koordinira korektivne mjere i olakšava upravljanje krizom.

Freytag i Masciandro (2005) ističu da je nacionalni izbor stupnja koncentracije supervizorskih institucija inverzno koreliran s ulogom centralne banke u superviziji (tzv. fragmentacijski efekt centralne banke). U slučaju jake involviranosti i dobre reputacije

---

62 Navedeni model regulacije prvi je predložio Taylor (1995) u svom radu "Twin peaks; A regulatory structure for the new century", a u praksi je prvi put primijenjen u Australiji 1998. godine. Više vidjeti u Ministarstvo financija Republike Hrvatske 2002.

63 Prudencijalni nadzor usmjeren je na kontrolu i nadzor politike upravljanja rizicima u financijskim institucijama ili prudencijalnog (razboritog) ponašanja u financijskim institucijama, prvenstveno bankama. Primarni cilj prudencijalne supervizije je promoviranje i osiguravanje stabilnosti u financijskom sustavu. Krize i nestabilnosti u bankarskom sustavu mogu ugroziti ukupnu ekonomiju i to ne samo putem otežanog ili onemogućenog pristupa društvenom financijskom bogatstvu već i negativnim utjecajem na platni sustav te "zamrzavanjem" tijeka kredita.

64 Razgraničenje dva osnovna tipa financijske regulacije polazi od institucionalnog fokusa prudencijalne regulacija, dok isti kod poslovne nije primaran. Informacijska asimetrija se kod poslovne regulacije odnosi na manjak (nedostatak, pristup) informacija o financijskim proizvodima, dok je kod prudencijalne regulacije ona usmjerena na pružatelje financijskih usluga. Prudencijalna regulacija se odnosi na tehnike upravljanja rizikom (primjerice stopa adekvatnosti kapitala, pokazatelji likvidnosti, limiti na kreditnu i valutnu izloženost i slično), a poslovna regulacija koristi standarde, smjernice i pravila usmjerena na usluge korisnicima.

65 Model kojim se odgovornost za reguliranje i superviziju svih financijskih institucija prenosi na centralnu banku u svjetskim okvirima je prvi put apliciran u Singapuru (*Monetary Authority of Singapore*).

centralne banke u sustavu superivizije neće biti izražena tendencija za povećanjem stupnja koncentracije supervizorskih struktura. Obrnuto, opadajuća reputacija centralne banke uslijed nestabilnosti bankovnih sustava, pozitivno će utjecati na formiranje jedinstvenog nacionalnog supervizora, unatoč njenom značajnom utjecaju u procesu nadzora i regulacije[66].

Goodhart (2000) se ne slaže s odvajanjem poslova centralne banke od nadzora banaka u slučaju tranzicijskih gospodarstava iz tri razloga:

1. financijska struktura u tim je zemljama jednostavnija, a sami financijski konglomerati manje su složeni i manje značajni.
2. Tranzicijska gospodarstva sklonija su nestabilnostima u sustavu. Centralna banka će učinkovitost djelovanja u tom slučaju ostvariti samo ako nadzor zadrži unutar institucije.
3. Status kadrova u centralnim bankama tranzicijskih zemalja uglavnom je znatno bolji nego u drugim nadzornim ustanovama, zbog visokog stupnja neovisnosti i reputacije koje uživaju centralne banke.

Različiti aspekti prilikom izbora adekvatne nacionalne supervizorske strukture prikazani su u tablici 5.

[66] Primjerice, u Švedskoj je bankovna kriza 1990.-1991. godine potakla kreiranje jedinstvenog nacionalnog regulatora. U Estoniji je bankovna kriza 1998.-1999. godine dovela do ujedinjavanja supervizije prethodno podijeljene na tri tradicionalna segmenta: bankarstvo, tržište kapitala i osiguranje.

Tablica 5: Prednosti i nedostaci pojedinih modela financijske supervizije

Integrirani nadzor (model 2, 3 i 4) vs. sektorski nadzor (model 1)	
prednosti	- djelotvorniji nadzor financijskih konglomerata - veća efikasnost regulatornog tijela: korištenje ekonomije obuhvata i ekonomije razmjera - reduciranje regulatorne arbitraže - bolje rješavanje konflikata između regulatornih ciljeva ili zakona (zaštita potrošača i bonitetni ciljevi) - veće mogućnosti napredovanja zaposlenih - bolji politički značaj i položaj regulatornih tijela
nedostaci	- višestruki i nejasni ciljevi regulatornog tijela (sektorske nadzorne institucije bolje rješavaju specifične probleme predmetnog sektora) - proces integracije nadzora u tranzicijskom razdoblju može rezultirati nižom efikasnošću - neadekvatna zakonska regulativa - opasnost od nesagledavanja specifičnosti pojedinih financijskih industrija (bankarstvo, tržište kapitala, osiguranje) - rizik političkog pritiska - problemi pri integraciji nadzornog sustava - organizacijski problemi jedinstvenog regulatornog tijela
Supervizija po ciljevima (model 2) vs. prudencijalna supervizija (model 3 i 4)	
prednosti	- veća efikasnost regulatornih agencija s jasno definiranim i razgraničenim ciljevima - poticanje otvorenog, pouzdanog i transparentnog regulatornog procesa - regulacija po ciljevima minimizira razlike u kulturama, optimizira alokaciju resursa i fokus regulacije
nedostaci	- teškoće pri odvajanju i određivanju granica između prudencijalne i regulacije po ciljevima - preklapanje ovlaštenja dviju regulatornih agencija
Centralna banka provodi financijsku superviziju (ili dio) (model 4 i uvjetno 1) vs. centralna banka je ograničena u provođenju supervizije (model 2 i 3)	
prednosti	- informacijska sinergija između supervizije i centralnog bankarstva - uska veza između prudencijalne supervizije i ograničavanja sistemskih rizika za cjelokupni financijski sustav - nezavisnost i ekspertna znanja doprinose kvaliteti financijske supervizije
nedostaci	- konflikt interesa između supervizije i provođenja monetarne politike - tradicionalna uloga centralne banke u bankovnoj superviziji, za razliku od tržišta kapitala i osiguranja - sigurnosna mreža centralne banke proširuje se i na nebankovne institucije (tzv. efekt moralnog hazarda) - efekt birokratizacije centralne banke

Izvor: izradila autorica prema Prohaska i Olgić Draženović 2004; Van der Zwet 2003; Freytag i Masciandro 2005.

Međutim, uz vremenski odmak od 10 godina može se ustvrditi da se je konfiguracija i značajke financijskih sustava znatno izmijenile u tranzicijskim zemljama EU zbog čega je i došlo do značajnih promjena u njihovim regulatornim sustavima. Na nadnacionalnom nivou EU, postoji konsenzus među zemljama članicama o potrebi jačanja postojeće institucionalne strukture za financijsku stabilnost s ciljem osiguranja veće efikasnosti suradnje među institucijama za prudencijalnu superviziju. Problematika izbora modela supervizije u odabranim europskim tranzicijskim ekonomijama kao i odlike njihovih financijskih sustava obrađeni su u narednom poglavlju.

3. USPOREDNI PRIKAZ RAZVOJA TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNIH INVESTITORA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA

Uz stara i uređena tržišta zapadne Europe, sjeverne Amerike i Japana, posljednjih dvadeset godina sve veći značaj imaju i tzv. tranzicijska tržišta (engl. *Emerging markets*[67]) čija je zajednička karakteristika tranzicija njihovih gospodarstava iz centralno administrativnog sustava u sustav koji se temelji na tržišnim principima.

Tranzicija označava proces promjene, rasta i razvoja odnosno ona je sredstvo kojim se postiže krajnji cilj, a to je gospodarski razvoj. Prema Jurkoviću i dr. (1995) tranzicija je izraz kojim se označava tekući proces transformacije dojučerašnjih socijalističkih zemalja u moderne kapitalističke tržišne ekonomije - privatizacijom, liberalizacijom, denacionalizacijom, deregulacijom itd. – s demokratskim političkim uređenjem – uvođenjem višestranačkih političkih sustava, parlamentarizma itd.

Za europske tranzicijske zemlje koristi se izraz CEE zemlje (engl. *Central Eastern European Countries*) odnosno zemlje Srednje i Istočne Europe koje u najširem smislu obuhvaćaju sva tržišta postkomunističkih europskih zemalja kao i baltičke zemlje. Daljnja podjela CEE zemalja polazi od njihovog statusa u EU. Prvi val proširenja 2004. godine obuhvatio je 8 zemalja odnosno CEE-5 (Poljska, Češka, Mađarska, Slovačka, Slovenija) i tri baltičke zemlje CEE-3 (Estonija, Litva i Latvija). Drugi val proširenja 2007. godine odnosio se na Rumunjsku i Bugarsku.

Prema istraživanju MMF-a iz 2000. godine, CEE zemlje pripadaju grupaciji 29 tranzicijskih zemalja[68] koje su u ranoj fazi razvoja tržišta i ekonomije te koje se smatraju povoljnim za ulaganje. Prema klasifikaciji IFC-a i S&P-a, podskupina tranzicijskih zemalja pod nazivom granična tržišta (engl. *Frontier markets*)[69] podrazumijeva manje razvijena tranzicijska financijska tržišta niže likvidnosti, kapitalizacije i slabije infrastrukture.

---

[67] Termin ’tranzicijska tržišta' je usvojen 1981. godine na prijedlog ekonomista Antoine W. Van Agtmaela iz Međunarodne financijske organizacije (engl. *International Finance Corporation-IFC*) i danas se koristi ne samo za zemlje koje karakterizira proces transformacije vlasništva već i za one obilježene drugačijim ostacima prošlosti (post-kolonijalne zemlje, post-diktatorske ekonomije ili nisko razvijene ekonomije).
U najširem smislu, pod tranzicijskim ekonomijama (osim europskih tranzicijskih zemalja) podrazumijevaju se CIS¨zemlje (engl. *Commonwealth of Independent States)* bivšeg SSSR-a, zemlje jugoistočne Azije, dio tržišta Afrike i Latinske Amerike te posebna skupina zemalja pod nazivom BRIC zemlje koja podrazumijeva Brazil, Rusiju, Indiju i Kinu.

[68] Ovoj skupini zemalja pripadaju CEE zemlje (Albanija, Bugarska, Hrvatska, Češka, Makedonija, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka, Slovenija), baltičke zemlje (Estonija, Latvija, Litva), CIS zemlje (Armenia, Azerbejdžan, Bjelorusija, Gruzija, Kazahstan, Kirgistan, Moldovija, Rusija, Tađikistan, Turkmenistan, Ukrajina, Uzbekistan) te 4 azijske zemlje (Kambodža, Kina, Laos, Vijetnam). Svjetska banka je 2002. tranzicijskim zemljama pridružila Srbiju, BIH i Crnu goru, a 2009. i Kosovo.

[69] Termin je u upotrebi od 1992. godine kada je IFC započeo s objavljivanjem podataka o manjim, tranzicijskim tržištima u svojoj bazi EMDB *(*engl. *Emerging Markets Database*). Od 2007. godine S&P objavljuje indekse za granična tržišta.

Tranzicijske zemlje koje se u ovom radu uzimaju kao usporedna osnova hrvatskom tržištu kapitala i pojedinim institucionalnim investitorima jesu **Češka, Mađarska, Poljska, Slovačka i Slovenija** (u nastavku CEE-5 zemlje).[70] Sve navedene zemlje pripadaju krugu najrazvijenijih tranzicijskih zemalja i od 2004. godine članice su Europske unije kojoj teži i Hrvatska. Zbog svojih usporedivih obilježja i međusobne povezanosti nazivaju se Višegradske zemlje (izuzev Slovenije), a Mađarska i Slovenija neposredno su granično, povijesno, politički, ekonomski i kulturno vezane uz Hrvatsku. Komparacija zemalja međusobno i s hrvatskom ekonomijom je moguća sagledavajući navedene značajke zemalja, usporedive makroekonomske pokazatelje te sličan tijek razvoja tržišta kapitala i financijskih institucija.

3.1. DETERMINANTE PROCESA RAZVOJA FINANCIJSKE INTERMEDIJACIJE ZEMALJA U TRANZICIJI

Nakon društvenih, političkih i ekonomskih transformacija 1990-tih godina zemlje Srednje i Istočne Europe započele su s cijelim nizom reformi usmjerenih na makroekonomsku stabilnost, liberalizaciju, restrukturiranje i privatizaciju te pravne i institucionalne reforme.

Najveći utjecaj na oblikovanje financijskih tržišta i institucija tranzicijskih zemalja imale su reforme vlasničkih struktura i sustava mirovinskog osiguranja. Metode privatizacije izdavanjem dionica vodile su povećanju ponude na tržištima kapitala, dok se je utjecaj mirovinskih reformi manifestirao u jačanju potražne strane za vrijednosnim papirima. Privatizacija je u tranzicijskim zemljama u ekonomskom smislu obilježila posljednje desetljeće 20. stoljeća, dok su se strukturne mirovinske reforme najvećim dijelom poduzimale nakon 2000. godine i time znatno izmijenile slike financijskih tržišta nacionalnih ekonomija u tranziciji.

3.1.1. Privatizacija

Privatizacija kao ključan element ekonomske tranzicije rezultirala je snažnim i brzim promjenama u vlasničkoj strukturi promatranih zemalja.[71] Cilj koji se je pri tome želio ostvariti jest stvaranje demokratski orijentiranog društva koje bi počivalo na tržišnoj

[70] U radu će se za navedene CEE-5 (engl. *Central Eastern European Countries*) zemlje koristiti pojam tranzicijske zemlje iako je prema određenim izvorima (World Bank 2004) proces tranzicije za ove zemlje završio 2004. godine ulaskom u EU (uključujući i baltičke zemlje) odnosno 2007. godine za Rumunjsku i Bugarsku. Stoga se u radovima nekih autora koristi naziv post tranzicijske zemlje. Međutim, sagledavajući procese ujednačavanja ovih ekonomija sa dosezima razvijenih tržišnih ekonomija moguće je zaključiti da reformski procesi još uvijek traju, što se uočava i kod EBRD (engl. *European Bank for Reconstruction and Development*) tranzicijskih indikatora za navedene zemlje. Podatke o indikatorima vidjeti u tablici 12 i prilogu 2.

[71] Razmjeri privatizacijskog poduhvata u europskim tranzicijskim ekonomijama ilustriraju podaci da je u razdoblju od 1980.-1990. godine privatizirano oko 6800 velikih poduzeća u netranzicijskim ekonomijama svijeta, dok je u prvih 7 godina tranzicijskog razdoblja čak 60000 poduzeća transferiralo vlasništvo iz državnog ili javnog u privatno (Nellis 1998).

ekonomiji umjesto dirigiranog, državnog gospodarstva. Smisao i nužnost ovog tranzicijskog procesa proizlazi iz povezanosti privatizacije i restrukturiranja poduzeća, uspostavljanju sustava efikasnog korporacijskog upravljanja[72] što se u konačnici sagledava u podizanju efikasnosti poduzeća i cijele ekonomije te ubrzavanju ekonomskog rasta. Usprkos brojnim prednostima i isticanju nužnosti ovih procesa, u stvarnosti je uspješnost privatizacije bila određena načinom provođenja odabrane metode i individualnom strategijom pojedine ekonomije.

Osim u izboru metoda[73], velike razlike među zemljama su postojale i u inicijalnim specifičnostima zemlje i političko-socijalnom nasljeđu, brzini privatizacije, redoslijedu operacija, početku provođenja procesa, kao i u obuhvatu populacije kojoj je omogućeno sudjelovanje u procesima te otvorenosti inozemnom kapitalu. Heterogenost zemalja u odabiru privatizacijskih metoda zorno prikazuje tablica 6.

Tablica 6: Modeli privatizacije korišteni u odabranim CEE zemljama

	Primarna metoda	**Sekundarna metoda**	**ostalo**
Češka	Kuponska privatizacija (1992.-1993. - 1. val 1994.-1995. - 2. val)	Direktna prodaja (1991. – privatizacija malih i srednjih poduzeća i restitucija)	
Mađarska	Direktna prodaja	MEBO	
Poljska	Direktna prodaja	MEBO	Kuponska privatizacija (1993. - početak masovne privatizacije, 1997. - listanje dionica tvrtki iz kuponske privatizacije)
Slovačka	Direktna prodaja (1995.)	Kuponska privatizacija (1992.)	
Slovenija	MEBO (1998.)	Kuponska privatizacija (1994.)	1992. - prihvaćen zakon o privatizaciji
Hrvatska	MEBO (1992.)	Kuponska privatizacija (1998.)	

Napomena: - početna godina privatizacije određena je u skladu s primarnom metodom privatizacije prema publikaciji Transition Report (EBRD) iz 1995. i 2002.

Izvor: izradila autorica prema podacima EBRD, Transition Report 1995, 2002.

Od brojnih metoda privatizacije europske tranzicijske zemlje najvećim dijelom su koristile:[74]

[72] Pozitivni efekti privatizacije u tranzicijskim ekonomijama razmatrani su u cijelom nizu radova. Za dokaze o utjecaju privatizacije na poboljšanje ekonomskih performansi cijele ekonomije u tranzicijskim zemljama vidjeti u Claessens i dr. 1997; o efektima promjene vlasničke strukture na restrukturiranje poduzeća vidjeti u Pohl i dr. 1997.

[73] Za pregled privatizacijskih metoda po zemljama Rogić i Zeman (ur.) 1998; Havrylyshyn i McGettigan 1999; EBRD, 1995-2004, Transition Report.

[74] Navedene metode koristile su se u privatizaciji velikih i srednjih poduzeća (engl. *large scale privatization*), većinom u industrijskom sektoru privrede.
Za mala poduzeća (engl. *small scale privatization*) koristile su se metode restitucije, jednostavnih aukcija, IPO-a, zamjene duga za dionice i tzv. *spontane privatizacije* kojom je imovina poduzeća jeftino prodavana managementu. Privatizacija malih poduzeća se smatra inicijalnom fazom privatizacije koja je bila najuspješnija i najjednostavnija za izvršenje i stoga je uspješno završena u većini tranzicijskih zemalja prvih godina tranzicije (EBRD Transition Report 2004). Također, privatizacija malog segmenta privrede imala je neznatan utjecaj na razvoj tržišta kapitala, zbog čega se neće razmatrati u nastavku rada.

1. **masovnu, kuponsku privatizaciju** (engl. *voucher privatization*) – prodaja ili prijenos kupona (besplatno ili uz nisku naknadu) malim investitorima za kupnju dionica poduzeća uključenih u proces kuponske privatizacije;
2. **prodaja od slučaja do slučaja** (engl. *case by case privatization***) –** uključuje metode direktne prodaje, aukcijske prodaje više povezanih poduzeća ili privatizacije emisijom dionica slične inicijalnoj javnoj ponudi (Fungačova 2005);
3. **MEBO privatizaciju** (engl. *managament-employee buyouts*) – tzv. „interna" prodaja ili prijenos dionica poduzeća managerima i/ili zaposlenima;
4. **restituciju**[75] **-** povrat državne imovine pravim vlasnicima u slučajevima kada se prijašnje podržavljenje vlasništva smatralo nepravednim.

U literaturi ne postoje dokazi o povezanosti odabrane metode i inicijalnih okolnosti u pojedinoj zemlji. Ključni faktor u odabiru proizlazi iz tzv. *problema agenata*, a Frydman i dr. (1997) zaključuje da bi uspješna privatizacija trebala omogućiti direktan nadzor vlasništva nad upravljanjem, jer su se mehanizmi korporativnog upravljanja, tržišta kapitala i nadzornih odbora pokazali neefikasnima u tranzicijskim zemljama. U ovom smislu prednost se pridaje metodama direktne prodaje uključujući i strane kupce. Brojne studije pokazuju da su metode "unutarnje" (engl. *insider*) privatizacije (prije svega MEBO privatizacija te posebno prodaja zaposlenicima, engl. *employee buy-outs*) rezultirale znatno slabijim performansama privatiziranih poduzeća, za razliku od poduzeća koja su privatizirana "vanjskim" kapitalom. Najefikasnijima su se pokazala „de novo" poduzeća, dok su poduzeća u državnom vlasništvu najmanje efikasna u upravljanju.[76]

U praksi se pokazalo da su odabrane metode bile više rezultat političkih, a ne ekonomskih faktora. Jedan od ključnih argumenata za odabir određene metode privatizacije bila je potreba za punjenjem državnog proračuna prihodima od privatizacije. Za razliku od konvencionalne direktne prodaje koja je u početku tranzicijskog procesa bila ograničena nedostatkom domaćeg kapitala i nedovoljnoj zainteresiranosti stranih kupaca, masovna privatizacija često je bila društveno i politički prihvatljivija opcija zbog svoje otvorenosti široj populaciji i mogućnosti brze implementacije. Dodatno, smatralo se da će navedena metoda privatizacije imati značajan utjecaj na razvoj mladih tržišta kapitala te se je najvećim dijelom koristila u ranoj tranzicijskoj fazi. Metode direktne prodaje zahtijevale su funkcionirajuće tržišne strukture i institucije i u većoj su se mjeri koristile u drugoj fazi reformskih procesa (EBRD 2003).

Kod kuponske metode privatizacije većina postkomunističkih europskih zemalja odlučila se je za liberalniji *tržišno slobodni model privatizacije* (Simoneti i Triska 1994) koji dozvoljava

[75] Restitucija je najmanje korištena metoda privatizacije, a u većoj mjeri je korištena samo u Estoniji i manjim dijelom u Češkoj.

[76] Tranzicijske zemlje su se prelaskom na tržišnu ekonomiju suočile s izazovom kreiranja i širenja privatnog sektora koji se osim privatizacijskim procesima, oblikovao i novim, *greenfield* investicijama u privredu odnosno osnivanjem tzv. *de novo* poduzeća. Brojni izvori u literaturi pokazuju da su *de novo* poduzeća efikasnija i superiornija čak i od najbolje privatiziranih državnih poduzeća (više vidjeti u Aghion 1994; Claessens i Djankov 1999).

najviši stupanj izbora za inicijalne investitore. Mali dioničari mogli su se odlučiti za samostalno trgovanje kuponima na dražbovnim krugovima ili za ulaganje kupona u PIF-ove koji su osnovni zadatak zamjene kupona za dionice i trgovanje njima preuzeli na sebe. Riječ je o osnivanju PIF-ova privatnom inicijativom, za razliku od osnivanja fondova od strane države koji se naziva **tržišno regulirani** model privatizacije.

Razlike u pristupu privatizaciji ogledale su se i u sagledavanju važnosti zakonodavnog i institucionalnog okvira odnosno osnovnih pretpostavki funkcioniranja financijskog tržišta. Zemlje koje su procesima kuponske privatizacije propisivale obvezno uvrštavanje dionica na burzu koja je bila minimalno ili čak neobuhvaćena regulatornim okvirom, odabrale su pristup **odozdo prema gore**. Rezultat je bio snažan rast tržišne kapitalizacije i broja uvrštenih kompanija. Usprkos inicijalnom porastu prometa, većina burzi tijekom vremena postala je nelikvidna, mnoge kompanije prestale su kotirati i vlasništvo je postalo izrazito koncentrirano. Drugim riječima, došlo je smo do formalne promjene vlasništva, uz slabo informirane dioničare i neučinkovito upravljanje, kao primjerice na češkom, slovačkom, slovenskom i hrvatskom tržištu kapitala. U prvim godinama tranzicije u zemljama koje su 2004. godine pristupile EU poslovanje PIF-ova bilo je zakonski slabo regulirano, što je stvorilo prostor za zlouporabu prava malih dioničara (Bakker i Gross 2004). U Sloveniji, Češkoj i Hrvatskoj PIF-ovi su se uglavnom orijentirali na koncentraciju vlasništva u nekoliko vrhunskih poduzeća u kojima su nastojali zadržati svoje pozicije, a na štetu primarnih dioničara i razvoja tržišta kapitala. Nedostatan razvoj korporativnog upravljanja i ograničena likvidnost obilježili su navedena tržišta, što je dovelo do gubitka povjerenja u tržište i masovnog izvrštavanja kompanija[77].

Suprotno, zemlje koje su se odlučile za pristup **odozgo prema dolje** koristile su metode inicijalnih javnih ponuda i direktne prodaje i zabilježile znatno sporiji rast tržišne kapitalizacije, ali i kontinuirani rast uvrštenih vrijednosnih papira. Privatizacija se je provodila postepeno uz razvoj tržišta kapitala kod kojeg je zakonska regulativa definirana prije samog početka trgovanja. Navedeni pristup u oblikovanju regulatornog okvira karakterističan je primjerice za mađarsko tržište gdje nije bilo obveze uvrštavanja dionica na tržište uslijed procesa kuponske privatizacije te za ona tržišta kod kojih je zakonski i regulatorni okvir definiran znatno prije početka kuponske privatizacije, primjerice u Poljskoj.

U literaturi ne postoji konsenzus o uspješnosti očekivanih pozitivnih efekata kuponske privatizacije. Prevladava mišljenje da je navedena metoda privatizacije ubrzala institucionalne reforme te omogućila uspješnu i relativno brzu transformaciju vlasništva, ali bez očekivanog napretka u korporativnom upravljanju i nastavku jačanja tržišta kapitala.

Boutchkova i Megginson (2000) su pokazali da je proces privatizacije izdavanjem dionica značajno utjecao na rast tržišne kapitalizacije i prometa svjetskog dioničkog tržišta u razdoblju od 1983.-1998. godine. Pozitivni efekti procesa kuponske privatizacije (kao i metode IPO-a) očitovali su se kroz potporu inicijalnog razvoja nacionalnih tržišta kapitala i institucija koje su na njemu djelovale (Bennett i dr. 2007; Beck i Levine 2004). Za lokalne

[77] Primjerice, u Češkoj je između 1996. i 1997. godine prestalo kotirati 83% kompanija.

investitore unaprijeđene su mogućnosti ulaganja i diverzifikacije portfolija. Obvezno uvrštavanje u kotacije privatiziranih poduzeća povećalo je kapitaliziranost tržišta, ali i posredno povećalo njihovu otvorenost prema javnosti s obzirom na njihove zakonske obveze. Ipak, u većini slučajeva riječ je bila o administrativnom potezu koji u nije imao trajnijeg utjecaja na likvidnost tržišta.

Pozitivan utjecaj konzistentne privatizacije na razvoj tranzicijskih tržišta kapitala i smanjenje političkog rizika potvrdili su svojim istraživanjem Perotti i Oijen (2001). Autori smatraju da ove promjene utječu na osnaživanje vlasničkih prava i insitucionalne pouzdanosti, čime se povećava atraktivnost ulaganja u dionice.

Najveći problem proizašao iz procesa kuponske privatizacije jest problem koji se odnosi na vlasničku strukturu u privatiziranim poduzećima. Investicijski fondovi postali su jedni od najvećih vlasnika u poduzećima, ali u nastavku procesa PIF-ovi nisu ispunili zadaću sekundarne transformacije vlasništva i traženja strategijskih investitora. Također, preveliki broj poduzeća (uz druge razloge) u njihovim portfolijima onemogućavao je predviđeno kvalitetno restrukturiranje poduzeća kao i stvaranje potencijalne upravljačke strukture orijentirane korporacijskom upravljanju. Transfer vlasništva od države prema velikom broju slabo informiranih i nedovoljno educiranih dioničara rezultirao je neefikasnim upravljanjem, ali i korupcijom i bogaćenjem pojedinaca.

Češka se u literaturi navodi kao predvodnik (bivša Čehoslovačka do 1992.) i inovator kuponske privatizacije. Ovom metodom u relativno kratkom razdoblju privatizirano je 70% češke privrede, ali uz brojne kontroverze i u nekim slučajevima, bez nužno potrebnog restrukturiranja.[78] Kuponska privatizacija provedena je u dva vala (od 1991.-1993. i 1993.-1995.). Osim toga, koristile su se i druge privatizacijske tehnike. Mala poduzeća su prodavana na aukcijama, a srednje velika unaprijed poznatom kupcu metodom direktne prodaje.

U strategiji masovne privatizacije, Češka se je odlučila za model koji je uključivao participaciju široke javnosti, slobodno tržišno nadmetanje za dionice, tržištem motivirano kretanje cijena i liberalni pristup privatizacijskim programima. Ukupno je registrirano čak 485 PIF-ova, a najznačajniji na tržištu po broju i snazi bili su investicijski fondovi formirani od strane banaka i osiguravajućih društava. U nekoliko najvećih fondova došlo je do koncentracije vlasništva (prikupili su 70% ukupno izdanih kupona) što je dovelo do napretka u korporativnom upravljanju.[79] Trgovanje vrijednosnim papirima PIF-ova započelo je na

[78] Kuponska privatizacija u Češkoj, ali u drugim tranzicijskim zemljama, pokazala se posebno neefikasnom u izvršenju zadaće fondova koji se odnose na restrukturiranje poduzeća iz svog portfolija. Fondovima se nije upravljalo strateški i na dugi rok već je fokus bio na pukom preživljavanju i održavanju tekućeg novčanog tijeka. Za Češku se posebno veže pojam "*tunelarenja*" (engl. *tunneling)* odnosno upravljanja fondovima s ciljem "isisavanja" kapitala iz poduzeća u portfoliju te ponovnog ulaganja u kupovinu istog ili nekog drugog poslovnog subjekta. Tunelarenje se je uvijek odvijalo na račun dioničara, a u korist managera koji su upravljali fondovima.

[79] Dio autora smatrao je da se jačanjem koncentracije vlasništva povećava vrijednost poduzeća odnosno njegova profitabilnost. Ipak, praksa je pokazala da je proces privatizacije zbog visokog udjela banaka u vlasništvu PIF-ova imao i drugačije konotacije. Zbog sukoba interesa (funkcija banaka i PIF-ova) došlo je do propusta u restrukturiranju i korporativnom upravljanju poduzećima.

praškoj burzi kreiranjem kotacija PIF-ova. Ipak, niska razina trgovanja nije u dovoljnoj mjeri utjecala na likvidnost i razvoj češkog tržišta kapitala. Najvećim dijelom listanih dionica nije se trgovalo, a na dionice u državnom vlasništvu (Nacionalni imovinski fond) odnosilo se je 40% tržišne kapitalizacije.

Slovačka je kao dio bivše Čehoslovačke „naslijedila" rezultate kuponske privatizacije provedene u prvom valu. Drugi val nije proveden uslijed brojnih kontroverzi i neefikasnog upravljanja. Problemi koji su se javili bili su identični onima u Češkoj (World Bank 2001):

1. mali broj investicijskih fondova imao je na raspolaganju dovoljno resursa i znanja da upravlja restrukturiranjem poduzeća te
2. nije postojao zakonski okvir funkcioniranja i regulacije tržišta kapitala, upravljanja poduzećima, a posebno propisi usmjereni na zaštitu manjinskih dioničara (pristup odozdo prema gore).

Osim masovne, vaučerske privatizacije, u Slovačkoj je veliki dio privrede privatiziran metodom direktne prodaje. Usprkos koncentriranom vlasništvu, i u ovom slučaju poduzeća su ostvarivala slabe performanse, najvećim dijelom uslijed netransparentnih i zatvorenih procesa odabira strateških partnera.

U **Mađarskoj** je proces privatizacije bio baziran na prodaji strateškim stranim investitorima te je polovicom 90-tih godina uslijed snažnog priljeva inozemnog kapitala i procesa restrukturiranja bankovnog sustava ostvaren visoki rast. Model privatizacije koji je provela mađarska vlada smatra se najuspješnijim u regiji uz specifičnost potpune otvorenosti prema stranim ulaganjima. [80]

Proces privatizacije u Mađarskoj odvijao se u tri faze. Prva faza trajala je do 1994. godine i odnosila se otkup poduzeća od strane zaposlenih, prije svega managementa poduzeća. Bio je to jedan od bržih načina privatizacije, ali isto tako kasnije često osporavana metoda u okviru privatizacije malih poduzeća. Tijekom druge faze od 1995.-1997., provedena je tzv. „*velika privatizacija"* uz obuhvat najvećeg broja velikih poduzeća (banke, osiguravajuća poduzeća, hoteli, industrijska i energetska poduzeća) kapitalom stranih investitora.[81] Treća faza započela je 1997. godine i označila prodaju manjinskih paketa putem tržišta kapitala. U manjem segmentu 1994. provedena je i masovna privatizacija, ali bez osnivanja privatizacijskih investicijskih fondova i uz kupnju dionica ponuđenih poduzeća (i državnih poljoprivrednih zemljišta) na javnim dražbama (Čengić i Rogić, ur. 1999, str. 221-222).

Proces masovne privatizacije prvi puta je predložen u **Poljskoj** 1989. godine, a provođenje tranzicijskih reformi u toj zemlji započelo je već 1992. godine. Poljska je koristila širok spektar različitih metoda privatizacije uključujući i prodaju poduzeća na Varšavskoj burzi te prodaju imovine i odabranih potraživanja uz otplatu na rate oko 1000 srednjih poduzeća, što je proces opisan kao "privatizacija likvidacijom" (World Bank 2001). Poduzete su i druge komplementarne reforme: uvedena su stroga proračunska ograničenja u ranim godinama

[80] Do 2005. godine Mađarska je uspjela privući 23 mlrd dolara stranog kapitala što je činilo 50% ukupnih stranih ulaganja u regiji.

[81] Više vidjeti u Voszka 1999.

tranzicije te je restrukturiran i privatiziran bankovni sustav zbog čega je polovicom 90-tih godina ostvaren značajan rast. Kuponska privatizacija u Poljskoj koristila se je u malom dijelu ekonomije, točnije 10% državne aktive do 1996. godine dobilo je vlasnika. Ukupno je privatizirano 512 poduzeća te osnovano 15 PIF-ova. Svrha navedene metode nije bila ubrzanje procesa privatizacije, kao u ostalim zemljama, već se je besplatnom podjelom kupona željelo uvjeriti stanovništvo u njihovu centralnu ulogu.

U **Sloveniji** je veliki dio poduzeća privatiziran od strane institucionalnih investitora u državnom vlasništvu (Mirovinski fond i fond za razvoj) te od strane zaposlenih putem MEBO privatizacije. Relativno mali broj poduzeća privatiziran je od strane strateških investitora. Kuponska privatizacija trajala je znatno duže nego u ostalim tranzicijskim zemljama, u razdoblju od 1994. do 2002. godine pri čemu su inicijalni vlasnici uz nisku naknadu postali manageri i zaposlenici privatiziranih poduzeća, para–državni fondovi (mirovinski fond i osiguravajuća društva), organizirani privatizacijski investicijski fondovi, a tek zatim mali dioničari.[82] Početkom kuponske privatizacije osnovano je 72 PIF-ova koji su u post privatizacijskom razdoblju trebali izvršiti pretvorbu u klasična investicijska društva i holdinge. Specifičnost odabranog modela privatizacije je nizak udio inozemnog vlasništva u privatiziranim poduzećima uslijed brojnih zakonskih i administrativnih ograničenja.[83] Vlasništvo u poduzećima bilo je izrazito koncentrirano što je onemogućavalo kvalitetno korporativno upravljanje. Fondovi su najvećim dijelom bili u vlasništvu banaka zbog čega je dodatno bilo otežano njihovo restrukturiranje. Dionicama poduzeća i privatizacijskih investicijskih fondova trgovalo se na Ljubljanskoj burzi. Dionice većih i dobro vođenih poduzeća bile su visoko likvidne, dok su dionice manjih poduzeća pokazivale niži stupanj likvidnosti i visoku volatilnost (Simoneti, Estrin i Böhm 1999) .

U **Hrvatskoj** se privatizacijski proces odvijao u tri faze.[84] Prva faza uslijedila je nakon osamostaljenja Hrvatske i uključivala je pretvaranje (tzv. proces pretvorbe)[85] društvenog u državno vlasništvo[86] po nominalnoj vrijednosti koja je daleko premašivala tržišnu. Oko 48% aktive poduzeća koja su bila namijenjena privatizaciji postalo je dio portfolija tri državna fonda (Hrvatski fond za privatizaciju i dva mirovinska fonda), a manji dio je privatiziran nizom privatizacijskih tehnika (MEBO, direktna prodaja i prodaja putem dražbi). Ovu fazu posebno je obilježio program „malog dioničarstva“ kojim su se poduzeća u društvenom

[82] Pravo sudjelovanja pripalo je najširem mogućem krugu potencijalnih investitora odnosno proces je bio otvoren prema svim državljanima Republike Slovenije, a ne samo za punoljetne osobe kao u većini ostalih tranzicijskih zemalja.

[83] Udio stranih ulaganja u poduzećima nije smio prelaziti 10 %, osim u slučaju posebnog odobrenja državnih institucija. Više vidjeti u Simoneti, Estrin i Böhm 1999.

[84] Više vidjeti u Prohaska i Vehovec 1999.

[85] Zakon o pretvorbi društvenih poduzeća (NN 19/91, 83/92, 84/92, 94/93, 2/94, 9/95, 21/96 i 118/99).

[86] Društveno vlasništvo je bila kategorija specifična za zemlje bivše Jugoslavije. Sukladno Zakonu o pretvorbi društveni kapital je razlika između vrijednosti sredstava (ukupne aktive) poduzeća i vrijednosti obveza poduzeća (ukupna pasiva), uključujući obveze prema pravnim i fizičkim osobama na temelju njihovih trajnih uloga u poduzeću. Procesom pretvorbe društveno poduzeće postalo je dioničko društvo ili društvo ograničenom odgovornošću koje ima u cjelini poznatog vlasnika.

vlasništvu prodavala bivšim i sadašnjim zaposlenicima uz povlašteni tretman.[87] U ovoj fazi samo 8% imovine bilo je u potpunosti privatizirano (Prohaska i Vehovec, 1999).

Druga faza započela je 1994. godine cijelim nizom institucionalnih reformi i donošenjem novih zakona (Zakon o privatizaciji[88] i ostali suportirajući zakoni). Odabir modela privatizacije razlikovao se od slučaja do slučaja.

Tri godine kasnije započela je tzv. "mini" masovna privatizacija usmjerena na ograničeni dio populacije, pretežito žrtve Domovinskog rata. Investitori su imali mogućnost da kupone zamijene na javnim dražbama za dionice pojedinih privatiziranih poduzeća ili ih ulože u PIF-ove. Kuponska privatizacija targetirala je 471 poduzeće iz portfolija Hrvatskog fonda za privatizaciju (HFP) te je registrirano 7 PIF-ova, najvećim dijelom u vlasništvu banaka.[89]

Problem se je kao i kod drugih zemalja javio zbog otežanog restrukturiranja poduzeća[90], s obzirom da je privatizacija izvedena iz ostatka dioničkog kapitala društava koja su najvećim dijelom bila nesolventna čime je država umanjila mogućnosti za uspjeh privatizacije. Ipak, restrukturiranje je u konačnici uspješno provedeno u većini (najvećim dijelom industrijskih i turističkih) poduzeća, a rezultati poslovanja bili su bolji od ostvarenih u državnim poduzećima.

U okviru tadašnjeg Varaždinskog tržišta vrijednosnica formirana je posebna PIF kotacija, dok se je dionicama poduzeća iz portfolija PIF-ova se trgovalo i na Zagrebačkoj burzi. Trgovanje se najvećim dijelom odnosilo na zamjene dionica između PIF-ova, dok vanjski investitori nisu pokazivali interes za kupoprodajne aktivnosti dionica koje su bile nekvalitetne i nelikvidne. Likvidnost tržišta kapitala i dalje je ostala niska te nije zabilježen očekivani napredak u razvoju tržišta. Ipak, nakon trećeg dražbovnog kruga, postignut je napredak u pokazateljima tržišta kapitala.

Različiti modaliteti kuponske privatizacije koristili su se u 21 od ukupno 27 tranzicijskih zemalja. U tablici 7 prikazane su varijacije modela implementirani u odabranim tranzicijskim zemljama.

---

87 Ugovore o prodaji dionica uz popust sklopilo je 641.152 bivših i sadašnjih zaposlenika nekadašnjih društvenih poduzeća koji su time stekli položaj "malih dioničara". Time je stvoren i sustav "zaposleničkog dioničarstva" kao specifičnost hrvatskog modela pretvorbe i privatizacije (Klačmer 2005).

88 Temeljem Zakona o privatizaciji (NN 21/96, 71/97 i 73/00) do 50% temeljnog kapitala mogli su kupiti zaposlenici poduzeća, bivši zaposlenici, umirovljenici i poslovodstvo pod istim uvjetima kao u Zakonu o pretvorbi s preferencijalnim tretmanom privilegiranih stjecatelja i uz odobravanje značajnih popusta bivšim i sadašnjim zaposlenicima (osnovni popust od 20% plus dodatni popust od 1% za svaku navršenu godinu radnoga staža) za kupnju dionica u nominalnoj vrijednosti do 20.000,00 DEM s mogućnošću obročne otplate do 5 godina.

89 O procesu kuponske privatizacije u Hrvatskoj i performansama PIF-ova vidjeti u Prohaska i Olgić 2002.

90 HFP je bio većinski vlasnik u samo 40 poduzeća (ili 8,5%) što je otežalo nadzor i korporativno upravljanje. Naknadnim dodjelama dionica od Hrvatskog fonda za privatizaciju i provedenim swap-ovima na burzi između PIF-ova povećavao se udio u vlasništvu trgovačkih društava.

Tablica 7: Temeljna obilježja kuponske privatizacije u odabranim tranzicijskim zemljama

	Hrvatska	Češka	Mađarska	Poljska	Slovačka	Slovenija
Početak kuponske privatizacije[1]	1997.	1992.	1994.	1995.	1992.	1994.
Broj poduzeća uključenih u privatizaciju	471	4800 (1. i 2. val privatizacije)	2 poduzeća, poljoprivredna zemljišta	512		1.543
Broj inicijalnih investitora koji je imao pravo sudjelovati u privatizaciji	350.000 (samo ograničeni dio populacije – manje od 10% stanovništva)	6,3 milijuna građana (svi punoljetni građani)	2 milijuna građana (pojedine kategorije stanovništva, crkva, lokalne državne jedinice, osiguravajući fondovi)			(svi građani koji su do kraja 1992. postali državljani Republike Slovenije)
Broj investitora koji je sudjelovao u privatizaciji	226.172 ovlaštenih građana	6 milijuna građana	2 milijuna građana			1.350.000 građana
Broj osnovanih PIF-ova	7	485 (264 - 1. val; 221 - 2. val privatizacije)	0	15	165	72
Sustav podjele	Besplatno	Uz naknadu	Besplatno; mogućnost kupovine dionica za zaposlenike na javnim dražbama na petogodišnji kredit	Besplatno	Uz naknadu	Uz naknadu
Pristup kuponskoj privatizaciji	Odozdo prema gore	Odozdo prema gore	Odozgo prema dolje	Odozgo prema dolje	Odozdo prema gore	Odozdo prema gore
Model kuponske privatizacije	Tržišno slobodni	Tržišno slobodni	Tržišno regulirani	Tržišno regulirani	Tržišno slobodni	Tržišno slobodni

Napomene: kao početak kuponske privatizacije uzima se godina u kojoj je započela podjela kupona.

Izvor: izradila autorica prema Voszka 1999; Simoneti i Triska 1994; Bakker i Gross 2004.

Jedan od ciljeva kuponske privatizacije bilo je unapređenje nacionalnih tržišta kapitala. Međutim, on se je ostvario samo djelomično, jer se početni zamah tržišta nije odrazio na porast likvidnosti. Osnovni razlog bilo je nepostojanje osnovne infrastrukture tržišta odnosno pravnih okvira za upravljanje poduzećima, investicijskim fondovima i djelovanje tržišta kapitala. Nadalje, propustilo se je prethodno osigurati stabilno bankovno tržište putem privatizacije i restrukturiranja banaka te osiguranje jačanja prava kreditora. Time bi se privukli i strani investitori koji bi utjecali na sekundarno trgovanje. Posebna pažnja trebala se je posvetiti donošenju zakonskog okvira koji bi osigurao zaštitu manjinskih dioničara te pravila protiv nepoštenog trgovanja i sukoba interesa.

Puno veće koristi za razvoj tržišta kapitala moguće je ostvariti početnim javnim ponudama (engl. *initial public offering-IPO*). Riječ je o procesu prikupljanja kapitala javnom ponudom nakon kojeg se dionice uvrštavaju u burzovnu kotaciju. Privatizacija uvrštenjima na burzu može za državni proračun značiti maksimiranje prihoda od privatizacije, dok su za financijsko tržište koristi višestruke. Procesi IPO-a privlače nove inozemne i domaće investitore koji ostaju aktivni ulagači i nakon eventualne naknadne korekcije cijena prema dolje. Nadalje, dolazi do rasta cijena dionica koje su uvrštene na burzi čime se dodatno potiče tvrtke da postanu izdavatelji vrijednosnih papira i kapitalno ojačaju. Konačno, utjecaj na razvoj tržišta kapitala evidentan je i kroz napredak u korporativnom upravljanju (Šonje 2005). Vrijedi istaknuti da je od zemalja iz uzorka poljska ekonomija najrazvijenija od svih tranzicijskih zemalja po broju i vrijednosti IPO privatizacija.[91]

3.1.2. Mirovinska reforma

Mirovinski sustav kao civilizacijsko dostignuće, od velikog je značenja za svaku nacionalnu ekonomiju, a posebno za funkcioniranje financijskog sustava. Može se definirati kao skup pravnih normi, financijskih i institucionalnih aranžmana kojima se regulira osiguranje od rizika starosti, invalidnosti i gubitka hranitelja. Mirovinski se sustav u pravilu sastoji od nekoliko podsustava definiranih s obzirom na kategorije osiguranika, način financiranja, upravljanje mirovinskim fondovima, raspodjelu mirovina i slično (Puljiz 2007, str. 164). Neke od najvažnijih funkcija mirovinskih sustava su:

1. omogućuju raspodjelu potrošnje tijekom cijelog životnog vijeka za pojedince i njihove obitelji, posebno nakon razdoblja zaposlenosti, u slučaju invaliditeta ili pak gubitka hranitelja;
2. predstavljaju oblik individualne i nacionalne štednje;
3. omogućuju vertikalnu redistribuciju dohotka od bogatijih prema siromašnijim kategorijama umirovljenika (solidarnost unutar društva);
4. omogućuju horizontalnu redistribuciju dohotka u prilog onim umirovljenicima koji su u posebnoj životnoj situaciji (npr. umirovljenici s ovisnim članovima, hendikepiranim, ili s brojnim obiteljima).

[91] U 2010. godini Poljska je bila nakon Kine i SAD-a, treća ekonomija po broju ostvarenih IPO procesa (92 IPO-a ili 6,6% svjetskog prosjeka).

Prelaskom na tržišnu ekonomiju nakon 1989. godine, u svim CEE zemljama započele su sveobuhvatne društvene i ekonomske promjene. Do izražaja je došla i neodrživost postojećih mirovinskih sustava na dugi rok gdje su mirovine financirane i isplaćivane putem tzv. *pay-as-you-go* (PAYG) sustava temeljenog na bismarckovom modelu[92] u kojem su se tekući izdaci za mirovine financirali iz tekućih mirovinskih doprinosa. Kod ovog sustava bitna komponenta je redistribucija od bogatijih prema siromašnijim kategorijama umirovljenika odnosno međugeneracijska solidarnost postavljena je kao nužni preduvjet. Starosno osiguranje pružala je samo država, bez mogućnosti dodatnog privatnog osiguranja (primjerice životno osiguranje).

Temeljne karakteristike mirovinske politike prije početka tranzicijskog procesa bile su:[93]

1. Značajna uloga države u osiguranju mirovinskog prihoda - Mirovine su se financirale prebacivanjem sredstava iz državnih poduzeća na proračun socijalne skrbi u okviru državnog proračuna, pri čemu su neposredni doprinosi od djelatnika bili rijetki i simbolični. Mirovine za različite kategorije (starosna, invalidska, obiteljska) su financirane iz istog izvora, a transparentnost prikupljanja i raspodjele sredstava je bila niska.

2. Niska dob umirovljenja i različite mogućnosti prijevremene mirovine - Dob umirovljenja u CEE zemljama bila je nešto niža nego u OECD zemljama[94], a u mnogim zemljama su mladi umirovljenici nastavili raditi uz istovremeno primanje mirovina.

3. Neadekvatno usklađivanje mirovina s inflacijom - Rast mirovina nije u punoj mjeri pratio rast tekućih troškova života ili nominalni rast plaća, što je uzrokovalo neravnopravnost starih i novih umirovljenika.

4. Nesrazmjeran odnos između doprinosa i iznosa mirovinskih primanja - Mirovine su se određivale prema godinama rada, a ne prema uplaćenim doprinosima te je veza između uplaćenih doprinosa i mirovinskih naknada bila vrlo slaba.

5. Postojao je veliki broj privilegija po pitanju dobi umirovljenja i iznosa mirovina za profesije i gospodarske grane od državnog interesa.

Početkom tranzicije je uz negativne demografske trendove[95], stanje dodatno pogoršano nepovoljnim financijskim kretanjima i promjenama na tržištu rada koji je povećao fiskalnu

---

[92] Njemačka je prva zemlja s obaveznim socijalnim osiguranjem koje je još 1883. godine uveo kancelar Otto von Bismarck. Mirovine su bile financirane porezima i socijalnim davanjima. Drugi tip mirovinskog sustava socijalne sigurnosti (tzv. Beveridgean sustav) karakterističan je za anglosaksonske zemlje i garantira mirovine samo do nivoa egzistencijalnog minimuma.

[93] Više vidjeti u Fultz i Ruck.

[94] Zakonska obveza umirovljenja u većini zemalja bila je 60 godina za muškarce i 55 godina za žene, ali je stvarna prosječna dob umirovljenja bila znatno niža.

[95] Prije svega riječ je o povećanju udjela starijih stanovnika u populaciji, opadanju stope nataliteta i produženju životnog vijeka. Veličinu problema produženja životnog vijeka ilustrira činjenica da je očekivani životni

neravnotežu, a sam sustav bio je izrazito podložan političkim pritiscima i zloupotrebama. Ovakva nepovoljna struktura mirovinskog sustava, u uvjetima visoke nezaposlenosti, sive ekonomije i evazije poreznih prihoda je, usprkos visokim stopama doprinosa dovela do situacije da su sredinom 1990-tih godina gotovo sve tranzicijske zemlje bilježile značajne deficite u mirovinskim sustavima koje je sve više financirala država. Dodatno opterećenje financiranja mirovinskih sustava nastavilo se liberaliziranjem odredbi o invalidskoj i prijevremenoj mirovini koja je uzrokovala daljnje smanjenje broja osiguranika. Odnos između broja umirovljenika i osiguranika postao je znatno nepovoljniji nego u razvijenim zemljama tržišne ekonomije, a prosječan udio izdataka za mirovinsko i invalidsko osiguranje nastavio se povećavati.[96]

Uz navedene financijske probleme dodatno opterećenje za vlade tranzicijskih zemalja bio je i visoki javni dug koji je CEE zemlje izložio pritisku međunarodnih financijskih institucija[97]. Osim inzistiranja na smanjenju pritiska mirovinskih fondova na javne financije, ove institucije su i uvjetovale davanje zajmova mirovinskom reformom i pružile im u tu svrhu financijska i tehnička sredstva (Fultz 2004).

Kao treći razlog za reforme mirovinskih sustava ističe se pritisak na vlade tranzicijskih zemalja da prilagode „preskupe“ sustave naslijeđene iz socijalističkog razdoblja (Fultz 2004).[98]

Iz tih razloga javila se potreba i nužnost za reformama mirovinskih sustava, a specifične kombinacije i dinamika promjena razlikovale su se u ovisnosti od karakteristika mirovinskih sustava koje su te zemlje naslijedile te učinku gospodarstvenih i političkih promjena na ove sustave tijekom ranih godina tranzicije. Osim racionalizacije postojećih sustava od sredine

---

vijek na svjetskoj razini porastao u posljednjih 50 godina više nego u prethodnih 5000 (prema Monkiewitz 2004).

96 Neki od pokazatelja stanja i održivosti mirovinskog sustava su:

- *Sistemska stopa ovisnosti mirovinskog sustava:* U 1998. godini u Hrvatskoj i Sloveniji je na 100 osiguranika bilo 60 umirovljenika. Za 1996. godinu odnos osiguranika i umirovljenika za Češku i Poljsku iznosio je 100:61, u Mađarskoj 100:58, a u razvijenim zemljama 100:31 (Bejaković 2002, str. 408). U Hrvatskoj je najniža stopa zabilježena 2000. godine kada je na 100 osiguranika dolazilo 36 umirovljenika (Guardiancich 2007).
- *Udio mirovinskih troškova u BDP-u:* U 2005. Hrvatska je potrošila 12% BDP-a ili polovinu svojih socijalnih troškova, dok je u 2004. najviše troškove od tranzicijskih zemalja imala Poljska sa 14,3% BDP-a, a najmanje Slovačka 7,5% BDP-a. (Puljiz 2007, str. 175)
- *Zamjenska stopa mirovina - udio prosječne mirovine u prosječnoj plaći:* U Hrvatskoj je zamjenska stopa 1987. godine iznosila čak 78% udjela u prosječnoj plaći, dok je osamostaljenjem Hrvatske počela opadati te se od 2000. kreće u rasponu od 40-42% (više vidjeti u Puljiz 2007).

97 Posebice se to odnosi na Svjetsku banku koja se zauzela važnu ulogu u reformama mirovinskih sustava većine tranzicijskih zemalja. U prvom desetljeću tranzicijskog razdoblja nepoštovanje njezinih preporuka nije se smatralo preporučljivom strategijom za vlade pojedinih zemalja, jer su je međunarodne financijske ustanove smatrale uz MMF „signalnom organizacijom“. Osim djelovanjem u ulozi „upoznatog mešetara“, Banka je kao potporu svojim preporukama odobravala velike zajmove za strukturnu prilagodbu javnog sektora te tako omogućavala korjenite reforme (Müller 2002b).

98 Müller (1999) ističe da novoizabrane vlade s više uspjeha uspijevaju usvojiti mirovinske reforme ako negativne strane mogu pripisati starom sustavu, što se naziva “efektom medenog mjeseca”.

90-tih godina nizom parametarskih promjena PAYG sustava[99], promjeni formule za izračun iznosa mirovine te naporima usmjerenim ka poboljšanju naplate mirovinskih doprinosa[100], većina zemalja odlučila se je i na sistemske promjene postojećih sustava usmjerene na rješavanje fundamentalnih problema.

Osnovna premisa gotovo svih reformskih modela je ukidanje monopola i restrukturiranje PAYG sustava u neku od kombinacija postojećeg javnog sustava generacijske solidarnosti i sustava kapitaliziranih mirovina (engl. *capital funded*) odnosno prelazak na sustav temeljen na više stupova. Platforma mirovinskih reformi bila je studija Svjetske banke iz 1994. godine „*Averting the old age crisis – Policies to protect the old and to promote the old*".Većina istočnoeuropskih tranzicijskih zemalja priklonila se stavu Svjetske banke o nužnosti privatizacije i uvođenju višestupnog mirovinskog sustava[101] prikazanog tablicom 8.

Tablica 8: Mirovinski sustav temeljen na tri stupa prema modelu Svjetske banke

	1.stup – obvezni	**2.stup - obvezni**	**3. stup - dobrovoljni**
Ciljevi	Redistribucija; osiguranje od siromaštva	Štednja i osiguranje; očuvanje životnog standarda	Štednja i osiguranje; dodatno zaštita životnog standarda
Oblik	Temeljen na provjeri prihoda, jamstvo minimalne mirovine ili jedinstvena mirovina	Plan osobne štednje ili štednje putem zaposlenja	Plan privatne štednje ili štednje putem zaposlenja
Financiranje	Sustav tekuće raspodjele (PAYG), porezno financiran	Individualno potpuno financiranje doprinosima, kapitalizirana štednja	Individualno potpuno financiranje doprinosima, kapitalizirana štednja
Organizacija	Javno upravljanje	Privatno upravljanje	Privatno upravljanje

Izvor: izradila autorica prema Müller (1999).

Prema mišljenju ekonomista Svjetske banke, prikazani mirovinski model predstavlja najbolju strategiju, jer se diverzifikacijom izvora budućih mirovina štiti solventnost i održivost mirovinskih sustava na dugi rok, poboljšava otpornost sustava na političke pritiske, smanjuje

[99] Parametarske promjene usmjerene su prema smanjenju izdašnosti i neracionalnoj raspodjeli PAYG sustava. Odnose se na vezivanje mirovina na indekse cijena umjesto plaća, podizanje zakonske dobi umirovljenja, izjednačavanje (ili smanjivanje razlike) između zakonske dobi umirovljenja za žene i muškarce, smanjivanje mogućnosti ostvarenja invalidske, prijevremene i/ili povlaštene mirovine, povećanje broja godina koje se uzimaju u obzir kod izračuna mirovine i drugo. Parametarske reforme se osim rezanjem troškova, mogu provesti i povećanjem prihoda za mirovine, koje ipak nije bilo prihvatljivo za tranzicijske zemlje zbog visoke razine doprinosa.

[100] Najčešće uvođenjem tzv. jedinstvenog sustava prikupljanja doprinosa odnosno institucije koja prikuplja doprinose namijenjene financiranju nekoliko shema socijalnog osiguranja (npr. mirovina, zdravstva, nezaposlenih, bolesti), a njezino se djelovanje može proširiti i na naplatu poreza na prihod. Time se postiže ekonomija obujma te se olakšava pristup informacijama iz više vladinih izvora.

[101] Terminologija mirovinskog sustava prema trostupnom modelu Svjetske banke primijenjena na CEE zemlje razlikuje se od uobičajene OECD-ove klasifikacije primjenjive za stare članice EU i ostale zemlje razvijene tržišne ekonomije. Prema OECD-u prvi je obvezan, državni stup, drugi je većinom dobrovoljan i odnosi se na profesionalne mirovine (engl. *occupational pensions*) temeljene na ugovoru o radu i treći je osobni mirovinski plan (engl. *personal pension plans*).

mirovinski deficit, ublažavaju iskrivljenja na tržištu rada te se uravnotežuje društvena i individualna odgovornost. Kao krajnji cilj navodi se doprinos razvoju financijskog tržišta i povećanju nacionalne štednje te ubrzavanju gospodarskog rasta (World Bank 2004; Orszag i Stiglitz 2001; Claessens i dr. 2000).

Preduvjeti za provođenje mirovinskih reformi su makroekonomska stabilnost, umjereno razvijeno financijsko tržište, adekvatna financijska infrastruktura te zakonodavni okvir i ustanovljen nadzor. Pri tome je od velikog značaja i kontinuirano provođenje strukturalnih reformi koje uključuju privatizaciju, financijske inovacije, institucionalno jačanje i poticanje privatnog sektora (Svjetska banka 2009, str. 29). Müller (2002) naglašava da se uočeni slab razvoj tržišta kapitala kao ograničenje uvođenja obveznog kapitaliziranog sustava vrlo rijetko uzima u obzir pri reformi u tranzicijskim zemljama.

Kao najveće prijetnje kapitaliziranom sustavu nameću se dugotrajna inflacija, krize financijskog tržišta i visoki administrativni troškovi[102], ali i visoki troškovi prelaska na novi mirovinski sustav[103]. Također, zbog jake povezanosti političkih i makroekonomskih uvjeta s stopom povrata od uloženih sredstava dolazi do izražaja i politički rizik u slučaju kada je većina imovine mirovinskih fondova uložena na domaćem tržištu.

Jedno od ključnih pitanja koje navode Rocha i Vittas (2001) su veličina i struktura drugog stupa. Premalen drugi stup može dovesti do prevladavajućeg udjela fiksnog dijela administrativnih troškova i do slabljenja povezanosti između doprinosa i ostvarene mirovine. Naglašava se potreba osiguranja i potpunog odvajanja imovine mirovinskih fondova od tvrtki koje njima upravljaju. Ostala kritična pitanja u pripremi i provedbi mirovinske reforme su mogućnost nadzora, jaka politička volja i razumna strategija financiranja tranzicijskih troškova, osiguranje potpore i educiranja javnosti, važnost suradnje sa sindikatima, odlučnost, brzina i dosljednost u provođenju reformi i drugo.

Kritičari modela Svjetske banke osporavali su teze o rastu nacionalne štednje i jačanju financijskog tržišta (Orszag i Stiglitz 2001; Barr 2006). Kao poseban problem u upravljanju fondovima navode se troškovi agenata i zloupotreba, posebno u uvjetima mladih financijskih tržišta tranzicijskih zemalja, neinformiranih investitora i nedovoljnih regulatornih kapaciteta. Prema Barru, utjecaj demografskog faktora na mirovinski sustav nije moguće izbjeći (Barr 2006). Posebno se pitanje odnosi na koji način uravnotežiti nastojanja za „individualizacijom mirovina“ te održanja potrebne razine solidarnosti i primjerene visine mirovina.

Ipak, neosporna je činjenica da su kapitalizirani sustavi najveći izvori rasta institucionalnih investitora i ekspanzije tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama. Köke i Schröder (2002)

[102] Pokazalo se da je privatno upravljanje mirovinama u pravilu skuplje nego upravljanje javnim mirovinama. Primjerice, u Mađarskoj su operativni troškovi upravljanja dostigli 11% prikupljenih doprinosa odnosno četiri puta više nego administrativni troškovi za javni sustav (Puljiz 2007, str. 186).

[103] Tranzicijski troškovi su posljedica preusmjeravanja dijela ukupnih doprinosa u drugi stup, što smanjuje prihode prvog stupa uz istu razinu tekućih obveza za isplatu mirovina. Procjene upućuju da će visina prijelaznih troškova u narednim desetljećima iznositi 0,5%-2% BDP-a godišnje (Fultz 2004). Ovi troškovi ne mogu se financirati povećavanjem stope doprinosa koje su izuzetno visoke u svim tranzicijskim zemljama (od 22-33% plaće osiguranika). Za razliku od obvezne, dobrovoljna privatna štednja financira se dodatnim doprinosima pa nema tranzicijskih troškova.

naglašavaju implementaciju mirovinske reforme i razvoj osiguravajućeg sektora kao najvažnije čimbenike rasta institucionalnih investicija. Wehlau i Sommer (2004) ističu da se privatizacijom mirovinskih sustava generira kontinuirani financijski priljev od institucionalnih investitora prema financijskim tržištima zbog čega mirovinski fondovi, investicijski fondovi i osiguravajuća društva imaju glavnu ulogu u transformaciji PAYG u kapitalizirane sustave. U skladu s navedenim, kao najveći „dobitnici" procesa mirovinske reforme mogu se istaknuti upravo institucionalni investitori.

Vittas (2000) naglašava da su mirovinski fondovi ključni igrači u „simbiotskim" financijama odnosno da isti podupiru razvoj leasing, faktoring i institucija rizičnog kapitala kao institucija specijaliziranih u financiranju novih i ekspandirajućih malih poduzeća.

Tri osnovna modela mirovinske reforme odnose se na[104]:

1. Supstitutivne reforme – ukidanje javnog PAYG sustava i njegova potpuna zamjena s privatnim kapitaliziranim osiguranjem;
2. Paralelni model – uvođenje sustava kapitaliziranih mirovina kao alternativa i konkurencija javnom sustavu;
3. Miješani model – promijenjenom javnom sustavu dodaje se nova privatizirana komponenta obveznog osiguranja.

Prijedlog korjenite transformacije mirovinskog sustava CEE zemalja bazirao se većinom na tzv. čileanskom modelu (koji je u postkomunističkim zemljama bio ekstenzivno propagiran), odnosno na argentinskom mirovinskom modelu. Čileanski model (supstitutivna reforma) povezuje se s 1981. godinom kada je tadašnji javni sustav tekuće raspodjele u potpunosti zamijenjen tzv. individualnom potpuno financiranom shemom kojom su upravljali privatni mirovinski fondovi. Argentinski model potječe s početka 90-ih godina i predstavlja kombinaciju javnoga sustava i nove sheme privatno financiranoga sustava (Zrinšćak 2003).

Za razliku od latinoameričkih zemalja koje su bile vrlo heterogene u izboru reformskih modela, europske tranzicijske zemlje gotovo su se u potpunosti opredijelile za mješoviti sustav. U mješovitom tipu reforme, uz dio mirovine iz javnog sustava isplaćuje se i dio koji se odnosi na privatni sustav u kojem nema zajedničkog osiguranja rizika u fazi akumulacije sredstava do odlaska u mirovinu. Za određivanje visine mirovine u privatnom sustavu, polazi se od kapitaliziranih sredstava na individualnom računu korigiranim koeficijentima očekivanoga trajanja života pojedinca.

Prevladavajući oblik strukturnih reformi u istočnoeuropskim tranzicijskim zemljama je argentinski model djelomične mirovinske privatizacije odnosno mješoviti model, dok paralelni pristup reformi nije prihvaćen. Supstitutivna reforma čileanskog tipa poduzeta je

[104] Riječ je o strukturnim reformama južnoameričkih zemalja koje su kasnije poslužile kao polazna osnova tranzicijskim europskim zemljama.

samo u Kazahstanu[105], ali je zbog nedostatka institucionalne infrastrukture, regulativnih preduvjeta i nerazvijenog financijskog tržišta došlo do problema u implementaciji reforme.

Najveće razlike među zemljama postoje s obzirom na prilagodbe sustava međugeneracijske solidarnosti s ciljem smanjivanja financijske neravnoteže sustava. U većini zemalja naglasak je bio na individualizaciji mirovina i njihove povezanosti s dohotkom te ukidanja povlastica. Gotovo sve zemlje podignule su dob za umirovljenje, uvele strože odredbe o indeksiranju imovina i proširile obračunsko razdoblje za mirovinu. Slovenija je smanjila stopu uvećanja mirovine za svaku godinu rada, dok je Mađarska ublažila preraspodjelu prema osobama slabijeg dohotka. U Latviji i Poljskoj je sustav definiranih naknada zamijenjen s tzv. NDC sustavom odnosno sustavom zamišljenih definiranih doprinosa (engl. *notional defined contribution system*). Razlike se očituju i u realokaciji zadataka i funkcija postojećih ili uvođenja novih institucija, povlastica po pitanju povlaštenih mirovina, prijevremenog umirovljenja i ostalih pitanja vezanih za mirovinski sustav.

Od zemalja u fokusu ovog rada, Mađarska, Poljska, Hrvatska i Slovačka odlučile su se za radikalne reformske zahvate sustava mirovinskoga osiguranja. Provela se je djelomična privatizacija nacionalnih mirovinskih sustava odnosno smanjenje udjela javnog sustava generacijske solidarnosti i zamjene sustavima individualnih štednih računa na tržišnoj osnovi. Nasuprot tome, u Češkoj Republici i Sloveniji odbijene su radikalne promjene i mirovinski sustav je restrukturiran bez privatizacije[106].

Većina CEE zemalja je uvođenje dobrovoljnih mirovinskih fondova poticala državnim subvencijama i poreznim olakšicama. Osnovna obilježja provedenih mirovinskih reformi u odabranim europskim tranzicijskim zemljama prikazan je u tablici 9.

[105] Iako se u literaturi navodi kao jedina CEE zemlja koja je prihvatila supsitutivni tip mirovinske reforme, riječ je o tranzicijskoj zemlji Centralne Azije.

[106] Razlozi za neprihvaćanje reforme mirovinskog sustava predložene od strane Svjetske banke bili su višestruki (prema Müller 1999). Češki mirovinski sustav početkom 90-tih je bio financijski održiv i nije opterećivao državni budžet kao što je bio slučaj u drugim tranzicijskim zemljama. Nezaposlenost i stopa rasta umirovljenih osoba su do kraja 90-tih bile među najnižima od CEE zemalja (krajem 90-tih performanse ekonomije su se znatno promijenile), a relativno mali javni dug omogućio je veći odmak od međunarodnih financijskih organizacija koje su davale prednost uvođenju privatnih sustava. Veliku ulogu u odbijanju reformskih mjera odigrali su i politički pritisci kao i protivljenje radničkih sindikata i umirovljeničkih udruga, ali i dijela akademske zajednice. Također, isti razlozi za odbijanje reforme mogu se primijeniti i na Sloveniju uz dodatni argument slabo razvijenog tržišta kapitala.

Tablica 9: Temeljna obilježja mirovinskih reformi u odabranim tranzicijskim zemljama

	Kazahstan	Bugarska	Češka	Estonija	Hrvatska	Litva	Latvija	Mađarska	Poljska	Rumunjska	Slovačka	Slovenija*
Obvezno državno osiguranje - I. stup												
Obilježja	Ukinut	PAYG sustav s mirovinskim bodovima	Tradicio. PAYG sustav	Tradicio. PAYG sustav	PAYG sustav s mirovinskim bodovima	Tradicio. PAYG sustav	NDC model	Tradicio. PAYG sustav	NDC model	PAYG sustav s mirovinskim bodovima	PAYG sustav s mirovinskim bodovima	Prilagođeni PAYG sustav
Reforme	-	1999.	1993.-1995., 2003.	1993., 1999.-2002.	1998.-1999., 2002.	1995., 2003.-2004.	1995., 1998., 2000.	1997.	1999.	1996.	1993., 2005.	1999.
Privatno (obvezno) osiguranje – II stup												
Obuhvat populacije	Obvezno za sve zaposlene	Obvezno za zaposlene mlađe od 42 godina	-	Obvezno za zaposlene mlađe od 18 godina i izborno za ostale zaposlene	Obvezno za zaposlene mlađe od 40 godina i izborno za osobe od 40-49 godina	Izborno za sve zaposlene	Obvezno za zaposlene mlađe od 30 godina i izborno za osobe od 30-49 godina	Obvezno za novozaposlene i izborno za ostale zaposlene	Obvezno za zaposlene mlađe od 30 godina i izborno za osobe od 30-50 godina	Obvezno za zaposlene do 35 godina; izborno za zaposlene od 35-44 godine	Obvezno za novozaposlene i izborno za ostale zaposlene	-
Uvedeno	1998.	2002.	-	2002.	2002.	2005.	2001.	1998.	1999.	2007.	2005.	-
Privatno dobrovoljno osiguranje – III stup												
Uvedeno	-	1996.	1994.	1998.	2002.	2000.	1998.	1994.	1999.	2006.	(1996.), reformiran 2006.	2000.
Tip reforme	supstitutivni	miješani	miješani na dobrovolj. osnovi	miješani	miješani	miješani	miješani	miješani	miješani	miješani	miješani	miješani (uz poslovne planove u 2. stupu)

Napomene: * Slovenija nije ustanovila drugi stup u smislu privatnog obveznog osiguranja već je 2000. godine omogućila ulaganje za starost u profesionalne planove – obvezni za javni i bankovni sektor te za propisana opasna zanimanja.

Izvor: izradila autorica prema Müller 2008.

Strategija reforme u **Češkoj Republici** kombinirala je prilagodbu sustava tekuće raspodjele nizom parametarskih reformi i njegovu nadopunu dobrovoljnim dopunskim mirovinskim osiguranjem (od 1994.). Zbog visokih administrativnih troškova, dobrovoljno osiguranje je organizirano kao profesionalni sustav u koji poslodavci uplaćuju doprinose i nadziru ga. Isti je mjereno rastom članova (50% osiguranih osoba do 2004.), a zahvaljujući poreznim olakšicama doživio veliki uspjeh. Problemi su se odnosili na relativno visoku prosječnu dob članova fonda[107] i nisku stopa doprinosa od 3% (Müller 1999, p. 135) uslijed čega je zabilježen spori rast prikupljenih sredstava. Posebnost je i regulatorno rješenje kojim se garantira pozitivni godišnji povrat, uslijed čega je ulagačka politika izrazito konzervativna, a prinosi razmjerno niski.

Slovenija je 2000. godine provela sveobuhvatnu mirovinsku reformu jedinstvenu među CEE zemljama. Prihvaćeni model mirovinskog sustava nije se bazirao na modelu Svjetske banke već na praksi zapadnoeuropskih zemalja i OECD-ove klasifikacije. Osim prvog, obveznog stupa (PAYG), drugi stup se odnosi na profesionalne planove u koje je uključeno približno 50% zaposlenih osoba. Profesionalni planovi obvezni su za određene sektore (javni i bankovni sektor i određena opasna zanimanja), dok ih u ostalim mogu osnovati poslodavci ako im se priključi barem trećina zaposlenika. Dobrovoljna, privatna mirovinska štednja čini treći stup, ali je odaziv vrlo slab. Mirovinske profesionalne i privatne planove mogu nuditi:

- Mirovinski investicijski fondovi: bez pravne osobnosti, ugovorno vođeni od strane banaka ili osiguravajućih društava,
- Mirovinska društva i osiguravajuća društva: s pravnom osobnosti.

Mađarska je 1993. godine bila prva zemlja koja je ozakonila djelovanje privatnih dobrovoljnih mirovinskih fondova[108], a pet godina kasnije i prva koja je provela sveobuhvatnu reformu mirovinskog sustava uvođenjem obveznih mirovinskih fondova. Dopunska, dobrovoljna štednja uključuje uplate zaposlenih ili poslodavac u:

1. treći stup (od 1994.) - dobrovoljni mirovinski fondovi;
2. četvrti stup (od 2006.) - dobrovoljni, individualni štedni računi;
3. uplatu dodatnih doprinosa (do 2%) u obvezne mirovinske fondove.

Dobrovoljni, mirovinski računi mogu biti upravljani od strane banaka ili brokera. Razlozi za uvođenje četvrtog stupa su bili poticanje štednje, proširenje investicijskih mogućnosti, ali i poticanje razvoja burze u Budimpešti.

Poljska je uz Mađarsku bila predvodnica mirovinskih reformi (1999.). Djelomična privatizacija mirovinskih sustava u obje zemlje provedena je u uvjetima visokog vanjskog

[107] Za dobrovoljne mirovinske fondove 20% članova čini dio populacija preko 60 godina, a 28% ih je u dobnoj skupini od 50-59 godina.

[108] Prvi prijedlog sveobuhvatne mirovinske reforme u Mađarskoj datira još iz 1991. godine. Model nije uključivao mirovinsku privatizaciju, već se je bazirao na dva državna obvezna stupa i jednom privatnom na dobrovoljnoj osnovi. Od niza predloženih modela (vidjeti Müller 1999, 2002, 2008), ističe se nacrt iz 1994. godine temeljen na čileanskom primjeru potpune privatizacije, koji zbog visokih tranzicijskih troškova nije prihvaćen. U konačnici je prihvaćen model Svjetske banke koji je kasnije prihvatila i većina CEE zemalja.

duga i fiskalne neravnoteže, a u Mađarskoj je bila praćena i dubokom ekonomskom krizom. Takvo stanje dovelo je do velike otvorenosti vlasti (ali i javnosti) prema tržišno orijentiranim promjenama u mirovinskom sustavu.[109]

Obje zemlje se u literaturi navode kao primjeri najuspješnije provedenih reformi mirovinskih sustava, uz adekvatnu pripremu provedbe i zakonodavnog okvira, sustava praćenja, izvještavanja i nadzora te najrazvijenija financijska tržišta. U Poljskoj je osigurana snažna potpora javnosti uslijed dobre pripreme reforme i značajne uloge sindikata.[110] Međutim, u obje zemlje zabilježen je znatno veći interes stanovništva od planiranog za ulazak u sustav kapitalizirane štednje što je prouzročilo veće tranzicijske troškove od očekivanih (0,5-2,0% BDP-a) odnosno veliko fiskalno opterećenje.

U Poljskoj je treći stup doživio neuspjeh iako je omogućen širok spektar mirovinskih planova.[111] Kao razlozi se navode kompleksnost usvojene regulative, nedovoljnih poreznih poticaja i visoke stope nezaposlenosti. Četvrti stup u obliku osobnih, dobrovoljnih mirovinskih shema u formi bankovnog računa, životnog osiguranja ili investicijskog fonda uveden je 2004. godine.

Dobrovoljna mirovinska štednja u svim europskim tranzicijskim zemljama (osim Slovenije i Češke) privukla je mali broj članova i ostvarila mali rast aktive.

Posljednja od CEE zemalja koje je implementirala trostupanjski mirovinski model (2005) bila je Slovačka. Dobrovoljno mirovinsko osiguranje osnovano je još 1995. u institucionalnoj formi dopunskih mirovinskih osiguravajućih društava osnovanih od strane poslodavaca, udruženja poslodavaca ili sindikata. Javnost nije pokazala interes za ovaj vid štednje te je 2004. godine provedena njihova transformacija u dobrovoljne mirovinske fondove otvorene za sve punoljetne građane, a godinu dana kasnije uvedeni su i obvezni mirovinski fondovi. Ulagači imaju mogućnost izbora između tri vrste portfolija različitih profila rizika i povrata:

1. Konzervativni fond - ulaganje u obveznice i instrumente tržišta novca;
2. Uravnoteženi fond - do 50% portfolija uloženo u dionice, ostatak u obveznice ili tržište novca;
3. Rastući fond - do 80% ulaganja u dionice.

Članovi imaju mogućnost neograničenog prelaska u fondove, uz zabranu članstva u najrizičnijem fondu 15 godina prije umirovljenja odnosno obvezu prelaska u konzervativni fond 7 godina prije umirovljenja.

Slovački mirovinski model se smatra najnaprednijim, jer minimizira rizik za ulagače i istovremeno iskorištava mogućnosti tržišta kapitala.

---

[109] Hipoteza "dobrobiti krize" (engl. *benefit of crises*) naglašava krizu mirovinskog sustava, fiskalnih neravnoteža, visokog vanjskog duga i ekonomskih kriza kao značajnih motiva u prihvaćanju sveobuhvatnih mirovinskih reformi i može se primijeniti na Mađarski i Poljski primjer privatizacije mirovinskog sustava (Müller 2008).

[110] Mirovinskim fondovima pristupilo je čak 80% osiguranika, za razliku od početno procijenjenih 50%.

[111] Mirovinski planovi su se mogli organizirati u formi životnog osiguranja, investicijskog fonda, osiguravajućeg društva i mirovinskog fonda.

Hrvatska mirovinska reforma provedena je u dvije faze. Nakon parametarske mirovinske reforme provedene od 1999. godine s ciljem osiguranja održivosti i racionalizacije postojećeg mirovinskog sustava, 2001. godine uslijedila je radikalna promjena mirovinskog sustava usmjerena na uvođenje privatne obvezne i dobrovoljne kapitalizirane štednje. Treći stup obuhvaća osobne i strukovne sustave mirovinskog osiguranja. Problemi vezani uz drugi stup odnose se na nisku stopu doprinosa (5%), visoke administrativne naknade[112], ograničenu konkurenciju i ulaganja određena nerazvijenim tržištem kapitala i konzervativnom politikom fondova.

U implementaciji opisanih reformi javili su se znatni provedbeni problemi (Lindeman, Rutkowski i Sluchynsky 2000; Orenstein, 2000). Zabrinjavajuća je i slaba zainteresiranost reformatora za očuvanje financijske stabilnosti javnog sustava (Müller 2002), a parametarske reforme nisu bile dovoljno snažne (posebno do 2008. godine). Iz svega navedenog proizlazi velika važnost sposobnosti države i udovoljavanju brojnim institucionalnim i organizacijskim zahtjevima.[113]

Kao ključni problemi za daljnji razvoj tržišta mirovinskih fondova u tranzicijskim zemljama u literaturi se navode:

- Daljnje reforme prvog stupa mirovinskog sustava (PAYG) s ciljem preusmjeravanja doprinosa u drugi i treći stup;
- Nastavak visokih stopa nezaposlenosti;
- Nedovoljna širina i dubina domaćih tržišta kapitala što rezultira alokacijom imovine uz neadekvatne prinose;
- Osiguranje odvajanja aktive mirovinskih sponzora i korisnika mirovina (npr. u Češkoj)

U praksi su do izražaja došli i problemi visokih sistemskih i administrativnih troškova, kao i nedostatak kontinuiteta u mirovinskoj politici odnosno česte promjene legislative vezane uz reformu. Osim toga, sve tranzicijske zemlje kao mlade ekonomije odlikuje i visoki politički rizik.

Mirovinska reforma još uvijek nije završena u mnogim tranzicijskim zemljama, ali bi se dugoročno trebala odraziti na održivost i unapređenje sustava iako se njenim implementiranjem ne mogu u potpunosti riješiti nepovoljni društveno-ekonomski procesi. Mirovinski sustav s više stupova zahtijeva usklađivanje s vremenom u kojem djeluje, traži neprestano preispitivanje i prilagođavanje novim okolnostima i stavljanje u kontekst tradicija i preferencija pojedinih zemalja. Usprkos ograničenom kapacitetu djelovanja svake mirovinske reforme, neosporan je pozitivan utjecaj na razvoj gospodarstva, jer otvara prostor

[112] Prema istraživanju Anušića i suradnika (2004), dokazano je da su zbog visokih administrativnih troškova hrvatskih mirovinskih fondova, smanjenja imovine i prinosa viša nego u drugim tranzicijskim zemljama. Tako je primjerice, uslijed visokih naknada za prelazak u velikoj mjeri otežan prelazak iz jednog u drugi fond.

[113] Više vidjeti u Müller 2002.

za financiranje novih dugoročnih investicija te poticajno djeluje na razvoj financijskog sustava i tržišta kapitala.

3.1.3. Ostale strategije razvoja tržišta kapitala i financijske intermedijacije

Procesi privatizacije su ocijenjeni kao ključan i neophodan element podizanja efikasnosti tranzicijske ekonomije. Međutim, privatizacija može donijeti primjerene rezultate samo u interakciji s ostalim reformama, prvenstveno uspostavljanju adekvatnog institucionalnog okvira. Slični zaključak nameće se i sagledavajući utjecaj mirovinske reforme na razvoj tržišta vrijednosnih papira. Roland (2001) naglašava tezu da «politike liberalizacije, stabilizacije i privatizacije koje nemaju bazu u adekvatnim institucijama ne mogu rezultirati ekonomskim napretkom». Političke i ekonomske reforme zahtijevaju i primjeren institucionalni okvir. Za razliku od prve tranzicijske faze u kojoj je naglasak bio na ubrzanoj dinamici uvođenja tržišne ekonomije, naredno razdoblje naglasilo je aktualnost konvergencije prema postignutim standardima kapitalistički najrazvijenijh zemalja. Stoga se kao poseban poticajni faktor jačanja institucionalnog kapaciteta može istaći i ispunjavanje potrebnih kriterija za pridruživanje ili stjecanje kandidature tranzicijskih europskih zemalja za pridruživanje EU.

Državna politika upravljanja javnim dugom još je jedna od mogućnosti koju su iskoristile tranzicijske zemlje posljednjih desetak godina u cilju razvoja domaćih tržišta kapitala. Prema Strategiji upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske iz 1996. godine navodi se da je osim temeljnog cilja osiguravanja financijskih potreba državnog proračuna uz postizanje najnižeg troška financiranja i preuzimanje razboritog rizika, izdavanje državnih obveznica na domaćem tržištu motivirano i ciljem razvoja tržišta kapitala. Naime, razvijeno tržište predstavlja osnovni preduvjet za učinkovito upravljanje dugom, odnosno za učinkovito upravljanje troškovima zaduživanja i likvidnošću te diverzifikaciju dužničkog portfolija (Ministarstvo financija Republike Hrvatske 2006, str. 23).

Državi, kao emitentu, postojanje dubokog i likvidnog tržišta državnih obveznica, omogućuje financiranje budžetskih deficita uz najmanji trošak i rizik, smanjenje oslanjanja na središnju banku te jednostavnije i preciznije utvrđivanje uvjeta za nova izdanja, ali istovremeno, ona mora i preuzeti vodeću ulogu u procesu razvoja tržišta. Tržište državnih obveznica posebno je interesantno institucionalnim investitorima, jer ga karakterizira značajan promet i visoka likvidnost, strogi standardi sigurnosti te reduciranje troškova i rizika. U CEE zemljama općenito vrijedi da su institucionalni investitori primarno usmjereni na ulaganja u državna izdanja silom zakonodavne regulative, ali i činjenicom da su domaća financijska tržišta nerazvijena u pogledu vrste i broja dostupnih instrumenata ulaganja.

Orijentacijom države na domaća izdanja i aktivnom politikom produživanja i standardiziranja strukture dospijeća javnog duga u CEE zemljama promovira se sigurnost nacionalnog tržišta kapitala i razvija krivulja prinosa omogućavajući pouzdano vrednovanje rizika na lokalnim tržištima. Tržišta državnih obveznica u Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj najrazvijenija su u odnosu na ostale zemlje u regiji, dok su ostale zemlje iz uzorka također znatno povećale

državna domaća izdanja posljednjih desetak godina. Ove zemlje uspostavile su relativno likvidna tržišta državnih obveznica kroz postepeni rast obvezničkih izdanja sve dužih dospijeća (Iorgova i Ong 2008, str. 11).

Različite nacionalne ekonomije prihvatile su razne pristupe u razvijanju ovog tržišta. Općenito je moguće je definirati nekoliko koraka koji dovode do povećanja efikasnosti primarnog i sekundarnog tržišta instrumentima javnog duga: razvoj regulative koja podržava izdavanje i trgovinu instrumentima javnog duga, izgradnja tržišne infrastrukture za povećanje likvidnosti i snižavanje rizika, jačanje potražnje za državnim papirima i širenje baze investitora te razvoj ponude državnih papira i utvrđivanje efikasnog primarnog tržišta.[114]

Od posebnog značaja za napredak u procesima jačanja tržišta kapitala i institucionalizirane štednje je poticanje financijske pismenosti široke javnosti odnosno projekti financijske edukacije. Razumijevanje problematike i mogućnosti ulaganja na financijskim tržištima u CEE kao i planiranje uplata za štednju za starost, izuzetno je slabo. U okviru konteksta štednje za starost, financijska edukacija trebala bi se usmjeriti ka promoviranju razumijevanja nepovoljnih kretanja općih uvjeta umirovljenja, potrebe za dugoročnom štednjom i za investicijskim proizvodima (OECD 2008). Financijska edukacija stanovništva sveobuhvatan je proces koji nije limitiran samo na informiranje i savjetovanje o dostupnim financijskim proizvodima već i na razvijanje vještina i poticanja aktivnijeg pristupa upravljanja osobnim financijama. U tom smislu, potrebno je definirati i implementirati nacionalne strategije uz aktivno uključivanje ključnih subjekata: nadnacionalnih tijela, vlada, ministarstava, javnih institucija, socijalnih partnera (trgovinski sindikati, udruženja poslodavaca, udruženja mirovinskih fondova), nadzornih tijela, mirovinskih fondova i drugih intermedijara.

Često korištena mjera za poticanje razvoja institucionalnih investitora i posredno tržišta kapitala je pozitivna porezna regulativa. Mnoge zemlje iz uzorka koristile su porezne olakšice (najčešće za dobrovoljnu mirovinsku štednju) čime se olakšava mobilizacija štednje stanovništva, potiče interes za navedene ulagačke opcije i uravnotežuju pretežito bankocentrični financijski sustavi.

Oblikovanje tržišta kapitala određeno je i stupnjem razvoja pravnog okruženja, regulacije financijskog tržišta, suvremenih procesa deregulacije i napretka u tehnologiji, stranih direktnih investicija te regionalnih i globalnih ekonomskih integracija.

3.2. USPOREDNI PRIKAZ FINANCIJSKIH SUSTAVA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA

Potreba za uspostavom efikasnih financijskih sustava bila je jedan od prioriteta tranzicijskog procesa CEE zemalja. Obzirom da je jedan od ciljeva ovog rada analizirati temeljna obilježja financijskih sustava odabranih tranzicijskih zemalja, prethodno je potrebno istražiti i osnovne

[114] Detaljnije o determinantama razvoja tržišta državnih obveznica vidjeti u Dragić i Lamza 2004; Svjetska banka 2001; o razvoju sekundarnog tržišta državnim dužničkim vrijednosnim papirima u tranzicijskim zemljama više u Dolenc 2003; o razvijenosti i mogućem unapređenju tržišta državnih obveznica u Republici Hrvatskoj više vidjeti u Olgić Draženović 2007.

odlike odabranih nacionalnih ekonomija. Unatoč sličnostima u razvojnom putu navedenih zemalja, razlike među njima moguće je uočiti u veličini, razvijenosti i performansama njihovih ekonomija. U tablici 10 navedeni su osnovni ekonomski pokazatelji odabranih zemalja za 2009. godinu dok grafikoni 1, 2 i 3 prikazuju pokazatelje ekonomske aktivnosti i inflacije.

Tablica 10: Osnovni pokazatelji odabranih tranzicijskih zemalja za 2009. godinu

	EU 27	Češka	Mađarska	Poljska	Slovačka	Slovenija	Hrvatska
Površina (000 km^2)	4325,7	78,9	93,0	323,3	49,0	20,3	56,5
Broj stanovnika (u mil.)	501,1	10,5	10,0	38,2	5,4	2,0	4,4
BDP (u mlrd. EUR)	11948,4	141,7	99,3	369,0	61,5	34,3	44,9
BDP per capita (u 000 EUR)[1]	23,5	13,1	9,3	8,1	11,6	17,3	10,3
Rast GDP-a (u %)1	- 4,3	-4,1	-6,7	1,6	-4,8	-8,1	-6,0
Deficit/suficit opće države (u % BDP-a)	-6,8	-5,9	-4,5	-7,3	-8,0	-6,0	-4,1
Stopa inflacije (%)	1,0	0,6	4,0	4,0	0,9	0,9	2,2
Dug opće države (u % BDP-a)	74,4	35,3	78,4	50,9	35,4	35,2	35,3
Stopa nezaposlenosti	9,0	6,7	10,0	8,2	12,0	5,9	9,1

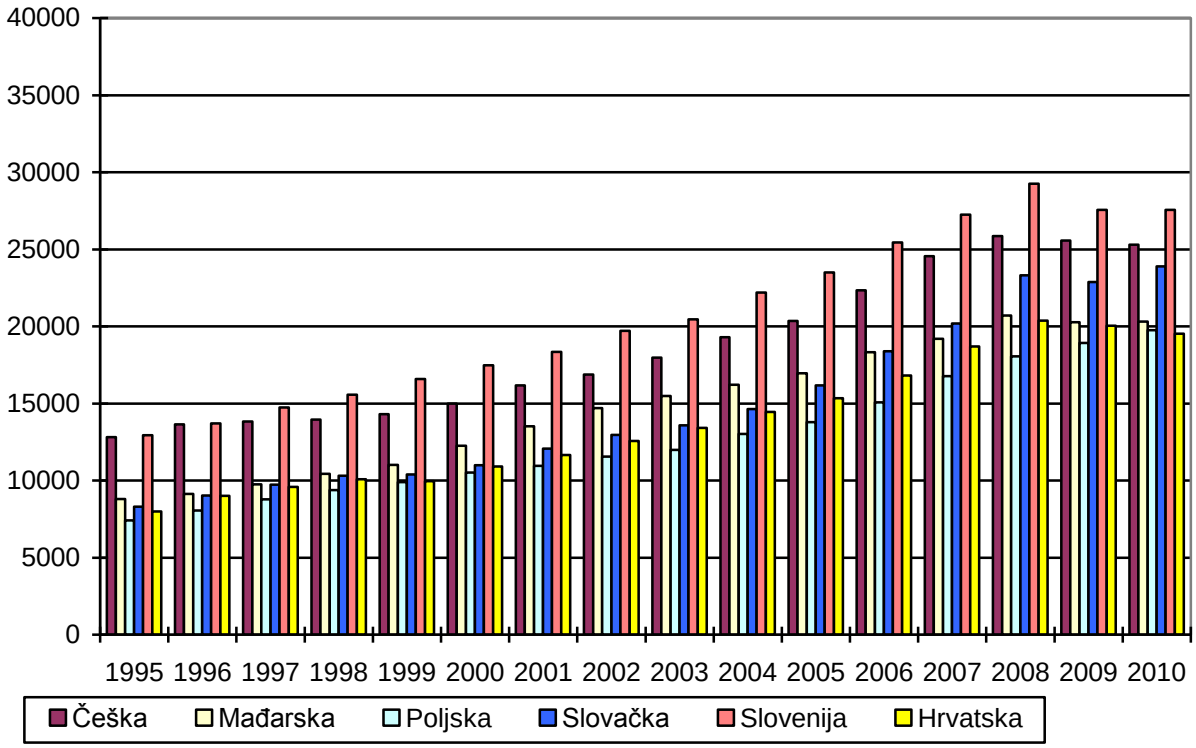
Napomene: 1- BDP u tekućim cijenama

Izvor: izradila autorica prema http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes.

Iz tablice 10 može se uočiti da je Poljska najveća tranzicijska ekonomija po apsolutnim pokazateljima. U skupinu srednjih ekonomija (apsolutni izraz BDP-a) mogu se ubrojiti Mađarska i Češka, dok se Slovačka, Slovenija i Hrvatska izdvajaju kao male ekonomije.

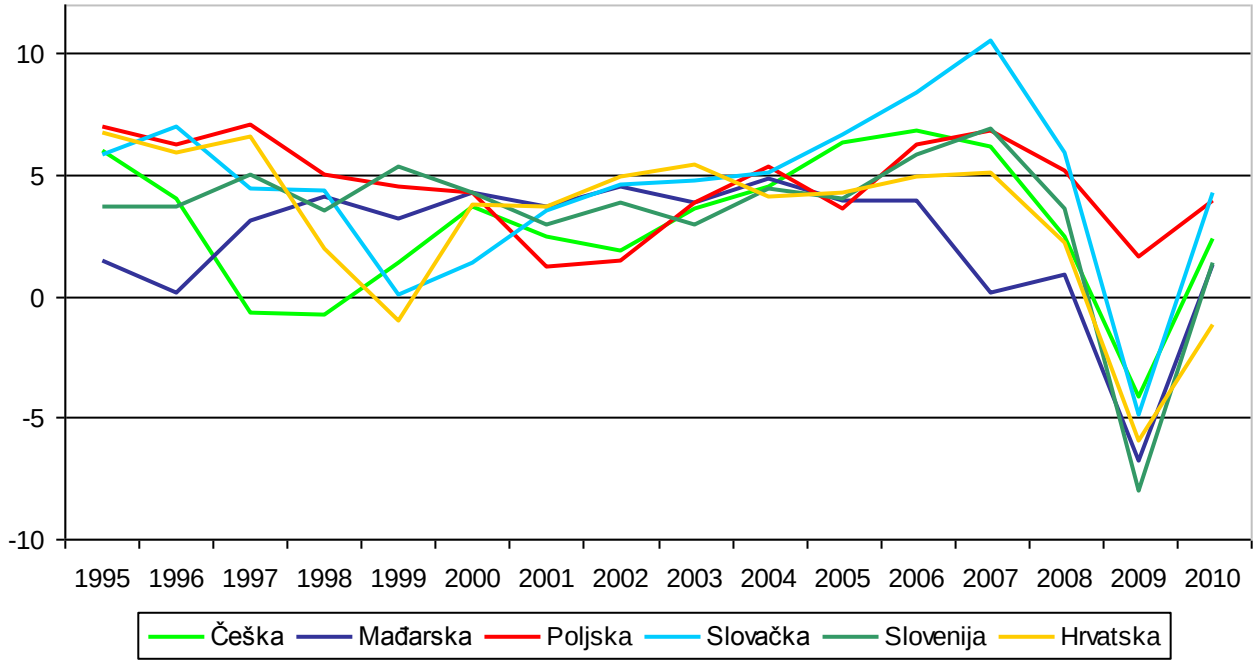
Ipak, sagledavajući relativne pokazatelje slika je ponešto drugačija. Slovenija se u ovom slučaju izdvaja kao zemlja najjačih performansi. Riječ je o gospodarstvu najvišeg standarda i najniže nezaposlenosti. Ostale zemlje iskazuju različite rezultate po pojedinim pokazateljima koji su u 2009. godini i znatno pogoršani uslijed globalne financijske krize. Slovačka i Hrvatska usporedivog su srednjeg standarda građana uz brži rast slovačke ekonomije. Slovačka se od 2000. godine ujedno može ocijeniti i najbrže rastućom tranzicijskim ekonomijom. Prosječni dohodak po stanovniku nešto je veći u Češkoj i Mađarskoj, ali uz niže stope rasta. Najveća, poljska ekonomija ostvaruje niže stope rasta, a građani uživaju najniži standard od promatranih zemalja.

Grafikon 1: BDP per capita (USD) za odabrane tranzicijske zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine



Izvor: izradila autorica prema podacima World Development Indicators 1995-2010.

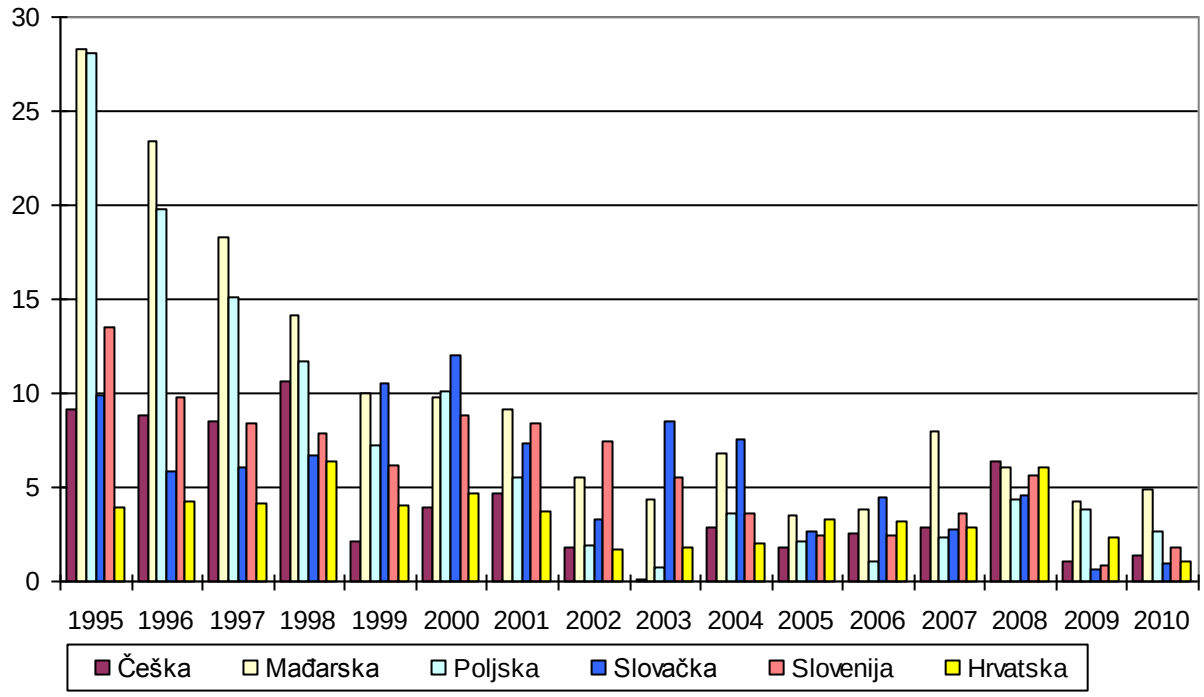
Grafikon 2: Realna stopa rasta BDP-a za odabrane tranzicijske zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine (u %)



Izvor: izradila autorica prema podacima World Development Indicators 1995-2010.

Niska i stabilna stopa inflacije jedan je od pokazatelja makroekonomske stabilnosti i preduvjet dugoročnog povjerenja investitora u financijsko tržište. Napori tranzicijskih zemalja u postizanju monetarne stabilnosti mogu se prikazati dinamikom kretanja godišnjih stopa inflacije u grafikonu 3.

Grafikon 3: Godišnje stope inflacije u odabranim tranzicijskim zemljama za razdoblje od 1995.-2010. (u %)



Izvor: izradila autorica prema podacima World Development Indicators, 1995-2010.

Prvo desetljeće tranzicijskog procesa obilježile su vrlo visoke stope inflacije. Stabilnost monetarnih uvjeta ostvarena je reformama i djelovanjem centralnih banaka[115]. U narednom periodu sve promatrane zemlje bilježe niske stope inflacije (ispod 10%). Monetarna politika u najvećoj mjeri je ostvarila svoj cilj u Hrvatskoj u cjelokupnom promatranom razdoblju, dok se u Češkoj stope inflacije manje od 5% bilježe od 1999. godine. U 2008. godini bilježi se porast potrošačkih cijena u svim zemljama uz izuzetak Mađarske.

Sve odabrane tranzicijske zemlje slijedile su vrlo sličan put u izgradnji tržišnih ekonomija. Grosfeld (1994) ističe da su sve vlade CEE zemalja u ranim godinama tranzicije podupirale anglosaksonski model tržišnih ekonomija zasnovan na razvijenim financijskim tržištima, koji je imao epitet simbola kapitalizma kojem su ove zemlje i težile. Ipak, vrlo brzo se pokazalo da ovaj model nije primjeren za nasljeđe centralno-planske ekonomije s bankama kao temeljnim institucijama te bankovnim depozitima i bankovnim kreditima kao jedinim mogućim instrumentima financiranja odnosno izvorima eksternog financiranja. Stoga su se reformatori usmjerili na daljnji razvoj kontinentalnog, bankocentričnog oblika financijskih

[115] Sve centralne banke promatranih tranzicijskih zemalja kao primarni cilj ističu stabilnost cijena.

sustava. Reforma financijskih sustava CEE zemalja krenula je upravo iz bankovnog sektora koji se je desetljeće kasnije transformirao u najdinamičniji i najrazvijeniji sektor tranzicijskih ekonomija.

Većina financijskih sustava CEE zemalja prije 90-tih godina bazirala se na jednoj instituciji, tzv. monobanci koja je bila odgovorna i za monetarni i za komercijalni aspekt poslovanja. U razdoblju od 1989.-1992. godine restrukturirani su monobankovni sustavi njihovim raslojavanjem na centralno i komercijalno bankarstvo u državnom vlasništvu. Narednih godina, u uvjetima velikog udjela „loših" kredita, netržišnog poslovanja, političkih pritisaka i niskih računovodstveno-revizorskih standarda te neadekvatnog nadzora, bankovno tržište potresale su snažne bankarske krize. Konsolidacija sektora uslijedila je 90-tih godina, restrukturiranjem, likvidacijom nelikvidnih institucija i sveobuhvatnom privatizacijom bankovnog sektora. Procesi liberalizacije poslovanja i prodaje banaka pretežito stranim investitorima Zapadne Europe, omogućili su stabilne osnove za daljnji razvoj procesa intermedijacije u financijskim sustavima. Prisutnost inozemnih vlasnika otvorila je put integraciji lokalnih financijskih sustava s onima u EU, čime se je olakšao pristup financiranju i osnažilo povjerenje u domaće intermedijare, reflektirajući se u pojačanoj mobilizaciji depozita. Nadalje, ostvarena su i poboljšanja u financijskoj regulaciji i superviziji čime se je dodatno pridonijelo financijskom produbljivanju. Iz navedenoga proizlazi slika današnjih stabilnih, dobro razvijenih i koncentriranih bankovnih sustava tranzicijskih zemalja u pretežito inozemnom vlasništvu[116]. Ipak, naglasak je na poslovanju sa stanovništvom, dok je manja pažnja posvećena potrebama malih i srednjih poduzeća što predstavlja prepreku za rast ovih zemalja. Dominantan je tip univerzalnog bankarstva, ali s tendencijom jačanja integracije bankovnih i drugih financijskih usluga putem međuvlasničkog povezivanja banaka, nebankovnih financijskih institucija i intermedijara na tržištu kapitala.

Posljednje desetljeće tranzicijskog procesa karakterizira sveobuhvatno jačanje, razvoj i makroekonomska stabilnost CEE ekonomija (sve do godina globalne financijske krize[117]) s pozitivnim stopama rasta. Usprkos rečenom, tranzicijske ekonomije i dalje karakterizira pravna nesigurnost i slaba infrastruktura, ograničen institucionalni razvoj, politička nesigurnost i informacijska asimetrija (više vidi u Stiglitz 1995; Claessens 1997). Valja istaknuti da su se bankovni sustavi kao najveći dijelovi tranzicijskih financijskih sustava pokazali stabilnima. Stabilnost financijskog sustava određena je stabilnošću njegovog najvećeg dijela – bankovnog sustava.

---

[116] Od navedenog se izdvaja Slovenija kao zemlja sa pretežito domaćim državnim bankama. U 2005. godini udio inozemnog vlasništva u ukupnoj aktivi banaka za Češku, Hrvatsku i Slovačku iznosio je preko 90%, u Mađarskoj je ostvaren 80%-tni udio, a u Poljskoj 68% inozemnog vlasništva. Slovenija je u istoj godini imala 36% aktive u vlasništvu nerezidenata.

[117] Globalna financijska kriza svoj je početak zabilježila u ljeto 2007. godine. Označava krizu likvidnosti američkog bankovnog sustava uslijed strmoglavog pada cijena nekretnina nakon dugogodišnjeg, nerealnog rasta i nemogućnosti otplate hipotekarnih kredita. Nestabilnosti su nadalje dovele do niza propadanja banaka i ostalih financijskih institucija, ali i sanacija istih od strane države te kolapsa na tržištu kapitala. Kriza je ubrzo označena globalnom zbog prelijevanja negativnih šokova i na ostala svjetska tržišta.

Tržišta kapitala osnovana su početkom prve faze tranzicijskog procesa, a od polovice 90-tih godina financijski sustavi počeli su se obogaćivati i novim nebankovnim financijskim institucijama o čemu će biti riječi u narednim poglavljima rada.

Trend postupnog razvoja financijskih sustava tranzicijskih zemalja uočava se kroz rast veličine, dubine i efikasnosti sustava odnosno glavnine njegovih segmenata. Ipak, uočava se da je stupanj financijske intermedijacije i dalje relativno nizak odnosno financijski sustavi imaju ograničenu ulogu u nacionalnim ekonomijama.

Razlozi za veliki jaz među financijskim sustavima, koji je u prosjeku više od četiri puta manji u odnosu na EU 27, su osim nasljeđenih nepovoljnih ekonomskih uvjeta i epizoda financijskih i valutnih nestabilnosti koje su u nekim slučajevima uzrokovale i bankovne krize, kao i nedostatak pravnog i reguklatornog okruženja za zaštitu financijskih institucija i štediša.

Financijski sustavi tranzicijskih zemalja i dalje su izrazito bankocentrični usprkos sve većem značaju nebankovnih financijskih institucija u kanaliziranju štednje prema investicijama. Dominacija bankovnog sektora veća je nego u zemljama EU poznatih po tzv. kontinentalnom načinu financiranja (npr Njemačka). Ipak, važnost institucionalnih investitora u tranzicijskim zemljama ubrzano raste, posebno u onim zemljama gdje je mirovinskom reformom uvedena obvezna kapitalizirana štednja.

Sagledavajući ukupnu strukturu financijskog sustava (tablica 11) mjerenu relativnim udjelom aktive pojedinih financijskih posrednika u ukupnom financijskom sustavu razvidno je da je riječ o zemljama usporedivih karakteristika. Homogenost odabranih tranzicijskih zemalja proizlazi iz bankocentričnosti sustava koju dokazuje podatak o udjelu banaka od preko 70% u svim zemljama. Potrebno je naglasiti da je udio u 90-tim godinama prošlog stoljeća iznosio i preko 95% te da se je polako smanjivao sve do 2008. godine. Početkom globalne krize štednja se je ponovno jednim dijelom vratila u tradicionalne bankovne depozite. Najveći rast zabilježili su mirovinski fondovi koji su se posljednjih godina profilirali kao najvažniji sudionici na tržištima kapitala tranzicijskih zemalja. Osiguravajuća društva predstavljaju treće najvažnije financijske institucije, za razliku od 2003. godine kada su bili najznačajniji nebankovni financijski posrednici, ali s udjelom manjim od 10%. Najveći pad odnosno "bijeg" štednje zabilježen je u industriji investicijskih fondova koji su i najosjetljiviji na zbivanja na financijskim tržištima.

Tablica 11: Relativna važnost financijskih posrednika za odabrane tranzicijske zemlje u 2003. i 2009 . godini (u %)

	Češka		Mađarska		Poljska		Slovačka		Slovenija		Hrvatska	
	2003.	2008.	2003.	2009.	2003.	2009.	2005.	2010.	2003.	2008.	2003.	2009.
Banke*	74,2	75,0	71,6	71,6	76,4	70,5	82,9	75,2	74,0	75,8	84,9	76,6
Investic. fondovi	3,2	3,1	6,9	7,0	5,2	6,3	7,3	6,2	6,0	3,1	1,7	3,8
Osigurv. Društva	7,7	7,5	5,4	4,9	10,3	9,4	7,3	8,9	8,0	8,3	5,4	5,6
Mirovinski fondovi	2,4	3,6	5,1	6,3	7,0	12,1	1,6	6,7	1,0	1,7	2,0	6,1
Štedno-kreditne zadruge			4,5	3,3							0,6	
Kreditne unije	6,4	0,2			0,5	0,9						0,0
Društva za lizing**	6,1	5,6	6,3	6,8					7,0	8,6	5,4	6,7
Ostale financijske institucije***		5,9	0,2	0,1	0,6	0,8	0,9	3,0	4,0	2,5		1,2
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Napomene: * uključuje i stambene štedionice

** podaci za Mađarsku uključuju leasing i factoring institucije

*** za Poljsku, Mađarsku i Slovačku uključuje brokerska društva

Izvor: izradila autorica prema podacima nacionalnih regulatornih instiutucija.

Po pitanju vlasništva, evidentan je visoki udio inozemnih vlasnika u svim segmentima financijskog sustava. Najviše je to izraženo u bankovnom segmentu, gdje je preko 75% bankovnog kapitala i aktive većine CEE zemalja u inozemnom vlasništvu.

Europska banka za obnovu i razvoj (u nastavku EBRD, engl. *European Bank for Reconstruction and Development*) razvila je niz strukturalnih indikatora napretka u provedbi tranzicijskih reformi (EBRD 1994-2010) [118] za ukupno 27 tranzicijskih zemalja. Procjene za svaku zemlju odnose se na područja tržišta, poduzeća, trgovine, financijskih tržišta i infrastrukture, a uključuju:

1. privatizaciju velikih poduzeća,
2. privatizaciju malih poduzeća,
3. državno i korporativno restrukturiranje,
4. liberalizacija cijena,
5. trgovina i sustav deviznog tečaja,
6. kompetitivnost,
7. reforme bankovnog sustava i liberalizacija kamata,
8. reforme tržišta kapitala i nebankovnih financijskih institucija,

[118] Originalna klasifikacija i rangiranje prvi put je primijenjena u publikaciji EBRD-a Transition report iz 1994. godine, ali su u narednim godišnjim izdanjima uslijedile određene izmjene i redefiniranja.

9. infrastrukturne reforme.

Svaka kategorija se ocjenjuje skalom od 1 do 4+, pri čemu 1 predstavlja malu ili nikakvu promjenu unutar rigidne centralne, planske ekonomije dok se najveća ocjena primjenjuje za zemlje koje u potpunosti primjenjuju standarde industrijaliziranih tržišnih ekonomija.[119] Osim navedenih kvantitativnih indikatora, razvijeni su i specifični kvalitativni pokazatelji za područja liberalizacije i privatizacije, poslovnog okruženja i kompetitivnosti, infrastrukture, fianncjskog sektora i socijalnih reformi.

Značajan napredak u reformiranju financijskih sustava razvidan je iz podataka o odabranim tranizicijskim indikatorima u tablici 12. Prema očekivanjima o bankocentričnim financijskim sustava, uočava se značajniji napredak u bankovnom sustavu u odnosu na tržište kapitala i institucionalne investitore. Mađarska je već tijekom ranog tranzicijskog razdoblja (1998.) ostvarila najviši rezultat, dok je isti ostvaren nekoliko godina kasnije u Hrvatskoj (2004.) i Češkoj (2005.) Reforma nebankovnog sustava i tržišta kapitala dostigla je najvišu razinu u Mađarskoj tek 2005. godine, a u Poljskoj 2010. godine.

Tablica 12: Tranzicijski indikatori za odabrane tranzicijske zemlje za godine 1995., 2000., 2005. i 2010 .

Tranzicijski indikator		Češka	Mađarska	Poljska	Slovačka	Slovenija	Hrvatska
Privatizacija velikih poduzeća[1]	***1995***	2,70	4,00	3,00	3,00	4,00	2,67
	2000	3,00	4,00	3,33	4,00	4,00	3,00
	2005	3,70	4,00	3,33	4,00	4,00	4,00
	2010	na	4,00	3,67	4,00	4,00	4,00
Reforma bankovnog sustava i liberalizacija kamata[2]	***1995***	3,00	3,00	2,67	2,67	3,00	2,67
	2000	3,33	4,00	3,0	3,33	3,33	3,33
	2005	4,00	4,00	3,33	3,67	3,33	4,00
	2010	4,00	4,00	3,67	3,67	3,33	4,00
Reforma tržišta kapitala i nebankovnih financijskih instirucija[3]	***1995***	2,67	3,00	3,00	2,67	2,67	2,00
	2000	3,00	3,67	3,70	2,33	2,67	2,33
	2005	3,67	4,00	3,70	2,67	2,67	2,67
	2010		4,00	4,00	2,67	3,00	3,00

Napomena: vrijednosti indikatora za sev godine i značenja ocjena prikazan su u prilogu 2.

Izvor: izradila autorica prema EBRD 1995-2010.

Vrijedi napomenuti da je proces pridruživanja EU proveden u svim zemljama iz uzorka naglasio važnost institucionalnih reformi odnosno izravno je zaslužan za konvergenciju institucionalnog razvitka prema postignućima EU.

Komparativna analiza financijske strukture CEE zemalja ističe slijedeće temeljne karakteristike :

[119] Oznake "+" i "-" u ocjeni se tretiraju dodavanjem ili oduzimanjem 0,33 od ukupne vrijednosti. Prosjeci se određuju zaokruživanjem ocjene, npr. rezultat 2,6 se tretira kao 2+, a 2,8 kao 3-.

- nisko razvijeni i plitki financijski sustavi,
- dominacija bankovnog segmenta u financijskom sustavu,
- ograničena uloga tržišta kapitala i nebankovnih intermedijara,
- izražena uloga inozemnih investitora.

Od ostalih značajki koje opisuju tranzicijske financijske sustave posebno se izdvajaju:

- nestabilni ekonomski uvjeti i slabe makroekonomske performanse,
- visoki valutni rizik,
- visoki rizik ulaganja po zemljama (uključuje politički, socijalni i ekonomski rizik),
- umreženost financijskih institucija,
- neefikasan pravni sustav i visok stupanj koruptivnog ponašanja,
- nepovjerenje u financijski sustav,
- problemi s integracijom u međunarodne financijske tokove.

U cilju predstavljanja procesa institucionalizacije posljednjih 15 godina u odabranim tranzicijskim zemljama u nastavku će se prikazati usporedna analiza veličine, strukture i kretanja u odabranim financijskim sustavima.

3.3. ANALIZA TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH ZEMALJA U TRANZICIJI

3.3.1. Determinante razvoja odabranih tranzicijskih tržišta kapitala

Proces kreiranja i ponovnog oživljavanja tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama započeo je napuštanjem planskog gospodarstva i prelaskom na tržišnu ekonomiju (1990-1991. godine).

Uspostava tržišta kapitala bila je neznatno lakša u zemljama s tradicijom i iskustvom u funkcioniranju ovog dijela financijskog tržišta. U nekima od CEE zemalja, tržišta kapitala egzistirala su još početkom 20. stoljeća, zatvorena su krajem drugog Svjetskog rata i ponovno otvorena gotovo pola stoljeća kasnije. Ipak, većina ponovno osnovanih burzi nije započela s trgovanjem neposredno nakon ponovnog osnivanja što zorno prikazuje tablica 13.

Tablica 13: Osnivanje tržišta kapitala u odabranim tranzicijskim zemljama

	Naziv burze	Osnivanje	Zatvaranje	Drugo osnivanje	Početak trgovanja
Češka	Prague Stock Exchange	1871.	1945.	24.11.1992.	06.04.1993.
Mađarska	Budapest Stock Exchange	1864.	1945.	21.06.1990.	17.06.1993.
Poljska	Warshaw Stock Exchange	1817.	1945.	12.04.1991.	16.04.1991.
Slovenija	Bratislava Stock Exchange	1923.	1945.	26.12.1989.	29.03.1990.
Slovačka	Ljubljana Stock Exchange	n.p.	n.p.	15.03.1991.	06.04.1993.
Hrvatska	Zagreb Stock Exchange	1918.	1945.	1991.	02.01.1997.

Izvor: web stranice nacionalnih burzi.

Nositelji vlasti su na samom početku tranzicijskog procesa pokušali unaprijediti tržišta kapitala putem privatizacije državnog vlasništva u strateškim kompanijama i to putem metode kuponske privatizacije i kasnije temeljem inicijalnih javnih ponuda. U kasnijoj fazi razvoja značajan poticaj likvidnosti i prometu dale su mirovinske reforme koje su povećale potražnju za vrijednosnim papirima i potaknule razvoj institucionalnih investitora.

Razvoj tržišta vrijednosnih papira uvelike je bio određen prirodom korištenih privatizacijskih metoda i početaka ovih procesa (EBRD 1995). U Češkoj i Slovačkoj početak djelovanja tržišta kapitala korespondirao je sa startom kuponske privatizacije (1992.), dok je u ostalim zemljama privatizacijski proces kasnijih godina samo dodatno osnažio napore u razvoju već uspostavljenog tržišta. Prvo desetljeće tranzicijskog razdoblja obilježila je niska likvidnost tržišta, usprkos velikom broju kompanija koje su izašle na tržište kapitala kao posljedica isključivo državnih odluka za uvrštavanje i prijenos vlasništva. Mađarska i Poljska odabrale su drugačiji pristup (odozgo prema dolje) usmjeren prema inicijalnim javnim ponudama (engl. *initial public offerings*-IPO). Poduzeća su se u tim zemljama uvrštavala u burzu nakon uspostave okvira za trgovanje vrijednosnim papirima.

Nastanak tržišta kapitala za tri skupine tranzicijskih zemalja koji je uslijedio kao direktna posljedica provedene privatizacije prikazan je u tablici 14.

Tablica 14: Polazne osnove tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama EU

Obavezno uvrštavanje dionica na burzu nakon kuponske privatizacije	Dobrovoljne inicijalne javne ponude	Obavezno uvrštavanje manjinskih paketa tijekom privatizacije
Bugarska	Hrvatska	Armenija
Češka	Estonija	Poljska
Litva	Mađarska	Rusija
Makedonija	Latvija	Ukrajina
Moldavija	Poljska	
Rumunjska	Slovenija	
Slovačka		

Izvor: Claessens i dr. 2000.

Na samom početku formiranja tržišta kapitala velik broj tranzicijskih zemalja nije uskladio početak rada burzi s donošenjem zakonodavnog i institucionalnog okvira što je uz nedostatak iskustva u kasnijem periodu dovelo do pravne i regulatorne nesigurnosti.

U prvoj fazi razvoja tržišta kapitala tranzicijskih zemalja nakon inicijalne uspostave burzi karakterističan je trend modernizacije burzi i sustava trgovanja, uspostavljanja središnjih agencija za kliring, namiru i usluge depozitorija, uspostave i kasnijeg unapređenja regulatornih agencija, uspostave striktnijeg računovodstva i revizije, zahtjeva za informacijskim otkrivanjem i uspostavom unutrašnjih pravila trgovanja.

Gotovo dva desetljeća kasnije može se ustvrditi da navedena tržišta imaju sve infrastrukturne elemente potrebne za organizirano trgovanje na tržištu kapitala. Trgovanje se provodi putem suvremenih elektronskih sustava trgovanja. Trgovinska platforma koristi se transakcije unutar reguliranih segmenata tržišta, kao i za neregulirano tržište čija su pravila trgovanja u domeni predmetne burze, a ne nacionalne nadzorne agencije. Na svim tržištima djeluju središnje depozitarne agencije koje klirinške poslove i poslove izravnavanja izvršavaju u razdoblju do tri dana (T+3), kao isporuku uz plaćanje (engl. *Delivery versus payment, DvP*).

Odabrane nacionalne burze imaju pravnu osobnost i posluju kao dionička društva. U tablici 15 razvidno su prikazani tržišni segmenti i trgovinske platforme nastale kao rezultat tehnološkog napretka i inoviranja promatranih tržišta, kao i ponuda vrijednosnih papira te raspoloživi tržišni indeksi.

Dominantan udio trgovanja na svim promatranim tržištima odnosi se na dionice i obveznice i značajno manje na kratkoročne vrijednosne papire. Za izvedenice ne postoji mogućnost trgovanja na burzi u Zagrebu i Bratislavi, dok se burza u Budimpešti izdvaja kao jedina koja nudi mogućnost trgovanja vrijednosnim papirima izdanim na bazi roba. Najširi spektar izvedenih vrijednosnih papira nudi burza u Varšavi koje se i po kriteriju broja i vrsti tržišnih indeksa koji stoje na raspolaganju investitorima, izdvaja kao najrazvijenija.

Tablica 15: Temeljne značajke i obilježja trgovanja na burzama odabranih tranzicijskih zemalja

Naziv burze	Burzovni indeksi	Burzovne kotacije	Sustav trgovanja	Vrijednosni papiri
Prague Stock Exchange (PSE)	PX 50 PX-GLOB	Glavno, Slobodno i *Multilateral trading facility* (MTF-neregulirano tržište)	SPAD	Dionice, obveznice, certifikati, varanti i izvedenice
Budapest Stock Exchange (BSE)	BUX BUMIX RAX CETOP20	Tržište dionica, Tržište obveznica,Tržište izvedenica, Tržište vrijednosnih papira izdanih na temelju roba, BETa tržište	MMTS	Dionice, obveznice, izvedenice, certifikati i vrijednosni papiri izdani na temelju roba
Warshaw Stock Exchange (WSE)	WIG WIG20 mWIG40 sWIG80 RESPECT WIG-Plus WIG-div 11 sektorskih indeksa InvestorMS WIG-Poland WIG-Ukrain TBSP	Glavno tržište, NewConnect (neregulirano tržište), Catalyst tržište (tržište dužničkih instrumenata)	WARSET	Dionice, obveznice, certifikati, prava i izvedenice
Bratislava Stock Exchange BSSE)	SAX SDX Group	Glavno, Paraleno i Slobodno tržište, *Multilateral Trading Facility*	EBOS	Dionice, obveznice i certifikati
Ljubljana Stock Exchange (LSE)	SBITOP CEESEG	Prime tržište, Standardno tržište i ulazno tržište dionica, obveznice, strukturnih proizvoda i fondova	BTS	Dionice, obveznice, certifikati, varanti i udjeli fondova
Zagreb Stock Exchange (ZSE)	CROBEX CROBEX10 CROBIS CROBIStr	Vodeće, Službeno i Redovito tržište; Multilateral Trading platform (MTP-neregulirano tržište)	OMX X-Stream	Dionice, obveznice, komercijalni zapisi, certifikati i prava

Izvor: web stranice nacionalnih burzi.

Tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama mogu se okarakterizirati kao nerazvijena i od malog značaja za ekonomije u smislu prikupljanja kapitala za investicijske poduhvate i uloge u financijskom sustavu[120], posebno u usporedbi s onima u razvijenim ekonomijama. Općenito se radi o nisko likvidnim tržištima zbog čega je financiranje na tržištu kapitala za privredu skuplje i rijetko se koristi. Zadatak vlada je da osiguraju atraktivno okruženje za domaće i strane ulagače, sa sigurnošću koja garantira vlasnička prava.

3.3.2. Pokazatelji dinamike razvoja odabranih tranzicijskih tržišta kapitala

Razvoj tržišta kapitala je kompleksni koncept koji se može promatrati s više aspekata. U svrhu mjerenja koriste se mjere za veličinu tržišta kapitala, likvidnost, volatilnost i koncentraciju tržišta, institucionalnu razvijenost tržišta, efikasnost tržišta, integraciju tržišta sa svjetskim tržištima kapitala, zakonodavnu regulativu tržišta i drugo (prema Demirgüç-Kunt i Levine 1995; Garcia i Liu 1999; Yartey 2008).

U istraživanjima se najčešće koriste četiri pokazatelja:

1. promet dionicama u odnosu na BDP;
2. brzina prometa ili obrtaj odnosno omjer prometa i tržišne kapitalizacije na promatranim tržištima;
3. omjer tržišne kapitalizacije i BDP-a, gdje se tržišna kapitalizacija odnosi na ukupnu (tržišnu) vrijednost svih izdanih dionica poduzeća koja kotiraju na burzi;
4. broj uvrštenih kompanija na milijun stanovnika;

Prva dva pokazatelja mjere likvidnost tržišta odnosno stvarnu tržišnu aktivnost, treći i četvrti daju nominalnu sliku (veličinu, vrijednost) razvoja tržišta, a posljednji ukazuje na volatilnost tržišta. U terminima ekonomske važnosti, tržišna kapitalizacija kao mjera veličine tržišta, pretpostavlja pozitivnu koreliranost sa sposobnošću tržišta da mobilizira kapital i diverzificira rizik. Vjerodostojnija mjera stupnja razvoja tržišta kapitala je pokazatelj tržišne kapitalizacije u postotku BDP-a. Iako razvijenija i veća tržišta kapitala u pravilu bilježe veću razinu navedenoga pokazatelja, u određenim slučajevima isti može ukazati i na eventualnu podcijenjenost ili precijenjenost tržišta.[121] Likvidnost se u najširem smislu definira kao lakoća i brzina kupoprodaje vrijednosnih papira od strane agenata. Riječ je o jednoj od najvažnijih funkcija tržišta kapitala. Likvidna tržišta kapitala omogućuju brze promjene u strukturi portfolija, smanjuju rizičnost investicije i ubrzavaju dugoročne i profitabilne investicije (Levine 1997). Konačno, likvidna tržišta utječu na rast trgovanja i visinu investirane štednje. Likvidnost tržišta od posebnog je interesa za institucionalne investitore zbog trgovine velikim blokovima. Kao pokazatelj

[120] Više vidjeti u Wagner i Iakova 2001; EBRD Transition Report 2003.

[121] Uobičajeno se smatra da je tržište precijenjeno u slučaju kada je omjer tržišne kapitalizacije prelazi 100% odnosno podcijenjena su ona tržišta kod kojih je pokazatelj manji od 50%.

likvidnosti uzima se omjer prometa i tržišne kapitalizacije i pokazuje prosječnu učestalost trgovanja vrijednosnim papirima tijekom godine.

Iako navedeni pokazatelji u većini slučajeva nadopunjuju jedan drugog, u slučaju odabranog uzorka tranzicijskih zemalja vrlo je čest slučaj da daju konfuznu sliku tržišta. Ona su istovremeno nisko likvidna i time nerazvijena, dok se na strani kapitalizacije i broja uvrštenih kompanija nerijetko ostvaruju iznimni rezultati. Međutim, takva pojednostavljena i plošna slika upućuje na krivi zaključak. Porast posljednja dva pokazatelja često je rezultat administrativnih odluka i korištene metodologije koja „napuhuje“ ostvarene performanse tržišta. Primjerice, većina promatranih tranzicijskih zemalja u početnom stadiju razvoja nacionalnih tržišta kapitala zakonski je propisala obvezno (prisilno) uvrštavanje dionica na burzu ili je metodom kuponske privatizacije veliki broj kompanija uvršten u kotacije privatiziranih poduzeća. Nadalje, neke lokalne burze u svoju statistiku uključuju i uvrštenja domaćih kompanija na stranim burzama.[122]

Tržište dionica predstavlja najrazvijeniji segment tržišta kapitala u odabranim tranzicijskim zemljama. Do 2007. godine tržišna kapitalizacija eksponencijalno je rasla zahvaljujući vrlo niskim polaznim osnovama, ali i napretku u regulatornom i institucionalnom okviru te ostvarenim ekonomskim rastom. U nekim slučajevima, to se može dijelom pripisati i nerazvojnim faktorima kao što su obvezna listanja i "napuhavanje" cijena koje je proizlazilo iz konvergencije EU i "bikovskom" tržištu.

Ipak, navedeni rast nije bio popraćen i napretkom u likvidnosti tržišta koja je kroz sve godine ostala razmjerno niska. Problem je još više podcrtavala činjenica da su se mnoge domaće velike kompanije uvrštavale na velikim inozemnim tržištima u EU i SAD-u[123]. Također je izostao značajniji interes inozemnih investitora. Širina tržišta također je ostala ograničena, uslijed visoke koncentracije kapitalizacije u malom broju velikih kompanija, čime se limitira raspon atraktivnih investicijskih mogućnosti i inverzno djeluje na likvidnost domaćeg tržišta. Problem likvidnosti dodatno je otežalo izvrštavanje zbog inozemnih akvizicija i domaćih spajanja (Iorgova i Ong).

Razvoj dioničkog tržišta znatno varira među promatranim zemljama. U skupinu manje razvijenih tržišta kapitala mogu se ubrojiti slovačko, slovensko i hrvatsko. Preostala tri CEE tržišta odlikuju se značajno većom zrelošću njihovih tržišta kapitala. Češka, Mađarska i Poljska bile su među prvima od tranzicijskih zemalja koje su provele neophodne makroekonomske i tržišne reforme tijekom ranog tranzicijskog razdoblja, a ujedno su i profitirale od ranog pristupanja EU i daljnjeg tržišnog integriranja.

Kao značajan pokazatelj razvijenosti tržišta kapitala uzima se i odnos tržišne kapitalizacije i bruto društvenog proizvoda koji je za odabrane zemlje prikazan grafikonom 4.

[122] Premda se problem dvostrukog brojanja može se pojaviti i kod pokazatelja prometa, puno je izraženiji kod tržišne kapitalizacije.

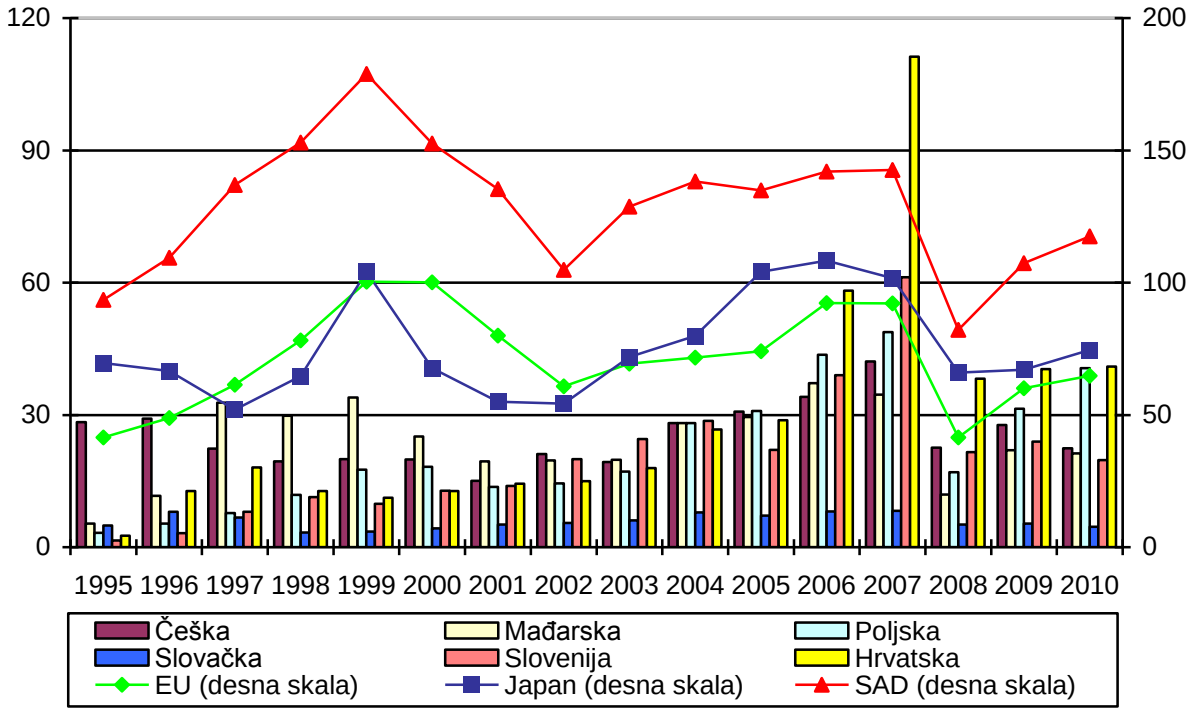
[123] Riječ je o tzv. dvostrukom uvrštavanju vrijednosnih papira na domaćim, lokalnim burzama i onima međunarodnog karaktera i to putem GDR-ova (engl. *Global Depositary Receipts*) i ADR-ova (engl. *American Depositary Receipts*).

Značajna odstupanja od relativno niskih vrijednosti u ranom tranzicijskom razdoblju za sve tranzicijske zemlje mogla su se uočiti samo u godinama koje su slijedile nakon početka procesa kuponske privatizacije. Snažan rast tržišne kapitalizacije u Hrvatskoj 1997. godine i visoke početne vrijednosti za Češku najvećim su dijelom bile rezultat obveznog uvrštavanja dionica tijekom kuponske privatizacije, ali ih je pratila niska likvidnost i mali *free-float*.

Ostale zemlje su od 2000. godine iskazivale vrlo usporedive vrijednosti pokazatelja kao i sličan pozitivan trend kretanja istog sve do početka financijske krize označene 2008. godinom. U 2007. godini, posebno se izdvaja hrvatsko tržište kapitala[124] s neočekivano visokim udjelom tržišne kapitalizacije u BDP-u od 129% čime je iskazan veći udjel od prosjeka EU kao i od Japana (za sve godine) dok je isti gotovo identičan vrijednostima ostvarenim na najrazvijenijem američkom tržištu. Ipak, navedeno upućuje na izuzetnu precijenjenost hrvatskog tržišta u godini koji je prethodila globalnoj financijskoj krizi, a rezultat je niza okolnosti: spajanja burzi (Zagrebačka i Varaždinska), niske apsolutne razine BDP-a te pojačanog interesa šire javnosti zbog niza IPO-a i dugogodišnjeg uzlaznog trenda cijena dionica. Uočava se i dupliranje pokazatelja tržišne kapitalizacije u BDP-u 2006. godine za Sloveniju. Međutim, navedeno je ostvareno kao rezultat rastućih cijena dionica i aktivnosti na primarnom tržištu dok je trgovinska aktivnost ostala na niskim razinama. Slovačko tržište kapitala se ističe kao najmanje razvijeno u promatranom uzroku zemalja, jer se u svim promatranim godinama navedeni pokazatelj se je kretao ispod 20%. Rastuće tržište dionica dostiglo je svoj vrhunac 2006. godine u kojoj su sve promatrane zemlje ostvarile maksimalne vrijednosti. Slijedeće tri godine za sve promatrane zemlje vrijednosti pokazatelja pale su za više od 100%.

[124] Više o tržištu kapitala u Hrvatskoj vidjeti u točki 4.4. rada.

Grafikon 4: Tržišna kapitalizacija dionica/ BDP za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine

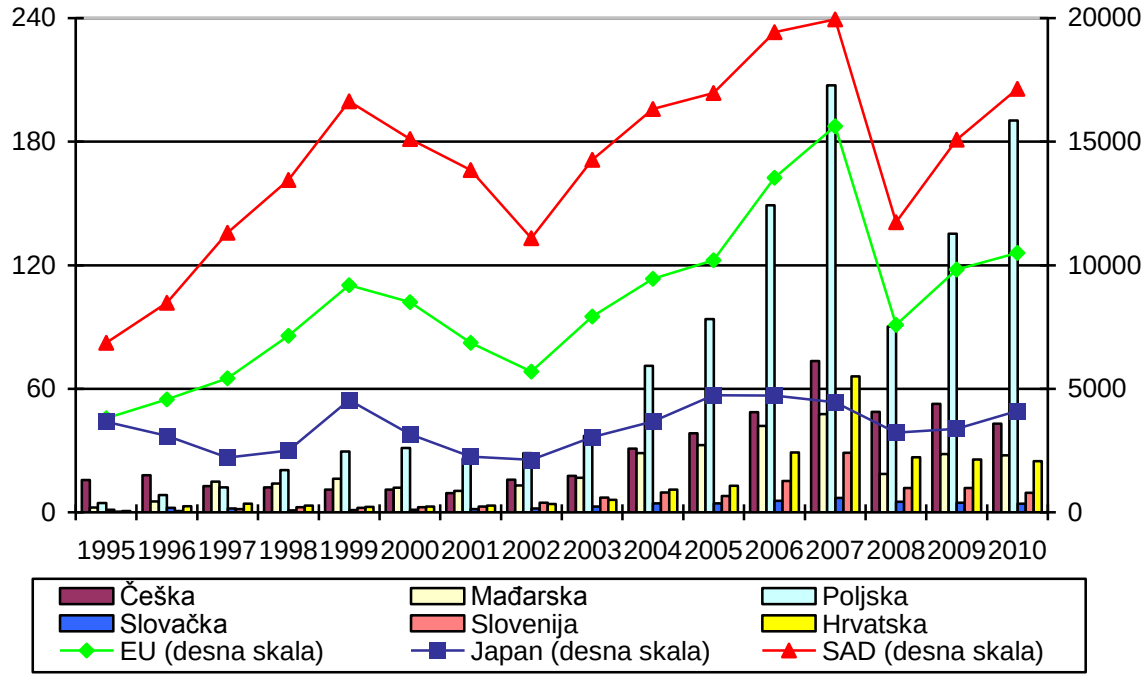


Izvor: izradila autorica prema podacima WDI 1995.-2010.

Podaci o tržišnoj kapitalizaciji ukazuju da su dionička tržišta u CEE zemljama značajno porasla u promatranom razdoblju. Najviše vrijednosti tržišne kapitalizacije ostvruje poljsko tržište, a slijede ga češko i hrvatsko tržište kapitala. Ipak, prikazane vrijednosti daleko su ispod onih u razvijenim zemljama tržišne ekonomije. Posebno je to slučaj ako se vrijednosti usporede s najrazvijenijim američkim tržištem čije su vrijednosti i tri do četiri puta više od onih ostvarenih u promatranim tranzicijskim zemljama. Vrijednosti spomenutog pokazatelja su nižih vrijednosti za prosjek EU s obzirom da se većina tržišta europskih zemalja može ocijeniti bankocentričnim (izuzev onih u V. Britaniji) i manje usmjerenim na pribavljanje sredstava na tržištu kapitala. Nadalje, vrijednosti pokazatelja su uvelike smanjene i zbog činjenice da u izračun ulazi i veliki broj tranzicijskih zemalja s niskim vrijednostima pokazatelja.

Sagledavajući pokazatelj tržišne kapitalizacije u apsolutnim vrijednostima (grafikon 5) dolazimo do još nepovoljnijih podataka. Tržišna kapitalizacija tranzicijskih zemalja članica EU kao indikator sposobnosti tržišta kapitala u pribavljanju kapitala za potrebe realne ekonomije, u 2001. godini iznosila je 80 mlrd. EUR što je bilo približno jednako 2% ukupne tržišne kapitalizacije starih članica EU.

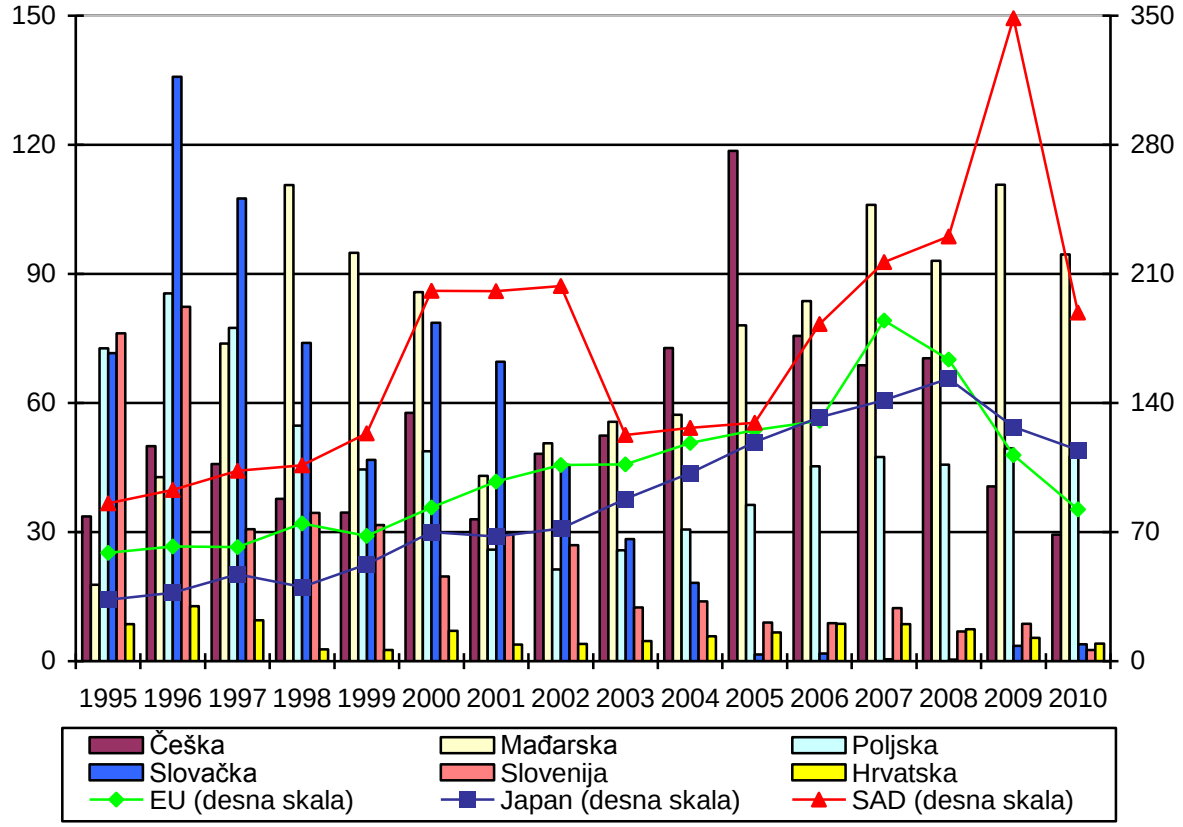
Grafikon 5: Tržišna kapitalizacija za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine (u mlrd. USD)



Izvor: izradila autorica prema podacima WDI 1995.-2010.

Likvidnost je slijedeća važna karakteristika tržišta kapitala. Pokazatelj brzine prometa za odabrane zemlje prikazan je u grafikonu 6.

Grafikon 6: Tržišna kapitalizacija/promet dionica za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine



Izvor: izradila autorica prema podacima WDI 1995.-2010.

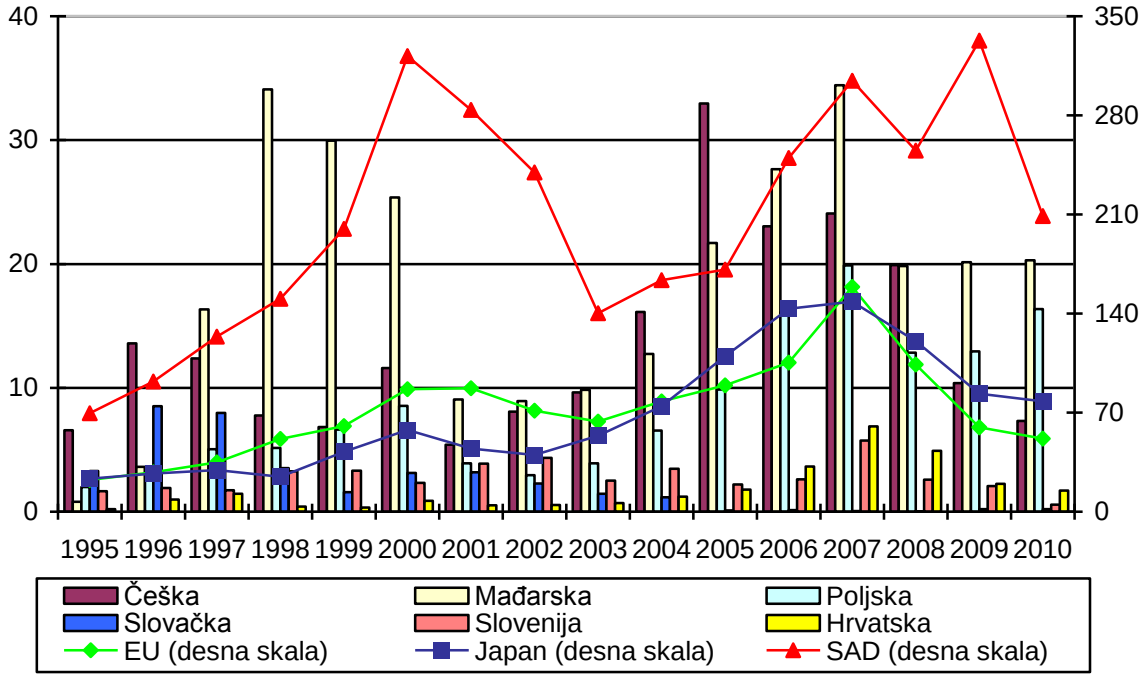
U prvom desetljeću tranzicijskog razdoblja visoke vrijednosti navedenog pokazatelja (čak i više od onih u razvijenim zemljama) upućivao je na iskrivljavanje podataka uslijed izrazito niskih apsolutnih vrijednosti dioničkog prometa i relativno visokih vrijednosti tržišne kapitalizacije (primjer Slovačke).

Sagledavajući navedeni pokazatelj moguće je uočiti da najveću likvidnost ostvaruju češko, mađarsko i poljsko tržište dok su Hrvatska, Slovenija i Slovačka po navedenom pokazatelju najlošije rangirane zemlje. Niska brzina prometa u Hrvatskoj rezultat je činjenice da su na burzu većinom uvrštene kompanije statičnih vlasničkih struktura zbog dominantne kontrole *insidera* i države, ili kompanije koje zbog upitnih perspektiva i/ili nedostatka transparentnosti nisu atraktivne prigode za ulaganja (Šonje 2005, str. 12). Najrazvijenije CEE zemlje u određenim godinama čak se mogu usporediti za prosjekom EU i Japanom.

Nelikvidnost tranzicijskih tržišta kapitala osnovna je odlika navedenih tržišta i ograničavajući faktor razvoja, jer onemogućuje poduzećima pribavljanje jeftinog kapitala, a institucionalnim investitorima provođenje aktivne trgovinske strategije.

U grafikonu 7 prikazan je pokazatelj relativnog udjela prometa dionica za odabrane tranzicijske zemlje.

Grafikon 7: Promet dionica/ BDP za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine



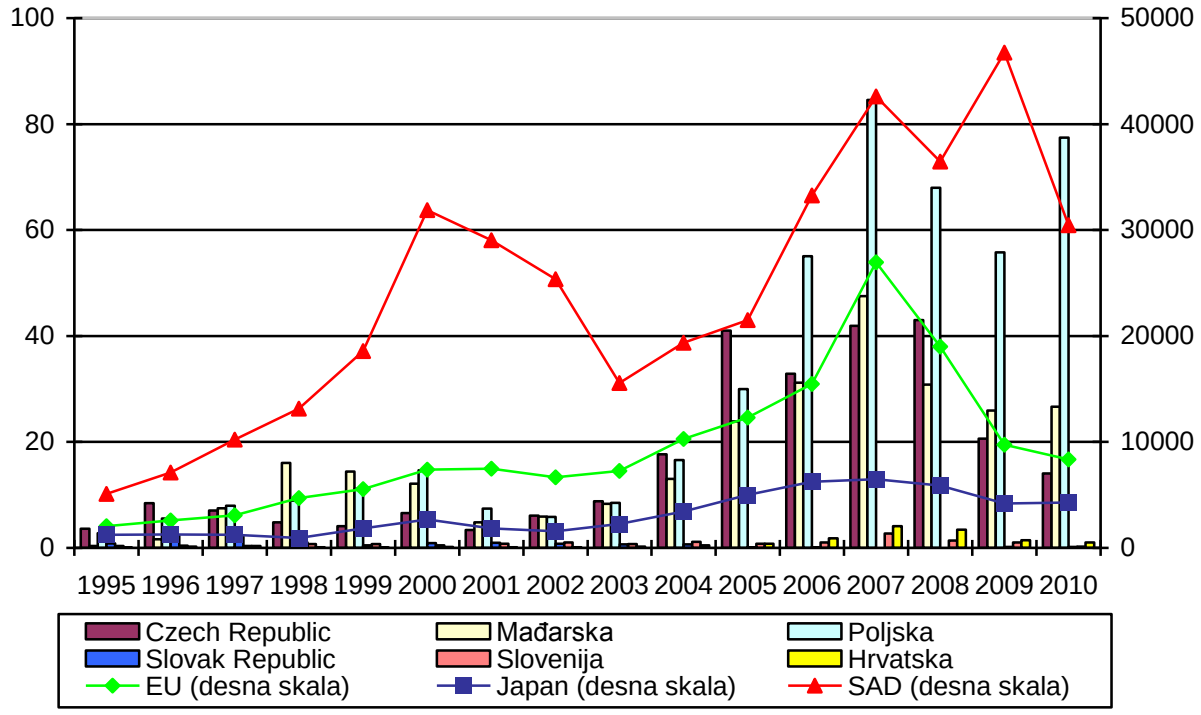
Izvor: izradila autorica prema podacima WDI 1995.-2010.

Promet vrijednosnih papira u odnosu na bruto društveni proizvod pokazuje daleko lošije rezultate od onih u razvijenim zemljama. Relativno najveći prometi ostvaruju se na mađarskom, poljskom i češkom tržištu kapitala, dok se ostale tri zemlje i po ovom kriteriju mogu svrstati u nisko razvijena tržišta.

Pokazatelj apsolutnih vrijednosti prometa tranzicijskih tržišta kapitala mjerodavniji za prikaz razvijenosti tržišta kapitala s obzirom na niske vrijednosti ukupnog BDP-a za promatrane zemlje. Ukupni promet dioničkog tržišta u apsolutnim vrijednostima iskazan je u grafikonu 8.

U skladu s prethodno iznesenim i ovdje se izdvajaju dvije skupine tranzicijskih tržišta kapitala. Poljska se posljednjih godina izdvaja po najvećem prometu u okviru prve skupine najrazvijenijih tržišta - mađarsko, poljsko i češko tržište. Od malih tržišta, slovačka ostvaruje najlošije rezultate te ni u jednoj godini ne prelazi jednu mlrd USD prometa dionicama. Slovensko i Slovačko tržište u svim promatranim godinama ostvaruju izuzetno male promete.

Grafikon 8: Promet dionica za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine (u mlrd USD)



Izvor: izradila autorica prema podacima WDI 1995.-2010.

Obveznički segment tržišta tranzicijskih zemalja karakterizira dominacija državnih papira, prije svega državnih obveznica, dok je tržište komercijalnih obveznica u povojima. Nerazvijenost korporativnog segmenta u skladu je s trendovima u ostalim zemljama Europe i reflektira dominaciju bankovnog pozajmljivanja sredstava. Jedan od važnijih razloga za podrazvijenost korporativnog segmenta su visoki troškovi izdanja na tržištu (direktni troškovi izdanja i troškovi regulatornh zahtjeva). Nadalje, velike kompanije u Poljskoj i Mađarskoj koriste mogućnosti zaduživanja na eurotržištu ili se financiraju putem svojih inozemnih vlasnika (Iorgova i Ong 2008, str. 12).

Potrebno je istaknuti da se podaci o obvezničkom tržištu trebaju se uzeti uz oprez, jer se velikim (ili najvećim) dijelom obveznica u tranzicijskim zemljama trguje na OTC tržištu zbog čega postoje problemi metodološke naravi prilikom uspoređivanja podataka koje objavljuju burze za cjelokupno tržište.

Iz svega prethodno navedenog kao i dostupne literature moguće je definirati zajedničke karakteristike tržišta kapitala za zemlje iz uzorka:

1. Tržišta su općenito nerazvijena;
2. Niska likvidnost tržišta;
3. Visoka volatilnost tržišta;
4. Dubina i širina tržišta ne zadovoljavaju potrebe efikasnih tržišta kapitala;
5. Kvalitetna infrastrukturna rješenja;
6. Neefikasna regulacija tržišta i slab pravni sustav;

7. Neadekvatna zaštita manjinskih dioničara;
8. Nepovjerenje investitora u tržište;
9. Niski standardi korporativnog upravljanja;
10. Velik broj kompanija kontroliranih od strane jednog većinskog dioničara ili grupa povezanih dioničara (tzv. obitelj, engl. f*amily*)
11. Visok stupanj "odljeva" kompanija i kapitala.

U budućnosti se očekuje nastavak trenda integracije malih, tranzicijskih burzi koje će doprinijeti simplifikaciji trgovanja i jačanju ponude na tržištu.[125] Doprinos nacionalnih politika poticanja tržišta kapitala trebo bi se usmjeriti na veliki broj čimbenika usmjerenih na jačanje fundamentalnih tržišnih obilježja: kvaliteti regulacije, kontinuitetu tržišta, dostupnosti i pouzdanosti informacija kao i promicanje visokih standarda korporativnog upravljanja. Međutim, razvoj je moguće potaknuti i mjerama krojenim prema pojedinim tipovima i preferencijama investitora. Najvažniji od njih svakako su institucionalni investitori koji kreiraju pretežiti dio potražnje na financijskom tržištu. U nastavku će se opisati osnovne karakteristike mirovinskih fondova, osiguravajućih društava i investicijskih fondova u odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe.

3.4. TEMELJNE KARAKTERISTIKE INSTITUCIONALNIH INVESTITORA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA

Procesi rasta i razvoja institucionalnih investitora igrali su važnu ulogu u transformaciji CEE zemalja u tržišne ekonomije. Posljednja dva desetljeća inicijalni napori bili su usmjereni ka dizajniranju i postizanju svih relevantnih zakonodavnih, institucionalnih i regulatornih preduvjeta za funkcioniranje financijskih sustava tranzicijskih zemalja. Velika je odgovornost na nositeljima ekonomske politike pred koje se postavlja izazov širenja i produbljivanja sveukupnog procesa intermedijacije koji u najvećoj osiguravaju institucionalni investitori. Iz tog razloga. Mjere usmjerene na daljnji razvoj financijskih sustava trebaju biti promišljene, dalekosežne i dosljedne, a proaktivni pristup treba biti usmjeren na dovršenje privatizacije osiguravajućeg sektora, daljnjih reformi mirovinskog sustava, jačanje vlasničkih prava i zaštite potrošača, unapređenje korporativnog upravljanja te niz mjera usmjerenih na jačanje tržišta kapitala.

Harzberger i Watson (2007) kao temeljne nedostatke mirovinskog i osiguravajućeg segmenta financijskog sustava navode upravljačke i supervizorske slabosti, nedovoljnu veličinu, manjak konkurencije i nedostatak vještina managementa.

Rast aktive pod upravljanjem institucionalnih investitora u CEE ekonomijama povećao je potražnju za vrijednosnim papirima. Institucionalni investitori, od kojih su najvažniji mirovinski fondovi, osiguravajuća društva i investicijski fondovi, doprinijeli su širenju

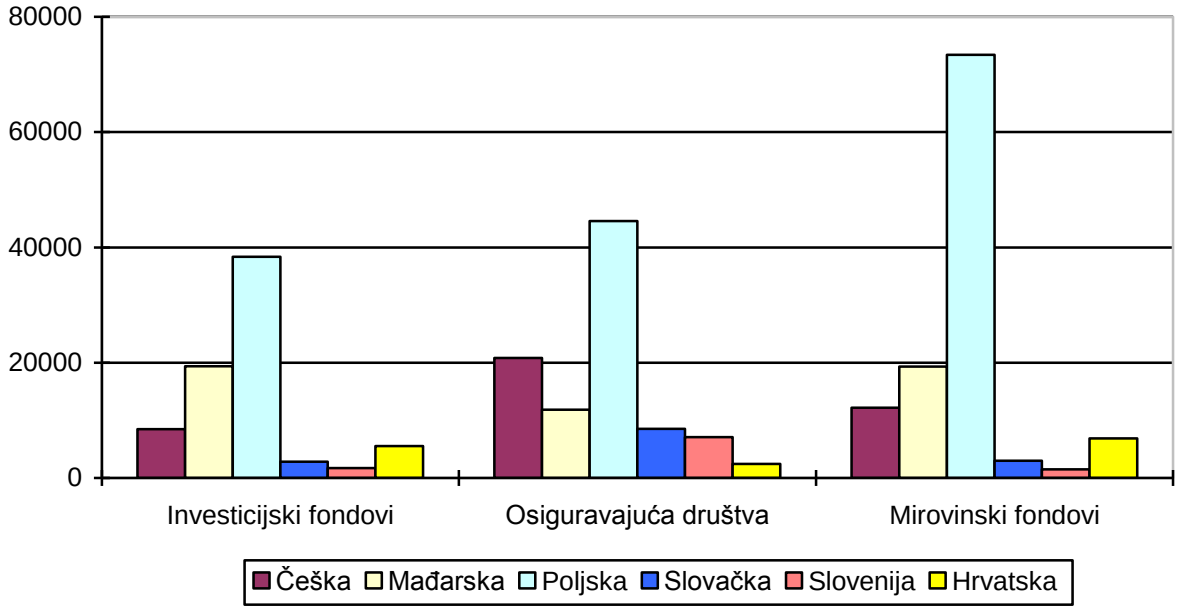
[125] Posljednjih godina sve više jačaju različiti oblici suradnje i konsolidacije burzi u tranzicijskim zemljama s onima regionalnog karaktera u zemljama razvijene tržišnih ekonomija. Primjerice, spajanje nordijskih i baltičkih burzi rezultiralo je kreiranjem regionalnog OMX tržišta. Varšavska burza je potpisala sporazum sa Euronext-om, a Bečka burza je ostvarila kooperaciju sa burzom u Budimpešti.

ulagačkih opcija za individualne investitore, jačanju konkurentnosti na tržištu i uravnoteženju bankocentričnih financijskih sustava. Pri tome se pri razmatranju ovih segmenata financijskih sustava ne pristupa izolirano već i u odnosu na odabrane razvijene zemlje. Rast je evidentan u apsolutnom povećanju ukupne aktive, ali i u njihovoj rastućoj relativnoj važnosti za cijelu ekonomiju.

Razvoj institucionalnih investitora u tranzicijskim zemljama općenito možemo podijeliti na tri glavna razdoblja. Prvo razdoblje formiranja i inicijalnog razvoja institucionalnih investitora koje je trajalo do kraja 90-tih godina, drugo razdoblje od 2000.-2007. godine koje je obilježio intenzivniji rast institucionalnih investitora i razdoblje poslije 2007. godine. Treće razdoblje bilo je određeno početkom globalne ekonomske krize. Inicijalno je kriza sa žarištem u SAD-u inficirala samo financijska tržišta, ali se vrlo brzo proširila i na ostale segmente nacionalnih ekonomija.

Veličina institucionalnih investitora u velikoj mjeri je određena i veličinom nacionalne ekonomije što je prikazano grafikonom 9.

Grafikon 9: Aktiva institucionalnih investitora u odabranim tranzicijskim zemljama u 2010. godini (mln. USD)



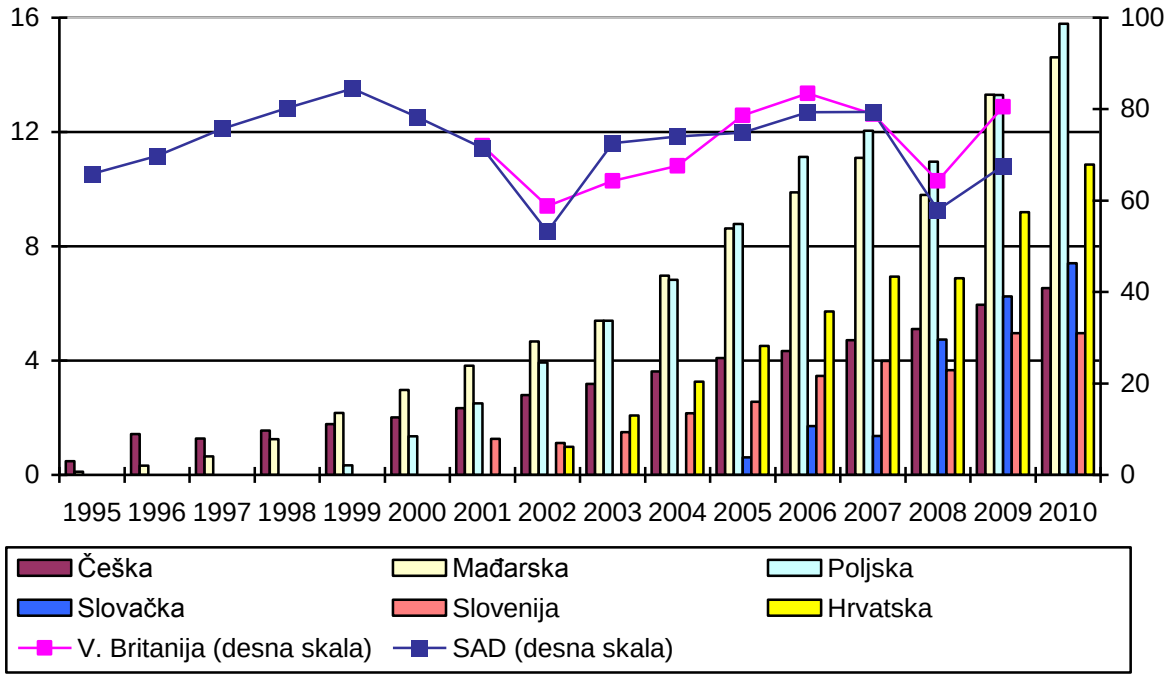
Izvor: izradila autorica prema podacima OECD (2010) i nacionalnih regulatora financijskih tržišta.

U sljedećim poglavljima razmatrati će se najznačajnije karakteristike institucionalnih investitora za odabrani uzorak europskih tranzicijskih zemalja. Razvoj navedenih institucija promatrati će se u relativnim pokazateljima s ciljem anuliranja razlika u veličini nacionalnih ekonomija.

3.4.1. Mirovinski fondovi u odabranim tranzicijskim zemljama

Tržište mirovinskih fondova najbrže je rastući segment financijskog tržišta u tranzicijskim zemljama. Razlike u rastu imovine pod upravljanjem uzrokovane su početkom i prirodom reformi, rasponom investicijskih mogućnosti i specifičnom investicijskom regulativom. Vrijedi napomenuti da je kod svih zemalja zamjetan snažan rast aktive mirovinskih fondova usporedo s uspostavom obveznog (drugog) stupa mirovinskog sustava. Navedeno potvrđuje i grafikon 10 koji ukazuje na heterogenost zemalja u razvoju mirovinskog tržišta.

Grafikon 10: Udio ukupne aktive mirovinskih fondova u GDP-u u odabranim tranzicijskim i razvijenim zemljama za razdoblje od 1995.-2010. godine



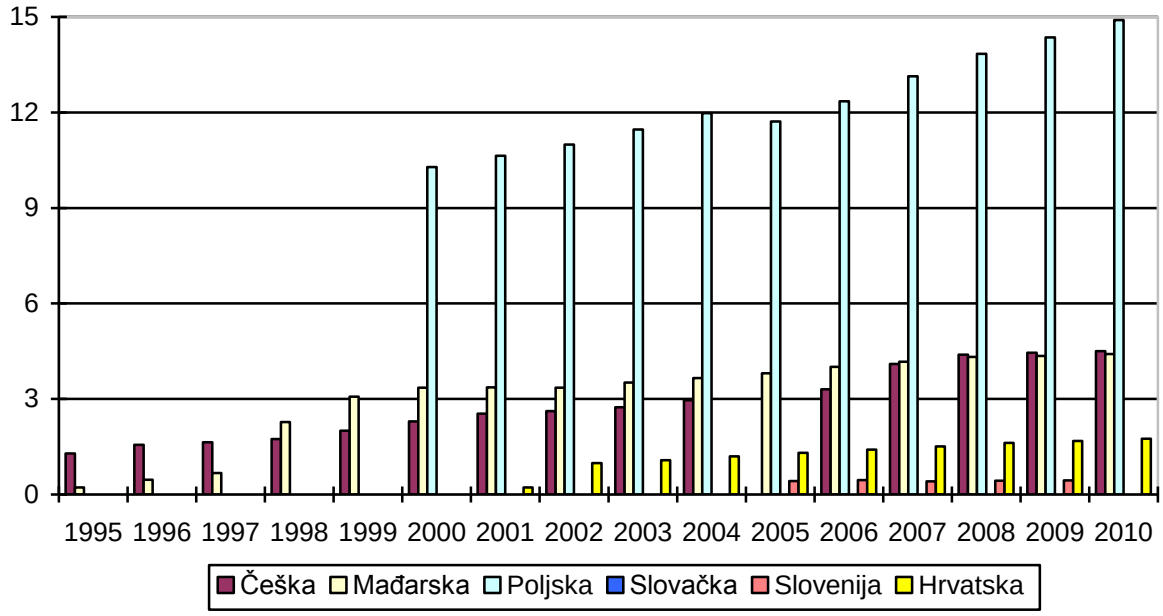
Izvor: izradila autorica prema podacima OECD 1995.-2010. i nacionalnih regulatora financijskih tržišta.

Usprkos ranim naporima pojedinih tranzicijskih zemalja u oblikovanju mirovinskih sustava kapitalizirane štednje i značajnom rastu imovine pod upravljanjem, tranzicijske zemlje još uvijek uvelike zaostaju za referentnim razvijenim zemljama. Može se primijetiti da zemlje koje su se odlučile na uvođenje obvezne mirovinske štednje ostvaruju najveći rast ukupne aktive pod upravljanjem. Najveći udio aktive u ostvarenom BDP-u ostvarile su Poljska i Mađarska, koje su ujedno i prve tranzicijske zemlje koje su krenule u sveobuhvatne mirovinske reforme krajem 90-tih godina. Slijedi ih Hrvatska, a od ostalih zemalja posebno se izdvaja Slovačka zbog ubrzanog rasta imovine od 2005. godine kada se je kao posljednja od tranzicijskih zemalja odlučila na uvođenje obvezne kapitalizirane štednje.

U većini zemalja dobrovoljna štednja u mirovinskim fondovima nije polučila očekivane rezultate usprkos državnim poticajima koje su uvele sve promatrane zemlje (porezne olakšice za radnike ili poslodavce). Najmanje članova u apsolutnom iznosu privukli su fondovi Slovačke, Slovenije i Hrvatske koje se izdvajaju i kao najmanje ekonomije iz uzorka s najmanje stanovnika. Iz tog razloga pokazatelj broja članova je koristan samo kao reprezentant veličine navedenih tržišta, ali ne i njihove razvijenosti.

Broj članova u mirovinskim fondovima ostvaruje stabilan rast s obzirom temeljne postavke mirovinske reforme, posebno u onim zemljama koje su se odlučile na uvođenje obvezne kapitalizirane štednje. Sagledavajući podatke prikazane u grafikonu 11 posebno se izdvaja Poljska kao ekonomija s najviše članova s obzirom da je riječ o najvećoj ekonomiji iz uzorka.

Grafikon 11: Broj članova mirovinskih fondova u odabranim tranzicijskim zemljama za razdoblje od 1995.-2010. godine (u mil.)



Izvor: izradila autorica prema podacima OECD 1995.-2010. i nacionalnih regulatora financijskih tržišta.

Rapidan rast mirovinske aktive daleko nadmašuje rast lokalnih tržišta kapitala i naglašava potrebu za razvojem dubljih i likvidnijih tržišta vrijednosnih papira. Bakker i Gross (2004) naglašavaju značajan rizik portfolija mirovinskih fondova europskih tranzicijskih zemalja. Portfolija su koncentrirana (a ne diverzificirana) na ulaganja u nisko prinosne depozite, mali broj korporativnih vrijednosnih papira, državne obveznice i nelikvidno tržište nekretnina. Navedeno potvrđuje i tablica 16.

Tablica 16: Struktura ulaganja mirovinskih fondova u odabranim tranzicijskim zemljama za 2005. i 2009. godinu (u %)

	Obveznice javnog i privatnog sektora		Gotovina i depoziti		Dionice		Nekretnine		Investicijski fondovi		Ostalo	
	2005	2009	2005	2009	2005	2009	2005	2009	2005	2009	2005	2009
Češka	80,30	80,48	8,21	10,17	7,48	1,62	0,92	0,96	0,00	3,20	3,09	3,57
Mađarska	75,55	56,83	1,41	2,49	7,83	10,76	0,18	0,23	8,95	27,29	6,08	2,40
Poljska	63,10	66,53	4,11	2,32	31,82	30,21	0,00	0,00	0,54	0,64	0,43	0,30
Slovačka	11,23	68,42	81,86	29,19	6,26	0,19	0,00	0,00	0,00	0,71	0,65	1,49
Slovenija	78,43	64,30	13,41	19,83	3,03	2,87	0,00	0,00	5,03	7,84	0,10	5,16*
Hrvatska	79,00	65,46	3,96	5,51	3,90	15,91	0,00	0,00	9,85	6,18	3,29	6,94

*Napomene: * udjel za 2009. uključuje 3,96% zajmova.*

Izvor: izradila autorica prema podacima OECD 1995.-2010.; podaci za Hrvatsku prema HANFA, Struktura ulaganja ukupne imovine obveznih mirovinskih fondova.

Najveći dio ulaganja odnosi se na domaće državne obveznice i neaktivnu *buy and hold* strategiju, dok se na inozemna ulaganja odnosi manje od 10% udjela u svim promatranim zemljama. Prikazana struktura ulaganja uzrokuje visoku izloženosti domaćem tržištu i značajan politički rizik. Ujedno je državni dug izuzetno osjetljiv na monetizaciju do koje može doći uslijed inflacije i s ciljem reduciranja duga. S obzirom na dugi investicijski horizont bilo bi oportuno (s gledišta članova) podići investiranje u dionice i investicijske fondove te diverzifikaciju proširiti i na tržišta izvan nacionalnih okvira.

Jedan od problema povezanih sa strukturom ulaganja mirovinskih fondova odnosi se na karakteristike nedovoljno razvijenih financijskih tržišta tranzicijskih zemalja. Pokazalo se da naglo rastuća imovina fondova nije uravnotežena s adekvatnom ponudom financijskih instrumenata. Ovo je u većini zemalja dovelo do efekta „napuhavanja“ tržišta i potrebe da se ulaganja više usmjere na inozemna tržišta ili da se domaća tržišta u većoj mjeri otvore inozemnom kapitalu. Ipak, diverzifikacija portfolija nije se razvijala u tom smjeru i struktura ulaganja i dalje je ostala konzervativna.

Portfolio mirovinskih fondova u svim tranzicijskim zemljama odražava visoku osjetljivost na rizik, s obzirom na činjenicu da je strukturiran konzervativnije i od samih limita određenim strogom zakonskom regulativom, a što je rezultiralo ponašanjem koje odudara od temeljnih premisa mirovinskih reformi. Kvantitativna ograničenja ulaganja za sve tranzicijske zemlje značila su i ograničenje poticaja razvoju nacionalnih tržišta kapitala koja su se trebala ostvariti uvođenjem sustava kapitalizirane štednje. Štoviše, stroga regulacija ulaganja ne potiče institucionalne investitore na postizanje viših prinosa uz niži rizik, smanjuje se kompetitivnost sudionika na tržištu i usporava razvoj mirovinskih fondova. U širem kontekstu, dolazi do neefikasne alokacije kapitala i zaostajanja u ekonomskom razvoju i zaposlenosti. Primjerice, limiti na ulaganja u

dionice i rizični kapital neće doprinijeti razvoju malog poduzetništva koje generira novo zapošljavanje. Vrijedi napomenuti da su kvantitativna ograničenja ulaganja opravdana u slučajevima kada fond manageri i regulatori nemaju dovoljno iskustva, a tržišta su nerazvijena i volatilna te otvorena manipulacijama. S razvojem tržišta, regulacija bi trebala postati liberalnija. U tom smislu, moguće je opravdati konzervativnu alokaciju aktive, s naglaskom na jačanje diverzifikacije u narednim razdobljima.

Osim investicijskih ograničenja, većina tranzicijskih zemalja je uvela i dodatne mjere u i cilju očuvanja štednje za mirovinu. Primjerice, definirani su minimalni garantirani povrati na uložena sredstva (primjer Češke), kao i obveze fond managera za redovitom objavom performansi i tržišne vrijednosti aktive fondova (Iorgova i Ong 2009). Chan-lau (2005) ističe da su te mjere potaknule fond managera na ulaganja s kraćim horizontom ulaganja od optimalnih kao primjerice u Mađarskoj i Poljskoj. Također su potaknule ponašanje „krda“, odnosno odabir slične strategije alokacije portfolija s ciljem minimaliziranja mogućnosti ostvarenja lošijih performansi od konkurencije.

S obzirom na brzi rast imovine mirovinskih fondova postavlja se pitanje mogućnosti zadovoljenja potražnje mirovinskih fondova i pritiska na cijene, s obzirom na skromne mogućnosti domaćih, tranzicijskih tržišta kapitala. Holzman i dr. (2008) ističu da ne postoje jaki dokazi u promjenama u kretanju cijena prije i nakon provođenja mirovinske reforme. Nastavno, rast aktive mirovinskih fondova u odnosu na tržišnu kapitalizaciju dionica i volumen bankovnih depozita još uvijek predstavlja malu veličinu u odnosu na razvijene zemlje.[126] Sukladno rečenom, mirovinski fondovi u tranzicijskim zemljama još se uvijek nisu „preplavili“ financijska tržišta, a u budućnosti se očekuje značajnije okretanje ulaganjima na velika i zrela tržišta kapitala razvijenih zemalja EU.

Nedostaci koji se pripisuju djelovanju mirovinskih fondova na tranzicijskim tržištima su sljedeći (Simoneti i dr. 2003, str.122):

1. Niska stopa povrata (pa čak i negativnih prinosa);
2. Visoke naknade i troškovi sustava;
3. Kratak investicijski horizont ulaganja (koji odudara od potreba članova);
4. Konflikt interesa članova fonda i managementa s obzirom na njihove različite ciljeve i očekivanja (visoki troškovi upravljanja, neadekvatna struktura ulaganja i sl.);
5. Visoka koncentracija mirovinskih društava (koja iziskuje borbu protiv netržišnih postupaka).

Usprkos navedenim nedostacima, u sljedećem kratkoročnom razdoblju glavni faktori koji će determinirati rast mirovinske štednje biti će usmjereni na nezustavljiva nepovoljna demografska kretanja te kretanje dohotka i ostalih ekonomskih performansi nacionalnih

[126] Primjerice, podaci o 2006./2007. godini govore o 16% udjela za tranzicijske zemlje i 22 % udjela za razvijene zemlje. Omjer se izračunava kao kvocijent aktive mirovinskih fondova i zbroja tržišne kapitalizacije i bankovnih depozita. Više vidjeti u EBRD 2009.

ekonomija. Sumirajući navedeno, može se zaključiti da će obvezni mirovinski fondovi u budućnosti igrati glavnu ulogu na tranzicijskim tržištima kapitala odnosno očekuje se daljnji rast imovine pod upravljanjem obveznih mirovinskih fondova te stagnacija dobrovoljne štednje u mirovinskom sustavu.

1.4.2. Osiguravajuća društva u odabranim tranzicijskim zemljama

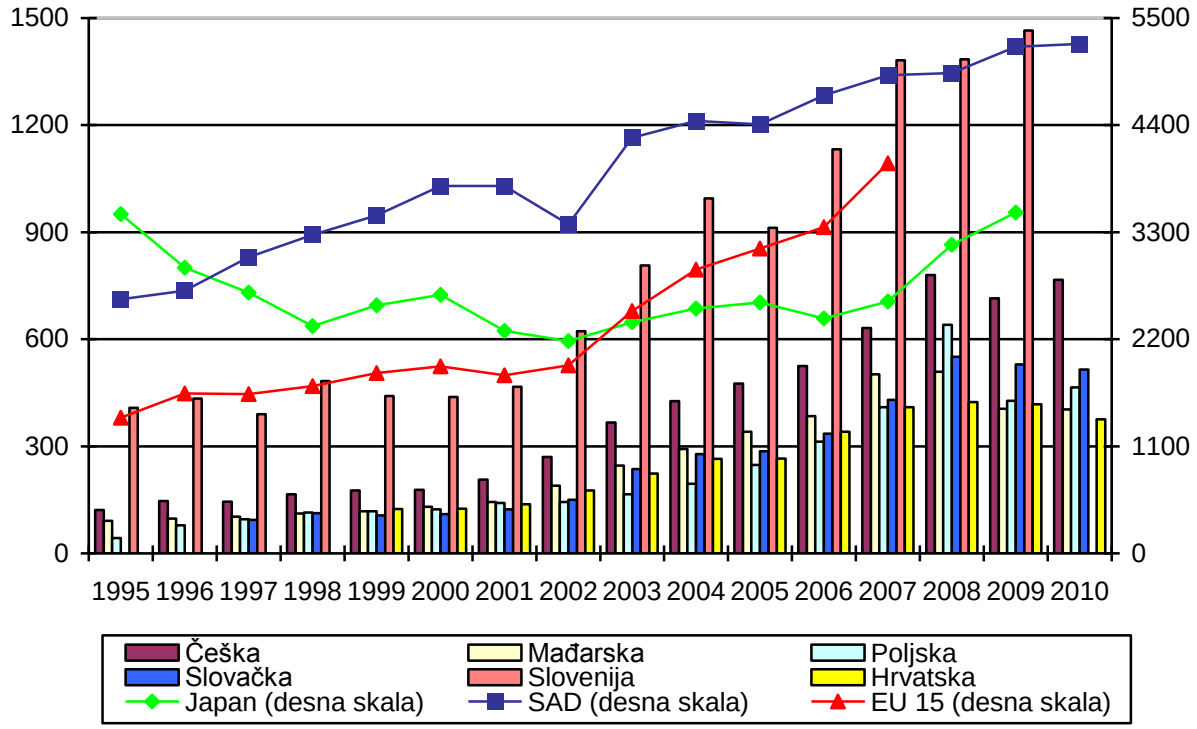
Aktiva osiguravajućih društava predstavlja važan dio ulaganja na tržištu kapitala. Uz mirovinske fondove riječ je o ulaganjima s najdužim horizontom ulaganja, obično s dospijećem preko 10 godina.

U analizi razvijenosti sektora osiguranja u odabranim tranzicijskim zemljama koristiti će se sljedeći pokazatelji:

1. Gustoća osiguranja – ukupne premije osiguranja po stanovniku;
2. Penetracija osiguranja – relativni udio ukupnih premija osiguranja u BDP-u;
3. Razvijenost strukture portfolija – udio životnog osiguranja (u %) u ukupnoj premiji.

Sektor osiguranja u tranzicijskim zemljama pokazuje znatno zaostajanje za starim članicama EU, Japanom i SAD-om. Razlika je najveća analizirajući tržište posredstvom prvog pokazatelja. Kretanje premija po stanovniku tijekom promatranog razdoblja prikazano je podacima u grafikonu 12. Gustoća osiguranja u najvećoj mjeri zavisi od životnog standarda čime se djelomično objašnjava višestruko manje vrijednosti pokazatelja za tranzicijske zemlje u odnosu na odabrane razvijene zemlje. Slovenija je zemlja koja se je najviše približila prosjeku razvijenih zemalja i postigla 2-3 puta veće vrijednosti premija po stanovniku u odnosu na ostale promatrane CEE zemlje. Najmanji interes stanovništva i privrede za navedenu ulagačku opciju prisutan je u Poljskoj i Hrvatskoj.

Grafikon 12: Gustoća osiguranja za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine (US $/stanovniku)

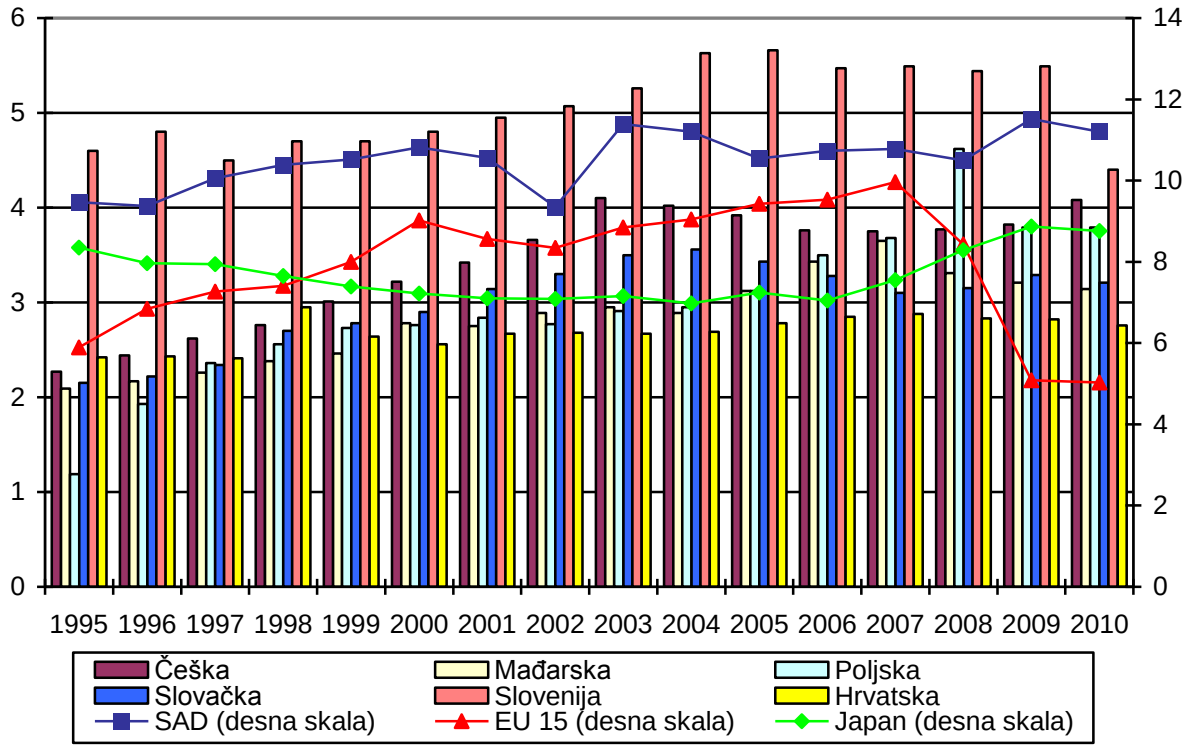


Izvor: izradila autorica prema podacima OECD 1995-2010; nacionalnih centralnih banaka i nacionalnih regulatora financijskih tržišta

Važnost osiguranja za ukupnu nacionalnu ekonomiju predstavljen je indikatorom penetracije osiguranja. Relativni udio ukupne premije osiguranja u ukupnoj ekonomskoj aktivnosti raste s porastom dohotka nacionalne ekonomije. Empirijska istraživanja su pokazala da je značajnija korelacija penetracija životnog osiguranja, s obzirom na njegovu veću elastičnost prema dohotku stanovništva (Beck i Demirgüç-Kunt 2009).

Grafikon 13 prikazuje dinamiku penetracije ukupnog osiguranja za odabrane zemlje. Posebno se ističe Slovenija kao najrazvijenija od promatranih zemalja čiji su pokazatelji u određenim slučajevima i gotovo dvostruko veći od ostalih zemalja. Slijede je Češka i Poljska, dok je Hrvatska najlošije rangirana zemlja iz uzorka. Sve zemlje su u promatranom razdoblju ostvarile rast promatranog pokazatelja, s izuzetkom 2008. i 2009. godine. Navedeno razdoblje bilo je izrazito nepovoljno za osiguratelje ne samo zbog pada prihoda i porasta troškova prouzročenih globalnom financijskom krizom već i uslijed porasta potraživanja po osnovi prirodnih katastrofa. Posljedice navedenih događaja najviše su se odrazile na stare članice EU za koje je zabilježen pad penetracije od čak 50%.

Grafikon 13: Pokazatelj penetracije osiguranja za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine (u %)

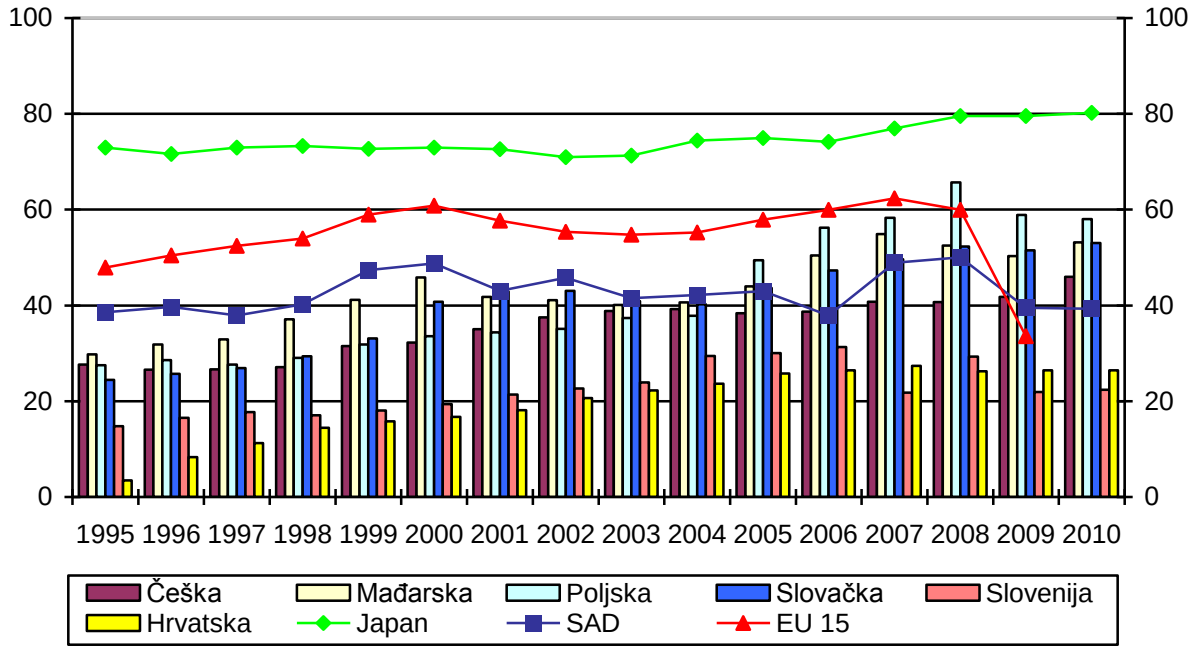


Izvor: izradila autorica prema podacima OECD 1995.-2010.; za Sloveniju od 1995.-2001. prema podacima CEA 1995.-2001.

Udio životnog osiguranja u ukupnom tržištu osiguranja treći je pokazatelj i predstavljen je grafikonom 14. Udio životnog osiguranja u promatranom razdoblju ostvario je stabilan rast. Za razliku od zrelih tržišta razvijenih zemalja, u promatranim tranzicijskim zemljama udio životnog osiguranja još se uvijek kreće ispod 50%. Poljska je zemlja s najvećim udjelom životnog osiguranja te je 2009. godine ostvarila bolji rezultat i od SAD-a i EU-15. Mađarska i Slovačka su zemlje s nepovoljnijom strukturom portfolija. Najlošije performanse u segmentu životnog osiguranja ostvaruju tržišta Slovenije i Hrvatske uz stagnaciju životnog osiguranja posljednjih 5 godina. Usprkos lošijem omjeru životnog i neživotnog osiguranja, Slovenija se može izdvojiti kao najrazvijenija zemlja iz uzorka s obzirom na ostale pokazatelje. Razlozi za zaostajanje ostalih zemalja nalaze se u nižem životnom standardu građana i dugogodišnjim većinskim državnim udjelima u vlasništvu osiguravajućih društava (osim Poljske).

U godinama financijske krize životno osiguranje u razvijenim zemljama ostvarilo je oštar pad dok se je kod tranzicijskih zemalja iskazala znatno manja elastičnost osiguranja života. Iz navedenog proizlazi zaključak o nerazvijenom tranzicijskom tržištu osiguranja koje ne odgovara u punoj mjeri izazovima iz okruženja i koje još uvijek ne prepoznaje životno osiguranje kao investicijski proizvod. Također, ne postoji ni adekvatna povezanost s kretanjima na tržištu kapitala.

Grafikon 14: Udio životnog osiguranja u ukupnoj premiji za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine (%)



Izvor: izradila autorica prema podacima OECD 1995.-2010.; za Hrvatsku korišteni podaci Olgić Draženović 2007; HANFA, A-4 Zaračunata bruto premija.

Industriju osiguranja u promatranim tranzicijskim zemljama karakteriziraju kompozitne osiguravajuće kompanije, koje nude neživotno i životno osiguranje. Vlasništvo osiguravajućih kompanija je uz izuzetak Slovenije, pretežito inozemno. Tržišta osiguranja u CEE zemljama su koncentrirana s blagom tendencijom pada. U svim zemljama iz uzorka udjel prvih 5 osiguranja prelazi 60%.

Poticaj razvoju osiguranja u tranzicijskim ekonomijama učinjen je uvođenjem sustava privatnog zdravstvenog osiguranja. U budućem srednjoročnom razdoblju očekuje se blagi rast tržišta osiguranja uslijed faktora: rasta dohotka stanovništva, nastavkom programa edukacije i upoznatosti stanovništva s proizvodima osiguranja s naglaskom na životni segment, starenjem stanovništva i prihvaćanjem životnog osiguranja kao jednog od aspekata sigurnosti u mirovini i predstojećim razvojem hipotekarnog tržišta. Kratkoročno, u većini zemalja izgledna je stagnacija razvoja s obzirom na nepovoljne performase promatranih ekonomija prouzročenih financijskom krizom.

3.4.3. Investicijski fondovi u odabranim tranzicijskim zemljama

Razvoj investicijskih fondova u CEE zemljama bio je vrlo dinamičan i nepredvidiv. U većini tranzicijskih zemalja razvoj fondovske industrije bio je potaknut procesom kuponske privatizacije. S obzirom na zakonsku regulativu koja u nekim zemljama nije ni postojala ili je bila neadekvatna, investicijski fondovi su se osnivali u vrlo pogodnom liberalnom okruženju bez strogo propisanih uvjeta osnivanja i poslovanja. Rezultat slabe regulative tržišta bila je zlouporaba prava manjinskih dioničara i gotovo nepostojeće

korporativno upravljanje. Do kraja prvog desetljeća tranzicijskog razdoblja u većini tranzicijskih zemalja PIF-ovi su se transformirali u holding kompanije ili u regulirane investicijske fondove usporedo s dovršenjem regulatornog režima i institucionalne infrastrukture. Od 2000. nastupio je ubrzan rast ovih institucionalnih investitora, ali iz vrlo niske baze uz ograničenje nedostatka tradicije ulaganja u navedenu opciju ulaganja.

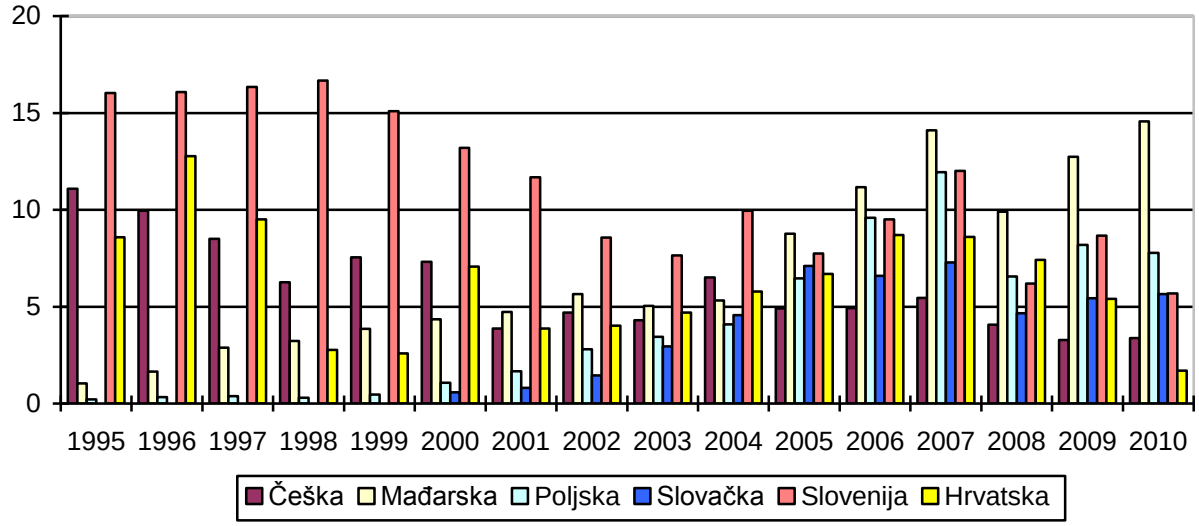
Mađarska je bila prva od promatranih tranzicijskih zemalja koja je zakonski definirala poslovanje investicijskih fondova još 1991. godine, ali ipak nije intenzivnije sudjelovala u kuponskoj privatizaciji. Zakonodavni okvir i praksa fondovske industrije danas je gotovo potpuno usklađen s regulativom EU.

Razvoj investicijskih fondova u Poljskoj može se podijeliti u dvije faze. Prva je trajala od osnivanja prvog fonda 1992. godine i bila obilježena jakom ovisnošću vrijednosti neto imovine investicijskih fondova o stanju na burzi. Druga faza počela je 2000. godine kada je uvođenjem poreznih olakšica došlo do značajnog rasta imovine i bila pojačana sljedeće godine najavom o uvođenju poreza na kapitalni dobitak od 19%.

U Češkoj, Slovačkoj i Hrvatskoj razvoj investicijskih fondova bio je usko povezan s kuponskom privatizacijom. Fondovi su imali veliku ulogu u promociji tržišta kapitala i financijskih institucija, jer većina građana koji su došli u posjed vrijednosnih papira nisu imali iskustva s investiranjem i procesima na financijskim tržištima. Ipak, nedorečenost zakona i propusti u regulativi omogućili su osnivačima fondova prostor za malverzacije i negativno obilježili ovo razdoblje. PIF-ovi su bili fondovi zatvorenog tipa i u procesu konsolidacije su do danas prestali egzistirati. Posljednjih 10 godina, prema ukupno prikupljenim sredstvima, dominantnu ulogu u fondovskoj industriji imaju domaći investicijski fondovi otvorenog tipa, kao i u razvijenim zemljama.

Značaj fondovske industrije CEE ekonomija zorno je prikazan grafikonom 15.

Grafikon 15: Udio aktive investicijskih fondova u GDP-u za odabrane tranzicijske zemlje u razdoblju od 1995.-2010. godine (%)



Izvor: izradila autorica prema podacima OECD 1995.-2010.; za Hrvatsku korišteni podaci Olgić Draženović 2007; HANFA, B-2 Neto imovina investicijskih fondova.

Do 2000. godine najveći udio aktive u BDP-u iskazala su tržišta investicijskih fondova u Sloveniji, Češkoj i Hrvatskoj što korespondira s počecima djelovanja PIF-ova i procesa kuponske privatizacije. Ostale zemlje slijedile su uravnotežen i stabilan razvoj fondovske industrije koja je prekinuta globalnom financijskom krizom od 2008. godine. Od 2009. godine, u većini promatranih zemalja, bilježi se polagan oporavak tržišta i rast udjela aktive. Prema općoj gospodarskoj važnosti fondova, odnosno udjelu imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u, Hrvatska ne zaostaje za tranzicijskim zemljama koje su ušle u prvi krug proširenja EU.

U narednom razdoblju očekuje se razvoj modernih proizvoda investicijskih fondova (kao što su fondovi fondova, hedge fondovi i dr.), a glavne sile promjena strukture proizvoda bit će ekonomski rast i unapređenje znanja o investicijskim fondovima (Šonje 2005, str. 106).

3.5. KOMPARATIVNA ANALIZA REGULACIJSKIH OKVIRA TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNIH INVESTITORA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA

Trend konsolidacije različitih financijskih sektora, stvaranje novih i kompleksnih financijskih institucija, kao i suvremeni procesi globalizacije i liberalizacije tržišta vodile su ka kreiranju financijskih konglomerata. U slučaju financijskih nestabilnosti financijskih grupa na vidjelo izlazi visoki rizik "zaraze" koji može ugroziti cijeli nacionalni financijski sustav, ali i one u povezanom okruženju. Očuvanje stabilnosti financijskih sustava od krucijalne je važnosti u uvjetima nadnacionalnih struktura kakva je i EU, a posebno u ranjivim i mladim tranzicijskim zemljama sastavnicama.

Uz različite ciljeve nadzora i tradicionalni sektorski pristup superviziji, legislativa EU početkom prošlog desetljeća nije udovoljavala zahtjevima nove financijske arhitekture. Prvi korak ka primjerenijoj superviziji učinjen je 1999. godine donošenjem Akcijskog plana za financijske usluge (engl. *Financial Services Action Plan-FSAP*). Europska komisija navedenim dokumentom definirala je temeljni cilj integracije jedinstvenog tržišta za financijske usluge do 2005. godine.[127] Ključni dio FSAP-a čine direktive i uredbe s područja tržišta financijskih instrumenata, zlouporabe tržišta, izdavanja vrijednosnih papira i transparentnosti izdavatelja vrijednosnih papira.[128] Navedeni deficit u regulatornom režimu heterogenih financijskih grupa prevladan je propisivanjem Direktive 2002/87/EC. Ista je predstavljala prvu sveobuhvatnu implementaciju međunarodnih preporuka za superviziju financijskih konglomerata koja je dogovorena od članica G-10 skupine. Direktiva 2002/87/EC definira dodatnu superviziju kreditnih institucija, osiguravajućih društava i investicijskih tvrtki udruženih u financijski konglomerat s težištem na:

1. prevenciju multipliciranja prijenosa vlastitih sredstava i pribavljanjem sredstava unutar grupe dužničkim izdanjima kompanije "majke" (engl. *capital leveraging*);
2. jačanje kooperacije i razmjene informacija između tijela za superviziju odnosno osnivanje jedinstvene supervizorske agencije zadužena za cjelovitu superviziju konglomerata;
3. limitiranje transakcija unutar grupe, adekvatni interni kontrolni mehanizmi i primjereni procesi upravljanja rizicima.

Slijedeća prekretnica u evoluciji europske supervizije definirana je u siječnju 2011. godine kao odgovor na izazove globalne financijske krize. S radom su započele tri nove supervizorske institucije odgovorne za pojedine segmente financijskog sustava EU[129] (ECB 2010, p. 5): Europska agencija za bankarstvo (engl. *European Banking Authority-EBA),* Europska agencija za osiguranje i dobrovoljne mirovinske fondove *(engl. European Insurance and Occupational Pensions Authority-EIOPA) i* Europska komisija za vrijednosne papire *(engl. European Securities and Markets Authority-ESMA*). Navedene pan-europske institucije djeluju s ciljem konvergencije supervizorskih praksi

[127] Prva prekretnica u stvaranju jedinstvenog financijskog tržišta učinjen je 1996. godine Direktivom o investicijskim uslugama (engl. *The Investment Services Directive*-ISD). Direktivom 93/22/EEC je osmišljen učinkovit režim jedinstvene putovnice (engl. *Single passport)* koji reguliranim tržištima kapitala u EU omogućuje daljinsko članstvo u drugim zemljama EU bez stjecanja odobrenja izdanih od inozemnih tržišnih regulatora.
Direktiva o tržištima financijskih instrumenata 2004/39/EC (engl. *Markets in Financial Instruments Directive*-MiFID) investicijskim društvima omogućava pružanje usluga u okviru EU uz jamstvo visoke razine zaštite investitora. MiFID pruža mogućnost jedinstvene putovnice za veći broj različitih financijskih instrumenata i usluga te se za razliku od ISD odnosi i na neregulirane burzovne transakcije (prema Haas 2007).

[128] FSAP je znatno pridonio i kvaliteti izvještavanja i objave financijskih informacija za sva poduzeća čijim se vrijednosnim papirima javno trguje. Pravila izvještavanja, u skladu s FSAP-om, podrazumijevaju usvajanje jedinstvenih računovodstvenih standarda (engl. *International Financial Reporting Standards* – IFRS).

[129] Zajednički naziv za tri nove institucije je *European Supervisory Authorities* (ESA).

te jačanja i ubrzanja razmjene informacija o djelovanju financijskih institucija izvan državnih granica.

Novi supervizorski okvir dovršen je osnivanjem nezavisnog Europskog odbora za sistemske rizike (engl. *European Systemic Risk Board-ESRB)* odgovornog za makroekonomski nadzor te prevenciju i/ili ublažavanje sistemskih rizika u financijskom sustavu.

Prihvaćeni modeli supervizije EU financijskih sustava, znatno se razlikuju među zemljama članicama. Prema ECB (2006; 2010) razlikuju se tri osnovna modela supervizije:

1. Model jedinstvenog regulatora (potpuna konsolidacija): nadzor ukupnog financijskog tržišta u ingerenciji je jedne institucije koja uključuje funkcije prudencijalne kontrole i zaštite investitora. Navedeni model prihvatile su Austrija (2002.), Belgija (2004.), Danska (1988.), Estonija (1999.), Finska (1993.), Norveška (1986.), Njemačka (2002.), Švedska (1991.) i Velika Britanija (1997.). Irska je 2003. ovlasti za regulaciju i nadzor prenijela na nacionalnu središnju banku.

2. Dvostruki model regulacije (engl. *Twin peaks model*) – odgovornost je alocirana temeljem supervizorskih ciljeva. Prudencijalna supervizija cjelokupnog financijskog sustava (u domeni centralne banke) i poslovna regulacija povjerena je različitim institucijama. Navedeni model je primijenjen u Nizozemskoj (2004.) i Francuskoj (2010.).

3. Treći model nije predvidio konsolidaciju regulacijskih struktura i zadržao se je sektorskom pristupu s više supervizora. Svaki segment financijskog tržišta (bankarstvo, osiguranje i tržište kapitala) pod nadzorom je jedne institucije: Cipar, Grčka, Španjolska. Italija i Portugal primijenile su kombinaciju sektorskog i "*twin peaks*" modela.

Istraživanje ECB-a (2006, 2010) kojim je prikazan razvoj supervizorskih struktura u zemljama EU potvrđuje "napuštanje" sektorskog modela i dominaciju jedinstvenog nadzornog režima[130], uz tendenciju jačanja uloge središnjih banaka u supervizorskim aktivnostima usmjerenim na cijeli financijski sustav. U razvijenim EU zemljama evidentan je i rastući trend implementiranja tzv. "*twin peaks*" modela kojim se naglašava informacijska sinergija djelovanja centralnog bankarstva i funkcije prudencijalne supervizije (ECB 2010, str. 5). Promjene u strukturi primijenjenih modela za sve zemlje EU zorno prikazuje tablica 17.

[130] Zemlje sjeverne Europe bile su predvodnice konsolidacijskih procesa: Norveška (1986.), Danska (1988.), Švedska (1991.), Finska (1993.). Više o regulatornim modelima u nordijskim zemljama u Prohaska i Olgić Draženović 2005.

Tablica 17: Promjene u supervizorskim strukturama zemalja članica EU od 2003.-2010. godine

Zemlja / model[1]	Sektorski model	"Twin peaks" model	Jedinstveni model supervizije	Broj institucija odgovornih za superviziju (promjene masno otisnute)[2]	Središnja banka ima supervizorske odgovornosti ili zadatke (promjene masno otisnute)[3]	Nove odgovornosti za nacionalne središnje banke 2006-2010[7]
Belgija (planirano)	x →→	→→ x<═══	→→ x ═══x	1 **(->2)**	**X (CB B O)**	planirano
Bugarska	x			2	X (CB B)	
Češka	x →→	→→	→→ x	1	X (CB Sve)	
Danska			x	1		
Njemačka (planirano)	x------	--------	------->x	1	X[4] **X (CB B)**	planirano
Estonija	x-----	--------	------->x	1		
Grčka (planirano)	x			3 (->2)	X (CB B) **X (CB B O)**	planirano
Španjolska	x			3	X	
Francuska	x═══	═══>x				
Irska	x------	-------	------>x	1	X (CB Sve)	x
Italija	x	x		4	X (CB B)	x
Cipar	x			4	X (CB B)	
Latvija	x-----	--------	----->x	1		
Litva (planirano)	x x═══	═══════	═ > x	3 **(->1)**	X (CB B) **X (CB Sve)**	planirano
Luksemburg	X			**2->3**	**X [5](CB Sve)**	x
Mađarska	x----	--------	----->x	1		
Malta	x-----	--------	----->x	1		
Nizozemska	x-----	------>x		2	X (CB Sve)	
Austrija	x------	--------	----->x	1	X[6] **(CB B)**	x
Poljska	x →→	→→	→→ x	1		
Portugal (planirano)	x x═══	x ═══>x		3 **(->2)**	X (CB B) **X (CB Sve)**	x planirano
Rumunjska	x			4	X (CB B)	
Slovenija	x		x	3	X (CB B)	
Slovačka	x →→	→→	→→ x	1	X (CB Sve)	
Finska	x═══	═══════	═ >x	2->1		
Švedska			x	1		
V. Britanija (planirano)	x-----	--------- x<═══	---->x ═══x	1 2	X (CB B O)	x planirano

Napomene:

1.U cilju prikazivanja evolucije strukture supervizije u svakoj zemlji, koriste se sljedeći grafički simboli:

═══════> predstavlja promjene nakon rujna 2006.

→→→→→→ predstavlja promjene od lipnja 2003. do rujna 2006.

----------> predstavlja promjene od siječnja 2000. do lipnja 2003.

2. Supervizorske institucije ovlaštene za donošenje odluka u njihovoj domeni odgovornosti.
3. Stupac uključuje centralne banke sa specifičnim supervizorskim odgovornostima i ukazuje na povezane sektore odgovornosti (B=banke, O=osiguranje, Sve=svi sektori).
4. Njemačka centralna banka ovlaštena je za kontinuirani monitoring institucija.

5. Centralna banka Luksemburga ovlaštena je za prudencijalnu superviziju likvidnosti tržišta i tržišnih operatora svih financijskih sektora.
6. Austrijska centralna banka i institucija za nadzor financijskih tržišta imaju zajedničku odgovornost za superviziju banaka.
7. U Portugalu je 2008. pojačana snaga i odgovornost centralne banke u superviziji poslovanja kreditnih institucija i financijskih kompanija. Iste godine, Italija je osnovala nezavisnu jedinicu nacionalne centralne banke (engl. *Financial Intelligence Unit*). Irska je 20110. godine utvrdila zakonodavni okvir za reintegraciju financijske regulacije u centralnu banku.

Izvor: ECB 2010, str. 6.

Efikasan nadzor i kontrola financijskih tržišta i institucija od izuzetne je važnosti u zemljama sa slabije razvijenim financijskim i pravnim sustavima, kao što su tranzicijske zemlje. Razvoj regulacijskih okvira financijskih tržišta i institucija u CEE zemljama možemo podijeliti na dva temeljna razdoblja:

1. inicijalno kreiranje regulatornih režima od 1990.-tih godina,
2. prilagođavanje i promjene u regulatornim režimima od 2000. godine na dalje.

Prvo razdoblje bilo je uvelike određeno odabranim privatizacijskim metodama i pristupom u kreiranju financijskih tržišta. Drugi snažan impuls za brzu prilagodbu i oblikovanje regulatornih okvira za sve CEE zemlje bila je agenda pristupanja u EU. Tranzicijski procesi i pripreme za članstvo u EU ubrzale su prilagodbu zakonodavnih okvira standardima EU. Drugim riječima, postojeći sustav supervizije i nadzora u EU za tranzicijske zemlje je imao ulogu referentnog sustava.[131]

Snažna dinamika promjena regulacijskih okvira većine CEE zemalja posebno je izražena posljednjih desetak godina. Osnovni cilj je jačanje efikasnosti postojećih regulacijskih okvira radi očuvanja stabilnosti nacionalnih financijskih sustava. Potreba za jačanjem nacionalnih supervizorskih struktura javila se kao odgovor na intenzivne promjene u tranzicijskim financijskim sustavima usmjerene na dva značajna procesa.

Prvo, financijske institucije i tržišta se konsolidiraju i umrežavaju odnosno raste trend konglomerizacije financijskog sustava. Izvorište navedenih promjena u postojećim režimima regulacije i nadzora proizlazi iz rastuće horizontalne integracije tržišta kapitala, bankovnog tržišta i tržišta osiguranja, kao i sve jače povezanih i sofisticiranih proizvoda i instrumenata. Efekt zamućenja (engl. *blurring effect*)[132] dovodi do krize tradicionalnog sektorskog pristupa superviziji koji otežano nadgleda sve poslovne segmente kompleksnih financijskih institucija.

[131] EU je potrebu za brzim kreiranjem supervizorskih struktura naglasila 1995. godine u Bijeloj knjizi (engl. *White Paper*) - mjere u prvoj fazi za područja bankarstva i tržišta kapitala. Na međunarodnom nivou, Baselski sporazum je u "Osnovnim principima bankovne supervizije" podcrtao porebu za osnivanjem nezavisne supervizorske agencije za provođenje prudencijalne kontrole banaka. Supervizija tržišta kapitala i osiguravajućeg sektora provodila se je putem specijaliziranih regulatora. Utjecaj na oblikovanje nadzora i regulacije tržišta kapitala imala je i organizacija IOSCO (engl. *International Organisation of Securities Commissions*) objavljivanjem "Ciljeva i principa regulacije tržišta kapitala" (engl. *Objectives and Prinicples of Securities Regulation*) 1998. godine. Više vidjeti u Schröder (2001).

[132] Više vidjeti u De Luna i Rose (2003) i Van der Zwet (2003).

Drugo, deregulacija financijskih tržišta u mnogim je tranzicijskim zemljama rezultirala pojačanom konkurencijom i omogućila ulazak na tržišta većem broju inozemnih financijskih institucija. Deregulacija je potakla snažan rast i razvoj financijskih sustava, ali ih izložila i većoj nestabilnosti.

Iz navedenih razloga[133] reforme u CEE zemljama najvećim dijelom su išle u smjeru objedinjavanja i konsolidacije institucija za nadzor i regulaciju pojedinih dijelova financijskog sustava kao i istovremenog jačanja kooperacije između aktera u procesu.

Prihvaćena rješenja supervizije financijskih sustava u odabranim tranzicijskim zemljama ukratko su predstavljena tablicom 18.

[133] Konsolidirani nadzor obuhvaća i pitanja preuzimanja i spajanja, financijske prijevare, trgovanja povlaštenim informacijama i pranja novca.

Tablica 18: Nadzorne institucije financijskih sustava odabranih tranzicijskih zemalja u 2010. godini

	Institucija	Prethodnici	Područje nadzora	Ciljevi
Češka	Czech National Bank (01.04.2006.)	- Czech Securities Commission - Office of State Supervision of Insurance Companies and Private Pension Schemes - Office for Supervision of Credit Unions - Ministarstvo financija	Bankovni sustav, tržište kapitala, tržište osiguranja, mirovinski fondovi, kreditne unije	Stabilnost cijena i očuvanje zdravog financijskog tržišta
Mađarska	Hungarian Financial Supervisory Authority (01.04.2000.)	- Hungarian Banking and Capital Market Supervision Agency - State Insurance Supervision Agency - State Pension Fund Supervision Agency	Bankovni sustav, tržište kapitala, tržište osiguranja i mirovinski fondovi	Stabilnost financijskog tržišta, zaštita interesa investitora, osiguranje transparentnog i reguliranog tržišnog natjecanja
Poljska	Polish Financial Supervision Authority (07.2006.)	- Banking Supervision Commission (dio poljske središnje banke, dio PFSA od 2008.) - Securities and Exchange Commission - Insurance and Pension Funds Supervisory Commission	Bankovni sustav, tržište kapitala, tržište osiguranja i mirovinski fondovi	Stabilnost, sigurnost i pouzdanost financijskog tržišta i zaštita investitora
Slovačka	National Bank of Slovakia (01.01.2006.)	- National Bank of Slovakia - Slovakian Financial Market Authority (SFMA) - Ministarstvo financija	Bankovni sustav, tržište kapitala, tržište osiguranja i mirovinski fondovi	Stabilnost financijskog sustava, očuvanje i asistiranje funkcioniranja financijskog tržišta i zaštita investitora
Slovenija	Slovenian National Bank (25.06.1991.)		Banke i štedionice	Stabilnost domaće valute
	Securities Market Agency (11.08.2007.)		Tržište kapitala, mirovinski fondovi	Stabilnost financijskog tržišta, zaštita investitora
	Insurance Supervision Agency (01.06.2000.)		Tržište osiguranja, mirovinska društva	Nadzor tržišta osiguranja
Hrvatska	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (01.01.2006.)	-Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske -Agencija za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja -Direkcija za nadzor društava za osiguranje	Tržište kapitala, tržište osiguranja, mirovinski fondovi	Stabilnost financijskog sustava i nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora
	Hrvatska narodna banka (21.12.1990.)		Bankovni sustav	Stabilnost cijena

Izvor: izradila autorica prema ECB 2010 i nacionalnim regulatornim institucijama.

Evolucijom regulacijskih okvira CEE zemalja broj nadzornih institucija se je smanjio, a najveći broj zemalja primjenjuje model jedinstvenog financijskog supervizora čiju funkciju obavlja centralna banka ili zasebna institucija. Navedeni model primjenjuje (ili će ga primjenjivati) 15 zemalja članica EU. Od tranzicijskih zemalja u fokusu ovog rada, Češka i Slovačka prihvatile su model jedinstvene supervizije za cijeli financijski sustav koji obavljaju njihove nacionalne centralne banke. Mađarska je 2000. godine bila prva tranzicijska zemlja Europe koja je primijenila konsolidirani nadzor cjelokupnog financijskog sustava odvojen od centralne banke[134]. Model zasebne nadzorne ustanove izvan centralne banke osam godina kasnije primijenila je i Poljska. Slovenija i Hrvatska zadržale su sektorski pristup, pri čemu se je Hrvatska djelomično približila konceptu jedinstvenog tijela 2006. godine. U toj godini osnovana je HANFA kao jedinstvena nadzorna institucija nebankovnog sektora, a centralna banka zadržala je prijašnje ovlasti i nadzor nad bankovnim segmentom sustava.

Sektorski pristup regulacije i nadzora financijskog sustava prije deset godina primjenjivala je većina tranzicijskih zemalja. Schröder (2001) navodi razloge za ovakva rješenja:

- potreba za jačanjem povjerenja i reputacije specijaliziranih supervizora;
- reduciranje moralnog hazarda u slučaju krivih signala tržištu;
- opasnost od sistemskog nepovjerenja u financijski sustav kod integrirane supervizije.

Danas ga koristi 8 zemalja EU, uključujući i Sloveniju. Organizacija po ciljevima nije zaživjela ni u jednoj tranzicijskoj zemlji. Ključnim se drži, neovisno o odabiru pojedinog modela nadzora i regulacije, bliska suradnja i razmjena informacija među institucijama odgovornim za stabilnost financijskog sustava u pojedinoj zemlji, ali i među zemljama s obzirom na prisutnu međusektorsku i međunarodnu integraciju financijskih sustava.

Regulacija tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama razvijala se u uskoj vezi s odabranim metodama privatizacije. U određenim slučajevima zakonski i regulatorni okvir bio je postavljen s vremenskim odmakom prema početku rada burzi (pristup odozdo prema gore, vidjeti točku 3.1.1.) Danas je za sva odabrana tržišta kapitala regulacija i nadzor postavljena u domeni posebne javne institucije, koja je u određenim slučajevima zadužena i za ostale dijelove financijskog sustava. Samoregulacija je karakteristična (uz javnu regulatornu ageniju) samo za mađarsko tržište kapitala, dok ostale zemlje slijede dominantan europski model najnižeg stupnja samoregulacije uz ograničenu ulogu burzi. Pravila trgovanja na burzama propisana su pravilima i Statutom nacionalnih burzi, ali one su u procesu odlučivanja podređene nacionalnim regulatornim tijelima.

[134] Mađarski model konsolidiranog nadzora baziran je na primjeru V. Britanije. Proces konsolidacije nadzornog sustava najvećeg financijskog tržišta u Europi započeo je još 1997. godine, ali je jedinstvena nadzorna institucija Financial Services Authority (FSA) započela s radom 2001. godine. Više o karakteristikama FSA vidjeti u Prohaska i Olgić Draženović 2004.

4. TRŽIŠTE KAPITALA I INSTITUCIONALNI INVESTITORI U REPUBLICI HRVATSKOJ

Suvremene tendencije koje obilježavaju većinu financijskih sustava mogu se prepoznati i u recentnom razvoju mladog i nastajućeg hrvatskog financijskog sustava. Pomak od bankovnog prema tržišno orijentiranom financijskom sustavu ogleda se u strukturi financijskih institucija, odnosno u sve većoj zastupljenosti nedepozitnog sektora i rastućem investiranju u vrijednosne papire od strane institucionalnih investitora i ostalih subjekata financijskog tržišta. U nastavku će se izvršiti analiza hrvatskog financijskog sustava s naglaskom na najvažnije institucionalne investitore i domaće tržište kapitala.

4.1. KONFIGURACIJA I RAZVIJENOST HRVATSKOG FINANCIJSKOG SUSTAVA

Financijski sustav Republike Hrvatske se ubrzano profilira i poprima konfiguraciju financijskih sustava u razvijenim zemljama. Razvoj hrvatskog financijskog sustava od osamostaljenja Hrvatske do danas bio je određen mnogobrojnim događajima: usvajanje zakonodavne regulative, cijeli niz privatizacija financijskih institucija, restrukturiranje bankovnog sustava, reforma platnog prometa u zemlji, liberalizacija deviznog poslovanja, zaduživanje države na domaćem financijskom tržištu, mirovinska reforma, globalna financijska kriza i mnogi drugi.

Dominatnu poziciju u financijskom sustavu tradicionalno čine poslovne banke odnosno bankovni sektor, usprkos sporijim stopama rasta od ostalih financijskih institucija. Banke su prisutne dugi niz godina na domaćem tržištu dok se druge financijske institucije pojavljuju zadnjih petnaest i manje godina, zbog čega je i razumljivo da se poduzeća i dalje većinom financiraju klasičnim bankovnim kreditima ili kod većih iznosa, sindiciranim kreditima. Usprkos bankocentričnom sustavu, nedepozitni sektor je od relativno malog i nediverzificiranog dijela hrvatskog financijskog sustava prerastao u snažnog, fleksibilnog i značajnog sudionika s brojnim mogućnostima ulaganja financijskih sredstava. Danas se na nedepozitni sektor odnosi preko četvrtine tržišta zahvaljujući aktivnostima najznačajnijih intitucionalnih investitora odnosno ubrzanom rastu i razvoju mirovinskih fondova, turbulentnom razvoju investicijskih fondova i stabilnom tržištu osiguranja, uz brz razvoj leasing institucija.

Među najvažnija institucijska obilježja hrvatskog financijskog sustava mogu se ubrojiti:

1. Bankocentričnost financijskog sustava,
2. Rastući utjecaj nebankovnih financijskih posrednika (institucionalnih investitora, posebno mirovinskih fondova),
3. Internacionalizacija vlasničkih struktura,
4. Konglomerizacija sustava,
5. Nerazvijeno i nelikvidno tržište kapitala.

Prve dvije temeljne karakteristike financijskih posrednika potvrđuju podaci iz tablice 19 koja pokazuje desetogodišnji razvoj hrvatskog financijskog sustava putem udjela aktive različitih financijskih institucija u ukupnoj financijskoj imovini u Republici Hrvatskoj.[135]

Tablica 19: Relativna važnost financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj od 2000.-2010. godine (u % aktive)

Financijska institucija	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Banke[1]	87,0	87,5	85,0	83,4	81,5	78,8	75,5	72,7	76,3	75,3	77,8
Otvoreni investicijski fondovi	0,2	0,9	1,4	1,3	1,6	2,7	4,0	6,3	2,0	2,4	2,7
Zatvoreni investicijski fondovi	3,0	2,3	1,6	0,4	0,4	1,1	0,6	0,8	0,4	0,4	0,4
Inv. fondovi osnovani posebnim zakonima[2]							2,4	1,8	1,2	1,0	0,8
Osiguravajuća društva	6,8	5,9	5,7	5,4	5,2	5,1	4,9	4,9	5,3	5,6	6,2
Stambene štedionice	0,4	0,8	1,1	1,5	1,8	1,8	1,5	1,3	1,4	1,3	1,4
Obvezni mirovinski fondovi			1,1	2,0	2,9	3,6	3,9	4,4	4,7	5,8	7,3
Dobrovoljni mirovinski fondovi						0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
Štedno-kreditne zadruge	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3			
Kreditne unije									0,0[3]	0,0[3]	0,0[3]
Društva za lizing	1,7	2,0	3,6	5,4	6,0	6,3	6,7	6,4	7,2	6,7	5,6
Factoring društva								0,9	1,3	1,4	1,1
Ukupno	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Napomene: 1 - Uključuje poslovne i štedne banke.

2 - Za godine 2000-2002. odnosi se na privatizacijske investicijske fondove, za godine od 2006-2009. odnosi se na Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji te na Umirovljenički f ond.

3 - Procijenjena aktiva < 0,1 mlrd. kn i udjel manji od 0,1%.

Izvor: HNB 2005.-2007. (za podatke od 2000.-2006.); izradila autorica prema podacima za pojedine financijske institucije prema http://www.ripe.hanfa.hr/publiciranje/statistike/ i http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm (za podatke od 2007.-2010. godine).

Udio banaka u ukupnom financijskom sustavu je stabilan i vrlo visok odnosno čini preko dvije trećine financijskog sustava, dok udio ostalih financijskih institucija pojedinačno ne prelazi 8%. U proteklom desetljeću evidentan je relativan pad važnosti bankovnog sektora, izuzev 2008. godine kao rezultat značajnog pada neto imovine otvorenih investicijskih fondova od početka godine. Ovime se slika hrvatskog financijskog sustava približava onima u razvijenim zemljama, gdje je prisutno opadanje uloge banaka i u korist nedepozitnih financijskih institucija. Ipak, potrebno je naglasiti da je uz karakteristiku dominacije banaka u sustavu, prisutna i značajna vlasnička povezanost

[135] Osim navedenih financijskih institucija, hrvatski financijski sustav obuhvaća i čitav niz društava za upravljanje, institucija na tržištu kapitala te ostalih državnih, nadzornih i pomoćnih institucija koje su podrobnije objašnjena u nastavku rada

banak ili njima nadređenih društava s najvećim dijelom nebankovnih financijskih posrednika.

Ipak, uočava se da je s globalnom financijskom krizom došlo do usporavanja procesa brzog rasta nebankovnog sektora u odnosu na banke i ponovnog jačanja bankocentričnosti sustava. Trend su ublažili mirovinski fondovi, čija imovina u najvećoj mjeri ne ovisi o utjecaju krize već se povećava uslijed obveznog mjesečnog izdvajanja doprinosa u II. mirovinski stup. Sve ostale nedepozitne institucije u protekle su se dvije godine suočile s pojačanim oprezom ulagača, utjecajem recesije, poljuljanim povjerenjem i investicijskim raspoloženjem, što su posebice osjetili akteri u segmentu otvorenih investicijskih fondova koji su i najviše smanjili svoj značaj u financijskom sustavu. Hrvatski financijski sektor ostvaruje značajan rast koji je u svim promatranim godinama veći od rasta BDP-a, pri čemu dinamiku rasta diktiraju prije svega banke. Veličinu i značaj hrvatskog financijskog sustava zorno prikazuje tablica 20.

Tablica 20: Struktura financisjkog sustava Republike Hrvatske za 2007. i 2010. godinu

	Aktiva (mlrd. kn)		***% od aktive***		***Broj institucija***		***% od ukupnog broja***		***Aktiva (% BDP-a)***	
	2007.	**2010.**	**2007.**	**2010.**	**2007.**	**2010.**	**2007.**	**2010.**	**2007.**	**2010.**
Banke	345,1	391,1	72,7	77,8	33	33[2]	9,9	11,1	109,8	116,9
Otvoreni invest. fondovi	30,1	13,7	6,3	2,7	100	131	26,9	44,1	9,6	4,1
Zatvoreni invest. fondovi	3,7	1,9	0,8	0,4	9	8	2,7	2,7	1,2	0,6
Inv. fond. osnovani posebnim zakonima[1]	8,7	3,8	1,8	0,8	2	2	0,6	0,7	2,8	1,1
Društva za osiguranje	23,2	31,0	4,9	6,2	25	28	7,5	9,4	7,4	9,3
Stambene štedionice	6,4	6,9	1,3	1,4	2	5	0,6	1,7	2,0	2,1
Obvezni mirov. fondovi	21	36,8	4,4	7,3	4	4	1,2	1,4	6,7	11,0
Dobrovoljni mirov. fondovi	0,8	1,8	0,2	0,4	18	21	5,4	7,1	0,3	0,5
Štedno-kreditne zadruge	1,3	-	0,3	-	104	-	31,1	-	0,4	-
Kreditne unije	-	0,0[3]	-	0,0[3]	-	23	-	7,7	-	0,0
Društva za lizing	30,3	28,1	6,4	5,6	25	19	7,5	6,4	9,6	8,4
Factoring društva	4,2	5,7	0,9	1,1	12	26	3,6	8,7	1,3	1,7
UKUPNO	**474,9**	**520,8**	**100,0**	**100,0**	**334**	**300**	**100,0**	**100,0**	**151,1**	**155,7**
BDP	314,223 mlrd kn (2007); 334,564 mlrd kn (2010)									

Napomene: 1 - odnosi se na Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji i na Umirovljenički fond.
2 - uključuje i jednu štednu banku
3 - procijenjena aktiva < 0,1 mlrd. kn

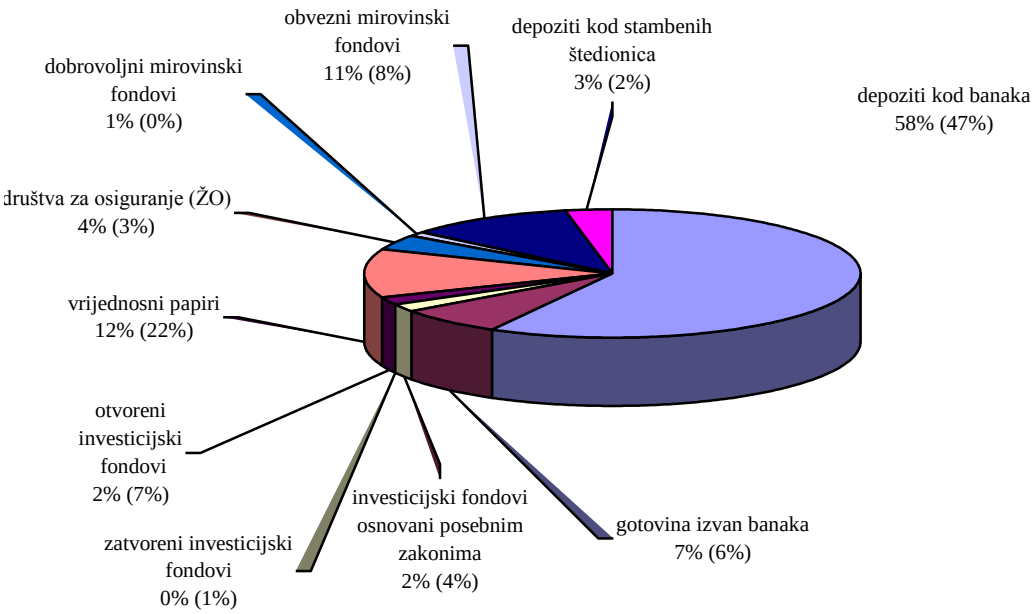
Izvor: izradila autorica prema http://www.ripe.hanfa.hr/publiciranje/statistike/;
http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm

Tablica 20 pokazuje da su krajem 2010. godine banke posjedovale većinu aktive (391,1 mlrd kn) uz najveći udio aktive u BDP-u (116,9%), ali su po broju institucija višestruko

manje u odnosu na broj investicijskih fondova. Može se zaključiti da postoji relativno veliki broj nedepozitnih institucija, koje još uvijek imaju mali udio u ukupnoj aktivi financijskog sustava kao i niski udio u hrvatskom BDP-u.

Razvijenost i zastupljenost institucionalnih investitora u hrvatskom financijskom sustavu može se prikazati i udjelom produkata institucionalnih investitora u štednji sektora stanovništva, kao najvažnijeg sektora koji raspolaže s viškovima financijskih sredstava. Indikator strukture štednje stanovništva prema slici 1 ukazuje na potrebu za poticanjem i razvojem dugoročne dobrovoljne namjenske štednje i putem nebankovnih institucionalnih investitora koji pokreću financijsko tržište.

Slika 1: **Financijska imovina sektora stanovništva u Republici Hrvatskoj za VI. 2009 i (2007. godinu)**



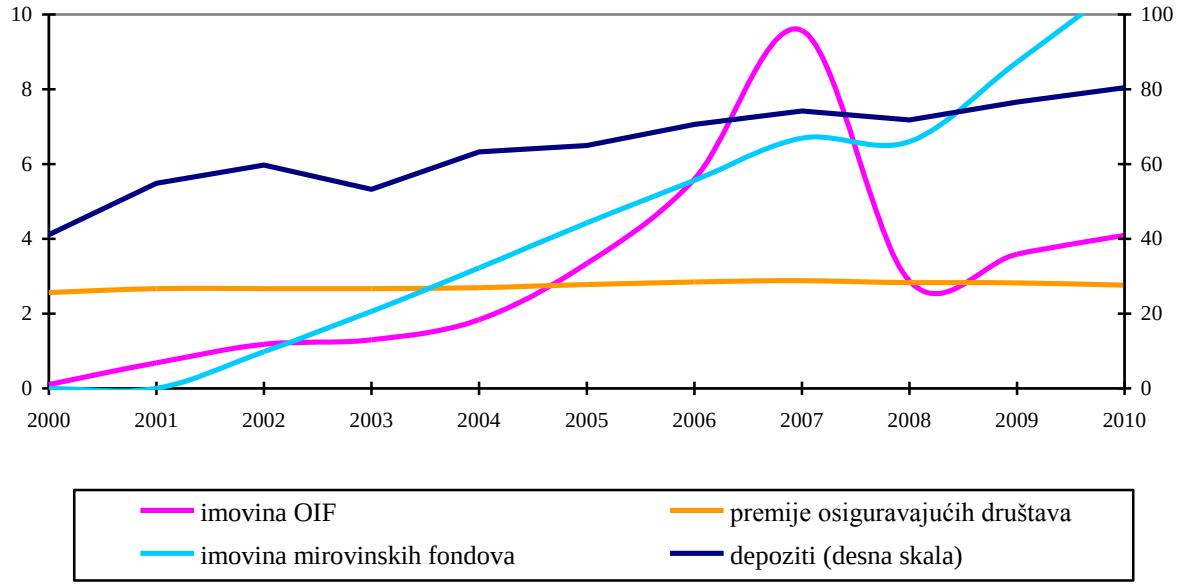
Napomene: podaci u zagradama odnose se na 2007. godinu

Izvor: izradila autorica prema http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm; Hrvatski ured za osiguranje 2010, str. 10.

Jedan od indikatora sazrijevanja hrvatskog financijskog tržišta je udio aktive pojedinih institucionalnih investitora u BDP-u koji u ukazuje na sve veću afirmaciju nebankovnih financijskih institucija na tržištu (grafikon 16). Najvolatilnijima su se pokazali investicijski fondovi koji su snažno reagirali na financijsku krizu i nepovoljna kretanja na domaćem tržištu kapitala. Mirovinske fondove karakterizira strelovit rast uslijed kontinuiranog povećanja aktive, dok su osiguravajuća društva u cijelom promatranom razdoblju iskazala stabilan udjel u BDP-u. Depoziti su usprkos vrlo velikom značaju u ekonomiji do kraja promatranog razdoblja povećali svoj udio na čak 80%. Sličan zaključak može se izvesti i iz grafikona 17 kojim su razvidno prikazane stope rasta za iste institucije. Aktiva mirovinskih fondova ostvarila je umanjenu stopu rasta samo u prvoj

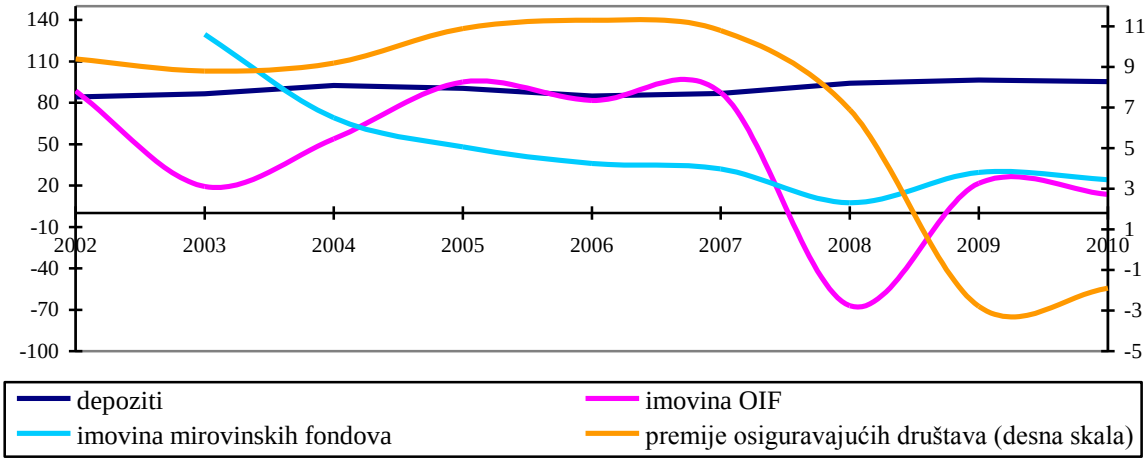
godini krize i već slijedeće godine nastavljen je stabilan rast. Rast depozita je usporen, ali stabilan i neokrznut kriznim godinama. Osjetljivost na krizu najranije su i i u najvećem obimu iskazali investicijski fondovi, dok su osiguravajuća društva usprkos najmanjim stopama rasta osjetno reagirala na krizu prelaskom u negativno polje rasta u drugoj godini krize.

Grafikon 16: Udio institucionalnih investitora u BDP-u u Republici Hrvatskoj od 2000.-2010. godine (aktiva/BDP)



Izvor: izradila autorica prema http://www.ripe.hanfa.hr/publiciranje/statistike/; http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm.

Grafikon 17: Kretanje stope rasta institucionalnih investitora u Republici Hrvatskoj od 2002.-2010. godine (u %)



Izvor: izradila autorica prema http://www.ripe.hanfa.hr/publiciranje/statistike/.

Tablica 21 prikazuje strukturu financijskog sustava kroz relativni značaj različitih financijskih instrumenata. Sagledavajući strukturu eksternog financiranja u Hrvatskoj može se uočiti da prevladavaju bankovni krediti, iako ne u mjeri u kojoj banke

dominiraju u ukupnoj aktivi financijskog sustava. Razlog za to je da banke u svojoj aktivi imaju i značajne portfolije dionica i obveznica, odnosno činjenica da ove financijske institucije sve više ulaze i u poslove izvan domene klasičnih depozitno-kreditnih bankovnih poslova.

Tablica 21: Struktura hrvatskog financijskog tržišta u 2006. i 2010. godini

Financiranje u Republici Hrvatskoj	*2006*			*2010*		
	Iznos (mlrd kn)	*udio (%)*	*udio u BDP-u (%)*	*Iznos (mlrd kn)*	*udio (%)*	*udio u BDP-u (%)*
Bankovni krediti	187,8	48,20	65,6	267,1	57,9	79,8
Tržišna kapitalizacija – dionice	161,7	41,50	56,5	140,9	30,6	42,1
Tržišna kapitalizacija – obveznice	40,1	10,30	14,0	52,8	11,5	15,8
Ukupno	**389,6**	**100,00**	**136,1**	**460,8**	**100,0**	**137,7**

Izvor: izradila autorica prema http://www.ripe.hanfa.hr/publiciranje/statistike/; http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm.

Navedeni podaci upućuju na zaključak o smanjenoj važnosti tržišta kapitala na razvoj financijskog tržišta uslijed financijske krize i okretanju bankovnim kreditima kao dominantnim instrumentima financiranja privrednih i ostalih subjekata. Do 2007. godine, hrvatske tvrtke, financijske institucije te država sve su se više financirali alternativnim načinima financiranja, a financijski posrednici ubrzavali su svoju investicijsku aktivnost što je rezultiralo snažnim rastom tržišta kapitala.[136] U 2010. godini, nakon više godina djelovanja financijske krize pokazatelji tržišta kapitala značajno su umanjeni, čime su bankovni krediti dodatno dobili na značaju.

Bankocentrični sustav prepoznaje se i kroz odnos bankovnih kredita i tržišne kapitalizacije odnosno CMC indikator koji je za 2010. godinu iznosio 1,37.[137] U hrvatskom financijskom sustavu subjekti u velikoj mjeri koriste kredite kao instrumente financiranja. Doprinos bankovnih kredita i bankovne konkurencije gospodarskom rastu pokazuje kako je moguće postići rast konzistentnim provođenjem politike liberalizacije, privatizacije i restrukturiranja u pojedinom sektoru.

Globalizacijski procesi rezultirali su ubrzanim financijskim razvojem i vlasničkim transformacijama gotovo svih vrsta financijskih institucija u Republici Hrvatskoj, odnosno sve većim udjelom inozemnog kapitala u vlasništvu.

Može se zaključiti da u Republici Hrvatskoj prevladava relativno razvijena struktura financijskih institucija po pojedinim vrstama uz dominatnu funkciju banaka i nerazvijeno tržište kapitala. Ovakav bankocentričan sustav financiranja ne odgovara potrebama

[136] Značajni iznosi tržišne kapitalizacije dionica u 2006. godini rezultat su prije svega dva značajna događaja (inicijalne javne ponude PLIVA i INA) koji su dali novu snagu hrvatskom tržištu kapitala.

[137] Pokazatelj veći od 1 ukazuje na dominaciju bankovne industrije, dok manje od 1 ukazuje na dominaciju financijskog tržišta.

gospodarstva organiziranog na načelima tržišne ekonomije te bi se proces diverzifikacije sustava financijskog posredovanja, institucija, oblika i instrumenata trebao intenzivirati.

4.2. DEPOZITNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE

U hrvatskom financijskom sustavu bankovne institucije predstavljaju najvažniji izvor financijske intermedijacije, uz vrlo mali udio neposredovanog direktnog financiranja vrijednosnim papirima. Banke su najvažnije financijske institucije, a bankovni krediti primarni izvori eksternog financiranja poduzeća. Stoga će se u nastavku istražiti njihove razvojne odlike i uloga u transformaciji Hrvatske u ekonomiju zasnovanu na tržišnim osnovama. Analiza će se nastaviti kratkim pregledom ostalih depozitnih financijskih institucija.

4.2.1. Banke

Hrvatski bankovni sustav je osamostaljenjem Republike Hrvatske zahtijevao temeljite preinake, s obzirom da je bio zasnovan na netržišnim prinicpima. Postavljeni su temelji zakonodavne infrastrukture[138] za banke i bankovne institucije te uspostavljena institucionalna osnova novog, tržišnog bankovnog sustava. Zakonom je liberalizirano osnivanje i poslovanje banaka te im je omogućeno i obavljanje neklasičnih bankovnih poslova čime je „anticipirana buduća uloga banaka kao jezgre šireg i razvnovrsnijega financijskog posredovanja nego im to sam depozitnokreditni odnos i tehnike omogućavaju. Institucionalni okvir im omogućava da se pretvore u organizatora restrukturiranja svojih komitenata, u aktivnog sudionika tržišta vrijednosnicama i da preuzmu nove oblike financiranja.“ (Leko 1996, str. 287) Paraleno je postavljena i osnovica čvrste prudencijalne kontrole banaka. Kontrola i nadzor banaka pridruženi su Narodnoj banci Hrvatske odnosno od 2001. godine nezavisnoj Hrvatskoj narodnoj banci.[139]

Nakon izgradnje i oživljavanja modernog bankovnog sustava uslijedila je velika bankovna kriza 1998. godine koja je uspješno okončana nizom sanacija i stečajeva problematičnih banaka. Oporavljeno bankovno tržište je od 2000. godine ušlo u novu fazu konsolidacije i tržišnog pozicioniranja. Privatizacija poslijeratnog tranzicijskog gospodarstva ušla je u završnu fazu, a poseban utjecaj imalo je i nezaustavljivo širenje inozemnog kapitala na tranzicijska tržišta uslijed financijske globalizacije. U istom razdoblju dovršile su se i tri ključne reforme hrvatskog financijskog sustava: liberalizacija deviznog poslovanja, reorganizacija domaćeg platnog prometa te eliminacija štedionica iz sustava depozitno-kreditnih bankovnih institucija.
Usprkos dominantnom udjelu udjelu banaka u ukupnom financijskom sustavu Hrvatske, bankovni sektor ostvaruje sporije stope rasta od ostalih institucija. Banke su tijekom

[138] Zakon o bankama (NN 84/02, NN 141/06).
[139] Uredba o Narodnoj banci Hrvatske (NN 71/91), Zakon o Narodnoj banci Hrvatske (1992), Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci (NN 036/01, NN 135/06, NN 75/08).

2010. godine ostvarile blagi rast od samo 3,4% vrijednosti aktive na godišnjoj razini, a njihova je veličina dostigla 116,9% BDP-a. Dinamika kretanja bankovne aktive i omjer bankovne dubine (aktiva/BDP) prikazan tablicom 22 ukazuje na vrlo visoki stupanj bankovnog posredovanja i razvijenosti bankovnog sustava u Republici Hrvatskoj.

Tablica 22: Aktiva hrvatskog bankovnog sustava od 1996.-2010. godine (u mlrd. kuna)

Godina	*Ukupna aktiva*	*Stopa rasta (%)*	*Udio u BDP-u (%)*
1996.	73,9		68,4
1997.	94,1	27,33	76,0
1998.	96,8	2,86	70,3
1999.	93,5	-3,4	66,0
2000.	111,8	19,6	63,3
2001.	148,4	32,7	73,3
2002.	174,1	17,3	83,6
2003.	204,1	17,2	89,9
2004.	229,3	12,4	93,4
2005.	260,3	13,5	98,5
2006.	304,6	17,0	106,4
2007.	345,1	13,3	109,8
2008.	370,1	7,2	108,2
2009.	378,4	2,2	113,6
2010.	391,1	3,4	116,9

Izvor: izradila autorica prema podacima HNB, Statistički podaci bankovnih institucija; HNB 1996.-2010.

Aktiva hrvatskog bankovnog sustava u apsolutnim pokazateljima kontinuirano raste, iako se rast od 2002. godine usporava, posebno u odnosu na ostale financijske institucije. Izuzetak je 1999. godina obilježena završetkom velike bankovne krize. Od 2007. godine aktiva banaka raste znatno usporenijim tempom, kao posljedica restriktivne politike HNB-a i mjera usmjerenih ka obuzdavanju kreditne ekspanzije banaka.[140] Trend usporavanja rasta aktive nastavio se je i u 2008. i 2009. godini kao posljedica pogoršane gospodarske situacije u zemlji i okruženju, a ostvarena stopa rasta aktive u posljednje dvije promatrane godine najniža je u prethodnom desetogodišnjem razdoblju. Negativni gospodarski trendovi odrazili su se i na nisku razinu kreditne aktivnosti zbog nesklonosti banaka povećavanju izloženosti kreditnom riziku kao i slabije potražnje za kreditiranjem. Usprkos tome, udio aktive banaka u nacionalnom bruto domaćem proizvodu kontinuirano bilježi porast čime se još više podcrtava nesrazmjer ekonomske snage banaka i nacionalnog gospodarstva. Iznimke su već istaknute godine obilježene bankarskom krizom (1999. godina) te svjetskom financijskom krizom (2008. godina).

[140] Od 2007. godine uvedena je mjera upisa obveznih blagajničkih zapisa HNB-a za banke čija aktiva raste po stopi višoj od dopuštene te ukinuta na kraju studenoga 2009. godine.

Osnovne karakteristike hrvatskog bankovnog tržišta su:

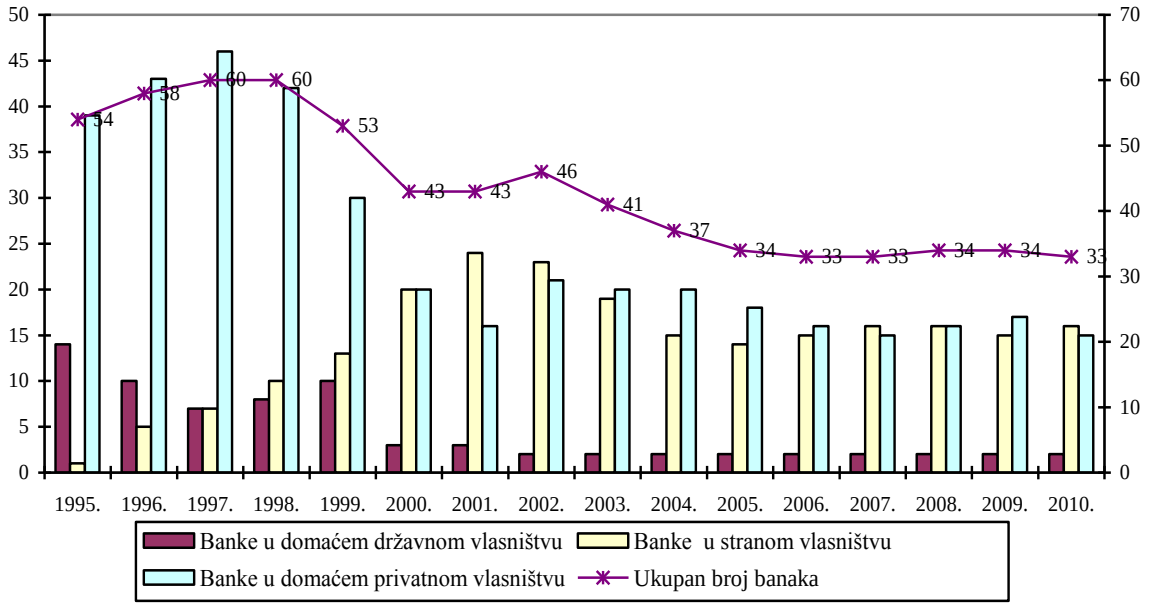
1. prevladava univerzalni, nespecijalizirani tip banaka;
2. smanjenje ukupnog broja banaka uslijed likvidacije, spajanja i pripajanja banaka;
3. postupno isključivanje državnog vlasništva iz sustava banaka;
4. internacionalizirana vlasnička struktura banaka;
5. visoka tržišna koncentracija;
6. oligopolna struktura tržišta bankovnih proizvoda i usluga;
7. visoki raspon (*spread*) kamatnih stopa;
8. visoka dobit bankovnog sustava;
9. razvoj novih proizvoda i usluga samposlužnog bankarstva;
10. rast nekamatnih prihoda i rast netipičnih bankovnih usluga;
11. smanjivanje broja zaposlenih i zapošljavanje mladih kadrova.

Hrvatski bankovni sustav univerzalnog bankarstva podrazumijeva institucije koje nisu specijalizirane premda su po svom potencijalu vrlo različite. Uobičajeni depozitno-kreditni poslovi bankama su i dalje najznačajniji, ali zbog usporenog rasta kamatnih prihoda sve su važnije ostale bankovne usluge (nekamatni prihodi). Udio u zaradi od kamata smanjuje se u korist zarada od raznih naknada, posredovanja, poslova savjetovanja i različitih vrsta usluga netipičnih za bankovno poslovanje (uz uvjet dobivanja odobrenja HNB-a). Banke se sve više infiltriraju u prostor tržišta kapitala, osnivaju investicijske i mirovinske fondove te ulaze u tržište osiguranja čime se stvaraju financijske grupe ili konglomerati.[141] Ovo podrazumijeva i povećanu odgovornost institucija za nadzor (HNB i HANFA), zakonsko usklađivanje i revidiranje propisa čime se trebaju zaštiti korisnici usluga.

Dinamično kretanje vlasničke strukture banaka, prema poziciji broja banaka i udjela u ukupnoj aktivi, prikazan je grafikonima 18 i 19. Hrvatski bankovni sustav u 2010. godini uključivao je 32 poslovne banke, jednu štednu banku i pet stambenih štedionica (HNB 2010).

[141] O financijskim konglomeratima u Republici Hrvatskoj više u točki 4.6.

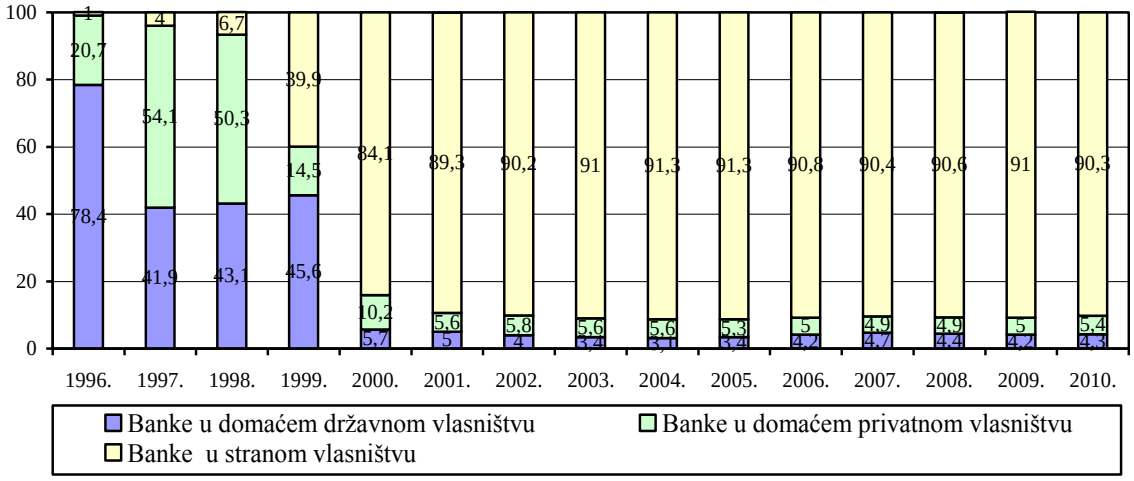
Grafikon 18: Ukupan broj banaka i vlasnička struktura bankovnog sustava Republike Hrvatske od 1995.-2010. godine (po broju banaka)



Izvor: izradila autorica prema HNB, Statistički podaci bankovnih institucija.

Broj banaka u Hrvatskoj kontinuirano je rastao sve do 1998. godine koja je bila obilježena bankovnom krizom te nizom stečajeva i likvidacija banaka. Od 1999. godine kada su poslovale 53 banke pa do danas bilježi se pad broja aktivnih banaka te je kao posljedica učestalih spajanja ili pripajanja banaka do kraja 2010. godine broj banaka pao na 32. Zbog procesa konsolidacije bankovnog sektora koji i dalje traje, u budućnosti se može očekivati daljnje smanjenje ukupnog broja banaka, ali u vrlo malom opsegu.

Grafikon 19: Vlasnička struktura banaka u Republici Hrvatskoj od 1996.-2010. godine (% ukupne aktive)



Izvor: izradila autorica prema HNB, Statistički podaci bankovnih institucija.

Od ulaska prve strane banke u Hrvatsku 1994. godine, mnoge strane grupacije našle su interesa za ulazak na hrvatsko bankovno tržište. Ovaj proces posebno se intenzivirao

nakon bankarske krize u Hrvatskoj kada su se većinski paketi dionica saniranih banaka prodavali značajnijim europskim bankovnim grupacijama (talijanskim, njemačkim i austrijskim). Nastavk konsolidacije je uslijedio početkom procesa dokapitalizacije i spajanja postojećih banaka u stranom vlasništvu. Sagledavajući broj banaka u većinskom vlasništvu stranih dioničara 2010. godine uočava se da se na njih odnosi 49% ukupnog broja banaka.[142] Međutim, sa stanovišta udjela stranog vlasništva u ukupnoj aktivi banaka, taj je postotak daleko viši. Tako je nakon 2002. godine pod kontrolom inozemnih vlasnika više od 90% aktive hrvatskog bankovnog sustava. Motivi za ulazak inozemnih subjekata na hrvatsko bankovno tržište prije svega se odnose na visoke kamatne marže, potragu za novim klijentima te neiskorišteni kreditni i depozitni potencijal hrvatskog stanovništva i privrede (Kraft 2003, str. 12).

Sukladno trendovima u razvoju bankovnih tržišta u zemljama EU visoka tržišna koncentracija imovine i obveza banaka karakteristika je i bankovnog tržišta Republike Hrvatske. Prema istraživanju iz 2007. godine (Šonje 2007), Hrvatska je prema pokazateljima koncentracije u bankarstvu za skupinu malih zemalja slična kao u Malti, Nizozemskoj, Portugalu, Danskoj i Sloveniji.[143]

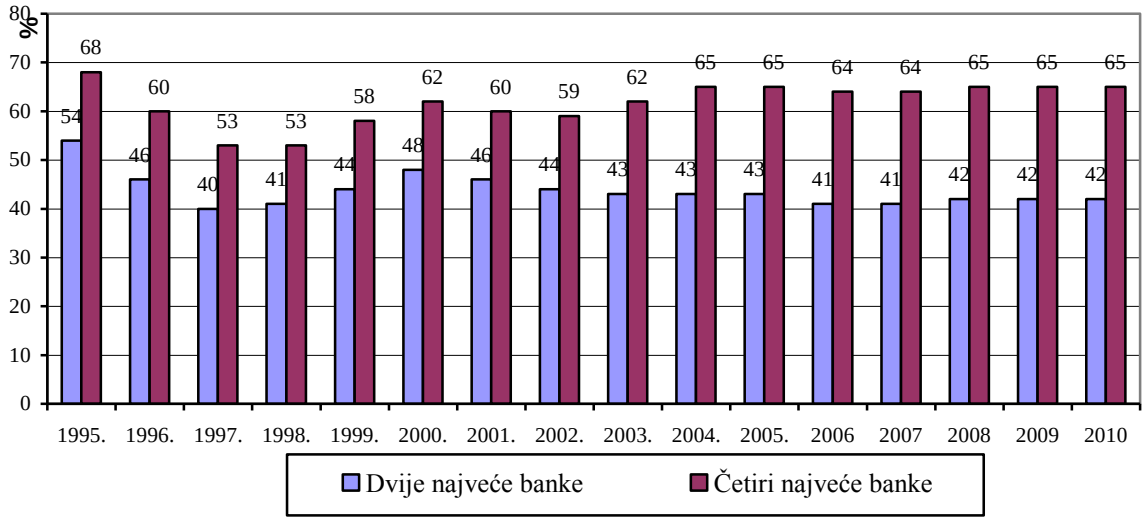
Na kontinuirano povećanje koncentracije[144] utjecao je pad apsolutnog broja banaka, ali i okrupnjavanje u segmentu najvećih banaka odnosno povećanje tržišnih udjela banaka koje su po redosljedu iza prve dvije banke po vrijednosti imovine. Povećanje koncentracije utjecalo je i na promjene u tržišnoj strukturi. Hrvatski bankovni sustav karakterizira oligopolna tržišna struktura, koja ograničava tržišnu utakmicu. Na tržištu odskaču dvije vodeće banke, koje bilježe dugogodišnju dominaciju s preko 42% tržišta (grafikon 20). Agresivan rast većih banaka koje ih slijede ipak nije smanjio njihovu nadmoć te je udio četiri najveće banke stabilan posljednjih sedam godina (od 64%-65%). Na prvih deset banaka u proteklom desetogodišnjem razdoblju odnosilo se je preko 90% ukupne aktive banaka. Na kraju 2010. godine velike su banke upravljale s 82,1%, a strane s 90,3% ukupne imovine hrvatskog bankovnog sektora pa su kretanja agregiranih financijskih pokazatelja slična njihovim kretanjima za te dvije kategorije banaka.

[142] Porast broja domaćih privatnih banaka tijekom 2002. godine rezultat je odluke HNB o obveznom prerastanju štedionica u banke do kraja 2001. godine.

[143] Rad iznosi podatke temeljene na dvije mjere koncentracije prema aktivi banaka. Prema Hirschmann-Herfindahlovom indeksu aktive kreditnih institucija, Hrvatska je s vrijednošću 1358 u 2005. godini bila iza prosječne vrijednosti za male zemlje (1605). Pokazatelj koji uzima u obzir tržišnu poziciju pet vodećih banaka odnosno CR5 indeks, za Hrvatsku iznosi 74, a za skupinu malih zemalja 75.

[144] Koncentracija se analizira kao omjer iznosa aktive, kredita odnosno depozita pojedine skupine banaka i ukupnog iznosa iste bilančne stavke svih banaka zajedno. Pri analizi koncentracija, banke su podijeljene u skupine odnosno 2 najveće banke, 5 najvećih banaka i 10 najvećih banaka. Više vidjeti u Petrović i Ružić 2001; Ljubaj 2005.

Grafikon 20: Tržišna koncentracija hrvatskog bankovnog sustava od 1995.-2010. godine



Napomena: pokazatelj koncentracije iskazan je kao udjel aktive najvećih banaka u ukupnoj aktivi

Izvor: izradila autorica prema HNB, Statistički podaci bankovnih institucija.

Oligopolnu tržišnu strukturu i regionalni karakter banaka potvrđuju i podaci o mreži podružnica i poslovnica najvećih banaka u Hrvatskoj. Od 2000. godine usporedo s procesom konsolidacije i restruktuiranja banaka započinju i intenzivnija ulaganja u nove distribucijske kanale. U razdoblju 2000.-2009. broj podružnica i poslovnica narastao je za 172%, a broj bankomata za čak 489%. U istome razdoblju evidentan je pad kamatnih stopa i bankovnih naknada pa se može zaključiti da su u procesu konsolidacije banke očistile svoje aktive i unaprijedile poslovanje. Rast domaćega bruto proizvoda, konkurencija i nove tehnologije sigurno su najznačajniji vanjski čimbenici koji su oblikovali bankovni sektor u Hrvatskoj. Kod unutarnjih čimbenika, može se ustvrditi da su promjena vlasničke strukture, nadzornih odbora i menadžerskih struktura, bitno pridonijele promjeni poslovne filozofije i strategije, što se očituje uvođenjem novih bankovni proizvoda i usluga (Rončević 2006, str. 770).

Hrvatski bankovni sustav karakterizira i svojevrsna centralizacija usluga koju omogućuje primjena novih tehnologija. Posebno je razvijeno tzv. samoposlužno bankarstvo odnosno novi splet bankovni proizvoda i usluga (novi distribucijski kanali) računalnim mrežama, čime su pomaknute vremenske i prostorne granice tradicionalnoga bankarstva i bitno je olakšan transfer novčanih sredstava (Rončević 2006, str. 753-777).

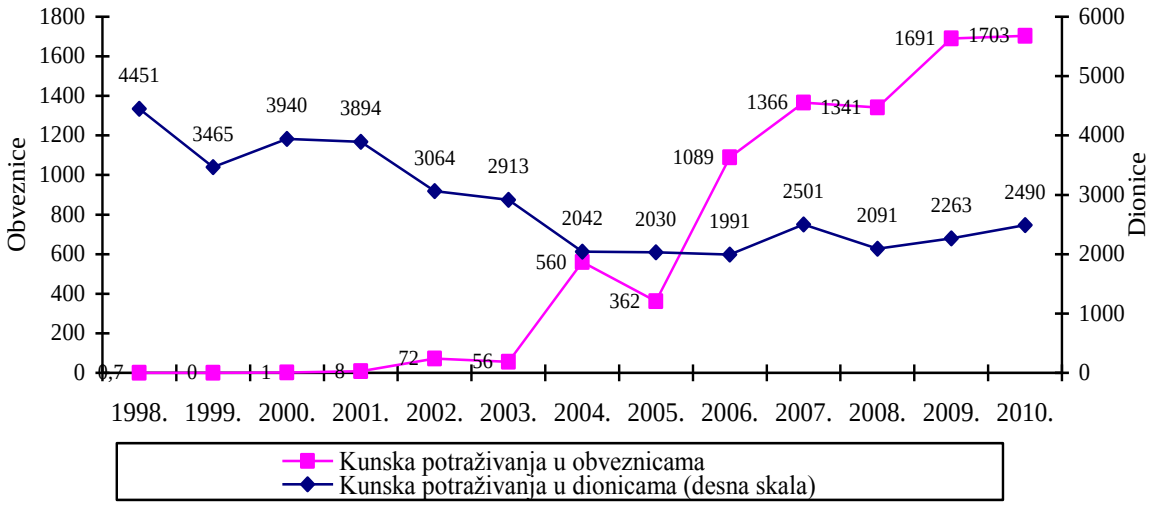
Uslijed svjetske financijske krize i smanjene gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj, i u 2010. godini nastavljen je usporen rast bilance banaka, a zarade banaka u velikoj mjeri su umanjene. Ukupna aktiva bankovnog sustava bila je na kraju 2010. godine za 3,4% veća nego na kraju 2009. i iznosila je 391,1 mlrd. kuna. Godinu ranije ostvarena je najmanja stopa rasta aktive (2,2%). U ovoj je godini, prvi put nakon 1999. godine zabilježen je godišnji pad plasmana banaka privatnom sektoru, kao rezultata cijelog niza faktora na strani ponude i potražnje. Za razliku od prethodnih godina kada je rast kredita stanovništvu bio nositelj povećanja kreditnog portfolija banaka, u 2009. godini sektor

stanovništva zabilježio je smanjenje udjela za 4,0%. Ova preraspodjela sredstava u distribuciji neto kredita u korist državnih jedinica (rast od 46,7%) posljedica je nepovoljnih gospodarskih kretanja i smanjene mogućnosti otplate bankovnih kredita. Usprkos aktivnostima banaka u smjeru smanjenja gubitaka po kreditima (prolongiranje naplate i reprogramiranje kredita) udjel djelomično naplativih i nenaplativih kredita (B i C kredita) porastao je za čak 63,2% (HNB, Bilten o bankama br. 20, 2011, str. 8-11).

Nakon prevladavanja bankovnih kriza 90-tih godina banke su počele razvijati portfolio management vrijednosnim papirima. Banke su uglavnom dionice dobivale zamjenama duga i dionica (*debt-equity swap)* i /ili kupnjama dionica društava iz grupe. Do 2002. godine banke nisu bile aktivni igrači na domaćem tržištu kapitala, jer su veću profitabilnost ostvarivale na klasičnim bankovnim poslovima. Ulaganja banaka u vrijednosne papire u 2010. godini su se povećala (1,9%) čime je u udio u aktivi iznosio 9,10%. Najveći godišnji porast zabilježila su ulaganja u domaće državne vrijednosne papire. Potraživanja banaka u vrijednosnim papirima i sve veća orijentacija na dužničke instrumente prikazani su grafikonima 21 i 22.

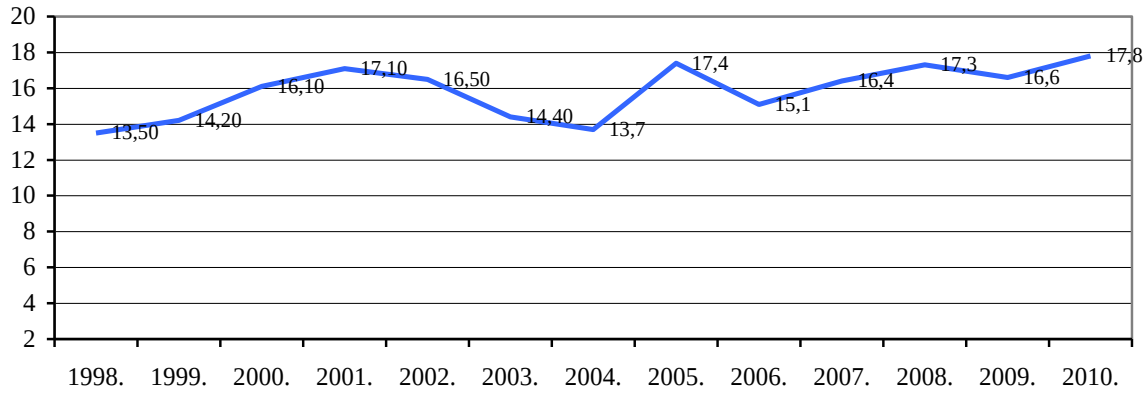
U strukturi pasive, primljeni depoziti predstavljaju najveću stavku te su na kraju 2010. godine činili 68,8% pasive. Obveze po izdanim vrijednosnim papirima činile manje od 1,0% ukupne pasive.

Grafikon 21: Potraživanja hrvatskih banaka od domaćih sektora, osim države, u dionicama i obveznicama u razdoblju od 1998. do 2010. godine (u mil. kn)



Izvor: izradila autorica prema HNB, d4: Potraživanja banaka od ostalih domaćih sektora.

Grafikon 22: Kunska potraživanja hrvatskih banaka od središnje države u vrijednosnim papirima od 1998. do 2010. godine (u mlrd. kn)



Izvor: izradila autorica prema HNB, d3: Potraživanja banaka od središnje države.

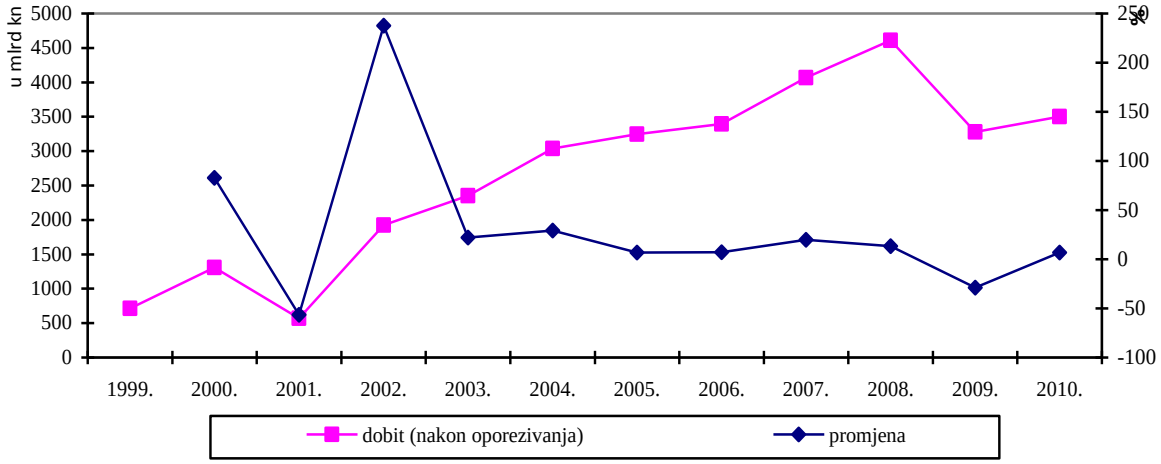
Od 2002. godine zamjetan je rast ulaganja banaka na tržištu u obveznice i istovremeni pad ulaganja u dionice. Navedena kretanja vremenski odgovaraju intenzivnijem razvoju ostalih financijskih posrednika, prvenstveno mirovinskih fondova i otvorenih investicijskih fondova, kao i na orijentaciju države na zaduživanje na domaćem tržištu kapitala.

Banke u hrvatskom financijskom sustavu ostvaruju visoku dobit, prvenstveno zahvaljujući visokim kamatnim maržama. Dolaskom u polje pozitivnog financijskog poslovanja, nakon stabilizacije hrvatskog bankovnog sustava krajem 90-tih godina, banke su nastavile poslovati kao visoko profitabilne i troškovno efikasne institucije. U narednih desetak godina banke su ostvarivale sve bolje financijske rezultate s izuzetkom 2001. godine kada je zabilježen pad dobiti po jedinici dioničkog kapitala kao posljedica gubitaka u Riječkoj banci d.d.

Početkom financijske krize ovaj pozitivan trend je prekinut (pad dobiti od 28% u 2009. godini). Dobit banaka poslije oporezivanja na kraju 2010. godine uvećana je za 3,3% i iznosila je 4,4 mlrd. kuna, kao posljedica pojačanog rasta troškova rezerviranja za gubitke u kreditnom portfoliju i pada neto kamatnog prihoda.[145] Navedeno zorno prikazuje grafikon 23.

[145] Povećanje dobiti banaka u 2010. prije svega je rezultat ostvarene dobiti u jednoj srednjoj banci, za razliku od znatnog iznosa gubitka (448,8 mil. kuna) koji je ta banka imala na kraju 2009. godine. Kada se isključi utjecaj promjene, proizlazi da su banke ostvarile slabiji poslovni rezultat nego na kraju prošle godine za 365,1 mil. kuna ili 7,8%. Kao posljedica nepovoljnoga makroekonomskog okružja, usprkos reduciranju troškova poslovanja, dobit prije oporezivanja na kraju 2010. i nadalje bila niža od dobiti na kraju 2007. i 2008. godine (HNB, Bilten o bankama 2010).

Grafikon 23: Dobit banaka poslije oporezivanja za hrvatske banke od 1999.-2010. godine (u mlrd kn)



Izvor: izradila autorica prema HNB 1998-2010, Bilten o bankama.

Posebno je važna uloga banaka u razvoju hrvatskog financijskog tržišta. Primijenjeni institucionalni okvir (Zakon o bankama iz 1998. i 2002. godine) bankama je omogućio da se preoblikuju u inicijatora, organizatora i promotora imovinsko – financijskog restrukturiranja klijenata, novih oblika financiranja odnosno u aktivnog sudionika tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnica i tržišta kapitala. Ovime će se bankama povećati udjel izvanbilančnih poslova i nekamatnih prihoda, smanjiti cijena financiranja i donijeti niz drugih pozitivnih promjena.

4.2.2. Ostale depozitne financijske institucije

Od ostalih depozitnih financijskih institucija treba istaknuti stambene štedionice i neprofitne uzajamne štedno depozitne institucije odnosno štedno-kreditne zadruge koje su temeljem usklađivanja domaćeg zakonodavstva s europskim od 2008. godine preoblikovane u štedne banke odnosno kreditne unije.

4.2.2.1. Stambene štedionice

Stambene štedionice postale su dio hrvatskog bankovnog sustava od 1998. godine[146] postavljanjem zakonskog okvira za razvijanje ugovornog modela dugoročne namjenske štednje uz državnu premiju i stambeno financiranje.

Analizirajući poslovanje stambenih štedionica u Hrvatskoj od njihova osnutka, možemo razlikovati tri razdoblja (Tepuš 2006):

1. Od 1998 do srpnja 1999. godine: bez mogućnosti sklapanja ugovora o stambenoj štednji sa zaštitnom monetarnom klauzulom (valutnom klauzulom);
2. Od 8. srpnja 1999. do 2005.: omogućeno ugovaranje valutne klauzule zbog čega se naglo povećava iznos prikupljene štednje u stambenim štedionicama;

[146] Zakon o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje (NN 1998, NN 92/05).

3. Od 2005. godine na dalje: smanjenje državnih poticaja i deregulacija poslovanja stambenih štedionica.

Četiri stambene štedionice u 2010. godini bile su u većinskom vlasništvu stranih dioničara (96,6% aktive), dok je jedina štedionica u domaćem državnom vlasništvu povećala svoj udio u aktivi s 2,5% na 3,4%. Razvoj stambenih štedionica prema pokazatelju ukupne aktive i važnosti za nacionalnu ekonomiju prikazuje tablica 23.

Tablica 23: Aktiva i broj stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj od 1998.-2010. godine

Godina	Broj stambenih štedionica	Ukupna aktiva (u mil. kn)	Stopa rasta	Udio aktive u BDP-u (u %)
1998.	3	106,3	-	0,08
1999.	4	152,3	43,27	0,09
2000.	4	513,8	237,36	0,29
2001.	4	1.254,0	144,06	0,66
2002.	4	2.133,6	70,14	1,02
2003.	4	3.468,6	62,57	1,53
2004.	4	4.976,6	43,48	2,03
2005.	4	5.844,2	17,43	2,21
2006.	5	6.152,3	5,27	2,15
2007.	5	6.544,81	6,38	2,08
2008.	5	6.965,47	6,43	2,02
2009.	5	6.738,46	-3,26	2,01
2010.	5	6.880,62	2,11	2,06

Izvor: izradila autorica prema HNB, Statistički podaci bankovnih institucija.

Unatoč državnim poticajnim sredstvima značaj specijaliziranih financijskih institucija za stambeno financiranje u hrvatskom financijskom sustavu relativno je malen (1,4%). Iako je ukupna aktiva stambenih štedionica porasla u promatranom razdoblju više od 60 puta, krajem 2010. godine činila je tek 1,76% aktive depozitnih institucija. Najveći porast zabilježen je 2000. godine kao rezultat nove zakonske odredbe vezane uz mogućnost sklapanja ugovora s valutnom klauzulom. Od 2005. godine uslijed smanjenja državnih poticaja s 25% na 15% bilježi se usporavanje rasta aktive ovih financijskih institucija, dok je u 2009. godini zabilježeno smanjenje imovine za 3,3%. Osnovni izvor sredstava stambenih štedionica u 2010. god činili su oročeni depoziti, s udjelom od 84,2% pasive, dok je na strani aktive najznačajnija stavka krediti iznosila 68,2% ukupne imovine stambenih štedionica.

Udio ulaganja u vrijednosne papire trajno opada te je u 2010. godini iznosio samo 23,4%, a samo četiri godine ranije više od dvije trećine ukupne imovine. Naime, prije 2006. godine za veliki broj ugovora nisu bili zatraženi krediti te ulaganje u dugoročne vrijednosne papire kod štedionica prepoznato kao alternativni oblik plasiranja slobodnih sredstava. Ipak, čini se da je temeljni razlog ovako malog udjela stambenih kredita u

prethodnom razdoblju bila činjenica da je najveći broj štediša izabrao ovaj oblik stambene štednje isključivo zbog državnih poticajnih sredstava. Stoga se može zaključiti da stambene štedionice još uvijek nisu ostvarile ulogu koja im je bila namijenjena. Nadalje, državna poticajna sredstava koja nisu vezana uz ugovaranje stambenog kredita, ne ostvaruju svoju svrhu, neučinkovita su i predstavljaju opterećenje za državni proračun. Rast odobrenih kredita posljednje dvije godine posljedica je, paradoksalno, i financijske krize i promijenjivih uvjeta kredita banaka.

Promijenjene štedne navike u smislu orijentacije štediša sigurnim oblicima ulaganja, s dugotrajnim stabilnim prinosom i fiksnim kamatama na kredite aduti su kojima bi stambena štednja mogla iznova dobiti na važnosti. Daljnji razvoj stambenih štedionica uvelike će biti određen promjenama u zakonodavnom okviru i deregulacijom njihova poslovanja odnosno mogućnosti financiranja cjelovitih stambenih projekata, neposrednog ulaganja u nekretnine i ostale projekte.

4.2.2.2. Uzajamne štedno depozitne institucije

Uzajamne štedno depozitne institucije osim ekonomskog, imaju i veliko socijalno značenje za svaki financijski sustav s obzirom da se u njih udružuju osobe koje dijele „zajednički interes“. Njihova je osnovna zadaća poticanje štednje među članovima prikupljanjem depozita te s druge strane odobravanjem kredita po kamatnim stopama koje se ne određuju isključivo tržišnim uvjetima. Dakle, radi se o neprofitnim i nekapitalskim financijskim institucijama.[147]

Nosioci ove skupine institucija u hrvatskom financijskom sustavu do 2007. godine bile su štedno-kreditne zadruge, čije je poslovanje u razdoblju tranzicije obilježeno brojnim nepravilnostima. Od 2007. godine na snazi je Zakon o kreditnim unijama[148], kojim je hrvatski financijski sustav postao bogatiji za dvije nove vrste institucija. Štedno-kreditne zadruge su trebale su donijeti odluku o preoblikovanju u kreditne unije, štedne banke[149] ili pokrenuti postupak likvidacije.

---

[147] Ove institucije rukovode se načelom da kamatna marža mora pokriti materijalne troškove poslovanja i troškove stručne službe te se ostatak raspoređuje u statutarne rezerve za pokriće eventualnih gubitaka. Sve ostale naknade i provizije se ne naplaćuju od članova, jer oni kao korisnici financijskih usluga donose poslovnu politiku kojoj je cilj izbjegavanje dodatnih troškova.

[148] Zakon o kreditnim unijama (NN 141/06), Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o kreditnim unijama (NN 25/09).

[149] Štedne banke ne posluju na načelu uzajamnosti, već se radi o kapitalskim depozitnim institucijama, ali za razliku od poslovnih banaka, imaju uži obujam poslova. U skladu s tim, minimalni temeljni kapital štednih banaka iznosi 8 milijuna kuna, dok primjerice za poslovne banke osnivački kapital ne može biti manji od 40 milijuna kuna. Svrha im je prije svega omogućiti lakši i brži pristup financijskim uslugama, uglavnom malim i srednjim poduzetnicima, koji čine najveći dio domaćega gospodarstva. Prevladava mišljenje da će koncept štedne banke u najvećem broju slučajeva poslužiti kao svojevrsno prijelazno rješenje za sve one koji žele osnivati „banku potpune usluge“, ali to iz bilo kojeg razloga još uvijek ne mogu. Kreditne unije su institucije u čijem poslovanju sudjeluju svi članovi unije prema načelu uzajamne pomoći. Osnovni cilj nije ostvarivanje profita već zaštita vrijednosti novca njihovih članova i omogućavanje kredita po razumnim uvjetima i kamatnim stopama. Djelokrug rada usmjeren je na primanje novčanih depozita članova i njihova kreditiranja, mjenjačkih poslova, dodjeljivanja novčane pomoći i davanja jamstava za članove. Kreditnu uniju može osnovati najmanje 30 osoba s ukupnim iznosom članskih udjela odnosno temeljnim kapitalom od najmanje 0,5 mil. kuna, a što je ujedno i

Poslovanje štedno-kreditnih zadruga posve je neopravdano bio izvan sustava nadzora i kontrole Hrvatske narodne banke s obzirom da su ove financijske institucije sudjelovale u kreiranju depozitnog novca. Uvođenjem kreditnih unija ovaj nedostatak je ispravljen i ulogu nadzorne institucije od Ministarstva financija preuzela je središnja banka. Štedno-kreditne zadruge dugi niz godina bile su najbrojnija, ali pojedinačno najslabija skupina posrednika na hrvatskom financijskom tržištu (osim dobrovoljnih mirovinskih fondova). Od 2000. godine pa do njihova ukidanja ovi posrednici dvostruko su smanjili svoj relativni udio u ukupnoj aktivi financijskog sustava Republike Hrvatske.

U 2010. godini u Hrvatskoj je poslovala samo jedna štedna banka. Kreditne unije su, prema udjelu aktive, zanemariva skupina financijskih institucija. Može se primijetiti da je opisanim zakonodavnim rješenjima onemogućeno djelovanje uzjamnih štedno depozitnih institucija čime je određeni segment tržišta zanemaren. Zbog velikog socijalnog značenja potrebno je poticati njihov razvoj.

4.3. NEDEPOZITNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE

U nastavku će se analizirati nedepozitne financijske institucije u Republici Hrvatskoj pri čemu se kao najvažniji institucionalni investitori posebno ističu investicijski fondovi, mirovinski fondovi, osiguravajuća društva te leasing i factoring društva.

4.3.1. Investicijski fondovi

Investicijske fondove u Republici Hrvatskoj osnivaju i njima upravljaju društva za upravljanje investicijskim fondovima. Zakonska infrastruktura za djelovanje prvih domaćih investicijskih fondova postavljena je krajem 1995. godine, a radi usklađivanja s pravnim stečevinama Europske unije[150] početkom 2006. godine na snagu je stupio novi Zakon o investicijskim fondovima.[151] Ovim Zakonom prvi put se reguliraju otvoreni investicijski fondovi s privatnom ponudom (engl. *private equity funds*) kao i otvoreni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom (engl. *venture capital*

ukupni iznos članskih udjela. Najviši iznos udjela pojedinog člana kreditne unije i s njim povezane osobe ne smije prijeći pet posto ukupnog iznosa.

[150] Zakonodavna intervencija predviđa poseban tretman za kvalificirane ulagatelje kod privatne ponude (pravne i fizičke osobe koje zadovoljavaju kriterije, vlade, središnje banke, međudržavne i nadržavne institucije te ostale) koji su u stanju preuzeti još veći ulagački rizik, za razliku od starog Zakona koji je predvidio podjelu na institucionalne (što izričito isključuje fizičke osobe) i individualne ulagatelje. Bitna je novost u odnosu na ranije uređenje i da se fizičke osobe mogu smatrati kvalificiranim ulagateljima, što znači da je pojam institucionalnog ulagatelja napušten. Ipak, vrijednost imovine kvalificiranog ulagatelja mora biti veća od 1,5 mil. kuna, a ulaganje u fond ne smije biti manje od 750.000 kuna, dok se za fondove rizičnog kapitala primjenjuju viši pragovi.
Revidirane su i mogućnosti ulaganja fonda u neuvrštene vrijednosne papire, pojavljuju se novi oblici fondova, viši standardi izvještavanja ulagatelja i kontrole procesa u društvima za upravljanje te se po prvi put postavljaju pravila prodaje i promidžbe fondova, čime se unapređuje transparentnost poslovanja. Više u Čulinović-Herc (2007a; 2007b).

[151] Zakon o investicijskim fondovima, (NN 107/95, NN 12/96), Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o investicijskim fondovima (NN 114/01), Zakon o investicijskim fondovima (NN 150/05).

funds), uz prijašnje otvorene investicijske fondove s javnom ponudom. Otvorenim fondovima s privatnom ponudom članstvo je ograničeno na precizno definirane ulagače koji raspolažu s većim novčanim sredstvima i spremni su preuzeti veći rizik[152] te se i strategija ulaganja može prilagoditi njihovim potrebama. Zatvoreni fondovi se definiraju isključivo kao zatvoreni fondovi s javnom ponudom za ulaganje u uvrštene vrijednosne papire i zatvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine odnosno, za razliku od otvorenih fondova, ne postoji mogućnost privatne ponude. Zbog specifičnosti Republike Hrvatske kao tranzicijske zemlje od velike važnosti za razvoj tržišta bili su i privatizacijski investicijski fondovi[153] (u nastavku PIF-ovi) osnovani 1999. godine u procesu tzv. kuponske privatizacije. U 2006. godini s radom su započela i dva nova investicijska fonda osnovana posebnim zakonima[154]. Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji[155] te Umirovljenički fond.

Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj dobilo je odobrenje za rad 1997. godine, a pravi razvoj fondovske industrije započinje dvije godine kasnije osnivanjem 7 PIF-ova. Snažniji zamah ulaganja u fondove bilježi se tek od 2004. godine s jačanjem tržišta kapitala i jačim marketinškim aktivnostima fondovske industrije koje su rezultirale većom informiranošću i interesom stanovništva[156] za ulaganja u investicijske fondove.

Na hrvatskom tržištu 2010. godine djelovalo je 131 otvoreni i 8 zatvorenih investicijskih fondova te 2 fonda osnovana posebnim zakonima (Umirovljenički fond i Fond branitelja).

4.3.1.1.Zatvoreni i privatizacijski investicijski fondovi

Zatvoreni investicijski fondovi ostvarili su znatno sporiji rast od otvorenih fondova, kao i u ostalim tranzicijskim, ali i razvijenim zemljama.[157] Zatvoreni fondovi u hrvatskom financijskom sustavu sudjeluju s 0,4% udjela u ukupnoj aktivi. Višestruko veći udjel do kraja 2002. godine odnosio se na poslovanje PIF-ova koji su do kraja sljedeće godine

[152] Investitori u otvorene investicijske fondove s privatnom ponudom su kvalificirani ulagatelji čiji ulog u fond ne može biti niži od 750.000 kuna uz uvjet da je ukupna imovina investitora najmanje dvostruko veća. Članstvo u fondu s privatnom ponudom ograničeno je na najviše 200 investitora.

[153] Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima (NN 109/97, NN 114/01).

[154] Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (NN 163/03), Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (NN 82/04, NN 41/08), Zakon o umirovljeničkom fondu (NN 93/05), Zakon o izmjenama i dopunama zakona o umirovljeničkom fondu (41/07).

[155] Fond branitelja po svom statutu je otvoreni dionički investicijski fond, no sa stajališta financijskog sektora radi se zatvorenom dioničkom investicijskom fondu, odnosno otvoren je samo unutar određene populacije.

[156] Prema istraživanju Gfk – Centra za istraživanje tržišta iz 2003. godine (na uzorku ispitanika s osobnim primanjima iznad prosjeka na području cijele Hrvatske), samo 12% građana bilo je dobro upoznato s konceptom investicijskih fondova, a čak 38% ispitanika vrlo malo je znalo o ovim institucijama i mogućnostima ulaganja.

[157] U 2009. godini se u SAD-u 9,5% ukupne imovine investicijskih fondova odnosilo na zatvorene investicijske fondove, dok su otvoreni fondovi sudjelovali sa udjelom od 92,7% (Investment Company Institute 2009).

temeljem zakonske regulative pretvoreni u zatvorene fondove. Sljednici PIF-ova tijekom 2003. godine, Ugovorima o pripajanju pretvoreni su u holding društva radi lakšeg upravljanja svojim ulaganjima (ali i izbjegavanja zakonskih odredbi vezanih za investicijske fondove) te su kao zatvoreni investicijski fondovi prestali postojati.[158] Tablica 24 ukazuje na kretanje broja i promjene aktive zatvorenih investicijskih fondova u Hrvatskoj.

Tablica 24: Zatvoreni i privatizacijski investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj od 1998.-2010. godine (aktiva u mil. kuna)

Godina	*Zatvoreni invest. fondovi*		*Fond branitelja*		*Umirovljenički fond*		*Privatizacijski invest. fondovi*		*Ukupno*	
	Ukupna aktiva	**Broj registr. fond.**	**Ukupna aktiva**	**Broj registr. fond.**	**Ukupna aktiva**	**Broj registr. fond.**	**Ukupna aktiva**	**Broj registr. fond.**	**Ukupna aktiva**	**Broj registr. fond.**
1998.	**-**	**-**	-	-	-	-	-	-	**-**	**-**
1999.*	**374,9**	**2**	-	-	-	-	2.416,1	7	**2.791,0**	**9**
2000.*	**486,6**	**2**	-	-	-	-	3.174,5	7	**3.661,1**	**9**
2001.*	**608,1**	**2**	-	-	-	-	3.170,4	7	**3.778,5**	**9**
2002.*	**2.658,6**	**6**	-	-	-	-	388,5	2	**3.047,0**	**8**
2003.	**977,0**	**4**	-	-	-	-	-	-	**977,0**	**4**
2004.	**1.120,3**	**5**	-	-	-	-	-	-	**1.120,3**	**5**
2005.	**1.537,4**	**6**	-	-	-	-	-	-	**1.537,4**	**5**
2006.	**2.443,4**	**7**	2.945,1	1	6.621,6	1	-	-	**2.443,4**	**7**
2007.	**3.682,4**	**9**	4.236,3	1	4.491,4	1	-	-	**12.410,1**	**11**
2008.	**1.895,6**	**11**	2.400,4	1	3.474,0	1	-	-	**7.770,0**	**13**
2009.	**1.840,8**	**10**	2.223,3	1	2.675,9	1	-	-	**6.740,0**	**12**
2010.	**1.917,6**	**8**	2.005,0	1	1.856,5	1	-	-	**5.779,1**	**10**

Izvor: izradila autorica prema http://www.ripe.hanfa.hr/hr/publiciranje/izvjesca/.

PIF-ovi su bili jedni od najznačajnijih institucionalnih investitora na domaćem financijskom tržištu do pojave mirovinskih fondova i intenziviranja aktivnosti otvorenih investicijskih fondova. Imali su ulogu financijskih posrednika između tržišta kapitala i sudionika kuponske privatizacije za koje su ostvarivali prednost diverzifikacije rizika i profesionalnog upravljanja.

U promatranom razdoblju bilježi se kontinuirani porast broja zatvorenih investicijskih fondova. Zatvorenim investicijskim fondovima upravljalo je 8 društava u većinskom domaćem vlasništvu (jedno društvo u stranom vlasništvu s 14,3% udjela u imovini). Od deset fondova u 2010. godini, četiri ih je registrirano za ulaganje u nekretnine, s udjelom u ukupnoj imovini od 28,1%.

[158] Više o procesu kuponske privatizacije i PIF-ovima vidjeti u Republici Hrvatskoj u Prohaska i Olgić 2002.

Zatvoreni investicijski fondovi imaju mali značaj za hrvatski financijski sustav. Očekuje se da će njihov razvoj ići u smjeru specijaliziranih investicijskih fondova kao što su nekretninski fondovi.

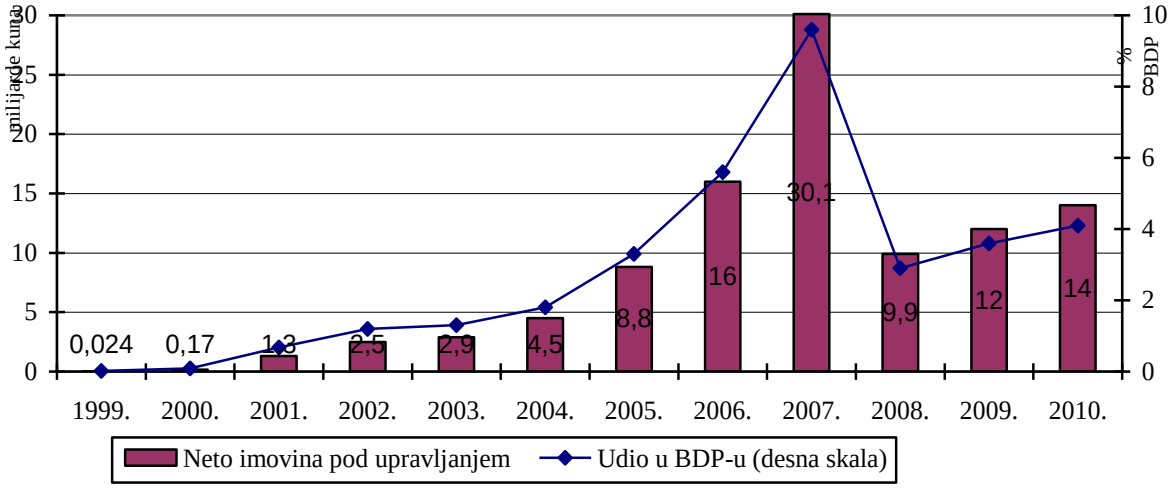
4.3.1.2.Otvoreni investicijski fondovi

Po veličini imovine otvoreni investicijski fondovi jedni su od najznačajnijih institucionalnih investitora. U ukupnoj imovini hrvatskog financijskog sustava sudjeluju s 2,3% udjela u 2010. godini. Broj otvorenih investicijskih fondova kontinuirano je rastao i do kraja 2010. godine dosegao brojku od čak 131 institucije.

Razloge veće zastupljenosti broja otvorenih fondova i veličine njihove imovine, u odnosu na broj zatvorenih fondova treba tražiti u jednostavnom ulasku i izlasku iz fonda, značajnim prinosima koje su ostvarivali do početka financijske krize kao i u činjenici da su banke velikim dijelom osnivači otvorenih investicijskih fondova. U protekle dvije godine ponovno je pojačana dominacija fondova koji posluju u okviru nekoliko bankovnih grupa i u prednosti su zbog prodajnih kanala koje im nudi okrilje banke.

Razvoj tržišta otvorenih fondova u Hrvatskoj predstavljen je podacima prikazanim u grafikonu 24.

Grafikon 24: Imovina otvorenih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj od 1999.-2010. godine (u mlrd. kuna)



Napomena: za godine prije 1999. aktiva je manja 0,005 mlrd kuna, a relativni udio u BDP-u manji od 0,01% te se ne prikazuje.

Izvor: izradila autorica prema http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm/ i www.dzs.hr.

Postoji značajan prostor za rast imovine ovih institucionalnih investitora, usporede li se podaci s imovinom otvorenih investicijskih fondova u razvijenim zemljama. Tako podaci za EU govore o udjelu imovine od 103% BDP-a u 2010. godini (EFAMA 2010), za razliku od hrvatskog segmenta fondovske industrije koji je 2010. godine iznosio 4,1% BDP-a. Dinamično kretanje hrvatske fondovske industrije prikazano je podacima u tablici 25.

Tablica 25: Otvoreni investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj od 1997.-2010. godine (u mil. kuna)

Godina	Ukupna aktiva (u mil kn)	Stopa rasta aktive	Registrirani otvoreni IF				Udio aktive u BDP-u (u %)
			Ukupno	S javnom ponudom	S privatnom poudom	OIF rizičnog kapitala	
1997.	6,7		1	1	-	-	<0,01
1998.	2,9	-56,8	4	4	-	-	<0,01
1999.	23,9	724,1	5	5	-	-	0,02
2000.	168,8	606,3	10	10	-	-	0,10
2001.	1.306,6	674,1	14	14	-	-	0,68
2002.	2.462,9	88,5	27	27	-	-	1,18
2003.	2.941,8	19,4	37	37	-	-	1,30
2004.	4.527,7	53,9	41	41	-	-	1,84
2005.	8.834,5	95,1	56	56	-	-	3,34
2006.	16.038,9	81,6	72	62	9	1	5,60
2007.	30.056,2	87,4	100	83	16	1	9,57
2008.	9.890,2	-67,1	126	98	26	2	2,87
2009.	12.034,9	21,7	130	103	25	2	3,59
2010.	13.674,4	13,6	131	101	23	7	4,09

Izvor: izradila autorica prema HANFA, B-2 Neto imovina investicijskih fondova; Prohaska i Olgić Draženović 2003; www.dzs.hr.

Početak razvoja fondovske industrije obilježen je registriranjem i radom prvog otvorenog investicijskog fonda ukupne aktive 6.719.146 kuna. U razdoblju od 2005. do 2007. godine bilježi se snažan rast imovine fondova uslijed rasta dioničkog tržišta[159] te visokog priljeva sredstava. S početkom svjetske ekonomske krize i nastupajućeg medvjeđeg tržišta u 2008. godini, imovina fondova pod upravljanjem bilježi izuzetan pad (67,1%) i rapidno povlačenje udjela.

Najbrojniji među domaćim fondovima s javnom ponudom su i dalje dionički fondovi (53), slijedi 20 mješovitih, 19 novčanih te 9 obveznički. Registrirana su 23 fonda s privatnom ponudom te 7 otvorenih fondova rizičnog kapitala.[160] Najmanju zastupljenost bilježe investicijski fondovi s privatnom ponudom s obzirom na niz čimbenika, a što negativno utječe na nastajanje i razvitak mladih i inovativnih tvrtki kao osobito važnog dijela gospodarstva.[161]

[159] U navedenom razdoblju domaće tržište kapitala uvelike se afirmiralo kroz prodaju Plive, većeg broja inicijalnih javnih ponuda (INA, T-HT i ostali) te zaduživanjem lokalnih i centralnih jedinica vlasti na domaćem tržištu kapitala.

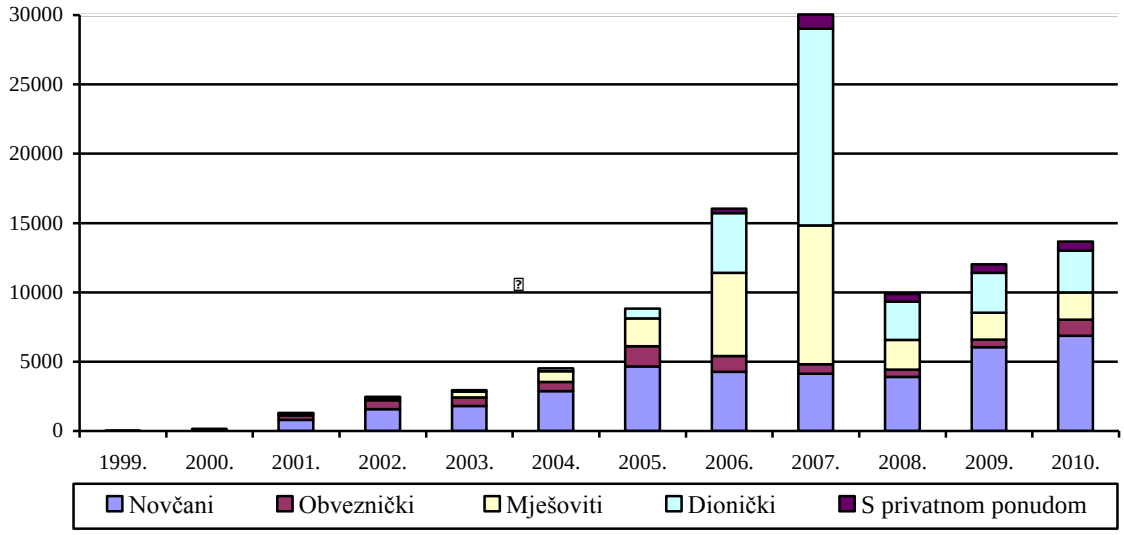
[160] Prema http://www.hanfa.hr/uploads/stat/2720070502140553.xls

[161] Više o ocjeni poreznog i pravnog okruženja za razvoj ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj prema EVCA (engl. *European Venture Capital Association*) metodologiji vidjeti u Švaljek 2007.

S aspekta vlasništva, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima u 2010. godini u većinskom su domaćem vlasništvu. Preciznije, od ukupno 36 evidentiranih društava, domaćih je 21 s 61,8% udjela u ukupnoj imovini.

U grafikonu 25 prikazan je važnost pojedinih vrsta fondova s obzirom na politiku ulaganja u posljednjih deset godina.

Grafikon 25: Neto imovina otvorenih investicijskih fondova prema vrstama u Hrvatskoj od 1999.-2010. godine (u mln. kn)



Napomena: u 1999. godini 96% imovine odnosilo se je na novčane fondove (aktiva 23 mil. kn.)

Izvor: izradila autorica prema autorica prema HANFA, B-2 Neto imovina investicijskih fondova.

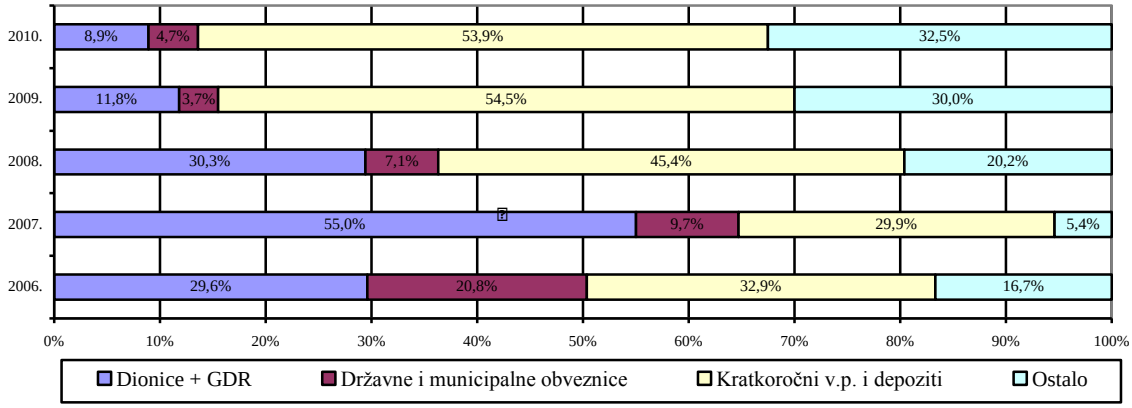
Prvih godina razvoja domaće industrije novčani fondovi su dominirali i brojem i imovinom. U godinama snažnog rasta tržišta (2006-2007), primat preuzimaju dionički i mješoviti fondovi, uz to privlačenje dijela sredstava iz klasičnih načina štednje.

Posljednje tri promatrane godine, kao posljedica veće averzije investitora prema riziku te sklonosti ulaganjima u manje rizične oblike imovine, značajan iznos sredstava ponovno se je prelio u novčane fondove, ali i usmjerio u bankovne depozite. Najveći rast neto imovine svih fondova s javnom ponudom ostvarili su obveznički fondovi te novčani fondovi. Time je ublažen trend intenzivnog prelaska imovine iz najrizičnijih fondova u one konzervativnije. Novčani fondovi preuzeli su vodeću poziciju po imovini pod upravljanjem (6,9 mlrd kuna), a slijedili su dionički (3,0 mlrd kuna) te mješoviti fondovi (1,9 mlrd kuna).

Nastavak trenda konzervativnije ulagačke strategije fondova može se sagledati iz strukture ulaganja prije i nakon nastupanja financijske krize, što je prikazano grafikonom 26. Ulaganja investicijskih fondova u 2010. godini najvećim dijelom su se sastojali od domaće imovine (72,9%), dok su inozemna ulaganja bila usmjerena u zemlje regije. Na domaćem tržištu kapitala fondovi su ulaganja usmjerili prije svega u kratkoročne

vrijednosne papire (24,4%), depozite (29,4%), dionice (8,9%) i državne obveznice (4,7%).[162]

Grafikon 26: Struktura ulaganja otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom u Republici Hrvatskoj od 2006.-2010. godine



Izvor: izradila autorica prema HANFA, B-3 Struktura imovine otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom.

U godinama prije financijske krize visoki prinosi i marketinške aktivnosti utjecali su na porast opće investicijske kulture na hrvatskom financijskom tržištu i zanimanja građana za ulaganja u fondovsku industriju. Međutim, s obzirom na visoku koreliranost domaćeg tržišta kapitala s kriznim kretanjima na svjetskim financijskim tržištima, imovina domaćih investicijskih fondova u prvoj godini krize izgubila je više od 60% tržišne vrijednosti. U narednim godinama uslijedio je blagi oporavak tržišta kojim se ipak nije dostiglo ni polovicu ostvarene maksimalne vrijednosti. U hrvatskom financijskom sustavu investicijski fondovi su se pokazali najmanje otpornima na eksterne šokove i kretanja na domaćem i stranim tržištima kapitala.

4.3.2. Mirovinski fondovi

Mirovinski fondovi u Republici Hrvatskoj započeli su s radom 2002. godine, nakon starta mirovinske reforme koja je bitno izmijenila i unaprijedila strukturu financijskog tržišta. Od 1991. do 2001. godine državno vođeni mirovinski sustav je postojao u formi generacijske solidarnosti ("pay-as-you-go")[163] te je zbog izrazito neučinkovitog i skupog sustava prijetio urušavanjem. Novi institucionalni okvir stvorio je preduvjete za efikasniji mirovinski sustav temeljen na tri stupa.[164]

---

[162] http://www.hanfa.hr/uploads/stat/2920070608110644.xls.

[163] Više o povijesti hrvatskog mirovinskog sustava, kritikama mirovinske reforme i potrebnim mjerama za prilagodbu sustava vidjeti u Puljiz 2007; o funkcioniranju sustava generacijske solidarnosti, pripremi, provedbi, postavkama i kritikama mirovinske reforme u Hrvatskoj vidjeti u Guardiancich 2007.

[164] Više u: Zakon o mirovinskom osiguranju (NN 102/98), Zakon o izmjeni Zakona o mirovinskom osiguranju (NN 127/00, 59/01), Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o mirovinskom osiguranju (NN109/01, NN 147/02, NN 177/04), Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje (NN 109/99, 63/00), Zakon o obveznim i dobrovoljnim

Prijašnji sustav generacijske solidarnosti postao je prvi mirovinski stup, odnosno obvezno mirovinsko osiguranje te je upotpunjen s dva privatno vođena i financirana stupa – jedan obvezan (drugi stup) i jedan dobrovoljni (treći stup). U drugom i trećem stupu, mirovine se financiraju iz osobne kapitalizirane štednje osiguranika, a prikupljena sredstva ulažu se na domaćim i inozemnim financijskim tržištima.

Mirovinski fondovi u Hrvatskoj nemaju pravnu osobnost, oni su samo imovina s posebnim statusom. Osnivaju ih i njima upravljaju mirovinska društva (d.d. ili d.o.o.) pri čemu je upravljanje ograničeno na jedan obvezni mirovinski fond, dok kod dobrovoljnih mirovinskih fondova ne postoje ograničenja.

Osim navedenih institucija infrastruktura mirovinskog sustava uključivala je još dvije nove institucije:

1. HAGENA – institucija zadužena za nadzor cjelokupnog mirovinskog sustava te za poslovanje mirovinskih fondova i mirovinskih osiguravajućih društava. Njezinu ulogu od 2006. godine preuzela je HANFA;
2. REGOS (Središnji registar osiguranika) – tehničko središte zaduženo za prikupljanje svih potrebnih podataka nužnih za djelotvorno funkcioniranje sustava.

Od 2000. godine[165] na hrvatskom financijskom tržištu posluje i jedno mirovinsko osiguravajuće društvo zaduženo za isplatu mirovina u sklopu obveznog i dobrovoljnog mirovinskog osiguranja.[166]

Početkom reforme formirano je sedam obveznih mirovinskih fondova, prvenstveno kao podružnice ili joint-venture banaka, a već dvije godine kasnije, uslijed kosolidacije bankovnog sektora[167], broj fondova pao je na četiri. Tri su društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondom u vlasništvu stranih financijskih institucija, dok je u jednom podjednak vlasnički udjel domaćeg i stranog osnivača. Prema udjelu u imovini pod upravljanjem više od 84% imovine je u stranom vlasništvu.

Od početka mirovinske reforme relativna važnost mirovinskih fondova u ukupnoj imovini domaćih financijskih institucija znatno je porasla te je na kraju 2010. godine iznosila 7,3% (obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi). U tablici 26 prikazani su osnovni pokazatelji kretanja tržišta obveznih mirovinskih fondova u Hrvatskoj od 2001.-2010. godine.

---

mirovinskim fondovima (NN. 49/99), Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 63/00, NN 103/03, NN 177/04, NN 71/07, NN 124/10).

[165] Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje (NN 106/99, 63/00 i 107/07).

[166] Ostvarenjem prava iz mirovinskog osiguranja odnosno umirovljenjem članova mirovinskih fondova, kapitalizirana sredstva člana fonda prenose se u mirovinsko osiguravajuće društvo koje vrši isplatu mirovina.

[167] Uslijed spajanja Erste banke s Riječkom bankom, Hagena je odobrila spajanje Erste, Plavog i Heliosa u u Erste Plavi fond. Ha-jedan fond je uspio prikupiti samo 0,35% članstva te ga je preuzeo A-Z fond.

Tablica 26: Osnovni pokazatelji obveznih mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj od 2001.-2010. godine

Godina	*Broj mirovinskih fondova*	*Broj članova*	*Ukupna aktiva (u mil. kn)*	*Stopa rasta*	*Prosječna neto imovina po članu*	*Udio aktive u BDP-u(u %)*
2001.	7	217.502	-	-	-	-
2002.	7	983.310	2.036,9	-	2.072	0,98
2003.	4	1.070.932	4.677,3	129,63	4.368	2,06
2004.	4	1.170.092	7.913,2	69,18	6.763	3,22
2005.	4	1.248.931	11.714,2	48,03	9.380	4,43
2006.	4	1.322.010	15.919,4	35,90	12.042	5,56
2007.	4	1.395.693	21.011,9	31,99	15.048	6,69
2008.	4	1.475.729	22.590,9	7,51	15.308	6,55
2009.	4	1.522.149	29.264,6	29,54	19.226	8,73
2010.	4	1.561.454	36.328,05	24,14	23.265	10,86

Izvor: izradila autorica prema HANFA, C-1 Broj mirovinskih fondova; HANFA, C-2 Članstvo u mirovinskim fondovima; HANFA, C-3 Neto imovina mirovinskih fondova.

Prema podacima iz tablice 13 zaključuje se da su fondovi privukli veliki broj članova kao i uplaćenih doprinosa te da ukupna aktiva ubrzano raste. Ipak rast se usporava zbog dosegnute veličine i izvora sredstava.[168] Do kraja 2010. godine mirovinski fondovi dosegnuli su veličinu od 36,3 milijardi kuna imovine pod upravljanjem što prelazi 10% BDP-a. U odnosu na prethodne godine ostvaren je nešto sporiji rast (24,14%) s izuzetkom 2008. godine kada uslijed krize rast smanjen za više od četiri puta. Veličinom aktive, mirovinski fondovi nametnuli su se kao najveći ulagači u vrijednosne papire u Hrvatskoj koji imaju mogućnost velikog utjecaja na kretanja na domaćem tržištu kapitala zbog čega je velika odgovornost i na regulatoru tržišta (HANFA).

Rastući utjecaj ovih institucionalnih investitora može se sagledati iz predviđanja o rastu ukupne imovine mirovinskih fondova do 15% BDP-a do 2015. godine, odnosno od najviših 21,6% BDP-a u 2030. godini. U narednim godinama, pod pretpostavkom nereformiranog mirovinskog sustava, isplate iz drugog stupa bile bi veće od uplata te bi se udio imovine u BDP-u postupno smanjivao (Anušić, O'Keefe, Madžarević-Šujster 2003).

Prosječan godišnji prinos obveznih mirovinskih fondova, mjereno indexom Mirex[169], od početka rada fondova u travnju 2002. godine bio je veći od 5,5%. Kritična godina za sve

[168] Postupno opadanje aktive ne znači odljev kapitala, već njegov prijenos iz mirovinskih fondova u mirovinska osiguravajuća društva koja će umirovljenicima isplaćivati mirovine.

[169] Mirex je indeks prosječnih vrijednosti svih hrvatskih mirovinskih fondova u drugom stupu odnosno relativna mjera uspješnosti fonda u odnosu na prosjek.

registrirane fondove bila je 2008. kada su uslijed krize i padova na tržištima kapitala sva četiri mirovinska fonda ostvarila negativne prinose, dok su za sve ostale godine ostvareni pozitivni prinosi iznad stope inflacije. Prinosi svih fondova u prvih nekoliko godina kretali su se na sličan način, no kasnije su razlike u prinosima sve više dolazile do izražaja, uslijed sve većih razlika u sastavu portfolija i strategijama među društvima za upravljanje fondovima. Tako je u 2005. godini raspon prinosa varirao od 4,76% do 9,50%, a posljednje promatrane godine pojedinačni prinosi kretali su se u rasponu 8,09%-9,75%.

Polazeći od načela sigurnosti, disperzije rizika i održavanja potrebne likvidnosti, propisana su ograničenja ulaganja u pogledu vrste imovine te najvišeg opsega ulaganja u pojedinu vrstu imovine.[170] Taj investicijski limit postavljen je kako bi se manjak koji se pojavio u proračunu Republike Hrvatske provođenjem mirovinske reforme i preusmjeravanjem 5% doprinosa iz bruto plaća zaposlenika za mirovinsko osiguranje u obvezne mirovinske fondove, pokrio njihovim ulaganjima, to jest kako bi se uspio financirati tranzicijski trošak provođenja mirovinske reforme. Navedenim zakonskim propisima, uopće se ne može govoriti o diverzifikaciji ulaganja već naprotiv o koncentraciji. Ovakvim propisima mirovinski fondovi postaju strogo usmjereni te kao takvi rizičniji od diverzificiranih, posebno kad se u uzme u obzir da tranzicijska zemlja nema rejting prvoklasnog dužnika (Samodol 2000). Ulaganjima koja su najvećim dijelom usmjerena na državne vrijednosne papire (čak i znatno više od zakonskog minimuma), mirovinski fondovi postaju previše vezani za financijski položaj države. Temeljni argument za visoko postavljeni investicijski limit (50 %) ulaganja u državne obveznice jest financiranje tranzicijskog troška provođenja mirovinske reforme, ali samo za prve godine uvođenja sustava kapitalizirane štednje. U literaturi se navodi i obrazloženje po kojem se navedenim propisima nastoji zadržati kapital u zemlji. Ipak, u tom dijelu se uočava nelogičnost. Proračun se financira obveznicama i trezorskim zapisima čime pokriva deficit tekućih isplata mirovina, a porezni obveznici na izdane obveznice plaćaju i kamate koje sami kupuju posredstvom mirovinskog fonda. Ulaganjem u ino obveznice to bi se moglo izbjeći te ujedno i kapitalno zaraditi.

Mirovinski fondovi previše su izloženi riziku tržišta obveznica te je potrebno regulaciju i tržišno okruženje usmjeriti ka liberaliziranju ulaganja i čvrstoj kontroli upravljanja rizicima. Dugoročno treba težiti minimiziranju uloge zakonskih limita i afirmaciji načela

[170] Prema zakonskoj regulativi, 80% sredstava mora se uložiti u Republici Hrvatskoj, dok je u inozemne vrijednosne papire (ulaganja u zemlje OECD-a) moguće uložiti samo 20% imovine fonda, pri čemu se s datumom ulaska Republike Hrvatske u Europsku uniju navedeno ograničenje više ne primjenjuje. Na domaćem tržištu najveći dio ulaganja (najmanje 50%) trebalo bi uložiti u dugoročne, dužničke vrijednosne papire Republike Hrvatske i u vrijednosne papire Hrvatske narodne banke. Najviše do 30% imovine moguće je uložiti u domaće i inozemne municipalne i korporativne obveznice i druge dužničke vrijednosne papire (komercijalni zapisi).
U domaće i inozemne dionice smije se ulagati najviše do 30% imovine fonda, kao i u udjele domaćih i inozemnih otvorenih investicijskih fondova te dionice zatvorenih investicijskih fondova. Gornja granica od 20% odnosi se na ulaganja u depozite, potvrde o ulozima ili repo poslove kod domaće ili inozemne banke. Mirovinski fondovi ne mogu ulaziti u špekulativne i inovativne poslove već bi trebali kupovati poznate domaće i strane vrijednosnice.

„pravila razboritosti“ koje je usmjereno na propisivanje i nadzor kvalitetnog upravljanja rizicima (Šonje 2005, str. 20).

Tablica 27 prikazuje strategiju ulaganja koju su odabrali hrvatski obvezni mirovinski fondovi za 2005., 2008. i 2010. godinu.

Tablica 27: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova u Hrvatskoj za 2005., 2008. i 2010. godinu

Vrsta imovine	2005.		2008.		2010.	
	Iznos (u 000 kn)	Udjel (u %)	Iznos (u 000 kn)	Udjel (u %)	Iznos (u 000 kn)	Udjel (u %)
DOMAĆA IMOVINA	**10.673.953**	89,01	20.920.792	92,50	32.580.847	88,22
Vrijednosni papiri i depoziti	**10.294.567**	**85,85**	**20.633.823**	**92,13**	**32.396.114**	**87,72**
Dionice + GDR	333.484	2,78	2.529.825	11,20	5.740.135	15,54
Državne obveznice	8.709.190	72,63	15.937.982	70,47	23.776.543	64,38
Municipalne obveznice	60.016	0,50	81.448	0,36	73.539	0,20
Korporativne obveznice	442.878	3,69	732.269	3,24	1.219.992	3,30
Zatvoreni investicijski fondovi	0,00	0,00	56.909	0,25	67.927	0,18
Otvoreni investicijski fondovi	258.985	2,16	373.285	1,65	550.914	1,49
Kratkoročni vrijednosni papiri	163.563	1,36	290.562	1,28	349.407	0,95
Depoziti	326.450	2,72	631.543	2,79	617.655	1,67
Novčana sredstva	**148.781**	**1,24**	**265.500**	**1,17**	**111.361**	**0,30**
Potraživanja	**230.604**	**1,92**	**21.470**	**0,09**	**73.372**	**0,20**
INOZEMNA IMOVINA	1.318.030	10,99	1.696.084	7,50	4.348.910	11,78
Dionice	134.902	1,12	481.446	2,13	1.858.651	5,03
Državne obveznice	208.561	1,74	307.489	1,36	444.719	1,20
Municipalne obveznice	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Korporativne obveznice	62.765	0,44	475.845	2,10	49.968	0,14
Zatvoreni investicijski fondovi	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Otvoreni investicijski fondovi	921.801	7,69	431.303	1,91	1.995.571	5,40
Kratkoročni vrijednosni papiri	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Depoziti	0	0,00	0	0,00	0	0,00
UKUPNA IMOVINA	**11.991.983**	**100,00**	**22.616.876**	**100,00**	**36.929.757**	**100,00**

Izvor: izradila autorica prema HANFA, C-4 Struktura ulaganja ukupne imovine obveznih mirovinskih fondova.

Postojeći sastav portfolija mirovinskih fondova u odnosu na prethodna razdoblja uravnotežio je strukturu ulaganja u skladu s definicijom ovih institucionalnih investitora kao konzervativnih ulagatelja s dugim investicijskim horizontom. Glavnina imovine (gotovo 90%) uložena je u vrijednosnice domaćih izdavatelja, od čega najveću komponentu domaće imovine čini državni dug.

Ulaganja u obveznice Republike Hrvatske unatoč visokom udjelu od 64,38% u 2010. godini, smanjila u odnosu na prethodne godine, za razliku od porasta udjela ulaganja u domaće dionice. Samo 15,54% svoje imovine fondovi su uložili u domaće dionice i GDR-ove[171], dok je u inozemstvu uloženo 11,78% ukupne imovine. Strategija se i dalje može ocijeniti krajnje konzervatitvnom čak i u odnosu na zakonske limite, posebice što se tiče ulaganja u državne obveznice, domaće dionice i inozemstvo. Ovakav trend može se očekivati i u narednom razdoblju, sve dok na domaćem tržištu ne dođe do znatno veće ponude kvalitetnih vrijednosnih papira i dok se udjeli domaćih dionica ne približe gornjoj granici od 30% ukupne imovine predviđene Zakonom. Ulaskom Hrvatske u EU očekuje se daljnje uravnoteženje ulaganja i povećanje ulaganja u financijske instrumente država članica.

Glavni problemi mirovinskih fondova u Hrvatskoj su sljedeći (Prohaska i Olgić Draženović 2003):

1. njihova veličina u komparaciji s cijelim financijskim tržištem, a posebno tržištem kapitala – velika potražnja za „*blue chip"* vrijednosnim papirima koja ne korespondira s malim brojem listanja (dionica i obveznica) u prvoj kotaciji;
2. postojanje konzervativnih investicijskih restrikcija, posebno za inozemne vrijednosnice;
3. izloženost valutnom riziku, s obzirom da je većina državnih obveznica indeksirana u stranim valutama (većinom u EUR-u), dok mirovinske uplate stižu u kunama;
4. visoka zavisnost prinosa o kretanju cijene obveznica i visine tečaja, zbog propisane strukture portfolija i strategije ulaganja fond managera.

Za mirovinske fondove najznačajniji je problem plasiranja ogromnog ulagačkog kapaciteta prema postojećoj zakonodavnoj regulativi. Ovo „usko grlo" našeg tržišta dodatno će se pogoršati rastom mirovinskih fondova, a posebno i ostvarenjem planova o nastavku mirovinske reforme s obzirom na potrebu postupnog povećavanja stope izdvajanja u 2. mirovinski stup (s 5% na 10%). Jedno od ograničenja odnosi se i na potpunu zabranu ulaganja u izvedene vrijednosne papire. Time bi se ulaganja zaštitila od visokog rizika tečaja i s obzirom na visoku razinu ulaganja denominiranu u stranoj valuti.

Nazočnost mirovinskih fondova na hrvatskom tržištu nesumnjivo je imala presudan utjecaj na razvoj financijskog tržišta, a posebno tržišta kapitala. Povoljna kretanja očitovala su se u povećanoj orijentaciji na financiranje javnog duga u zemlji kako u inozemnoj valuti tako i u kunama, a na tržištu su se pojavile korporativne obveznice i komercijalni zapisi. Također, pojavljuju se i prvi slučajevi financiranja izdavanjem novih dionica. Na sekundarnom tržištu kapitala u periodima krize nazočnost mirovinskih fondova je bila gotovo jedini izvor potražnje.

[171] GDR (eng. *Global Depositary Receipts*) je certifikat koji glasi na određen broj dionica i s kojim se može trgovati na uređenim javnim tržištima.

Treći stup mirovinske reforme odnosi se na dobrovoljne otvorene i zatvorene mirovinske fondove[172]. Unatoč stopi rasta neto imovine od gotovo 100%, ove financijske institucije najmanji su posrednici na hrvatskom financijskom tržištu (0,1% aktive) s udjelom u BDP-u od samo 0,5%. Do kraja 2010. godine na tržištu je poslovalo 6 otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova te 15 zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova. Od četiri društva za upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondovima samo jedno društvo je u domaćem vlasništvu. Temeljne značajke dobrovoljnih mirovinskih fondova od osnivanja do 2010. godine predstavljeni su u tablici 28.

Tablica 28: Osnovni pokazatelji dobrovoljnih mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2002.-2010. godine

Godina	*Broj mirovinskih fondova*	*Broj članova*	*Ukupna aktiva (u mil. kn)*	*Stopa rasta*	*Prosječna neto imovina po članu*
Dobrovoljni otvoreni mirovinski fondovi					
2002.	1	1.345	3,2	-	2.379,2
2003.	4	8.773	29,6	825	3.374,0
2004.	4	30.022	95,7	223	3.187,7
2005.	6	51.121	206,3	116	4.035,5
2006.	6	75.161	397,3	93	5.285,9
2007.	6	103.923	682,8	72	6.570,3
2008.	6	127.738	799,7	17	6.260,5
2009.	6	146.410	1.144,8	43	12.310,4
2010.	6	169.851	1.478,2	29	8.702,9
Dobrovoljni zatvoreni mirovinski fondovi					
2004.	4	1112	1,2	-	1.079,1
2005.	8	5336	7,7	542	1.443,0
2006.	10	10.633	60,3	683	5.671,0
2007.	12	11.943	119,1	98	9.972,4
2008.	15	17.285	148,4	25	8.585,5
2009.	15	17.733	218,3	47	12.310,4
2010.	15	17.618	287,8	32	16.335,6

Izvor: izradila autorica prema HANFA, C-1 Broj mirovinskih fondova; HANFA, C-2 Članstvo u mirovinskim fondovima; HANFA, C-3 Neto imovina mirovinskih fondova.

Za razliku od obveznih mirovinskih fondova kod kojih se prinosi bitno ne razlikuju, kod dobrovoljnih su se anualizirani prinosi od početka poslovanja kretali u rasponu od 2,6-9,5% za otvorene te od 1,0-15,3% za zatvorene dobrovoljne mirovinske fondove. Strategijom ulaganja u 2009. i 2010. godini povećan je udio imovine uložen na domaćem

[172] Dobrovoljni mirovinski fondovi otvorenog tipa usmjereni su na sve osobe s prebivalištem u Republici Hrvatskoj bez ograničenja, dok fondove zatvorene naravi osnivaju poslodavci, sindikati ili udruge samostalnih djelatnosti isključivo za svoje zaposlenike odnosno članove.

tržištu (86,8% udjela). Ulaganja u domaći državni dug povećala su se na 50,3%, a zbilježen je i rast ulaganja u inozemne dionice i otvorene investicijske fondove.

Rast broja članova za dobrovoljne otvorene mirovinske fondove u 2010. godini od 16% te smanjenje od 1% za dobrovoljne zatvorene fondove ukazuju na neafirmiranost ovih financijskih institucija. Mogućnosti su daleko veće[173], jer je ovim oblikom štednje zahvaćeno samo 10,6% zaposlene populacije[174], najvećim dijelom kao posljedica različitih destimulirajućih zakonskih rješenja (izostanak poreznih olakšica ili poticajnih rješenja za poslodavce)[175], ali i niske razine interesa i upoznatosti populacije s novim mogućnostima ulaganja.

4.3.3. Osiguravajuća društva

Udio imovine društava za osiguranje u ukupnoj imovini financijskih posrednika na hrvatskom financijskom tržištu u posljednje dvije godine raste te je na kraju 2010. godine iznosio 6,2% (tablica 1) čime se je sektor osiguranja profilirao u treću financijsku industriju, nakon banaka i mirovinskih fondova. Ipak, unatoč pozitivnoj i visokoj stopi rasta ukupne aktive društava za osiguranje koja je u 2010. godini iznosila 31 mlrd kuna i u odnosu na prethodnu godinu porasla za 7,5%, njezin rast je bio niži od stope rasta imovine mirovinskih (24,1%) i investicijskih fondova (13,6%).

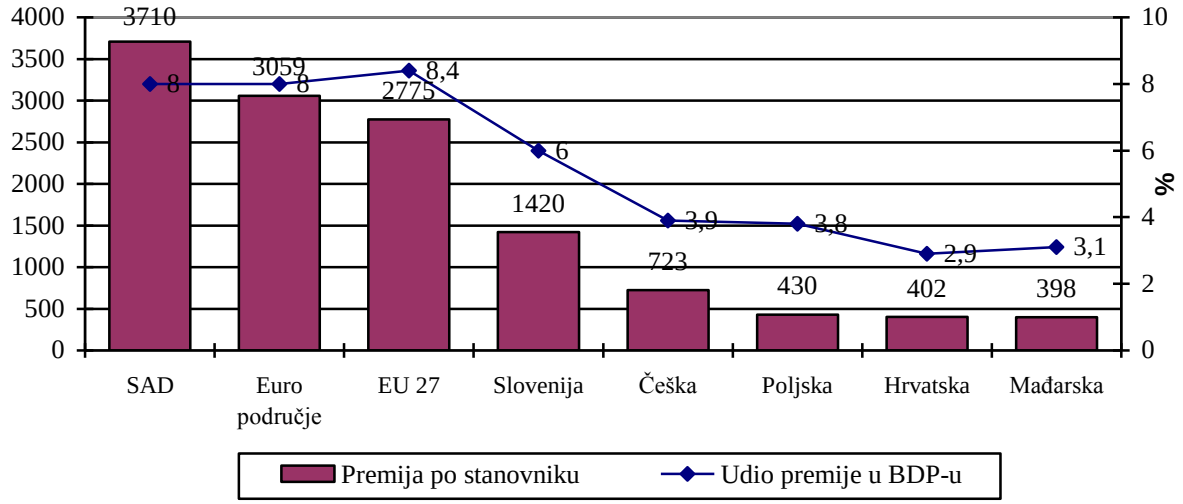
Djelatnost osiguranja u Hrvatskoj je, gledano kroz odnos premije i BDP-a , kao i kroz iznos premije po stanovniku, daleko ispod prosjeka razvijenih zemalja kao i zemalja EU. Navedeno je jednostavno uočiti prikazom u grafikonu 27.

[173] Usporedbe radi, u Njemačkoj 65% zaposlenih štedi u dobrovoljnim mirovinskim fondovima, u Češkoj 45%, a u Belgiji 55% .

[174] Broj zaposlenih osoba u 2008. godini iznosio je 1.554.805 prema podacima Državnog zavoda za statistiku (http://www.dzs.hr/Hrv_Eng/StatInfo/pdf/StatInfo2009.pdf).

[175] Sukladno Zakonu o izmjenama i dopunama poreza na dohodak iz srpnja 2010. uplate poslodavaca u III. mirovinski stup do 500 kuna mjesečno po radniku, odnosno 6.000 kuna godišnje, biti će priznate kao porezni izdatak. S druge strane, ukidaju se porezne olakšice za fizičke osobe koje su uplaćivale u dobrovoljnu mirovinsku štednju čime je jedna poticajna mjera samo zamijenjena drugom.

Grafikon 27: Premija po stanovniku i udio premije u BDP-u u odabranim razvijenim i tranzicijskim zemljama za 2009. godinu (premija u USD)



Izvor: izradila autorica prema podacima Hrvatskog ureda za osiguranje 2010.

Iako je osiguravajući sektor u Hrvatskoj relativno mali i nerazvijen, osiguravajuća industrija se neprestano razvija kroz preuzimanja i spajanja tijekom posljednjih par godina. Tijekom 2010. godine, hrvatsko tržište osiguranja uključuje jedno društvo za reosiguranje i 27 registriranih društava za osiguranje, od čega deset složenih, deset neživotnih i šest životnih osiguravajućih društava.[176]

Promatrajući vlasničku strukturu u 2009. godini, dominiraju društva s većinskim stranim kapitalom kojih je u promatranoj godini bilo 21. Ipak, domaća društva držala su veći dio (57,3%) ukupne premije kojom dominiraju neživotna osiguranja.

Hrvatsko tržište osiguranja može se ocijeniti koncentriranim, pri čemu je koncentracija osigurateljnog portfolija izraženija kod neživotnog osiguranja, uz trend smanjenja koncentracije. Prvih pet osiguravatelja u 2010. godini zauzelo je 58,7% tržišta, prvih osam drži 75,9%, dok 13 društava ima pojedinačni udio manji od 5% ukupne zaračunate bruto premije. Tržišni udio najvećeg osiguravajućeg društva se smanjuje (38,0% u 2005.; 32,2% u 2009.; 25,1% u 2010. godini), a njegovih neposrednih konkurenata povećava, uslijed povećane produkcije postojećih i osnivanja novih osiguravajućih društava te se u narednom razdoblju može očekivati nastavka blagog trenda koncentracije osigurateljnog portfolija.

U tablici 29 sumirani su najvažniji podaci o hrvatskom tržištu osiguranja.

[176] Industrija osiguranja u Republici Hrvatskoj osim navedenih registriranih aktivnih društava za osiguranje okuplja i 28 društava za posredovanje u osiguranju, 193 društava za zastupanje u osiguranju (pravne osobe), 173 obrta za zastupanje u osiguranju te 26 banaka koje imaju ovlaštenje za obavljanje poslova zastupanja u osiguranju.

Tablica 29: Premije i aktiva osiguravajućih društava u Hrvatskoj od 1997.-2010. godine (u mil. kuna)

God.	*Broj društava*	*Premije*			*Stopa rasta premije (u %)*	*Premija po stanovn.*	*Udio premije u BDP-u (u %)*	*Aktiva*	*Stopa rasta aktive (u %)*	*Udio aktive u BDP-u (u %)*
		Životne	*Ne-životne*	*Ukupno*						
1997.	20	396,4	3.119,9	3.516,3				5.120,9		4,1
1998.	24	590,2	3.481,4	4.071,6	15,8	905	2,9589	6.062,1	18,4	4,4
1999.	26	684,8	3.651,5	4.336,3	6,5	952	2,6432	7.620,2	25,7	4,6
2000.	27	759,2	3.771,4	4.530,6	4,5	1024	2,5642	8.615,5	13,1	4,9
2001.	25	925,2	4.173,5	5.098,7	12,5	1148	2,6723	9.670,1	12,2	5,1
2002.	24	1.152,4	4.426,4	5.578,8	9,4	1256	2,6792	11.096,8	14,8	5,3
2003.	25	1.349,9	4.717,0	6.067,0	8,8	1366	2,6725	12.688,6	14,3	5,6
2004.	26	1.569,4	5.057,5	6.626,9	9,2	1493	2,6988	14.406,5	13,5	5,9
2005.	25	1.895,8	5.454,3	7.350,1	10,9	1655	2,7803	16.563,2	15,0	6,3
2006.	22	2.165,1	6.015,1	8.180,2	11,3	1842	2,8568	19.662,8	18,7	6,9
2007.	25	2.482,7	6.582,2	9.064,9	10,8	2043	2,8849	23.245,9	18,2	7,4
2008.	30	2.545,8	7.140,3	9.686,1	6,9	2185	2,8309	25.690,1	10,5	7,5
2009.	29	2.488,7	6.922,7	9.411,4	-2,8	2125	2,8257	27.919,6	12,1	8,6
2010.	28	2.443,1	6.787,9	9.231,0	-1,9	2090	2,759	30.969,9	7,5	9,3

Izvor: izradila autorica prema podacima HANFA, A-1 Broj društava za osiguranje i društava za reosiguranje; HANFA, A-2 Agregirana bilanca društava za osiguranje i društava za reosiguranje; HANFA, A-4 Zaračunata bruto premija; HUO 2000-2010; www.dzs.hr.

Izuzev posljednje dvije promatrane godine, ukupna zaračunata bruto premija u posljednjih je deset godina rasla prosječnom godišnjom stopom od 9,5%, dok je za segment životnih osiguranja rasla dvostruko brže. Negativan trend kretanja zaračunatih bruto premija započeo je od 2008. godini, da bi naredne godine premija po prvi put zabilježila negativnu stope rasta od 2,8% (životna osiguranja -2,2%, neživotna osiguranja -3,0%). Time je prekinut trend višegodišnjih pozitivnih stopa rasta koje su od 2005.-2007. godine bile i dvoznamenkaste. Utjecaj financijske krize evidentan je i kroz gustoću osiguranja s obzirom da je iznos premije po stanovniku u 2009. po prvi put je zabilježio pad i iznosio 290 EUR. Porezne olakšice za zdravstvena, životna i dobrovoljna mirovinska osiguranja sigurno su bile jedan od jačih činitelja trenda kontinuiranog porasta premije osiguranja sve do 2009. godine.

Portfolijo osiguravajućih društava se uravnotežuje, ali i dalje je struktura premije nepovoljna s obzirom da osiguranje autoodgovornosti i kasko osiguranje prisvajaju 40,9% udjela. Međutim, ovaj udio se smanjuje, dok ostale premije neživotnih osiguranja bilježe lagani rast. Istovremeno, udio premije osiguranja života stabilno je rastao sve do 2008. godine. U odnosu na prethodne godine u 2009. godini zabilježen je osjetan pad

stope rasta životnih osiguranja, kao posljedica globalne krize, pad ugovaranja novih osiguranja te porast storna kroz otkupe i kapitalizacije.[177]

Razvijenost tržišta osiguranja možemo sagledati i kroz odnos ukupne aktive i BDP-a. Iako je navedeni pokazatelj rastao u proteklom desetogodišnjem razdoblju, možemo reći da je on još uvijek relativno nizak. Također premija po stanovniku u 2010. godini od 278 EUR daleko je niža od 1.879 EUR koliko je prosječno izdvojeno u europskim zemljama.[178] Ipak, navedeni pokazatelji bilježe postupan rast kroz godine i ukazuju da je hrvatska industrija osiguranja još u ranoj fazi razvoja sa znatnim potencijalom za budući rast i razvoj osobito u segmentu životnih osiguranja.

Za osiguravatelje posebno je bila značajna 2005. godina zbog donošenja Zakona o osiguranju[179] i Zakona o obveznim osiguranjima kojima je, između ostalog, zakonodavac strogo propisao ulaganja matematičke i tehničke pričuve[180]. Međutim, s obzirom na relativno visoki prag dopuštenog ulaganja u rizične vrijednosne papire i primarnog zahtjeva za sigurnosti ulaganja, potrebno je zakonski intervenirati i preispitati ograničenja ulaganja imovine za pokriće matematičke pričuve.[181]

Ulaganja su ključna stavka imovine društava za osiguranje s udjelom od 75,3% imovine na kraju 2010. godine odnosno 23,3 mlrd kn. Matematička pričuva je u 2010. godini bila iskazana u visini od 11,4 mlrd kn i činila je 55,1% tehničkih pričuva. Raspoloživa sredstva su konzervativno uložena, posebno u dijelu životnog osiguranja, kako je i prikazano grafikonom 28. Kao i kod obveznih mirovinskih fondova, najveći dio imovine uložen je u najsigurnije državne vrijednosne papire. Za pokriće matematičke pričuve gotovo 68% imovine uloženo je u obveznice čiji je izdavatelj Ministarstvo financija Republike Hrvatske ili HBOR.

---

177 Više vidjeti u Hrvatski ured za osiguranje 2009.

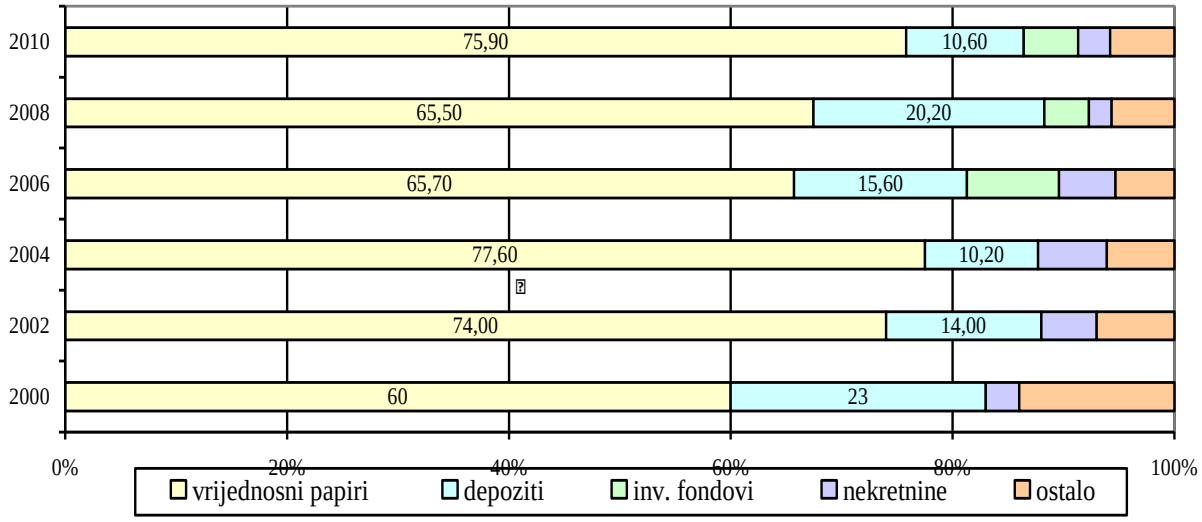
178 Podaci za 32 zemlje članice Europskog krovnog udruženja osiguratelja i reosiguratelja (engl. *European insurance and reinsurance federation-CEA*).

179 Zakon o osiguranju (NN 151/05, NN 87/08, NN 82/09) i Zakon o obveznim osiguranjima u prometu (NN 151/05, NN 36/09, NN 75/09).

180 Ulaganja osiguravajućih društava u Republici Hrvatskoj čine ulaganja imovine za pokriće matematičke pričuve koja se oblikuje iz sredstava osiguranja života. Matematička pričuva predstavlja razliku između sadašnje vrijednosti svih budućih obveza osiguratelja po ugovorima iz osiguranja života i sadašnje vrijednosti svih budućih obveza ugovaratelja osiguranja po tim ugovorima, dok sredstva jamstvenog kapitala i tehničkih pričuva umanjenih za sredstva matematičke pričuve životnih osiguranja i drugih osiguranja za koja se obračunava matematička pričuva čine raspoloživa sredstva za ulaganje (HANFA 2005, str. 140).

181 Prema postojećem Zakonu o osiguranju propisana je obveza društava za osiguranje o ulaganju najmanje 50% matematičke pričuve u državne obveznice i druge vrijednosne papire Ministarstva financija Republike Hrvatske te vrijednosne papire izdane od strane HNB-a ili Hrvatske banke za obnovu i razvitak. Ulaganja u dionice kojima se trguje na uređenom tržištu vrijednosnih papira u Hrvatskoj ne smiju prelaziti 25% traženog pokrića matematičke pričuve dok za ulaganja u udjele i dionice investicijskih fondova koji su registrirani u Hrvatskoj ne smiju prelaziti 40% traženog pokrića matematičke pričuve. S druge strane, američki osiguravatelji (životno i zdravstveno osiguranje) ne ulažu više od 5% imovine u rizične vrijednosne papire.

Grafikon 28: Struktura ulaganja iz sredstava matematičke pričuve u Republici Hrvatskoj od 2000.-2010. godine (u %)



Izvor: izradila autorica prema HANFA 2005-2010.

Karakteristike i izazovi hrvatske osiguravajuće industrije mogu se sažeti u nekoliko točaka (Prohaska i Olgić Draženović 2003):

a. pad koncentracije tržišta osiguranja;
b. slaba razvijenost strukture portfolija (samo 26% udjela životnog osiguranja u ukupnoj premiji);
c. needuciranost javnosti o važnosti životnog osiguranja;
d. problemi sa zemljišnim knjigama što snažno utječe nemogućnost ulaganja u hipoteke;
e. problemi koji proizlaze iz nekonzistenetne pravne interpretacije između sudova;
f. nedostatak kvalitetnih i raznovrsnih financijskih instrumenata na primarnom i sekundarnom tržištu kapitala kojima bi se omogućila diverzifikacija rizika.

U godinama financijske krize i negativnog okruženja financijskih tržišta pred osiguravatelje se postavlja prioritet zadržavanja kvalitetnog portfolija i racionalizacije troškova poslovanja[182] kako bi se održala profitabilnost i stabilnost sustava osiguranja. Očekuje se daljnji razvoj tržišta, posebno u segmentu životnog i zdravstvenog osiguranja.

4.3.4. Leasing i factoring društva

Društva za leasing po udjelu imovine (6,8%) imaju poziciju druge financijske industrije u financijskom sustavu Hrvatske.

[182] Visina premije po zaposlenom u osiguravajućem sektoru od 2006. godine bilježi stalnu stopu pada, zbog naglog porasta zaposlenih u osiguravajućim društvima uslijed odredbi Zakona o osiguranja koje se odnose na zastupanje u osiguranju. Time se potvrđuje da novi kanali prodaje (Internet i bankoosiguranje) ne moraju nužno značiti i redukciju broja zaposlenih, čime se povećavaju ionako visoki troškovi poslovanja osiguravajućeg sektora.

Sektor leasinga do 2006. godine nije imao razrađen adekvatni zakonodavni okvir i sustav nadzora i kontrole uslijed čega je dolazilo do brojnih nepravilnosti u radu ovih institucija te izuzetno visokih stopa rasta. Naime, od 2002. godine su banke uslijed HNB-ovih ograničenja na inozemne izvore sredstava i drugih restriktivnih mjera središnje banke, počele plasirati vlastita sredstva kao kredite putem leasing društava unutar iste grupacije i tako nastavile generirati vanjski dug. Snažan rast imovine društava za leasing (u 2002. i 2003. godini oko 100%), znatno je usporen 2004. godine (24%) uslijed ciljanih mjera HNB-a usmjerenih na prikriveno kreditiranje banaka putem leasing institucija. Ova nepovoljna kretanja su zaustavljena zakonodavnim okvirom iz 2006. godine (Zakon o leasingu, NN 135/06) kao i uspostavom adekvatnog sustava nadzora i kontrole krajem 2005. godine, kada nadzor leasing institucija preuzima Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Promjene u aktivi i značaju leasinga i factoringa u Hrvatskoj od 2005. godine predstavljen je tablicom 30.

Tablica 30: Leasing i factoring društva u Republici Hrvatskoj od 2004.-2010. godine

Godina	*Leasing društva*				*Factoring društva*			
	Broj leasing društava	*Ukupna aktiva (u mil. kn)*	*Stopa rasta*	*Udio aktive u BDP-u*	*Broj factoring društava*	*Ukupna aktiva (u mil. kn)*	*Stopa rasta*	*Udio aktive u BDP-u*
2004		15.600,0	-	6,4				
2005	52	20.403,6	31	7,7	5	335,9	-	0,13
2006	57	26.968,6	32	9,4	8	1.662,4	395	0,6
2007	25	30.303,9	12	9,6	10	4.219,3	154	1,3
2008	26	35.067,9	16	10,3	13	6.342,9	50	1,8
2009	26	33.665,8	-4	10,1	15	7.006,8	10	2,1
2010	26	28.100,0	-17	8,40	19	5.748,1	-18	1,7

Napomena: za razdoblje prije 2005. godine ne postoji službena statistika za leasing i facoring institucije

Izvor: izradila autorica prema HANFA, D-1 Broj leasing društava; HANFA, D-2 Agregirana bilanca leasing društava; HANFA, E-1 Broj factoring društava; HANFA, E-2 Agregirana bilanca factoring društava; za 2004. godinu prema HNB, 2005, Makrobonitetna analiza, str.18.

Rast sektora leasinga je od 2005. godine usporen te je posljednje promatrane godine ostvario pad od čak 17%. Unatoč smanjenju broja leasing društava u 2007. njihova aktiva, odnosno broj i vrijednost ugovora, kontinuirano su rasli sve do kraja 2008., zbog čega se leasing mogao označiti brzorastućom financijskom djelatnošću. Poslovanje leasing društava u 2010. obilježeno je smanjenim volumenom poslovanja zbog pada ulaganja (investicijske potrošnje) i osobne potrošnje te problemima u naplati potraživanja. Posljednje promatrane godine zaključeno je 5,8 milijarde kuna vrijednosti novih ugovora, što je smanjenje od 29,8% u odnosu na prethodnu godinu. Koncentracija

tržišta je visoka, ali uz trend opadanja koncentracije tržišta. Udio 5 najvećih leasing društava u 2010. godini smanjen je s 64,4% na 60,9%.

Od 26 leasing društava većina je (njih 21) u neposrednom vlasništvu nerezidenata odnosno u pretežitom većinskom vlasništvu inozemnih banaka i financijskih institucija i s njima povezanih društava. Od ukupno upisanog kapitala leasing društava, čak 78,9% odnosi se na nerezidente.

U strukturi ukupnog portfolija u 2010. godini najveći dio ugovorene vrijednosti leasinga odnosi se na financijski leasing (46,9%), slijedi operativni leasing s 48,2%, a ostatak su krediti s 4,9%. U strukturi novozaključenih ugovora u 2010. godini, evidentno je usporavanje financiranja putem leasinga kod svih objekata leasinga (i po broju i po vrijednosti.[183]

Poslove factoringa u Republici Hrvatskoj obavljaju kreditne institucije i društva registrirana za obavljanje poslova factoringa.[184] Prema podacima za agregiranu aktivu iz prethodne tablice može se uočiti kontinuirani i brzi rast ove mlade industrije u Republici Hrvatskoj.

Factoring društva počela su se razvijati u Hrvatskoj od 2003. godine, obavljajući poslove uvoznog, izvoznog i domaćeg factoringa te eskontiranja mjenica i davanja zajmova. U ukupnoj strukturi factoring potraživanja dominira domaći factoring s 95,2% udjela te se od 19 aktivnih društava 4 društva nalaze se u neposrednom vlasništvu nerezidenata. Time se djelatnost factoringa izdvaja kao jedinstvena u hrvatskom financijskom sustavu, s obzirom na dominaciju domaćeg vlasništva za razliku od ostalih djelatnosti u pretežitom vlasništvu nerezidenata. Tržište karakterizira visoka koncentracija aktive uz zamjetan trend smanjenja. Na najveće društvo po visini aktive odnosi se 49,7% tržišta za razliku od 63,6% prethodne godine, dok udjel prvih triju društava čini 86,2% ukupne aktive factoring društava.

4.3.5. Ostale financijske nedepozitne institucije

Hrvatsko financijsko tržište poznaje još čitav niz nedepozitnih financijskih institucija, udruženja i asocijacija poznatih i na tržištima razvijenih tržišnih ekonomija.

Financijski sustav u Hrvatskoj uključuje i 34 društva za upravljanje investicijskim fondovima, 4 društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, 4 društva za upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondovima, jedno mirovinsko osiguravajuće

[183] HANFA 2010.

[184] Poslovanje factoring društava i kreditnih institucija ovlaštenih za obavljanje poslova factoringa unutar svoje registrirane djelatnosti nije definirano posebnim zakonima koji bi definirali djelokrug rada ovih institucija, dok je nadzor u nadležnosti HANFA-e za factoring društva i HNB-a za kreditne institucije.
Zakonski okvir za nadzor nad društvima registriranima za obavljanje poslova factoringa definiran je Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 140/05, NN 109/07) i Zakonom o sprječavanju pranja novca i financiranja terorizma (NN 87/08), kao i drugim zakonskim i podzakonskim aktima kojima je regulirano poslovanje poslovnih subjekata u Republici Hrvatskoj.

društvo, 2 društva za reosiguranje, 29 društava za posredovanje u osiguranju i više od 300 društava za zastupanje u osiguranju.

Od državnih financijskih institucija poseban značaj imaju Hrvatska banka za obnovu i razvoj (HBOR) kao razvojna i izvozna banka Republike Hrvatske, Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka (DAB) osnovana kao specijalizirana financijska institucija za osiguranje depozite u kreditnim institucijama te Financijska agencija (FINA).

Od institucija domaćeg tržišta kapitala posebno se ističu Zagrebačka burza kao centralna institucija te Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD) kao središnji depozitorij odnosno registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira koji obavlja poslove prijeboja i namire. Na domaćem tržištu kapitala u 2011. godini djelovalo je i 13 nebankovnih brokerskih društava, 20 banaka sa ovlaštenjem za obavljanje navedenih poslova kao i 4 investcijska društva osnovana od strane banaka. [185]

Kratkoročni segment financijskog tržišta odnosi se na Tržište novca Zagreb d.d..

Regulatorne i nadzorne institucije podijeljene su na Hrvatsku agenciju za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Hrvatsku narodnu banku (HNB) o kojima će biti riječi u nastavku rada.

4.4. TRŽIŠTE KAPITALA

Hrvatsko tržište kapitala ima relativno kratku povijest te se može označiti mladim tržištem odnosno tržištem u nastajanju. Unatoč maloj veličini hrvatskog tržišta kapitala, trgovanje vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj odvijalo se na dva uređena javna tržišta, od 1991. godine na Zagrebačkoj burzi[186], a od 1993. godine i na Varaždinskom tržištu vrijednosnica odnosno Varaždinskoj burzi (od lipnja 2002. godine). Smatralo se da će odvojeno funkcioniranje dviju burzi osigurati veću konkurenciju i snižavanje cijena usluga, dok su se kao negativne posljedice isticale dupliranje fiksnih troškova burzi, preklapanja u pravilima uvrštenja te nesklad u metodologiji vođenja burzovnog prometa. Ipak, s obzirom na nerazvijenost domaćeg tržišta kapitala, razvoj tržišta dalje se je odvijao u svjetlu revitalizacije postojećih burzi te njihovog spajanja 2007. godine s ciljem kvalitetnije usluge i smanjenja troškova svih sudionika na tržištu, ravnopravnog pristupa svim zainteresiranim članovima, ali i odvajanja dioničarstva od članstva na burzi.

---

[185] Posljednje tri godine, poslovanje nebabankovnih brokerskih društava iskazuje sve lošije rezultate uslijed smanjenog obujma trgovanja, povećanih troškova zbog usklađenja zakonodavne regulative sa stečevinama EU (obveza uplate u Fond za zaštitu ulagatelja, povećanje iznosa potrebnog temeljnog kapitala, propisi o adekvatnosti kapitala) kao i smanjenim naknadama za trgovanje. U 2011. godini trećina brokerskih društava poslovala je s gubitkom.

[186] Začecima hrvatskog tržišta kapitala može se smatrati osnivanje Sekcije za robu i vrednote 1907. godine. Zagrebačka burza za robu i vrednote osnovana je u lipnju 1919. godine i unatoč relativno razvijenim špekulativnim aktivnostima, prestala s radom uspostavom socijalističkog uređenja 1945. godine.
Više o ranoj povijesti hrvatskog tržišta kapitala do Drugog svjetskog rata vidjeti na http://www.zse.hr/default.aspx?id=32849.

Rad Zagrebačke burze definiran je Statutom i nizom burzovnih pravila i odluka, a ulogu regulatora i supervizora domaćeg tržišta kapitala od 1995. obavljala je Komisija za vrijednosne papire. Njezinu funkciju 2006. godine preuzima HANFA (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga). Osim burze i HANFA-e, sudionici domaćeg tržišta kapitala su i Središnje Klirinško depozitarno društvo (SKDD), izdavatelji vrijednosnih papira, investitori[187] i brokerske kuće. Izgrađen je zakonodavni[188] i institucionalni okvir koji uređuje i nadzire hrvatsko tržište kapitala te su ispunjeni svi uvjeti za funkcioniranje ovog segmenta financijskog tržišta.

Hrvatsko tržište kapitala je nerazvijeno iz više razloga. Standardi korporacijskog upravljanja u Hrvatskoj veoma su niski[189]. Primjena računovodstvenih standarda, izvještavanje investicijske javnosti i uloga nadzornih odbora, nisu razvijeni u mjeri koja bi pobudila veće povjerenje ulagača u tržište kapitala, a vlasnička struktura u srednjim i velikim kompanijama i dalje je uglavnom koncentrirana.

Nerazvijenost tržišta oslikava se i u činjenici da je za njega karakterstično izrazita prisutnost dogovorne koordinacije. Iako je dogovor između sudionika trgovanja obveznicama i dionicama formalno zakonom dopušten[190], često se koristi snaga i veličina institucionalnih investitora kod utjecaja na cijenu i dostupnost vrijednosnih papira. Hrvatsko tržište kapitala podložno je utjecajima koji se ne mogu realno predvidjeti, političkim odlukama i manipulacijama "velikih igrača" (mirovinskih fondova, banaka i drugih institucionalnih investitora) te je vrlo teško odrediti buduće kretanje tržišta i moguća je manipulacija cijenama na tržištu.

Portfolio vrijednosnih papira kojima se trguje i koje se mogu označiti likvidnim izrazito je ograničen i plitak, a tržište je nelikvidno. Na mali broj izdavatelja otpada razmjerno veliki postotak tržišne kapitalizacije i prometa, što rezultira povećanjem volatilnosti cijena na tržištu.. Visoka je koncentracija dionica s najvećim prometom i najvećom kapitalizacijom, kao i u pogledu broja vrijednosnih papira uvrštenih u najvišu burzovnu kotaciju (%). S druge strane, vrijednosnim papirima iz ostalih kotacija se vrlo rijetko trguje ili se ne trguje uopće. Javnosti nedostaje investicijskih znanja i interesa za

[187] Investitori su društva za upravljanje fondovima, zatvoreni investicijski fondovi, obvezna i dobrovoljna mirovinska društva, osiguravajuća društva, banke, fizičke osobe i dr.

[188] Zakon o tržištu vrijednosnih papira (NN 84/02, NN 138/06), Zakon o tržištu kapitala (NN 88/08), Ispravak zakona o tržištu kapitala (NN 146/08), Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu kapitala (NN 74/09).

[189] S ciljem uspostavljanja visokih standarda korporativnog upravljanja i transparentnosti poslovanja dioničkih društava, Zagrebačka burza i HANFA su 2007. godine usvojile Kodeks korporativnog upravljanja (engl. *Corporate Governance Codex*). U Kodeksu su definirana temeljna načela:

- transparentnost poslovanja;
- jasno razrađene procedure za rad nadzornog odbora, uprave i drugih organa i struktura koje donose važne odluke;
- izbjegavanje sukoba interesa;
- efikasna unutarnja kontrola;
- efikasan sustav odgovornosti.

[190] OTC transakcije predstavljaju transakcije izvršene izvan uređenog tržišta ili MTP-a (Multilateralna trgovinska platforma), a koje se prijavljuju Burzi u svrhu javne objave transakcije. Sudionici transakcije samostalno dogovaraju transakciju i provode namiru.

dugoročne investicije, dok su mali tržišni sudionici orijentirani na špekulativne aktivnosti.

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj razvijalo se pod snažnim utjecajem četiri faktora: zakonske regulative, privatizacije, razvoja domaćeg tržišta javnog duga, mirovinske reforme i intenzivnog rasta i razvoja institucionalnh investitora od 2002. godine. Zakonska regulacija utvrđena je na zadovoljavajući način, ali ju je potrebno i dalje unaprijeđivati i usklađivati (međusobno i s propisima Europske unije) te poboljšati njenu implementaciju. Po pitanju privatizacije uočava se da nije iskorištena sinergija djelovanja razvoja tržišta kapitala i provođenja privatizacije. Kuponska privatizacija nije dala očekivane rezultate uzevši u obzir proces restruktuiranja poduzeća i broj poduzeća uključenih u kuponsku privatizaciju.[191] Stoga je nužno iskoristiti potencijal preostalih državnih poduzeća za oživljavanje aktivnosti na domaćem tržištu kapitala putem konzinstentne strategije privatizacije putem tržišta kapitala. Tržište javnog duga u Hrvatskoj posebno je napredovalo od 2002. godine izdavanjem prvih domaćih državnih obveznica čime je započelo korištenje velikog potencijala tržišta državnih obveznica. Međutim, potrebno je poboljšati transparentnost izdanja, osluškivati investicijsku javnost prilikom dizajniranja izdanja u cilju poboljšanja likvidnosti te omogućiti i potaknuti uvođenje sustava primarnih dilera (Olgić Draženović 2006).

U razdoblju do 2002. godine ne može se govoriti o razvijenom institucionalnom obliku trgovanja, jer se tržište dionica nije uspjelo razviti, dok se na tržištu obveznica trgovalo samo državnim obveznicama. U razdoblju od 2001. do 2006. godine promet je ubrzano rastao na obje burze, ali se u prosjeku 90% ukupnog godišnjeg prometa odvijalo na Zagrebačkoj burzi. Domaće obvezničko tržište intenzivnije se je počelo razvijati od 2003. godine, potaknuto izdavanjem prve čiste kunske obveznice Republike Hrvatske. U skladu sa svojom politikom smanjenja inozemnog duga hrvatska Vlada od 2004.-2009. godine nije izdavala obveznice na inozemnim tržištima[192], već se je ograničila na domaća izdanja. Pri tome je osobito važna državna obveznica izdana u prosincu 2005. kao prva desetogodišnja kunska obveznica, koja stoga ima iznimnu važnost za produljivanje kunske krivulje prinosa i za usklađivanje Republike Hrvatske s četvrtim maastrichtskim kriterijem.[193] Prva korporativna kunska obveznica izdana je 2003. godine čime je postavljena osnova budućih izdanja korporativnih obveznica u domaćoj valuti, dok je intenzivniji razvoj municipalnog tržišta uvrštenjem obveznica gradova Koprivnice i Zadra godinu dana kasnije.[194]

---

[191] Više o kuponskoj privatizaciji na primjeru Hrvatske i odabranih tranzicijskih zemalja u točki 3.1.1. rada.

[192] Euroobveznice se ponovno izdaju od 2009. godine putem dva izdanja te jedne emisije u 2010. godini.

[193] Maastrichtski kriteriji, odnosno uvjeti koje moraju zadovoljiti zemlje kandidati za ulazak u Europsku monetarnu uniju odnose se na pet kvantitativnih pokazatelja, vezanih za inflaciju, tečaj, fiskalni kriterij (kriterij proračunskog deficita i kriterij javnog duga) te kamatni kriterij. Kamatnim kriterijem određuje se konvergencija dugoročnih kamatnih stopa, koja traži da prinos na dugoročne obveznice države ne smije prelaziti istovjetne kamatne stope u tri zemlje s najnižom inflacijom za više od 2 postotna boda.

[194] Prije navedenih izdanja emitirana su 3 izdanja obveznica Istarske županije i jedno izdanje obveznica grada Opatije koje su do 2001. godine bile u cijelosti isplaćene i dospjele. Više o začecima razvoja municipalnog tržišta vidjeti u Prohaska i Olgić Draženović 2003.

Iste godine zakonski je propisano uvrštenje dionica u burzovnu kotaciju za javna dionička društva[195] (JDD kotacija), čime je ova administrativna i zakonom nametnuta obveza zaustavila negativne trendove na tržištu kapitala.[196]

Nakon više godina zaostajanja za tržištima regije od 2004. godine počeo se je ostvarivati veliki rast tržišta, zahvaljujući prvenstveno investicijskoj aktivnosti mirovinskih i investicijskih fondova. Od 2004. godine domaći i strani investicijski fondovi i institucionalni ulagatelji uvrstili su hrvatske vrijednosne papire u svoje portfolije potaknuti makroekonomskom stabilnošću, ali još više političkim napretkom Republike Hrvatske u procesu približavanja članstvu u Europskoj uniji.

Najuspješnija godina za hrvatsko tržište kapitala bila je 2006. kada je ostvaren ukupni promet od 45,32 milijarde kuna, što je preko 27 puta više u odnosu na 2001. godinu. Nakon petogodišnjeg propulzivnog razvoja hrvatskog tržišta kapitala, od 2007. godine uslijedio je snažan pad primarnog i sekundarnog tržišta kapitala. Tijekom 2008. i 2009. godine domaće tržište kapitala bilo je pod snažnim utjecajem kretanja na svjetskim financijskim tržištima te je zabilježena izuzetno slaba ulagačka aktivnost na tržište vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira.

Za obveznički segment hrvatskog tržišta kapitala može se ustvrditi slijedeće (Olgić Draženović 2006, str. 67):

1) tržište kapitala je "europskog" tipa, jer je glavni izdavatelj dužničkih vrijednosnih papira središnja država, a ne korporativni sektor (primjer SAD-a);
2) od 2002. godine država se intenzivnije zadužuje na domaćem tržištu, ali s tom praksom prestaje u godinama financijske krize i okreće se tradicionalnim načinima financiranja na domaćem tržištu (porezi i banke) odnosno u slučaju izdavanja obveznica preferira međunarodno tržište;
3) zanemarivi udio korporativnih izdanja i prometa domaćih obveznica;
4) denominacija obveznica do 2002. godine bila je u stranim valutama.

Domaće tržište kapitala za razdoblje do 2007. godine (godina spajanja dviju burzi) promatrati ćemo samo iz perspektive Zagrebačke burze, zbog metodološke neusklađenosti dviju burzi i pretežitog udjela Zagrebačke burze na domaćem tržištu kapitala.[197] U nastavku slijedi analiza domaćeg primarnog i sekundarnog tržišta kapitala.

[195] JDD kotacija propisivala je obvezno uvrštenje na burzu dionica društava koja su na dan stupanja na snagu Zakona o tržištu vrijednosnih papira iz srpnja 2002. godine raspolagala s temeljnim kapitalom većim od 30 milijuna kuna i više od 100 dioničara, odnosno koja izdaju dionice javnom ponudom.

[196] Novim Zakonom o tržištu kapitala (NN 74/09) u 2009. godini ukinuta je Kotacija javnih dioničkih društava, a dioničkim društvima omogućen je nastavak trgovanja u višoj kotaciji, Redovitom tržištu, ili ukidanje uvrštenja dionica sa zagrebačke burze. Istim Zakonom i Pravilima Zagrebačke burze, tvrtkama iz najniže kotacije, Uređeno tržište, omogućeno je premještanje u novo MTP tržište ili ukidanje uvrštenja.

[197] Promet obveznica na Varaždinskoj burzi bio je zanemariv te se njegov udio u ukupnom prometu obveznica ni u jednoj godini nije bio veći od 0,4%.

Primarno tržište dionica ima uglavnom uzlazan trend sagledavajući broj javnih i privatnih plasmana, dok su po vrijednosti plasmana prisutne znatne fluktuacije. Uočljiv je pretežiti dio privatnog plasmana bez odobrenja prospekta, koji u sebi sadrži najmanje informacija i usmjeren je samo na mali dio zainteresiranih investitora. U ukupnoj strukturi primarnog tržišta dionica, emisije dionica javnom ponudom su zanemarive i po vrijednosti i po broju emisija. Time je narušena jedna od osnovnih pretpostavki dobro razvijenog tržišta – transparentnost i raspoloživost informacija za sve sudionike. Primarno tržište dionica još uvijek nije dovoljno razvijeno i tržišno usmjereno. Pozitivni pomaci su učinjeni inicijalnom javnom ponudom Ine krajem 2006. godine, kada je u drugoj fazi privatizacije 15% naftnog koncerna (2.535 mil. kuna) prodano domaćoj javnosti i stranim institucionalnim ulagačima. U narednim godinama očekuje se jačanje ovog trenda te izlazak mnogih domaćih tvrtki na tržište kapitala.

Primarno tržište obveznica po vrijednosti izdanja znatno je veće od dioničkog segmenta primarnog domaćeg tržišta kapitala. U strukturi ulaganja dominiraju državna obveznička izdanja. Najmanju ulogu imaju izdanja municipalnih obveznica koja su po prvi put izdana 2004. godine. Vrijednost korporativnih izdanja također potvrđuje tezu o zanemarivoj ulozi domaćeg tržišta kapitala u financiranju privrede i nepovjerenju poduzeća prema alternativnim mogućnostima financiranja.

U nastavku je izvršena analiza sekundarnog tržišta kapitala odnosno trgovanja dionicama i obveznicama, što je prikazano tablicom 31. Za razliku od tržišta obveznica, na kojem dominiraju institucionalni investitori u izvanburzovnoj trgovini, na tržištu dionica se ponuda i potražnja susreću na burzi, iako se kupoprodaja određenih dionica često rješava dogovorno.

Zavisno od zahtjeva transparentnosti i veličine izdavatelja trgovanje vrijednosnim papirima na Zagrebačkoj burzi može odvijati na Uređenom tržištu i na alternativnom i manje zahtjevnom MTP tržištu (multilateralna trgovinska platforma). Uređeno tržište podijeljeno je na sljedeće segmente: 1. redovito tržište, 2. službeno tržište i 3. vodeće tržište (najviša kotacija). Vodeće tržište najzahtjevniji je tržišni segment u smislu zahtjeva koje postavlja pred izdavatelja, osobito glede transparentnosti. Redovito tržište obvezuje izdavatelja na dostavu samo minimalnih infromacija propisanih Zakonom o tržištu kapitala, dok za Službeno i Vodeće tržište postoje dodatne obveze propisane Pravilima Burze. MTP tržište prema unaprijed utvrđenim pravilima spaja ponudu i potražnju više zainteresiranih strana za financijskim instrumentima, a njime upravlja investicijsko društvo ili tržišni operater.[198]

[198] Navedeni tržišni segmenti koriste se od 2009. godine u skladu sa novim Zakonom o tržištu kapitala i usklađenim pravilima Zagrebačke burze. Do 2006. godine vrijednosni papiri mogli su biti uvršteni u jednu od sljedećih kotacija: Službeno tržište ili prva kotacija burze, Redovito tržište, Kotacija javnih dioničkih društava (JDD), Usporedno tržište vrijednosnih papira, Tržište prava. U 2007. godini dionicama se trgovalo u sklopu četiri tržišta: službenog tržišta, tržišta dionica zatvorenih investicijskih fondova, tržišta javnih dioničkih društava te usporednog tržišta.

Tablica 31: Pokazatelji poslovanja na Zagrebačkoj burzi od 2001.-2010. godine (promet i tržišna kapitalizacija u mil. kuna)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Promet dionica	968,5	1.171,4	1.495,1	2.619,4	4.729,9	14.002,8	22.000,7	16.842,3	7.434,3	5.777,1
Promet obveznica	710,6	4.669,1	10.755,1	21.108,1	29.471,8	34.951,7	44.435,9	14.180,9	3.443,1	7.122,2
Ukupni promet	1.684,9	5.879,2	12.331,0	23.754,6	34.204,5	49.055,9	66.487,9	31.064,1	10.912,6	12.899,3
Tržišna kapitalizacija dionica	25.815,5	28.320,4	37.130,5	61.734,4	80.724,5	197.714,0	352.238,3	142.064,1	135.368,2	140.850,4
Tržišna kapitalizacija obveznica	7.199,8	10.131,0	13.418,8	24.599,5	34.399,4	40.011,3	41.696,2	34.973,1	36.255,8	52.748,8
Ukupna tržišna kapitalizacija	33.015,3	38.451,3	50.549,2	86.298,1	115.123,9	237.725,3	393.934,5	177.037,2	171.624,0	193,599,2
Tržišna kapitalizacija dionica/BDP (%)	15,6	15,6	18,7	29,0	35,2	78,9	128,1	41,5	40,6	42,1
Tržišna kapitalizacija obveznica/BDP (%)	4,3	5,6	6,8	11,4	14,9	16,0	15,2	10,2	10,9	15,8
Promet dionica/BDP (%)	0,6	0,6	0,8	1,2	2,1	5,6	8,0	4,9	2,2	1,7
Promet obveznica/BDP (%)	0,4	2,6	5,4	9,8	12,7	13,9	16,2	4,1	1,0	2,1
Ukupni promet/BDP (%)	1,0	3,2	6,2	11,2	14,9	19,6	24,2	9,1	3,3	3,9
Tržišna kapitalizacija/BDP (%)	19,9	21,2	25,5	40,5	50,3	80,5	143,2	51,7	51,5	57,9

Izvor: izradila autorica prema Zagrebačka burza 2001-2010, Pregled trgovine Zagrebačke burze za godine od 2001-2010.

Intenzivan rast prometa vrijednosnih papira bilježi se sve do 2006. godine kada je na godišnjoj razini rastao 144%. U promatranoj rekordnoj godini za domaće tržište kapitala osim rasta prometa koji je dosegnuo ukupni promet u prethodnih pet godina, značajan pokazatelj rasta tržišta je i rast tržišne kapitalizacije dionica od 75%. U razdoblju do 2007. godine pozitivni pomaci u razvoju dioničkom segmentu tržišta kapitala očitovali su se i u produbljivanju tržišta dionica s obzirom da se je tržišni portfolio proširio[199], u padu koncentracije dionica s najvećim prometom i padu koncentracije dionica s najvećom kapitalizacijom te značajnom rastu broja vrijednosnih papira uvrštenih u najvišu burzovnu kotaciju, «Službeno tržište» (42,9%). Ipak, po pokazatelju udjela dioničkog prometa u BDP-u koji je rastao s 2% na 4% u 2006. godini, kao i po prosjeku pokazatelja od 1998.-2003. godine od 0,65% BDP-a, Hrvatska se smjestila u skupinu zemalja s podrazvijenim tržištima kapitala.[200]

U većem dijelu 2007. godine nastavila su se uzlazna kretanja na domaćem tržištu kapitala (najveći promet dionica, udvostručenje broja transakcija i rast tržišne kapitalizacije dionica za 78%), ali po nižim stopama nego prethodne godine. Tržište kapitala se je afirmiralo i približilo brojnim malim ulagačima zahvaljujući brojnim javnim ponudama dionica, a posebno ponudom dionica T-HT-a. Rezultat pojačanog interesa šire javnosti, ali i rasta imovine institucionalnih investitora doveo je do snažnog rasta cijena i likvidnosti većine dionica, uslijed čega je vrijednost CROBEX-a zabilježila najveću povijesnu razinu.

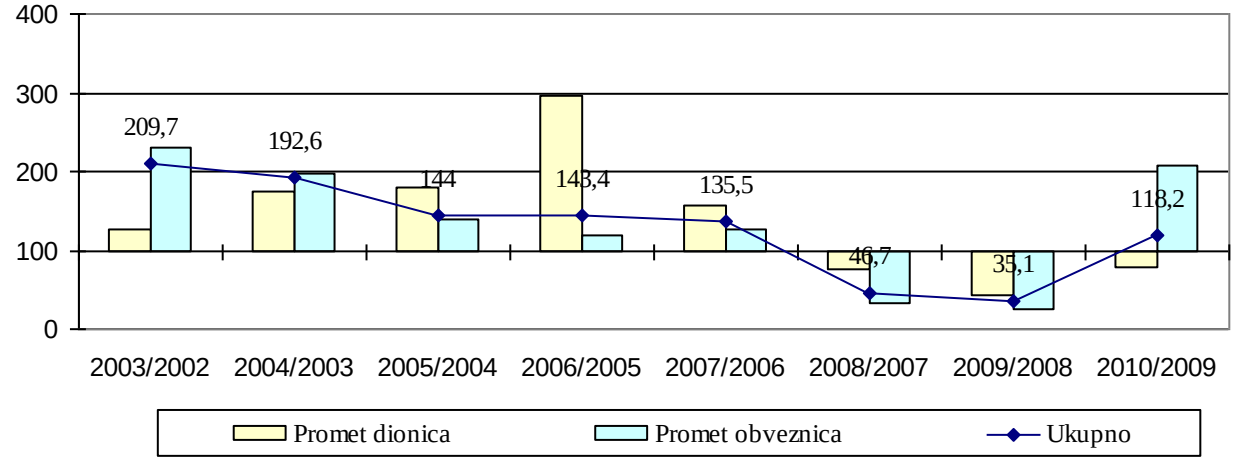
Od 2008. godine bilježi se snažan pad dioničkog i obvezničkog tržišta (grafikoni 18 i 19) kao posljedica eksternih nepovoljnih okolnosti i utjecaja svjetske financijske krize, ali i nepovoljnih domaćih čimbenika - visoke hrvatske zaduženosti i napuštanja državne politike zaduživanja na domaćem tržištu kapitala, straha od inflacije i neprovedenih strukturnih reformi u hrvatskom gospodarstvu. Razlozi pada nalaze se i u precjenjenosti dionica, pogoršanja percepcije rizika ulagača i u nedovoljnoj zainteresiranosti stanovništva i poduzeća za kupovinu dionica uz mali prinos na dionice. Domaće tržište vlasničkih vrijednosnih papira posljednje tri promatrane godine, osim uobičajeno niske likvidnosti, obilježeno je snažnim padom prometa na tržištu.

Sve navedeno razvidno je prikazano grafikonima 29 i 30. Podaci o rastu i padu prometa i tržišne kapitalizacije za vlasničke i dužničke vrijednosne papire na najbolji način oslikavaju opisana kretanja na domaćem tržištu kapitala.

[199] Tako je tijekom 2004. godine prvih 10 rangiranih dionica u prosjeku činilo 76% ukupnog prometa, a već sljedeće godine 59% prometa, dok je 75% prometa ostvarilo prvih 25 izdavatelja.

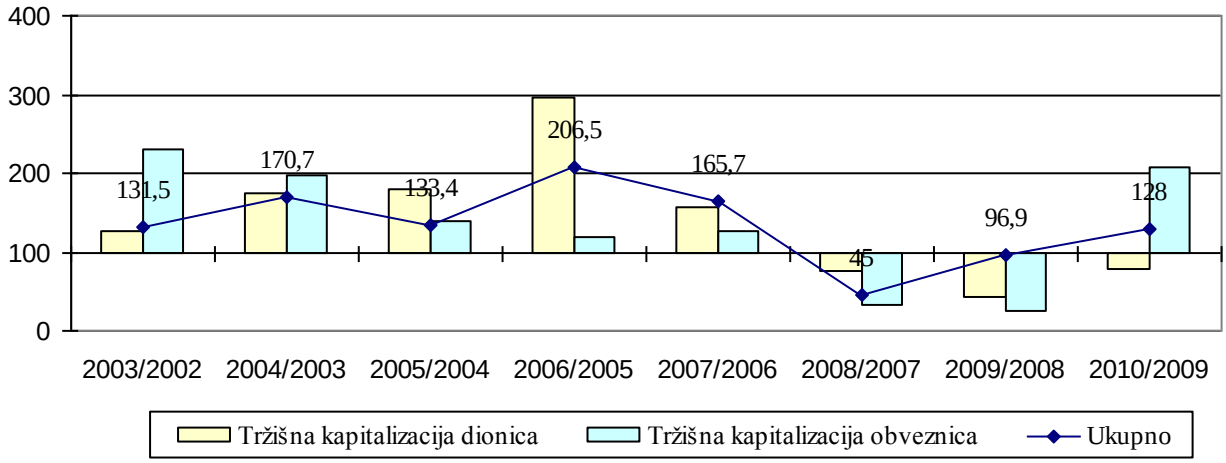
[200] Više u Šonje 2005.

Grafikon 29: Promjene prometa dionicama i obveznicama u Hrvatskoj od 2003.-2010. godine (u %)



Izvor: izradila autorica prema podacima podacima iz tablice 31.

Grafikon 30: Promjene tržišne kapitalizacije dionica i obveznica u Hrvatskoj od 2003.-2010. godine (u %)



Izvor: izradila autorica prema podacima podacima iz tablice 31.

Promet i volumen trgovanja obveznicama u pretkriznom razdoblju bili su u konstantnom porastu i dominirali su u ukupnom trgovanju na Zagrebačkoj burzi, dok je od 2008. godine prisutan snažan pad trgovanja dužničkim vrijednosnim papirima (pad prometa od 70% u 2008. godini). Tako je 2009. godina obilježena gotovo jednogodišnjim zastojem u izdavanju obveznica na domaćem tržištu, kao i najnižim godišnjim prometom (3,4 mlrd kuna) dužničkih izdanja još od 2001. godine. U narednoj godini uslijedio je oporavak tržišta, ali ukupan promet dostigao je samo šestinu ostvarenog prometa iz rekordne 2007. godine.

Slična kretanja mogu se uočiti i za podatke o tržišnoj kapitalizaciji. Tržištem obveznica do 2008. godine dominirala su državna izdanja, dok se u 2008. i 2009. godini država nije

odlučila ni na jedno zaduživanje na domaćem tržištu kapitala. Tržišna kapitalizacija obveznica s maksimalnih 16% udjela u BDP-u, posljednje dvije godine pala je na 10% BDP-a, dok je niska tržišna kapitalizacija korporacijskih obveznica (ispod 3% BDP-a) dodatno potvrdila tezu o zanemarivoj ulozi tržišta kapitala kao eksternog oblika financiranja poduzeća.

Uvažavajući navedeno, mogu se izdvojiti slijedeće temeljne karakteristike hrvatskog tržišta kapitala:

1. Tržište je usko i plitko;
2. Likvidnost tržišta je izrazito niska;
3. Standardi korporacijskog upravljanja kompanijama su nedovoljno razvijeni, a vlasništvo u većini velikih kompanija je izrazito koncentrirano;
4. Nedostatak investicijske culture i tradicije ulaganja na dugoročnom financijskom tržištu;
5. Orijentacija (malih) tržišnih sudionika na špekulativne aktivnosti i nedostatak interesa za dugoročne investicije;
6. Netransparentnost tržišta (i manjak interesa ulagača za istim).

U narednom razdoblju realno je očekivati daljnji pad ili stagnaciju domaćeg tržišta kapitala ovisno o kretanjima na svjetskim tržištima i smjeru hrvatske državne politike koji će u konačnici i determinirati investicijsku klimu i preferencije ulagača.

4.5. TRŽIŠTE NOVCA

Novčano tržište prva je i temeljna karika u očuvanju stabilnosti svakog financijskog sustava. Hrvatsko novčano tržište podijeljeno je u dva dijela: uređeno Tržište novca Zagreb[201] i međubankovno tržište novca. Izravno ugovaranje transakcija između najvećih hrvatskih banaka dominira s 70% udjela ukupnog poslovanja, ali za navedeni segment ne postoje javno dostupni podaci. Stoga se u nastavku analizira organizirano tržište novca u Hrvatskoj.[202]

Osnovna djelatnost Tržišta novca je organizirano povezivanje ponude i potražnje instrumenata novčanog tržišta: novca (kuna i deviza), kratkoročnih vrijednosnih papira,

[201] U skladu sa Zakonom o tržištu novca i tržištu kapitala (NN 51/93), zagrebačko Tržište novca je započelo s radom 1990. godine kao prva institucija financijskog tržišta kako bi se za sudionike osiguralo tržište za redovno, transparentno i organizirano trgovanje.

[202] Hrvatsko novčano tržište podrazumijeva nekoliko razina trgovanja: organizirano trgovanje, izravno trgovanje, intervencije središnje banke i aukcije trezorskih zapisa. Svaki od navedenih segmenata novčanog tržišta objavljuje svoje kamatne stope te ne postoji jedinstvena, referentna kamatna stopa, iako između ovih stopa nema velikih razlika. Više vidjeti u Nižetić 2011.

dugoročnih vrijednosnih papira u posljednjoj godini dospijeća te ostalih instrumenata novčanog tržišta. Sudionici mogu biti banke i ostale financijske institucije (stambene štedionice, osiguravajuća društva, društva za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, fondovi i ostali), Hrvatska narodna banka i Ministarstvo financija. Ipak, trgovina na službenoj burzi novca pod snažnim je utjecajem banaka, pri čemu je obujam međusobnog trgovanja banaka nekoliko puta veći od trgovanja banaka i ostalih sudionika.

Od 2004. godine, uvođenjem Sustava elektroničkog trgovanja SETT te elektronskim praćenjem i objavljivanjem informacija o likvidnosti i poslovanju po razdobljima, znatno je povećan stupanj transparentnosti i sigurnosti tržišta, olakšano je trgovanje i informiranje o tržišnim kretanjima. Transakcije kratkoročnim vrijednosnim papirima sklopljene u SETT-u automatski se prenose u Sustav prijeboja i namire Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.

Iako je u dosadašnjem radu Tržište novca prošlo kroz različite faze u kojim su se u skladu s okolnostima mijenjali pokazatelji, vrsta i broj sudionika, novi instrumenti trgovanja do danas se nisu razvili. Osnovni instrument trgovanja sudionika ostala je kratkoročna pozajmica.[203]

Devedestih godina koje su bile obilježene nedostatkom likvidnosti i visokim kamatnim stopama, Tržište novca je djelovalo samo u svom elementarnom obliku, trgovanju novcem. imalo izuzetno važnu ulogu u ravnomjernom rasporedu viškova likvidnosti i promicanju transparentnosti u financijskom sustavu obilježenog nelikvidnošću i visokim kamatnim stopama (Nižetić 2011, str 3).

Razdoblje od 2000-2008. godine obilježeno je visokom likvidnošću financijskog tržišta i niskim kamatnim stopama. Zbog visoke likvidnosti bankovnog sektora prekonoćni se promet u neposrednoj trgovini novcem između svih sudionika na tržištu smanjio. Istovremeno je usprkos trendu porasta prometa u trgovanju banaka i nebankovnih financijskih institucija i nefinancijskih poduzeća, nastavljena dominacija obujma trgovanja banaka i u neposrednoj trgovini novcem, i na cjelokupnom novčanom tržištu. Na tržištu se je do 2004. godine trgovalo blagajničkim zapisima HNB-a, ali kamatne stope ovih vrijednosnih papira nisu bile referentne za tržište zbog značajnog utjecaja netržišnih mjera HNB-a primjerice visoke stope obvezne pričuve.[204]

Sredinom prvog polugodišta 2005. godine središnja banka je preuzela aktivnu ulogu u kreiranju odnosa na novčanom tržištu, provođenjem operacija na otvorenom tržištu. Izravno kreditiranje, kao oblik trgovanja novcem, i dalje je bio znatno veći od repo trgovine vrijednosnim papirima.

[203] Više o razvoju Tržišta novca Zagreb u pojedinim fazama razvoja hrvatskog financijskog tržišta vidjeti u Nižetić (2011).

[204] U razvijenim zemljama stopa obvezne pričuve kreće se u rasponu od 0 do 3%, na tržištima u nastajanju viša je od 5%, dok je u Republici Hrvatskoj izuzetno visoka i iznosi 13% za 2010. godinu.

Promet je od 1999. godine u padu ili stagnaciji, dok je kod kamatnih stopa zamjetan pad, ali uz znatnu volatilnost. Glavni razlog ove neaktivnosti je strukturno prekomjerna likvidnost u bankovnom sustavu uslijed golemog priljeva stranog kapitala, mjera monetarne politike HNB-a (prvenstveno devizno interveniranje i održavanje obveznih pričuva) kao i sklonosti sudionika izravnom trgovanju. Prekomjerna likvidnost stvara jednosmjerno tržište na kojem gotovo sve banke žele plasirati svoja sredstva, dok ih na strani zaduživanja ostaje tek nekolicina.

Treća faza u razvoju hrvatskog tržišta novca započinje krajem 2008. godine. Početak svjetske financijske krize uzrokovao je smanjen dotok likvidnosti iz inozemstva i snažan rast kamatnih stopa. Unatoč obilnom dotoku dodatne likvidnosti iz HNB-a putem repo aukcija, likvidnost banaka bila je nedostatna te je korištenje lombardnih kredita također bilo izdašno. Jačanjem likvidnosti banaka u 2010. godini, kratkoročna kamatna stopa ponovno pada na razinu ispod 1% godišnje. Ovo je razdoblje izrazito tromog novčanog tržišta, zasićenog viškovima likvidnosti te je i organizirano trgovanje na Tržištu novca Zagreb zabilježilo pad od 35% na godišnjoj razini (Nižetić 2011, str. 6).

U ročnoj strukturi kredita prevladavaju prekonoćne pozajmice (67,5% u 2010. godini). U ukupno ostvarenom prometu u 2010. godini, 21,55% udjela odnosilo se na kredite s rokom dospijeća od mjesec dana.

Kretanje i promjene ukupnog prometa na Tržištu novca Zagreb prikazano je tablicom 32.

Tablica 32: Promet na Tržištu novca Zagreb od 2002.-2010. godine

Godina	Iznos (u mil. kn)	Stopa rasta
2002.	17,60	
2003.	28,10	159,7
2004.	38,20	135,9
2005.	31,90	83,5
2006.	36,09	113,0
2007.	39,95	111,0
2008.	39,24	98,0
2009.	27,21	69,0
2010.	17,80	65,0

Izvor: izradila autorica prema http://www.trzistenovca.hr/promet.asp?page_id=promet.

Organizirano trgovanje na domaćem novčanom tržištu nedvojbeno će imati veliku ulogu i u narednom razdoblju, s obzirom da je riječ o osnovnom mehanizmu u postizanju ravnoteže likvidnosti ukupnog financijskog tržišta.

4.6. POVEZANOST BANAKA I NEBANKOVNIH INSTITUCIJA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Hrvatskim financijskim tržištem dominiraju banke ne samo po pretežitom udjelu u ukupnoj aktivi već i povezanošću i utjecajem na ostale institucionalne investitore. Tržište definiraju velike strane banke oko kojih se okupljaju ostale financijske institucije odnosno najvažniji institucionalni investitori. Njihovim neformalnim ujedinjavanjem stvaraju se financijski konglomerati ili financijske grupe u kojima su angažirani strani kapital i alternativni oblici domaće štednje integralno usmjeravaju na tržišta, s ciljem maksimiranja prinosa na razini konglomerata. Velike bankarske grupacije na taj način proširuju ponudu svojih proizvoda i na područja izvan njihove domene određene zakonodavnom regulativom i dobrom poslovnom praksom. Time nalaze nov način prikupljanja i plasiranja kapitala, koji je sve više koncentriran upravo u tim grupacijama.

Tri najveće bankarske grupacije dominiraju tržištem fondovske industrije, tržištem mirovinskih fondova, a imaju i znatan udio na tržištu osiguranja te na tržištu stambene štednje. Osim toga, navedene institucije osnivači su i najznačajnijih leasing društava, a uključene su i na tržište kapitala posredstvom brokerskih kuća u njihovom vlasništvu. Osim banaka, u ulozi vlasnika dijela obveznih mirovinskih društava i investicijskih fondova javljaju se i osiguravajuća društva. Ova višeslojnost i umreženost financijskih institucija koje upravljaju s velikim iznosima kapitala omogućava zaobilaženje propisa i pravila koje u konačnici oštećuju državni proračun i povećavaju javni dug te otežavaju nadzornim institucijama obračunavanje ukupne solventnosti konglomerata. Visoka koncentracija rizika može znatno narušiti financijski položaj subjekata udruženih u konglomerat te prikriti utjecaj i snagu pojedinih sudionika grupe.

Iz tog razloga, razlika između banaka i društava za osiguranje, ali i ostalih instucionalnih investitora aktivnih na tržištu kapitala postaje sve nejasnija i potencirana sve većom koncentracijom u bankovnom sustavu.

Ipak, razvitak i postojanje financijskih konglomerata u hrvatskom financijskom sustavu ne možemo promatrati kao prepreku ili nedostatak sustava, s obzirom je njihova pojavnost institucijski eksponent suvremenih financijskih tržišta kojeg je s obzirom na kompleksnost i višeslojnost potrebno primjereno nadzirati i regulirati. Osim toga, učinkovita supervizija od posebnog je utjecaja i na razvoj institucionalnih investitora, prije svega u smislu bolje zaštite investitora.

Prvi i veliki korak ka učinkovitijem nadzoru ostvaren je 2006. godine osnivanjem HANFE kao jedinstvene regulatorne i nadzorne institucije za nedepozitne financijske institucije. Iste godine potpisan je i Sporazum o suradnji kojim je uređena razmjena informacija na koje se obvezuju dvije nadzorne institucije – HNB i HANFA, u cilju uklanjanja negativnih efekata prouzročenih visokom konglomerizacijom hrvatskog financijskog sustava. Osnovan je

Operativni odbor za nadzor financijskog sustava radi bolje koordinacije postupaka i aktivnosti dviju nadzornih agencija. Definirala se je potreba i način razmjene informacija vezanih uz izdavanje/oduzimanje odobrenja za rad i suglasnosti, provođenje postupaka iz područja zaštite tržišnog natjecanja, planovima, nalazima i poduzetim mjerama kod subjekata nadzora kao i suradnja u iniciranju i donošenju zakonskih i provedbenih propisa.

Zakonski okvir za učinkovit nadzor financijskih konglomerata utvrđen je 2008. godine Zakonom o financijskim konglomeratima (NN 147/2008) kojim se poslovi supervizije konglomerata i njenih subjekata dodjeljuju HANFA-i i HNB-u s obzirom na pretežito bankovni ili osigurateljni konglomerat. Ovim se Zakonom uređuju pravila za dodatnu superviziju reguliranih subjekata, koji su dobili odobrenje za rad u skladu s posebnim, sektorskim propisima kojima se uređuje poslovanje kreditnih institucija, investicijskih društava ili društava za osiguranje odnosno društava za reosiguranje koji čine financijski konglomerat. Zakonom je financijski konglomerat definiran kao grupa u kojoj „najmanje jedna osoba iz grupe pripada sektoru osiguranja i najmanje jedna osoba iz grupe pripada bankovnom sektoru ili sektoru investicijskih usluga“.[205] Zakonom je utvrđena obveza o izvještavanju o koncentraciji rizika na razini grupe, kao i o značajnim transakcijama unutar konglomerata.

4.7. NADZOR FINANCIJSKOG SUSTAVA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Regulacija i nadzor financijskog sustava neophodan je uvjet za efikasno funkcioniranje svih dijelova financijskog sustava. Zaštita interesa ulagača i održanje stabilnosti financijskog sustava Republike Hrvatske osigurani su adekvatnim zakonskim okvirom i nezavisnošću dviju institucija za financijski nadzor i regulaciju: Hrvatska narodna banka i Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.

Uz aktivnosti HNB-a i HANFA-e, funkcioniranje hrvatskoga financijskog sustava ovisi i o aktivnostima niza drugih nadzorno-regulatornih i pomoćnih financijskih institucija.[206]

[205] Članak 3. Zakona o financijskim konglomeratima.

[206] Uprava za financijski sustav Ministarstva financija, Porezna uprava, Carinska uprava, Devizni inpektorat i Ured za sprečavanje pranja novca, Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka (DAB), Hrvatski registar obveza po kreditima (HROK), Središnji registar osiguranika (Regos) i Financijska agencija (Fina). Ministarstvo financija do kraja 2006. godine pratilo je zakonitost rada štedno-kreditnih zadruga i drugih financijskih institucija u pogledu primjene zakona i propisa iz područja financijskog poslovanja. Od 2007. godine novim Zakonom o kreditnim unijama, nadzor nad ovim institucijama preuzima HNB.

4.7.1. Hrvatska narodna banka – nadzor depozitnih financijskih institucija

Hrvatska narodna banka (u nastavku HNB) ima glavnu ulogu u djelovanju i razvoju bankovnog nadzora.[207] Osim banaka, predmet nadzora su i stambene štedionice, podružnice

hrvatskih banaka, podružnice stranih banaka, predstavništva stranih banaka te grupe banaka, kada se govori o konsolidiranom nadzoru. Osnovni cilj HNB-a je postizanje i održavanje stabilnosti cijena, dok je jedan od podciljeva održavanje stabilnosti i sigurnosti bankovnog sustava koja se osigurava konceptom centraliziranog nadzora nad poslovanjem banaka kao i održavanje likvidnosti bankovnog sustava U svrhu ostvarenja osnovnog cilja, HNB kao posredni cilj koristi nominalno sidro u obliku deviznog tečaja kune prema euru. U odnosima s bankama, HNB izdaje i oduzima odobrenja za rad banaka, nadzire poslovanje banaka te obavlja druge poslove koji su joj zakonom dani u nadležnost i donosi podzakonske propise i odluke kojima se uređuje bankarsko poslovanje i utvrđuju standardi stabilnog i sigurnog poslovanja banaka.[208] Nadzor poslovanja uključuje nadzor zakonitosti poslovanja banaka i ocjene sposobnosti banaka da upravljaju rizicima u poslovanju te donošenje mjera za uklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti. [209]

Hrvatska monetarna politika s obzirom na plitko financijsko tržište oslanja se na krute (direktne) monetarne instrumente. Najvažniji monetarni instrument kojim HNB kontrolira i utječe na monetarna kretanja su devizne intervencije s ciljem ublažavanja prekomjernih fluktuacija tečaja, kojima se u najvećem dijelu kreira primarni novac te održava stabilnost tečaja. U politici sterilizacije novčane mase i u upravljanju kunskom likvidnošću HNB intenzivno koristi obveznu pričuvu.

4.7.2. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga – nadzor nedepozitnih financijskih usluga i tržišta kapitala

Nedepozitni segment hrvatskog financijskog tržišta od 01. siječnja 2006. godine pod nadzorom je Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (u nastavku HANFA)[210]. Novoosnovana institucija pravni je sljednik Direkcije za nadzor društava za osiguranje, Komisije za vrijednosne papire Republike Hrvatske i Agencije za nadzor mirovinskih

[207] Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci (NN 75/2008).

[208] Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci, čl.4.

[209] Često se nadzor nad poslovanjem banaka poistovjećuje s bonitetnim nadzorom ili bankovnom supervizijom. No, bankovna supervizija ne obuhvaća samo provjeru je li poslovanje banaka u skladu s zakonima i propisima, već procjenjuje i ocjenjuje kako banka upravlja rizicima kojima je izložena u svom poslovanju sa svrhom smanjenja mogućnosti propasti banke. Ciljevi takvog pristupa su zaštita štediša i deponenata te briga za stabilnost i sigurnost cjelokupnog bankovnog sustava. Prema: HNB 2002, Izvješće o razvoju i radu funkcije nadzora banaka u Republici Hrvatskoj.

[210] Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 140/05).

fondova i osiguranja. Osnivanjem jedinstvene institucije iskorištena je prednost sinergije nadzornih tijela za nebankovne institucije te olakšan nadzor nad nedepozitnim dijelom hrvatskog financijskog sustava. Subjekti nadzora su sve pravne ili fizičke osobe koje se bave pružanjem financijskih usluga, savjetovanjem na financijskom tržištu, prodajom, posredovanjem ili upravljanjem imovinom korisnika financijskih usluga. Agencija obavlja nadzor nad poslovanjem društava za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, kao i nad samim investicijskim fondovima te mirovinskim obveznim i dobrovoljnim fondovima, osiguravajućim društvima, društvima za posredovanje u osiguranju, leasing društvima, factoring društvima i drugim nedepozitnim financijskim institucijama. Domena nadzora i kontrole obuhvaća i poslovanje tzv. pomoćnih financijskih institucija kao što su brokerska društva, društava za investicijsko savjetovanje, uređene burze, posrednika u osiguranju i sl.

Agencija se financira iz proračuna, a postupno bi dio tereta financiranja preuzele i financijske institucije u njenoj nadležnosti. HANFA je osnovana kao politički nezavisna i stručna nadzorna institucija. Ciljevi Agencije su zaštita ulagatelja, interesa javnosti i tržišta kapitala te jačanje povjerenja u hrvatski financijski sustav. Posebna je njezina uloga u uspostavljanju tržišnih pravila i kreiranju propisa te brigu o efikasnosti u nadzoru i kontroli čime će pridonijeti razvoju financijskog sustava.

Formiranje jedinstvenog nebankovnog regulatora koji provodi konsolidirani nadzor prvi je korak na putu prema uspostavi modernog i učinkovitog nadzora i regulacije koji na razborit način uravnotežuju troškove i koristi od financijske regulacije.

S obzirom na izrazito visoku kongolmerizaciju hrvatskog financijskog sustava sve više dolazi do izražaja potreba za suradnjom nadzornih institucija i u konačnici, objedinjavanja nadzora. Stoga je 2006. sklopljen Sporazum o suradnji HNB-a i HANFA-e radi promicanja i očuvanja stabilnosti hrvatskog financijskog sustava.

U cilju izgradnje ukupne “arhitekture financijske stabilnosti”, potrebno je stalno unaprjeđivati suradnju između nadzornih institucija, s ciljem rasta, razvoja i osiguranja sigurnosti i povjerenja u hrvatski financijski sustav.

4.8. UTJECAJ DRŽAVE NA RAST, RAZVOJ I KONFIGURACIJU HRVATSKOG FINANCIJSKOG SUSTAVA

Struktura financijskog sektora u Hrvatskoj pod utjecajem je dramatičnih promjena od osamostaljenja Republike Hrvatske. Danas domaći financijski sustav odlikuje prisutnost gotovo svih bazičnih vrsta depozitnih i nedepozitnih financijskih institucija koje su integralni dio financijskih sustava razvijenih zemalja. Ipak, po snazi aktive posebno se ističu bankovne institucije te se kontinentalni model bankovno baziranog financijskog sustava karakterističan za većinu europskih zemalja, može prepoznati i na primjeru hrvatskog financijskog sustava.

Zakonska osnova modernog i tržišno usmjerenog financijskog sustava najvećim dijelom je dovršena i usklađena s pravnim stečevinama i praksom EU. Financijska struktura se je približila složenim tržišnim strukturama u razvijenim zemljama sagledavajući osnovnu tipologiju financijskih institucija koja će se u narednim razdobljima još produbljivati i proširivati i drugim financijskim oblicima, odnosima i tehnikama.

Financijski sektor najvećim je dijelom u vlasništvu ili pod utjecajem inozemnih financijskih konglomerata, što im daje velik utjecaj na domaćem tržištu i u financijskom sustavu.

Zakonska regulativa i porezna pravila imaju značajan utjecaj na razvoj institucionalnih investitora pa će se nedepozitni segment financijskog sustava brže razvijati od depozitnog ako su porezna pravila takva da ih čine atraktivnima za ulaganje u usporedbi s primjerice, depozitima. Prema Zakonu o porezu na dohodak (NN 174/04) dohotkom se ne smatraju primici od dividendi i udjela u dobiti na temelju udjela u kapitalu odnosno ti primici ne podliježu plaćanju poreza na dohodak.

Od čimbenika ponude kao poticaji razvoju institucionalnih investitora mogu se navesti količina i vrste distribucijskih kanala putem kojih se plasiraju proizvodi i usluge te povezanost s bankovnim institucijama.

U Hrvatskoj je jedan o ograničavajućih činitelja daljnjeg razvoja institucionalnih investitora nedovoljno razvijeno tržište kapitala, visoka razina javnog duga te nedovoljna potražnja za nedepozitnim ulaganjima zbog visoke averzije prema riziku. Posebno zabrinjava nerazvijenost i nelikvidnost tržišta dioničkog kapitala što se dugoročno može pokazati ozbiljnim razvojnim nedostatkom koji će ograničiti konkurentnost hrvatskoga gospodarstva u EU (Šonje 2002).

Nakon konsolidacije hrvatskog bankovnog sustava ovaj segment tržišta ostvaruje iznimne rezultate, usprkos sporijim stopama rasta od ostalih institucija. Ipak, procjenjuje se da će usprkos sve većem utjecaju nedepozitnih financijskih institucija, daljnjem širenju tržišta, novim financijskim uslugama i stručnosti investitora, udio bankovnog sektora u ukupnom financijskom sustavu Hrvatske i dalje ostati dominantan i relativno stabilan.

Značaj nebankovnih intermedijara na financijskim tržištima razvijenih zemalja i zemalja u tranziciji svakim danom je sve veći. Poseban poticaj razvoju nove strukture hrvatskog financijskog sustava ostvaren je osnivanjem obveznih mirovinskih fondova koji su uvelike utjecali na rast potražnje na domaćem tržištu kapitala. Činjenica je da su velikim priljevom štednje mirovinski fondovi akumulirali velike iznose kapitala što se reflektira na aktivnije trgovanje vrijednosnim papirima, a posebno obveznicama. U dugom roku ukoliko se ne smanji visoka stopa zaduživanja države mirovinski fondovi se izlažu potencijalnom riziku nesolventnosti države.

Značajan utjecaj na rast i razvoj hrvatskog financijskog tržišta u prethodnih pet godina imali su i investicijski fondovi. Očekuje se daljnje povećanje broja i vrsta fondova (fondovi koji

ulažu u nekretnine, fondovi rizičnog kapitala itd.) kao i usporen rast ukupne vrijednosti portfolija. Međutim, tempo razvoja fondovske industrije nameće potrebu liberalizacije ulaganja u inozemstvo. To se odnosi na opći limit ulaganja u inozemstvo te na limite po vrstama instrumenata i zemljama.

Osiguravajuća društva su uslijed pojave i jačanja novih financijskih institucija na tržištu ostvarila manji udio u aktivi financijskog sustava. Ipak, zamjetan je rast koji će se nastaviti i u narednom razdoblju, posebno za segment životnog osiguranja kao jedne od ulagačkih opcija stanovništva.

Druge financijske institucije ne ostvaruju značajniji udio, ali paralelno s općim trendom razvoja financijskog tržišta i konkurencije raste i njihov broj i utjecaj. Posebno se to odnosi na stambene štedionice koje imaju odlične izglede za daljnji rast.[211] Dodatni poticaj rastu nebankovnih financijskih institucija predstavljao je i povoljni porezni režim uveden 2001. godine za osiguravajuća društva, dobrovoljne mirovinske fondove i stambene štedionice. Korak unatrag, učinjen je osam godina kasnije ukidanjem poreznih olakšica za navedene kategorije ulaganja, kao i prethodnim smanjivanjem iznosa državnih poticajnih sredstava.[212]

Na hrvatskim tržištima kapitala još uvijek se trguje osnovnim vrstama vlasničkih ili dužničkih vrijednosnih papira, ali u nezadovoljavajućem opsegu i prometu. Stoga je potrebno raditi na jačanju tržišta i uvođenju novih tržišnih instrumenata, unapređivanjem institucija i organizacija neophodnih za funkcioniranje tržišta kapitala. Započet trend financiranja centralne države, jedinica lokalne uprave i samouprave i komercijalnih subjekata na domaćem tržištu kapitala naglo je zaustavljen početkom financijske krize. Povratak države zaduživanju na domaćem tržištu kapitala pomogao bi oporavku slabih performansi domaćeg tržišta i udovoljio zahtjevima potražnje institucionalnih investitora. Pozitivan impuls razvoju tržišta domaćeg državnog duga ostvaren je objavljivanjem Strategije upravljanja javnim dugom iz 2006. godine i druge za razdoblje 2011-2013. godine. Iako je vremenski raskorak između dva izdanja evidentan, učinjen je značajan korak ka kvalitetnijem upravljanju javnim dugom. Kontinuirana izrada godišnjih ažuriranih strategija mogla bi poboljšati uvjete zaduživanja i eventualno utjecati na kreditni rejting Republike Hrvatske. Ujedno se postavlja pitanje opravdanosti uvođenja aukcija za izdavanje obveznica i uspostave sustava primarnih dilera.

Produbljivanje tržišta kapitala na strani ponude moguće je ostvariti i uvrštavanjem dionica najvećih domaćih kompanija, koje su još znatnim dijelom u državnom vlasništvu, u najviše kotacije burzi. Na strani potražnje jaču participaciju stanovništva u produkte institucionalnih investitora moguće je ostvariti aktivnijom ulogom države u definiranju i implementaciji

[211] Stambenom štednjom je trenutno obuhvaćeno oko 10% hrvatske populacije, dok je u drugim zemljama sa tradicijom stambene štednje i kreditiranja taj postotak daleko veći. Primjerice, u Austriji on iznosi oko 80%.

[212] Državna poticajna sredstava za članstvo u dobrovoljnom mirovinskom fondu i stambenoj štedionici iznose 15% od uplaćenog doprinosa odnosno štednje u prethodnoj godini, po članu maksimalno 750 kuna godišnje.

programa financijske edukacije javnosti o važnosti dobrovoljnih mirovinskih fondova i životnog osiguranja kao alternative štednji u bankama. Kako bi se potaknuo i ubrzao razvoj hrvatskog financijskog tržišta potrebna je koordinirana i usmjerena akcija svih sudionika tržišta, a posebno Ministarstva financija, regulatornih i nadzornih tijela te financijskih posrednika.

Hrvatski financijski sustav kao dio male, otvorene ekonomije izuzetno je izložen visokim rizicima u globaliziranom financijskom sustavu. Ranjivost takvog financijskog sustava posebno je istaknula svjetska financijska kriza. Ovaj eksterni šok izravno se je prenio na sve dijelove sustava, a najveći pad do sada su podnijeli tržište kapitala i investicijski fondovi. Interni negativni utjecaji na recentni razvoj hrvatskog financijskog sustava proizlaze iz pretežito inozemnog vlasništva glavnine domaćeg financijskog sustava u uvjetima relativno niske razine raspoloživog domaćeg dohotka i visoke sklonosti javne i privatne potrošnji u zemlji.

Usporavanje gospodarskog rasta, negativno okruženje financijskih tržišta, porast nezaposlenosti i smanjivanje realnih dohodaka ugrožavaju dosadašnji tempo razvoja financijskog sustava Republike Hrvatske i pred zakonodavce i ostale kreatore i aktere kretanja na tržištima postavljaju nove zahtjeve i imperative.

5. ANALIZA UTJECAJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA REPUBLIKE HRVATSKE I ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA – MODELSKI PRISTUP

5.1. TEORIJSKE OSNOVE PANEL PODATAKA

Institucionalni investitori utječu na razvoj tržišta kapitala putem brojnih kanala i načina djelovanja. U nastavku će se opisati ekonometrijska metoda analize panel podataka kojom će se iskazati navedeno djelovanje unutar financijskih sustava odabranih tranzicijskih zemalja. Navedena je metoda posebno preporučljiva za ekonomska istraživanja kod kojih se ne može osigurati duga vremenska ili prostorna dimenzija. Ovaj je problem karakterističan za sve europske tranzicijske zemlje s obzirom na dostupnost većine podataka tek od sredine devedesetih godina i to na godišnjoj razini. U nastavku će se ukratko izložiti teorijska pozadina postavljenog modela.

Panel podaci[213] su združena opažanja vremenskog presjeka o nekom razmatranom subjektu, prikupljena tijekom više vremenskih perioda. Dvije su vrste podataka u panel podacima: podaci vremenskog presjeka (engl. *cross-sectional data*) i podaci vremenskih nizova (engl. *time-series data*) koji se međusobno kombiniraju i poboljšavaju kvalitetu i kvantitetu ocijenjenih podataka.

Analiza panel podataka je metoda ocjenjivanja određenih jedinica periodički promatranih duž zadanog vremenskog perioda. Uzimanjem više opažanja vremenskih presjeka različitih jedinica promatranja, analiza panel podataka omogućuje analizu s malim opsegom podataka vremenskih nizova. Međutim, vremenski nizovi kod kojih se koriste agregatne varijable nisu u mogućnosti razlučiti i opisati utjecaj različitih faktora na promatrane pojave, niti razlikovati pojedinačno od prosječnog. Stoga nisu prikladni za usporedbu međusobno suprotstavljenih hipoteza, koje nose mikro značajke.

Analiza panel podataka počela se razvijati 80-tih godina prošlog stoljeća, a sljedećih petnaestak godina u ekonometrijskim analizama prevladavale su metode višestruke regresije na prostornim ili vremenskim nizovima.

Prednosti analize panel podataka zahvaljujući kojima se počela intenzivnije razvijati i primjenjivati u praksi su (Baltagi 2009):

[213] Panel podaci nazivaju se još longitudinalni podaci, združeni podaci, podaci kombinacije vremenske serije i vremenskog presjeka, mikropanel podaci i slično (Gujarati 2004, str. 636).

1. Panel podaci dozvoljavaju heterogenost jedinica promatranja (pojedinci, poduzeća, države, regije). S druge strane, analize vremenskih nizova i vremenskih presjeka ne podržavaju heterogenost podataka zbog mogućnosti dobivanja pristranih rezultata;
2. Panel podaci su informativniji i karakterizira ih veća varijabilnost. Upotrebom panel podataka reduciraju se pristrane ocjene i problem multikolinearnosti među varijablama;
3. Panel podaci bolje izražavaju dinamiku događanja unutar promatranog skupa;
4. Panel podaci mogu ispravnije identificirati i mjeriti efekte koji se ne mogu detektirati u vremenskim presjecima ili vremenskim nizovima podataka;
5. Panel podaci omogućavaju konstruiranje i testiranje kompliciranijih modela od vremenskih nizova ili vremenskih presjeka.

Zavisna varijabla se mijenja po jedinicama promatranja i po vremenu pa su procjenitelji dobiveni panel analizom robusniji na nepotpunu specifikaciju modela. U tom slučaju, govorimo o nebalansiranim ili neuravnoteženim panel podacima

Opći oblik regresijskog modela panel podataka definira se:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

pri čemu N označava broj jedinica promatranja, T označava broj vremenskih perioda, x_{it} označava vrijednost nezavisne varijable za i-tu jedinice promatranja u vremenskom periodu t. Nadalje, parametar α je konstantni član, β parametar koji je potrebno procijeniti, ε_{it} odnosi se na grešku procjene.

S obzirom na svojstva panel podataka u analizi se primjenjuju različiti modeli za analizu. U ovisnosti o zavisnoj varijabli razlikuju se statički i dinamički modeli. Statički panel modeli dijele se na združeni model (engl. *pooled OLS*)[214], model s fiksnim efektom (engl. *Fixed effects model*) i model sa slučajnim efektom (engl. *Random effects model*).

U nastavku će se izložiti teoretske osnove dva oblika statičkih panel modela: model s fiksnim efektom i model sa slučajnim efektom koji su razmatrani u istraživanju.

[214] Združeni (pooled) model je najjednostavniji model za panel analizu, ali ujedno ima i najviše nedostataka. Stoga se isti neće detaljno objašnjavati niti koristiti u ekonometrijskoj analizi.

5.1.1. Model s fiksnim efektom

Model s fiksnim efektom je jednostavni linearni model u kojem se konstantni član mijenja sa svakom jedinicom promatranja, ali je konstantan u vremenu[215]. Model s fiksnim efektom ima sljedeći oblik:



pri čemu N označava broj jedinica promatranja, T označava broj vremenskih perioda, x_{itk}, $k=1,2,\ldots,K$ označava vrijednost *k*-te nezavisne varijable, *i*-te jedinice promatranja u vremenskom periodu *t.* Parametar α_i je konstantni član različit za svaku jedinicu promatranja, $\beta_{1,\ldots,}\beta_k$ su parametri koje treba procijeniti. Nadalje, ε_{it} je greška procjene *i*-te jedinice promatranja u trenutku *t* i pretpostavlja se da su ε_{it} nezavisno i identično distribuirane slučajne varijable po jedinicama promatranja i vremenu, sa sredinom *0* i varijancom σ_t^2. Također se pretpostavlja su svi x_{itk}, nezavisni s ε_{it} za sve *i, t, k.*

Svojstva modela se mijenjaju s obzirom na veličinu uzorka odnosno i s obzirom na broj vremenskih razdoblja i s obzirom na broj jedinica promatranja u uzorku. Kada broj vremenskih perioda teži u beskonačnost $T \to \infty$, procjenitelj fiksnog efekta (individualnog, pojedinačnog) za svaku jedinicu promatranja postaje konzistentan. Ako je broj razdoblja *T* fiksan, a broj jedinica teži u beskonačno $N \to \infty$, procjenitelji parametara $\beta_{1,\ldots,}\beta_k$ postaju konzistentni, za razliku od procjenitelja parametara $\alpha_{1,\ldots,}\alpha_N$. Dodavanjem novih jedinica promatranja u uzorak, bez dodavanja novih vremenskih razdoblja, neće se poboljšati procjena fiksnog efekta za svaku jedinicu promatranja.

Opravdanost upotrebe modela s fiksnim efektom može se testirati pomoću *F*-testa. Test se definira sljedećim hipotezama:



Test veličina definira se kao *F*-omjer :

[215] Za razliku od navedenog modela s fiksnim efektom u kojem se konstantni član mijenja s jedinicom promatranja (α_i), moguće je konstruirati i model s fiksnim efektom u kojem se konstantni član mijenja s vremenom (α_t). Ako model s fiksnim efektom istodobno sadrži i konstantni član za svaku jedinicu promatranja i konstantni član za svaki vremenski period model se naziva modelom s dvostrukim fiksnim efektom (engl. *two way fixed effect model*). Više o ovim modelima pogledati: Baltagi 2009, str. 33-34.



(2)

koji pripada *F* distribuciji s *N-1* stupnjeva slobode u brojniku i *N(T-1)-K* stupnjeva slobode u nazivniku. U izrazu, *RRSS* je zbroj kvadrata reziduala združenog modela procijenjenog metodom najmanjih kvadrata, *URSS* je zbroj kvadrata reziduala modela s fiksnim efektom procijenjenog metodom najmanjih kvadrata s dummy varijablama.

Ako je $F<F^{\alpha}_{N-1,N(T-1)-K}$, na razini signifikantnosti α, ne može se odbaciti nulta hipoteza kojom se pretpostavlja da su fiksni efekti svih jedinica promatranja međusobno jednaki. Iz navedenog proizlazi da je model s fiksnim efektom neadekvatan odnosno da je primjerenije koristiti jednostavni združeni model koji će imati isti konstantni član za sve jedinice promatranja.

Ako je $F>F^{\alpha}_{N-1,N(T-1)-K}$, na razini signifikantnosti α odbacuje se hipoteza H_0 te se može zaključiti da je model s fiksnim efektom prikladan za procjenu parametara.

5.1.2. Model sa slučajnim efektom

Model sa slučajnim efektom je jednostavni linearni model sa slučajnim konstantnim članom. Pretpostavka modela je da su razlike među jedinicama promatranja slučajne. Model sa slučajnim efektom definira se sljedećim izrazom:



pri čemu je μ zajednički konstantni član za sve jedinice promatranja, a α_i je slučajno odstupanje za svaku jedinicu promatranja. Slučajno odstupanje α_i je specifično za svaku pojedinu jedinicu u opažanju. Zbog odjeljenosti člana odstupanja vremenskog presjeka, ovaj model naziva se i jedno komponentni model sa slučajnim efektom (engl. *One way random effect model*).[216] Pretpostavka ovog modela je da su α_i nezavisno i identično distribuirane slučajne varijable po jedinicama promatranja s varijancom σ^2_{α} i sredinom *0*, dok su $\beta_{1,\ldots,}\beta_k$

[216] Za razliku od navedenog modela sa slučajnim efektom u kojem se slučajni efekt mijenja s jedinicom promatranja (α_i), moguće je konstruirati i model sa slučajnim efektom u kojem se slučajni efekt mijenja s vremenom (α_t). Ako model sa slučajnim efektom istodobno sadrži slučajni efekt za svaku jedinicu promatranja i slučajni član za svaki vremenski period naziva se model s dvostrukim slučajnim efektom (engl. *Two way random effect model*). Više o ovim modelima pogledati: Baltagi 2009, str. 34-35.

su parametri koje treba procijeniti. Isto je tako pretpostavka da su ε_{it} nezavisno i identično distribuirane slučajne varijable po jedinicama promatranja i vremenu, sa sredinom *0* i varijancom σ_{ε}^2.

Opravdanost korištenja modela sa slučajnim efektom provodi se pomoću testa Lagrangeovog multiplikatora (engl. *Lagrange Multiplier test*, LM). Ako je σ_{ε}^2 za svaku jedinicu promatranja *i*, nema potrebe za korištenjem modela sa slučajnim efektom. Pretpostavka modela je da je $E(\alpha_i)=0$ i ako se pokaže da je i σ_{α}^2, slučajni efekt se može isključiti iz modela.

LM test definiran je sljedećim hipotezama:

$$H_0: \sigma_{\alpha}^2 = 0$$
$$H_1: \sigma_{\alpha}^2 > 0.$$

LM test kojim se testira je li varijanca slučajnih varijabli α_i jednaka nuli je Breusch-Paganov test. Test veličina Breusch- Paganovog testa prikazuje se sljedećom relacijom:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)}\left\{\frac{\sum_{i=1}^{N}\left(\sum_{t=1}^{T}\hat{\varepsilon}_{it}\right)^2}{\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\hat{\varepsilon}_{it}^2} - 1\right\}^2 \chi^2(1)$$

gdje su $\hat{\varepsilon}_{it}$ reziduali združenog OLS modela. LM test veličina ima hi-kvadrat distribuciju s jednim stupnjem slobode.

Ako je vrijednost *LM* test veličine Breusch-Paganovog testa manja od $x_{\alpha}^2(1)$ za danu signifikantnost α, ne odbacuje se nulta hipoteza kojom se pretpostavlja da je varijanca slučajnog efekta jedinica promatranja jednaka nuli. Iz navedenog proizlazi da nema heterogenosti među jedinicama promatranja odnosno da je korištenje modela sa slučajnim efektom neprikladno za procjenu parametara.

U suprotnom, nulta hipoteza se odbacuje, jer je vrijednost *LM* test veličine veća od $x_{\alpha}^2(1)$ za danu signifikantnost α. Zaključuje se da je varijanca slučajnog efekta veća od nule, tj. da postoji heterogenost među jedinica promatranja čime je potvrđena opravdanost korištenja modela sa slučajnim efektom.

Za usporedbu dvaju statičkih panela, odnosno za donošenje odluke koji panel je prikladniji koristit će se Hausmanov specifikacijski test. Hausman (1978) je predložio test kojim se uspoređuju procijenjeni koeficijenti modela s fiksnim efektom i modela sa slučajnim efektom. Njime se utvrđuje da li postoji signifikantna korelacija između neopazivih

specifičnih slučajnih odstupanja jedinica vremenskog presjeka α_i i nezavisnih varijabli x_{itk}. Ukoliko korelacija ne postoji, panel podaci će se ocijeniti modelom slučajnih učinaka.

U suprotnom, model slučajnih učinaka biti će nekonzistentan u ocjenjivanju i za ocjenu panel podataka koristiti će se metoda fiksnih učinaka.

Korelacija se testira komparacijom matrice kovarijance varijabli u modelu fiksnih učinaka s onima u modelu slučajnih učinaka. Ukoliko nema statistički signifikatne razlike između marica kovarijanci, ne postoji ni korelacija između slučajnih odstupanja i varijabli.

Hausmanovov test definira se sljedećim hipotezama:



Hausmanov test se temelji na razlici procjena parametara s fiksnim i sa slučajnim efektom.

Test veličina se definira kao[217]:



gdje je β_{FE} vektor procijenjenih parametara modela s fiksnim efektom[218], β_{RE} je vektor procijenjenih parametara modela sa slučajnim efektom[219], $Cov(\beta_{FE})$ je matrica varijanci i kovarijanci vektora procijenjenih parametara modela s fiksnim efektom, a $Cov(\beta_{RE})$ je matrica varijanci i kovarijanci vektora procijenjenih parametara modela sa slučajnim efektom. H test veličina ima x^2 distribuciju s K stupnjeva slobode, gdje je K broj procijenjenih parametara u modelu.

Ako je vrijednost test veličine *H* manja od $x_{\alpha}^{2}(K)$ za zadanu razinu signifikantnosti α, ne odbacuje se nulta hipoteza kojom se pretpostavlja da slučajna greška nije korelirana niti s jednom nezavisnom varijablom. Nadalje, u tom slučaju su oba procjenitelja β_{FE} i β_{RE} konzistentna.

Ako je vrijednost test veličine *H* veća od $x_{\alpha}^{2}(K)$ za zadanu razinu signifikantnosti α, odbacuje se nulta hipoteza kojom se pretpostavlja da slučajna greška nije korelirana niti s jednom nezavisnom varijablom, tj. zaključuje se da postoji korelacija između barem jedne

---

[217] Hausmanov test se ne može provesti. Pozitivno definitna matrica je matrica kojoj su sve svojstvene vrijednosti pozitivne. Ako matrica nije pozitivno definitna, nema puni rang i ne može se invertirati. Više o ovom testu i procjenjenoj matrici varijanci i kovarijanci pogledati u Verbeek 2008.

[218] Vektor β_{FE} je procijenjen modelom s transformacijama „unutar" jedinica promatranja što znači da ne sadrži konstantni član za svaku jedinicu promatranja.

[219] Vektor β_{RE} je vektor procijenjenih parametara uz nezavisne varijable. Vektor β_{RE} sadrži samo procijenjene parametre $\beta_{1,\ldots,}\beta_k$ uz nezavisne varijable.

nezavisne varijable i slučajnog efekta α_i. Procjenitelj slučajnog efekta $\hat{\alpha}_i, i=1,2,\ldots,N$ nije konzistentan pa će se za procjenu modela koristiti procjenitelj fiksnog efekta.

S obzirom da se modelom ispituju ekonomske relacije potrebno je pristupiti testiranju autokorelacije. Autokorelacija mjeri ovisnost grešaka relacije odnosno slučajnih varijabli u seriji. Drugim riječima, ona podrazumijeva da su greške relacije u vremenu *t* povezane s njenim vrijednostima u budućem razdoblju razdoblju *t+1*. Navedeni tip korelacije nije uključen u pretpostavke prethodno navedenih modela. Ako se pri procjeni modela zanemari navedena anomalija, procijenjeni parametri biti će konzistentni, ali neefikasni, a standardna greška procijenjenih parametara biti će pristrana. S obzirom da autokorelacija grešaka relacije modela uzrokuje pristranost i neefikasnost procjenitelja, definirani su razni testovi za testiranje autokorelacije među greškama relacije.

Kod podataka na godišnjoj razini potrebno je ispitati postojanje autokorelacije prvog reda. Najčešće korišteni test za utvrđivanje autokorelacije prvog reda je Durbin Watson test za panel analizu[220]. Durbin Watsonovim testom testira se da li greške relacije slijede AR(1) proces. Da bi se provjerilo postojanje autokorelacije prvog reda promatra se jednadžba:

$$\varepsilon_{it} = \rho \varepsilon_{i,t-1} + v_{it}$$

gdje su v_{it} nezavisno i identično distribuirane slučajne varijable $\forall i$ i $\forall t$ odnosno i po jedinicama promatranja i po vremenu. Ovaj test ima restriktivnu pretpostavku da sve jedinice promatranja imaju isti koeficijent autokorelacije σ.

Durbin Watsonov test definira se sljedećim hipotezama:

$$H_0 : \rho = 0$$
$$H_1 : \rho \neq 0.$$

Prema tome, nultom hipotezom se pretpostavlja da ne postoji autokorelacija prvog reda među greškama relacija, a alternativnom hipotezom se pretpostavlja postojanje pozitivne ili negativne autokorelacije prvog reda. Bhargava, Franzini i Narendanathan (1983) su predložili sljedeću generalizaciju Durbin Watson test veličine:

$$dw_p = \frac{\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=2}^{T}(\hat{\varepsilon}_{it} - \hat{\varepsilon}_{i,t-1})}{\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\hat{\varepsilon}_{it}}$$

pri čemu su ε_{it} reziduali procijenjenog modela s fiksnim efektom. Koristeći sličnu metodologiju kao Durbin i Watson, autori testa izračunali su donje i gornje granice područja u kojem nije moguće donijeti odluku o autokorelaciji prvog reda u ovisnosti o *N*, *T* i *K*, a koje

[220] Osim navedenog, za panel modele se i drugi testovi za otkrivanje autokorelacije, primjerice Wooldridgeov test autokorelacije.

su precizno iskazane u tablici 33. Za razliku od Durbin Watson testa koji se koristi za vremenske nizove, područje u kojem se ne može donijeti odluka o odbacivanju ili ne odbacivanju nulte hipoteze u slučaju panel analize je vrlo usko, pogotovo kada je broj jedinica promatranja *N* velik.

Tablica 33: Granice područja nepostojanja pozitivne autokorelacije grešaka relacije

		N=100		N=500		N=1000	
		d_L	d_U	d_L	d_U	d_L	d_U
T=6	K=3	1.859	1.880	1.939	1.943	1.957	1.959
	K=9	1.839	1.902	1.935	1.947	1.954	1.961
T=10	K=3	1.891	1.904	1.952	1.954	1.967	1.968
	K=9	1.878	1.916	1.949	1.957	1.965	1.970

Izvor: Verbeek 2008.

Iz tablice 33 vidljivo je da su granice o nepostojanju pozitivne autokorelacije grešaka relacije jako blizu dva. Dakle, ukoliko se ne želi odbaciti nulta hipoteza o nepostojanju autokorelacije prvog reda između reziduala vrijednost Durbin Watsonovog testa mora biti blizu dva.

U nastavku će se prikazati metodološki okvir predmetnog istraživanja odnosno izložiti će se sadržajni, prostorni i vremenski obuhvat korištenih podataka, način operacionalizacije pojedinih varijabli te će se opisati korištena metodologija.

5.2. PODACI I METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

5.2.1. Prostorna i vremenska dimenzija podataka

Cilj rada je istražiti različite načine razvoja tržišta kapitala zemalja u tranziciji s obzirom na utjecaj institucionalnih investitora. Kako bi se ispitalo jesu li i u kojoj mjeri navedene nedepozitne financijske institucije utjecale na nastanak i razvoj tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama, za empirijski dio istraživanja koriste se panel podaci odnosno longitudinalne -varijable koje sadrže i prostornu i vremensku dimenziju.

Kao uzorak su odabrana tržišta u razvoju europskih tranzicijskih zemalja koja su dio regije Srednje i Istočne Europe. Riječ je o ukupno 5 tranzicijskih zemalja i to: Češka, Mađarska, Poljska, Slovačka i Slovenija, kojima će se pridodati i Hrvatska. Sve navedene zemlje pripadaju krugu najrazvijenijih tranzicijskih zemalja i od 2004. godine članice su Europske unije kojoj će se 2013. priključiti i Hrvatska.[221] Zbog svojih usporedivih obilježja i

[221] Češka, Estonija, Latvija, Litva, Mađarska, Poljska, Slovačka i Slovenija postale su članice EU 2004. godine, a godinu dana kasnije isti status pripao je i Rumunjskoj i Bugarskoj. Hrvatska je u prosincu 2011. godine

međusobne povezanosti nazivaju se Višegradske zemlje (izuzev Slovenije), a Mađarska i Slovenija neposredno su granično, povijesno, politički, ekonomski i kulturno vezane uz Hrvatsku. Odabrane zemlje su usporedivih karakteristika u smislu sličnog povijesno-političkog razvoja, dostignutog stupnja razvijenosti i ekonomske strukture. Komparacija zemalja međusobno i s hrvatskom ekonomijom je moguća sagledavajući navedene značajke zemalja, usporedive makroekonomske pokazatelje te sličan tijek razvoja tržišta kapitala i financijskih institucija. Karakterizira ih ekonomska i financijska povezanost s Europskom Unijom te sličan razvojni put tranzicijskih zemalja i izazovi uspostavljanja efikasnog tržišta kapitala. Uzorak ne uključuje sve europske zemlje zbog velikih odstupanja u razvoju financijskih tržišta, nedostupnosti podataka ili ostalih neusporedivih obilježja. [222]Vrijedi napomenuti, da usprkos sličnostima u povijesnom nasljeđu te ekonomskom i financijskom razvoju, CEE ekonomije čine heterogenu skupinu zemalja zbog vremenskih razlika u startu i brzini njihova restrukturiranja i razvoja.

Vremenska dimenzija istraživanja usmjerena je na godišnja opažanja iz vremenskog razdoblja od 1995. do 2010. godine. Podaci su za većinu varijabli dostupni samo na godišnjoj razini, a činjenica da je riječ o tranzicijskim zemljama koje su samostalnost stekle tek nakon 1990. godine uvjetovala je kratku vremensku seriju zbog čega je odabrana metoda panel analize. Podaci za rano tranzicijsko razdoblje od 1990-1994. godine bili su dostupni, ali nisu korišteni u analizi iz nekoliko razloga. U osnovi problem proizlazi iz razlika u vremenu nastanka tržišta kapitala u odabranim zemljama te različitog početka djelovanja institucionalnih investitora. Stoga je nebalansirani panel rezultat nedostajućih vrijednosti nepostojanja tržišta kapitala u prvim godinama tranzicije ili problema netipičnih podataka u slučajevima kada formalni početak funkcioniranja kapitala nije korespondirao s realnim početkom rada, trgovanje je bilo neredovito i obilježeno izrazitom nelikvidnošću. Pravo trgovanje započelo je sa zaostatkom od nekoliko godina ili su ostvarene previsoke stope rasta kada se na novo formiranom tržištu kapitala trgovalo u periodu kraćem od godinu dana. Početak i brzina razvoja institucionalnih investitora u tranzicijskim zemljama također su znatno varirali, dok su obvezni mirovinski fondovi najvećim dijelom ustanovljeni tek nakon 2000. godine.

Vrijedi napomenuti da podaci čak i uz odabir usporedivih zemalja znatno variraju što je rezultiralo nebalansiranim setom podataka za panel analizu. Problemi odabira podataka su brojni i većinom vezani za nedostupne podatke ili ispuštene varijable, kvalitetu i heterogenost dostupnih podataka i korelaciju među određenim varijablama. U obzir se trebaju uzeti i

potpisala pristupni Ugovor , a ciljani datum ulaska prema prijedlogu Komisije EU je 01. srpnja 2013. godine čime bi Hrvatska postala 28. članica EU.

[222] U uzorak istraživanja nisu uključene zemlje srednje i jugoistočne Europe prvenstveno zbog nemogućnosti prikupljanja podataka za određene varijable, a prije svega slabu pokrivenost podataka o institucionalnim investitorima. Podaci za zemlje iz uzorka prikupljeni su iz baze podataka OECD-a, koja ne sadrži podatke o svim tranzicijskim zemljama (osim CEE zemalja).

određeni egzogeni faktori kao što su česte organizacijske promjene na burzama u nekim zemljama te snažan utjecaj Ruske krize na tranzicijska tržišta kapitala 90-tih godina, te globalne financijske krize koja je obilježila tržišta od 2008. godine.

Svi navedeni problemi uzeti su u obzir pri konstruiranju seta podataka, a podaci su "očišćeni" na način da su određena opažanja izostavljena iz seta ili otklonjena formiranjem odgovarajućih dummy varijabli. Stoga je i opravdana uporaba nebalansirane panel analize kao odgovarajuće metode u uvjetima raznolikosti podataka, efekta pristranosti parametara i nepotpune specifikacije modela.

5.2.2. Odabir zavisnih i nezavisnih varijabli u istraživanju

U empirijskom dijelu istraživanja koriste se panel podaci odnosno longitudinalne varijable koje sadrže i prostornu i vremensku dimenziju. Kao **zavisne varijable** koje će se koristiti u modelu identificirane su udio tržišne kapitalizacije dionica u BDP-u, udio dioničkog prometa u BDP-u te brzina prometa dionica. Svaki od navedenih pokazatelja korišten je u brojnim empirijskim izvorima s težištem na financijskom razvoju (Levine i Zervos 1998; Rousseau i Wechtel 2000; Yartey 2008; Cherif i Gazdar 2010).

Kao reprezentant tržišta kapitala uzima se **dionički segment tržišta.** Razlozi za korištenje pokazatelja koji se odnose na vlasničke vrijednosne papire leže u činjenici da se porast kapitalizacije i prometa obveznica nužno ne povezuje sa značajnijim, kvalitativnim pozitivnim odmakom u financijskoj strukturi. S obzirom da je težište rada na analizi institucionalnih investitora koji su orijentirani na duže rokove dospijeća instrumenata postoji i veća spremnost investitora na rizik i praćenje informacija o poduzeću manji nego kod dužničkih vrijednosnih papira. Razvoj tržišta vlasničkih financijskih instrumenata jače utječe na kvalitetu alokacije kapitala i ulaganja nego razvoj tržišta dužničkih instrumenata. Šonje (2005) ističe da „Neposredni plasman dužničkih instrumenata na tržište može značiti da neke (u pravilu veće) kompanije zamjenjuju bankarske kredite emisijom obveznica radi širenja baze investitora, smanjenja ovisnosti o bankama ili stvaranja diverzificirane financijske strukture kako bi smanjile rizike financiranja.“

Cherif i Gazdar (2010) u svom istraživanju ističu značaj dioničkog tržišta za daljnji razvoj financijskog sustava. Razvijeno tržište dionica povećava fleksibilnost financijskog intermedijacijskog procesa, jer omogućuje investitorima jasne izlazne strategije. Štoviše, vlasnički kapital je važan indikator razmjene informacija među investitorima, procjenjivanja kompanije i budućih makroekonomskih fundamenata.

Dodatno, usprkos činjenici da se najveći dio ulaganja institucionalnih investitora u tranzicijskim zemljama odnosi na vrijednosne papire najvišeg boniteta uslijed okolnosti koje su obrazložene u prethodnim dijelovima rada, postavljene hipoteze dokazivati će se na

primjeru dioničkog tržišta kako bi se ukazalo na potencijalne mogućnosti razvoja i prednosti koje proizlaze iz takvih ulaganja.

Nezavisne varijable opisuju razvijenost institucionalnih investitora, uspješnost u provođenju strukturnih reformi kao i dostignuti makroekonomski razvoj u odabranim tranzicijskim zemljama.

Financijski pokazatelji prikazuju razvoj i veličinu cjelokupnog financijskog sustava odnosno razvoj bankovnog sustava i razvoj nebankovnih financijskih posrednika. S obzirom na postavljenu temeljnu hipotezu rada kojom se ispituje utjecaj institucionalnih investitora na tržište kapitala, kao mjera razvoja financijskog sustava uzimaju se odabrani pokazatelji razvoja mirovinskih fondova, osiguravajućih društava i investicijskih fondova. Razvoj nebankovnog financijskog posredovanja kao mogući impuls razvoju tržišta kapitala, istražen je u znatno manjoj mjeri u odnosu na bankovne financijske institucije, posebno za tranzicijske zemlje s obzirom na kratki vremenski obuhvat relevantnih podataka.

Riječ je o financijskim institucijama koje najviše ulažu u utržive vrijednosne papire čime uvelike doprinose razvoju financijskog tržišta na strani potražnje. Posebno se to odnosi na segment tržišta kapitala vlasničkih vrijednosnih papira, jer izravne transakcije individualnih ulagatelja čine manji dio potražnje za tom vrstom financijskih instrumenata.

Pokazatelji **razvijenosti nebankovnog financijskog posredovan**ja objašnjavanju značaj institucionalnih investitora u nacionalnim ekonomijama.

Utjecaj mirovinskog tržišta te tržišta investicijskih fondova u radovima brojnih istraživača iskazuje se kao omjer njihove aktive i BDP-a (King i Levine 1993, Demirgüç-Kunt i Levine 1995, Davis i Hu 2005; Harichandra 2004). Iako je na početku istraživanja za utjecaj mirovinskih fondova na tržište kapitala planirano korištenje relativne varijable aktive mirovinskih fondova i BDP-a, oni se u analizi nisu pokazali signifikantnima. Glavni razlog za navedeno jest nedovoljan broj opažanja po zemljama s obzirom na kratku povijest kapitalizirane štednje na mirovinskom tržištu u tranzicijskim zemljama. Stoga je alternativno za mirovinske fondove konstruirana je dummy varijable koja određuje prisutnost obveznih ili dobrovoljnih mirovinskih fondova odnosno početak provođenja tzv. *velike* mirovinske reforme. U skladu s dostupnom literaturom, za sve navedene nezavisne varijable očekuje se pozitivan utjecaj na razvoj tržišta kapitala.

Za osiguravajuća društva korišten je pokazatelj penetracije životnog segmenta osiguranja odnosno relativna mjera premija životnih osiguranja i BDP-a. Za osiguranje nije korišten podatak o aktivi s obzirom da premije bolje reprezentiraju prikupljena sredstava od štediša koja se dalje plasiraju na financijskim tržištima. Također, korišten je samo segment životnog osiguranja s obzirom da je riječ o dugoročno raspoloživom kapitalu dok se kod neživotnog osiguranja radi o kratkoročnim uplatama koje se u malom dijelu ulažu na tržištu kapitala. Webb i dr. (2005) u svom radu su analizirali utjecaj bankovnog i osigurateljnog tržišta na

ekonomski rast i dokazali da se kod životnog osiguranja kao i za banke može uočiti pozitivna i proporcionalna veza koja u slučaju osiguranja vrijedi i u obrnutom smjeru. Međutim, rad nije dokazao vezu između neživotnog osiguranja i ekonomskog rasta ni u jednom smjeru.

Za prikaz provedenih strukturnih reformi i napredak u procesu konvergencije CEE zemalja tržišnim ekonomijama korišteni su **indeksi EBRD-a**.[223] Za indekse privatizacije velikih poduzeća i restrukturiranja poduzeća očekuje se da će iskazati značajan i pozitivan na pokazatelje razvoja dioničkog tržišta. Sukladno dostupnoj literaturi, navedeni procesi pospješuju napredak u korporativnom upravljanju i jačaju povjerenje u dioničko tržište. Uspostava adekvatne i suportirajuće financijske infrastrukture omogućuje financijskom sustavu da pruži više izvora sredstava korporativnom sektoru, a kreditorima osigura zaštitu. Indikatori reforme nebankovnih financijskih institucija i tržišta kapitala izravno utječu na jačanje institucionalnih investitora čime se potiče potražnja za vrijednosnim papirima. Nadalje, empirijski radovi brojnih istraživača dokazali su da se banke i tržišta razvijaju kao komplementarni kanali financijskog posredovanja. Od navedenih pokazatelja, samo se za indeks ukupnih infrastrukturnih reformi ne očekuje signifikantan utjecaj na na zavisnu varijablu.

Sljedeća skupina varijabli odnosi se na **makroekonomske varijable.**

Rast BDP-a, korišten je kao pokazatelj rasta ekonomije. Rast dohotka visoko je koreliran s veličinom dioničkog tržišta te se očekuje pozitivna i jaka veza. U kratkom roku, fluktuacije poslovnih ciklusa značajno utječu na profit kompanije i njihovu tržišnu procjenu. Na dugi rok, brže rastuće ekonomije tražiti će nove mogućnosti financijske intermedijacije izuzev bankovnog sustava.

Makroekonomska stabilnost jedan je od važnih preduvjeta razvoja tržišta kapitala. U svrhu determiniranja utjecaja iste na tržišnu kapitalizaciju uvode se dva indikatora: inflacija i realna kamatna stopa. Inflacija (CPI indeks) se koristi kao izraz neizvjesnosti budućeg tržišnog okruženja, dok je kamatna stopa definirana kao cijena kapitala. S obzirom da povećanje ovih kategorija za investitore predstavlja pogoršanje tržišnih uvjeta, očekuje se negativan predznak utjecaja na tržište kapitala za oba pokazatelja.

Štednja je definirana pokazateljem bruto štednje u relativnom odnosu na BDP. Očekuje se da će se dokazati pozitivan utjecaj na tržište dionica s obzirom na značajnija sredstva koja su dostupna za investiranje. Tržišta kapitala usmjeravaju štednju u investicijske projekte.

Kao pokazatelj institucionalnog napretka korišten je indikator ekonomskih sloboda[224] *Heritage Foundation* (engl. *Heritage Foundations Index of Economic Freedom).*[225] Očekuje

[223] Za objašnjenje konstruiranja indeksa vidjeti u točki 3.2., tablica 12.

[224] Beletić i Budak (2007, str. 807) naglašavaju da „ekonomske slobode polaze od ocjene slobode razmjene (posebno otvorenosti međunarodne trgovine), poslovne inicijative i stupnja državne intervencije u gospodarstvu, bez obzira na obilježje političkog sustava."

se pozitivan utjecaj na dioničko tržište zbog činjenice da je pokazatelj važna informacija o uređenosti i stabilnosti sustava za potencijalne investitore.

Za većinu korištenih varijabli korišteni su sekundarni podaci dostupni iz baze podataka OECD-a, baze podataka Svjetske banke (*World Development Indicators, WDI*). U pojedinim slučajevima nedostajući podaci (posebno u slučaju Hrvatske) prikupljeni su putem nacionalnih regulatora.

U svim procijenjenim modelima, skupu je dodana i lagirana zavisna varijabla s ciljem sagledavanja dinamičkog efekta u razvoju tržišta kapitala kao i rješavanja mogućeg problema autokorelacije.

Odabrani set podataka koristi se u analizi s visokim stupnjem varijabilnosti. Varijabilnost se odnosi na osnovne karakteristike pokazatelja tržišta kapitala. Prisutan je i problem nedostatka dužih vremenskih serija kao i nedostupnih podataka za zemlje uzorka što rezultira manjim brojem opservacija i mogućoj pristranoj procjeni modela. Stoga se za procjenu važnosti institucionalnih investitora i ostalih opisanih varijabli za razvoj tržišta kapitala, tehnika panel analize nameće kao prihvatljivo rješenje za prevladavanje navedenih ograničenja.

Izvori i opis podataka za sve korištene zavisne i nezavisne varijable navedeni su u tablici 34.

[225] Indeks ekonomskih sloboda konstuiran je 1994. godine od strane zaklade Heritage i časopisa *The Wall Street Journal.* Indeks se za svaku zemlju izračunava kao neponderirani prosjek vrijednosti 10 indeksa pojedinih sloboda (komponenti): sloboda poslovanja, trgovinske slobode, monetarne slobode, sloboda od utjecaja države, fiskalne slobode, vlasnička prava, investicijske slobode, financijske slobode, sloboda od korupcije, sloboda rada (vidi prilog 2). Najviši stupanj ekonomskih sloboda jamči osigurava pojedincu apsolutno pravo privatnoga vlasništva, potpunu slobodu kretanja kapitala, rada i roba te neuplitanje države. Minimalno se „dopuštenim" uplitanjem države smatra prikupljanje poreza za financiranje državne funkcije zaštite opisanih sloboda, za potebe nacionalne obrane i za osiguranje javnofg dobra (Beletić i Budak 2007, str. 812).

Tablica 34: Definicija varijabli i izvori podataka uključenih u analizu

Naziv varijable	Definicija varijable	Izvor podataka
ZAVISNE VARIJABLE- Pokazatelji razvoja tržišta kapitala		
Tržišna kapitalizacija /BDP *kapbdp*	umnožak cijene dionice i ukupnog broja dionica (u % BDP-a)	- OECD baza podataka - WDI baza podataka
Promet dionicama/BDP *prometbdp*	Ukupni promet dionicama (u % BDP-a)	- OECD baza podataka - WDI baza podataka
Brzina prometa *brzinabdp*	Kvocijent prometa dionicama i prosječne tržišne kapitalizacije	- OECD baza podataka - WDI baza podataka
NEZAVISNE VARIJABLE		
Pokazatelji razvijenosti nebankovnog financijskog posredovanja		
Aktiva investicijskih fondova/ BDP *fondbdp (+)*	Ukupna aktiva investicijskih fondova (u % BDP-a)	- OECD baza podataka: Institutional investors' assets - Nacionalni regulatori
Premije životnih osiguranja/ BDP *ziprosigbdp (+)*	Premije životnog osiguranja (u % BDP-a)	- OECD baza podataka: Institutional investors' assets - Nacionalni regulatori
Mirovinski fondovi *dummymirovin (+)*	Dummy varijabla: Vrijednost je 1 od godine starta mirovinske reforme odnosno uvođenja obveznih ili dobrovoljnih mirovinskih fondova	- EBRD; Transition report za godine 1995-2011.
Pokazatelji strukturnih reformi - EBRD tranzicijski indikatori		
1. privatizacije velikih poduzeća *privindex (+)* **2. indikator reforme nebankovnih financijskih institucija i tržišta kapitala** *non_bank (+)* **3. indikator reforme bankovnih financijskih institucija** *ebrd_bank (+)* **4. restrukturiranja poduzeća** *restrukt (+)* **5. ukupne infrastrukturne reforme** *(+) infraindex*	Indikator može poprimiti vrijednost u rasponu [1, 4], pri čemu se najveća ocjena primjenjuje za zemlje koje u potpunosti primjenjuju standarde industrijaliziranih tržišnih ekonomija.	- EBRD; Transition report za godine 1995-2011.
Makroekonomski pokazatelji		
Inflacija CPI (%) *cpi (-)*	Indeks potrošačkih cijena - CPI (engl. *consumer price index*)	- WDI baza podataka (Svjetska banka)
Rast BDP-a (%) *rastbdp (+)*	Godišnja promjena BDP-a	- WDI baza podataka (Svjetska banka)
Stopa štednje *stednjabdp (+)*	Bruto domaća štednja (u % od BDP-a)	- WDI baza podataka (Svjetska banka)
Realna kamatna stopa (%) *rkamata (-)*	Kamatna stopa na depozite umanjena za stopu inflacije	- WDI baza podataka (Svjetska banka)
Institucionalni pokazatelji		
Indeks ekonomskih sloboda *herit (+)*	Indeks može poprimiti vrijednost u rasponu [0, 100], pri čemu se najveća ocjena odnosi na zemlje koje uživaju potpune ekonomske slobode.	- Heritage foundation

Napomena: vrijednosti u zagradama ispod naziva varijabli odnose se na očekivani predznak koeficijenata.

Izvor: izradila autorica.

5.2.3. Oblikovanje modela utjecaja razvoja institucionalnih investitora na tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja

U analizi se koristi sljedeći oblik linearnog regresijskog modela (panel analize):



gdje se *i* odnosi na zemlje uzorka $(i=1,2,\ldots,N)$, *t* predstavlja razdoblja $(t=1,2,\ldots,T)$ označava vrijednost *k*-te nezavisne varijable, *i*-te jedinice promatranja u vremenskom periodu *t*. Budući da je izabran model fiksnih efekata, parametar α je neopažen specifičan fiksni efekt svake zemlje odnosno pokazuje efekte svih varijabli koje su specifične za *i*-tu zemlju, a ne variraju tijekom vremena. Parametar β mjeri parcijalne efekte x_{it} u periodu *t* za zemlju *i*, dok je u_{it} je greška relacije. Konačno, je *k*-dimenzionalni transponirani vektor koji će predstavljati odabrane varijable razvoja tržišta kapitala. Odabrane varijable su striktno egzogene odnosno neovisne od greške svakog opažanja.

Specifikacija modela panel analize utjecaja institucionalnih investitora i ostalih faktora na razvoj tržišta kapitala je sljedeća:



gdje je *kapbdp* zavisna varijabla razvoja tržišta kapitala koju reprezentira pokazatelj tržišne kapitalizacije dionica. Nezavisne varijable grupirane su kao:[226]

1. *instinv_utjecaj* predstavlja indikator značaja institucionalnih investitora odnosno najznačajnijih nebankovnih financijskih institucija za razvoj tržišta kapitala;
2. *reforme* se odnose na indikator utjecaja državnih, strukturnih reformi tranzicijskih zemalja kao ocjene procesa konvergencije istih;
3. *makro* je indikator utjecaja makroekonomskih uvjeta za razvoj tržišta kapitala.

Od triju navedenih zavisnih varijabli za koje je u uvodnom dijelu navedeno da će se koristiti u ekonometrijskom analiziranju, analizom statičkih panel modela utvrđeno je da je jedino korištenjem varijable tržišne kapitalizacije u postotku BDP-a moguće provesti ekonometrijsku analizu statičkih panela koji su robusni na postojanje serijske autokorelacije prvog reda (engl. *Unequally Spaced Panels with AR(1) Disturbances*)[227].

U tablici 35 razvidno je prikazana deskriptivna statistika za sve varijable korištene u regresiji.

---

[226] Objašnjenje svih korištenih varijabli vidjeti u tablici 34.

[227] Ovdje je bitno napomenuti da postoje i drugi panel modeli pomoću kojih se također efikasno rješava problem autokorelacije reziduala (npr. dinamički panel modeli procijenjeni Arellano – Bond procijeniteljem). O istima se više može vidjeti u: Baltagi 2005.

Tablica 35: Deskriptivna statistika

Varijabla	Mod	Maksimum	Minimum	Standardna devijacija
kapbdp	20,996	111,223	1,494	15,764
fondbdp	6,016	16,664	0,002	4,319
ziprosigbdp	1,150	3,058	0,238	0,534
privindex	3.551458	4	2.67	0.456
ebrd_bank	3,486	4	2,67	0,444
retsrukt	3,119	3,67	2	0,368
infraindex	2,916	3,67	1,67	0,596
cpi	6,214	28,303	0,102	5,328
rastbdp	3,476	10,579	-7,8	3,160
stednjabdp	22,918	33,387	7,29	4,605
rkamata	5,721	17,977	-5,194	4,111
herit	60,796	70,2	46,7	5,922

Izvor: izradila autorica

Za istraživanje su razmatrani statički panel modeli s fiksnim efektom odnosno modeli sa slučajnim efektom. Ekonometrijska analiza je pokazala da u situaciji kada donosimo zaključke samo za određeni skup zemalja, kao što su tranzicijske zemlje prikladniji model s fiksnim efektima (Harris i Sollis 2003). Za donošenje odluke o ispravnosti korištenja jednog od navedenih modela s obzirom na odabrane varijable koristiti će se Hausmanov test specifikacije. U slučaju da Hausmanov test pokaže da postoji korelacija između barem jedne nezavisne varijable i slučajnog efekta $\alpha_{i.,}$ nulta hipoteza testa kojom se pretpostavlja da slučajna greška nije korelirana niti s jednom eksplanatornom varijablom će se odbaciti. U tom slučaju za procjenu modela koristiti će se procjenitelj fiksnog efekta odnosno utvrditi će se nekonzistentost procjenitelja slučajnog efekta.

Durbin-Watsonovim testom ispitati će se autokorelacija prvog reda između grešaka relacije, pri čemu su referentne vrijednosti za prihvaćanje nulte hipoteze prikazane u tablici 33. S ciljem otklanjanja serijske autokorelacije prvog reda u statičkom panel modelu (ista je prethodno utvrđena te se može ukloniti i korištenjem dinamičkih panel modela), među nezavisne varijable uvrštena je i lagirana zavisna varijabla (varijabla s vremenskim pomakom) tržišne kapitalizacije u postotku BDP-a[228].

U sljedećem poglavlju pristupiti će se interpretaciji dobivenih rezultata istraživanja.

[228] Umetanje lagirane zavisne varijable među nezavisne varijable je primijenjeno kod svih panela analiziranih u nastavku.

5.3. IMPLIKACIJE REZULTATA ISTRAŽIVANJA UTJECAJA RAZVOJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH TRANZCIJSKIH ZEMALJA

U nastavku će se ukratko objasniti zaključci provedene ekonometrijske analize[229] korištenjem nebalansiranih statičkih panel modela za svaku od navedenih pomoćnih hipoteza. Svaka od definiranih hipoteza će se metodološki podijeliti na pomoćne hipoteze te izraziti putem jednadžbe (ekonometrijskog izraza). Na temelju provedene ekonometrijske analize panel metodom s fiksnim odnosno slučajnim učincima moguće je donijeti odluku o prihvaćanju ili odbacivanju prve tri pomoćne hipoteze ovog rada.

H1: Razvoj financijskog tržišta, a posebno jačanje likvidnosti i produbljivanje tržišta kapitala kao i razvoj institucionalnih investitora, moguće je stimulirati državnim reformama i mjerama kao što su privatizacija, reforma mirovinskog sustava odnosno uvođenje mirovinskih fondova, izdavanje državnih obveznica na domaćem tržištu, senzibiliziranje investicijske javnosti za ulaganjima na tržištu kapitala, privatizacija i prodaja državnih poduzeća putem inicijalnih javnih ponuda te sustavna edukacija i informiranje.

H2: Postoji pozitivna korelativna veza između razvoja institucionalnih investitora i tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama.

H3: Razina razvoja tržišta kapitala zemalja u tranziciji primarno je određena odabranim modelom privatizacije, provođenjem mirovinske reforme te veličinom i uspješnošću institucionalnih investitora.

Prvim panel modelom analiziran je utjecaj EBRD-ovog indeksa privatizacije velikih državnih poduzeća te udjela imovine investicijskih fondova u BDP-u na varijablu tržišne kapitalizacije u postotku BDP-a. Testirana regresija 1 (sve varijable su logaritmirane) se može prikazati sljedećom jednadžbom:



Rezultati F-testa kod ovog modela su pokazali da je uvođenje fiksnog efekta opravdano na razini signifikantnosti od 1%. Vrijednost prilagođenog Durbin – Watson testa iznosi više od dva, što je dovoljno za prihvaćanje nulte hipoteze o nepostojanju autokorelacije prvog reda između reziduala.

Rezultati koji su prikazani slikom 2 pokazali su pozitivnu i statistički značajnu korelaciju između provedenih procesa privatizacije velikih poduzeća kao i investicijskih fondova na razvoj tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama. Varijabla EBRD indeksa privatizacije

[229] Analiza opisanih panel podataka provedena je STATA računalnim paketom.

velikih državnih poduzeća iskazana je s vrlo visokim koeficijentom pozitivnog predznaka na razini od 5% signifikantnosti, dok je varijabla udjela imovine investicijskih fondova u BDP-u statistički značajna na razini od 10% signifikantnosti.

Rezultat istraživanja potvrđuje prvu i treću postavljenu hipotezu i upućuje na zaključak da je razvoj tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama u velikoj mjeri određen procesima privatizacije, što je u skladu s nekim od već provedenih istraživanja (Boutchkova i Megginson 2000; Perotti i Oijen 2001; Bortolotti i dr. 2002; Beck i Levine 2004; Bennett i dr. 2007). Također, ekonometrijski je dokazan značaj veličine investicijskih fondova za objašnjavanje tržišne kapitalizacije dionica, što je u skladu s istraživanjima Claessens i suradnika (2000) te Harichandra i Thangavelu (2004).

Slika 2: **Regresija 1 - utjecaj investicijskih fondova i privatizacije na razvoj tržišta kapitala odabranih CEE zemalja**

```
FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs      =        66
Group variable: država                          Number of groups   =         5
R-sq:  within  = 0.5655                         Obs per group: min =        11
       between = 0.0006                                        avg =      13.2
       overall = 0.1120                                        max =        14
                                                F(3,58)            =     25.16
corr(u_i, Xb)  = -0.5426                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
    lnkapbdp |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
 lnprivindex |   4.431732     1.8417     2.41   0.019**    .745169    8.118295
  lnfondbdp |    .0764008   .0396678     1.93   0.059***  -.003003    .1558045
  lnkapbdp_1 |   .4761292   .083091      5.73   0.000*     .3098044    .6424539
       _cons |  -3.748742   2.130559    -1.76   0.084*** -8.013519    .5160351
-------------+----------------------------------------------------------------
      rho_ar | -.04002284
     sigma_u |  .80683513
     sigma_e |  .32889588
     rho_fov |  .85750942   (fraction of variance because of u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(4,58) =     5.73                 Prob > F = 0.0006
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 2.0577733
```

Napomena: * označava statističku značajnost na razini od 1%, ** na 5%, a *** na 10%.

Izvor: izradila autorica

Na temelju rezultata provedenog Hausmanovog testa može se zaključiti da se odbacuje nulta hipoteza (na razini 1% signifikantnosti) kojom se pretpostavlja da slučajna greška nije korelirana niti s jednom nezavisnom varijablom, tj. zaključuje se da postoji korelacija između barem jedne nezavisne varijable i slučajnog efekta α_i. Procjenitelj slučajnog efekta $\hat{\alpha}_i = 1,2,\ldots,N$ nije konzistentan pa će se za procjenu modela koristiti procjenitelj fiksnog efekta. Slika 3 prikazuje rezultate Hausmanovog testa za regresiju 1.

Slika 3: **Hausmanov test za regresiju 1**

```
                 ---- Coefficients ----
             |    (b)          (B)            (b-B)     sqrt(diag(V_b-V_B))
             |     F            R           Difference          S.E.
-------------+------------------------------------------------------------
 lnprivindex |   4.431732    -.4754975        4.907229        1.783608
  lnafondbdp |   .0764008     .0460513        .0303494        .0245755
  lnkapbdp_1 |   .4761292     .7159357       -.2398065        .0574723
------------------------------------------------------------------------------
                      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtregar
       B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtregar

    Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

       chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)    = 21.04
     Prob>chi2 =      0.0001
```

Izvor: izradila autorica

S ciljem sagledavanja utjecaja mirovinske reforme na razvoj tržišta kapitala, u prethodnu relaciju uvodi se dummy varijabla mirovinskih fondova. Testirana regresija 2 se može prikazati i sljedećom jednadžbom:



Slika 4 prikazuje rezultate gore navedene regresije, pri čemu je potrebno naglasiti da su sve varijable logaritmirane.

Vrijednost prilagođenog Durbin – Watson testa iznosi više od dva, što je dovoljno za prihvaćanje nulte hipoteze o nepostojanju autokorelacije prvog reda između reziduala, dok rezultati F-testa kod ovog modela su pokazali da je uvođenje fiksnog efekta opravdano na razini signifikantnosti od 1%, dok je kao i u prethodnom panelu u pokušaju provođenja Hausmanovog testa specifikacije utvrđeno da je matrica pozitivno definitna. Stoga, se kao i u slučaju prije odlučujemo na panel s fiksnim učincima.

Uključivanjem u analizu dummy varijable mirovinskih fondova, signifikantnost varijabli se bitno ne mijenja. I dalje su statistički značajne varijable na nivou značajnosti od 10% varijabla EBRD-ovog indeksa privatizacije velikih državnih poduzeća te varijabla udjela imovine investicijskih fondova u BDP-u, dok je dummy varijabla mirovinskih fondova statistički značajna na razini od 5%.

Varijabla uključivanja mirovinskih fondova u tranzicijske financijske sustave odnosno provođenje tzv. velikih mirovinskih reformi očekivano se je pokazalo signifikatnim u skladu sa zaključcima dosadašnjih istraživanja. Model je potvrdio tezu da je razvoj tržišta kapitala

moguće potaknuti mjerama usmjerenim na rast institucionalizirane štednje od kojih važno mjesto zauzimaju strukturne reforme (Harichandra i Thangavelu 2004; Impavido i dr. 2003).

Slika 4: **Regresija 2 - utjecaj investicijskih fondova, privatizacije i mirovinske reforme na razvoj tržišta kapitala odabranih CEE zemalja**

```
FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs      =        66
Group variable: država                          Number of groups   =         5

R-sq:  within  = 0.6030                         Obs per group: min =        11
       between = 0.0001                                        avg =      13.2
       overall = 0.1342                                        max =        14
                                                F(4,57)            =     21.64
corr(u_i, Xb)  = -0.4565                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
    lnkapbdp |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
 lnprivindex |   3.321974   1.863115     1.78   0.080*** -.4088493    7.052798
   lnfondbdp |   .0662565   .0384959     1.72   0.091*** -.0108303    .1433433
  lnkapbdp_1 |   .3717593   .0957452     3.88   0.000*    .1800328    .5634858
dummymirovin |   .3471822   .1673947     2.07   0.043**   .0119801    .6823844
       _cons |  -2.512881   2.187197    -1.15   0.255    -6.892667    1.866905
-------------+----------------------------------------------------------------
      rho_ar | -.02971637
     sigma_u |   .7652288
     sigma_e |    .319785
     rho_fov |  .85132762   (fraction of variance because of u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(4,57) =     7.05                 Prob > F = 0.0001
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 2.0442918
```

Napomena: * označava statističku značajnost na razini od 1%, ** na 5%, a *** na 10%.

Izvor: izradila autorica

Ukoliko u panel analizu uključimo i EBRD-ove indekse restrukturiranja poduzeća te EBRD-ov indeks ukupne infrastrukturne reforme, regresiju možemo prikazati sljedećom jednadžbom:



Slika 5 prikazuje rezultate prethodno navedene regresije.

Slika 5: **Regresija 3 - utjecaj investicijskih fondova, restrukturiranja poduzeća i infrastrukturnih reformi na razvoj tržišta kapitala odabranih CEE zemalja**

```
 FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs      =        66
Group variable: država                           Number of groups   =         5

R-sq:  within  = 0.5184                          Obs per group: min =        11
       between = 0.9063                                         avg =      13.2
       overall = 0.6631                                         max =        14
                                                 F(4,57)            =     15.34
corr(u_i, Xb)  = 0.4788                          Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
    lnkapbdp |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
lnrestrukt~e |   .4501645   1.036664     0.43   0.666     -1.62572    2.526049
  lnafondbdp |   .0912117   .0530059     1.72   0.091*** -.0149308    .1973543
lninfraindex |   .0721755   .6620696     0.11   0.914    -1.253596    1.397947
  lnkapbdp_1 |   .4920074   .1220134     4.03   0.000*    .2476799     .736335
       _cons |   .7849177   1.015302     0.77   0.443    -1.248189    2.818025
-------------+----------------------------------------------------------------
      rho_ar |  .04733126
     sigma_u |  .34007674
     sigma_e |  .34721148
     rho_fov |  .48962013   (fraction of variance because of u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(4,57) =     3.13                 Prob > F = 0.0214
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 1.9330853
```

Napomena: * označava statističku značajnost na razini od 1%, ** na 5%, a *** na 10%.

Izvor: izradila autorica

Niti jedan od dvaju navedenih EBRD-ovih tranzicijskih indeksa se nije pokazao statistički značajnim. Vrijednost prilagođenog Durbin – Watson testa iznosi malo manje od dva, što je dovoljno za prihvaćanje nulte hipoteze o nepostojanju autokorelacije prvog reda između reziduala, dok rezultati F-testa kod ovog modela su pokazali da je uvođenje fiksnog efekta opravdano na razini signifikantnosti od 5%. Na temelju rezultata provedenog Hausmanovog testa odbacujemo nultu hipotezu na razini signifikantnosti od 1%, pa će se za procjenu modela koristiti procjenitelj fiksnog efekta. Rezultati Hausmanovog testa zorno su prikazani slikom 6.

Slika 6: **Hausmanov test za regresiju 3**

```
                 ---- Coefficients ----
             |      (b)           (B)             (b-B)     sqrt(diag(V_b-V_B))
             |       F            R          Difference          S.E.
-------------+------------------------------------------------------------------
lnrestrukt~e |    .4501645    -1.296336          1.7465        .8743159
  lnafondbdp |    .0912117     .0263542         .0648576         .040761
lninfraindex |    .0721755     .8253511        -.7531756        .4507588
  lnkapbdp_1 |    .4920074     .6984064         -.206399        .0977597
------------------------------------------------------------------------------
                     b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtregar
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtregar

    Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

                  chi2(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                          =       17.35
                Prob>chi2 =      0.0016
```

Izvor: izradila autorica

Dokaze o komplementarnom razvoju tržišta kapitala i banaka moguće je pokazati regresijom 4 čiji su rezultati vidljivi na slici 7. Provedena je analiza utjecaja reformi bankovnih sustava u odabranim zemljama kao i varijable koja opisuje stupanj ekonomskih sloboda na razvoj tržišta kapitala zemalja u regiji. Analizirana regresija može se prikazati donjom jednadžbom:



Slika 7: **Regresija 4 – utjecaj reforme bankovnog sustava i indeksa ekonomskih sloboda na razvoj tržišta kapitala odabranih CEE zemalja**

```
FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs      =        80
Group variable: id                              Number of groups   =         6

R-sq:  within  = 0.4987                         Obs per group: min =        10
       between = 0.9089                                        avg =      13.3
       overall = 0.7495                                        max =        14
                                                F(3,71)            =     23.55
corr(u_i, Xb)  = 0.5275                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_kap |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ln_ebrd_bank |   1.742853   .4557576     3.82   0.000*    .8340984    2.651608
    ln_herit |  -.8356453   .3055629    -2.73   0.008*   -1.444921   -.2263702
    ln_kap_1 |   .4821586   .0834896     5.78   0.000*    .3156851    .6486321
       _cons |   2.747869   1.072515     2.56   0.013**   .6093345    4.886404
-------------+----------------------------------------------------------------
      rho_ar |  .12025342
     sigma_u |  .26347002
     sigma_e |  .31162774
     rho_fov |  .41684477   (fraction of variance because of u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(5,71) =     4.39                 Prob > F = 0.0015
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 1.8107
```

Napomena: * označava statističku značajnost na razini od 1%, ** na 5%, a *** na 10%.

Izvor: izradila autorica

Vrijednost prilagođenog Durbin – Watson testa iznosi malo manje od dva, što je dovoljno za prihvaćanje nulte hipoteze o nepostojanju autokorelacije prvog reda između reziduala, dok rezultati F-testa kod ovog modela su pokazali da je uvođenje fiksnog efekta opravdano na razini signifikantnosti od 1%.

Varijabla reformi bankovnih sustava pokazala se statistički značajnom na razini od 1% te pozitivnog predznaka. Navedeni pokazatelj financijske efikasnosti implicira da se reforme u bankovnom i financijskom sustavu kao što je napredak u regulaciji i nadzoru financijskih tržišta i institucija doprinose i razvoju tržišta kapitala. Rezultat je u skladu s teorijskim postavkama i empirijskim nalazima niza autora koji podjednaku važnost u razvoju financijskog sustava pridaju i tržištima i bankama koji su neophodni za uravnotežen razvoj tržišne privrede i koji zajedno doprinose ekonomskom rastu. Većina pokazatelja razvoja tržišta kapitala visoko je korelirana s razvojem bankovnog tržišta. Zemlje s razvijenim tržištima kapitala teže i dobro razvijenom bankovnom sektoru (Demirgiiu-Kunt i Levine 1995; Demirgüç-Kunt i Maksimovic 1998; Allen i Gale 2000; Beck i Levine 2004; Cherif i Gazdar 2010). Nadalje, zbog značajne povezanosti banaka s nebankovnim institucijama u tranzicijskim zemljama, razvijeniji bankovni sustav indirektan je poticaj i razvoju samih institucionalnih investitora, čime se pridonosi razvoju financijskog sustava u cjelini.

Varijabla ekonomskih sloboda pokazala se statistički značajnom za razvoj tržišta kapitala, pri čemu je suprotno očekivanjima koeficijent iskazan u negativnoj vrijednosti. Pokazatelj stupnja ekonomskih sloboda pruža vrijednu informaciju za međunarodni kapital o sustavima gospodarstva i njihovoj privlačnosti za investicije (Baletić i Budak 2007, str. 821). Veća vrijednost pokazatelja stoga bi se trebala odraziti i na napredak u razvoju tržišta kapitala odnosno u obrnutom slučaju poduzetnici i investitori izgubili bi interes za ulagačke aktivnosti. Baletić i Budak (2007) ističu da je prilikom analize pokazatelja ekonomskih sloboda potrebno ući u podrobnu analizu svake komponente i uvažiti specifičnosti svake zemlje. Nadalje, moguće je zaključiti da je stupanj ekonomskih sloboda u promatranom uzorku zemalja ograničavajući faktor za investitore u tranzicijskim tržištima kapitala, jer ne odražava adekvatnu razinu zaštite vlasničkih prava, investicijskih sloboda i financijskih sloboda te slobode od korupcije kao komponenti indeksa od najvećeg značaja za investitore. Vrijednosti indeksa za sve promatrane zemlje su niske i praćene volatilnošću te se je nestabilnost indeksa se odrazila na negativni predznak statističke značajnosti učinka. Ovim nalazom samo je potvrđena tvrdnja da promatrane zemlje trebaju ustrajati na daljnjem provođenju strukturnih reformi te jačanju svih onih faktora koji su se do sada pokazali ograničavajućima u razvoju slobodne tržišne ekonomije – nemogućnost ostvarenja vlasničkih prava, visoka razina korupcije, nedovoljno razvijene mogućnosti investiranja i slično.

Također je provedena analiza utjecaja makroekonomskog okruženja na razvoj tržišta kapitala zemalja u regiji. Analiza je provedena korištenjem osnovnih makroekonomskih varijabli kao nezavisnih varijabli, pri čemu su korištene stopa inflacije (mjerena CPI indeksom), rast BDP (u %) te udio bruto štednje u BDP-u. Analizirana regresija se može prikazati donjom jednadžbom:



Prema rezulatatima koji su prikazani slikom 8, vrijednost prilagođenog Durbin – Watson testa iznosi približno dva, što je dovoljno za prihvaćanje nulte hipoteze o nepostojanju autokorelacije prvog reda između reziduala. Rezultati F-testa kod ovog modela pokazali su da je uvođenje fiksnog efekta opravdano na razini signifikantnosti od 1%, dok je prilikom provođenja Hausmanovog testa specifikacije utvrđeno da je matrica pozitivno definitna. Stoga, se kao i u prijašnjim slučajevima odlučujemo na panel s fiksnim učincima.

Slika 8: **Regresija 5 - utjecaj inflacije, rasta BDP-a i štednje na razvoj tržišta kapitala odabranih CEE zemalja**

```
FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs      =        80
Group variable: država                          Number of groups   =         6

R-sq:  within  = 0.3177                         Obs per group: min =        12
       between = 0.0350                                        avg =      13.3
       overall = 0.1377                                        max =        14
                                                F(4,70)            =      8.15
corr(u_i, Xb)  = -0.4182                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      kapbdp |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
         cpi |  -.7596683   .4543185    -1.67   0.099*** -1.665778    .1464414
     rastbdp |   .8041703   .4521861     1.78   0.080*** -.0976865    1.706027
  stednjabdp |   1.997673   .6185265     3.23   0.002*    .7640602    3.231285
    kapbdp_1 |   .2270176   .1086542     2.09   0.040*    .0103136    .4437216
       _cons |  -27.31776   12.42817    -2.20   0.031*   -52.10497   -2.530549
-------------+----------------------------------------------------------------
      rho_ar |  .13031846
     sigma_u |  12.100926
     sigma_e |  11.479694
     rho_fov |  .52632676   (fraction of variance because of u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(5,70) =     4.15                 Prob > F = 0.0023
modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 1.9544021
```

Napomena: * označava statističku značajnost na razini od 1%, ** na 5%, a *** na 10%.

Izvor: izradila autorica

Statistički značajnim su se pokazale sve tri korištene makroekonomske varijable, i to varijabla inflacije i varijabla rasta BDP-a pri 10% značajnosti te varijabla udjela bruto štednje u BDP-u pri 1% značajnosti. Pokazatelji bruto štednje i stope rasta ekonomije u skladu s očekivanjima su pozitivnog predznaka. Rastuća ekonomija promovira razvoj tržišta kapitala, jer se rastom dohotka djeluje na veličinu dioničkog tržišta i cjenovne indekse. Nadalje, viši dohodak podrazumijeva i višu razinu vlasničkih prava, bolju edukaciju i poticajnije okruženje za investiranje, kao dodatnih pozitivnih efekata za razvoj dioničkog tržišta (Garcia i Liu 1999). Kao pokazatelj makroekonomske stabilnosti koristi se varijabla inflacije. Ista je iskazala negativan predznak koeficijenta s obzirom da je za promatrani uzorak zemalja karakteristična niska stopa inflacije kao rezultat provedenih reformi u ranim godinama tranzicije te monetarnih politika u narednom razdoblju s osnovnim ciljem održavanja stabilnosti cijena. Niska inflacija u tom smislu pogoduje razvoju tržišta kapitala.

S ciljem određivanja utjecaja i preostalih institucionalnih investitora u ekonometrijsku analizu uključuje se i varijabla udjela premije životnih osiguranja u BDP-u. Analizom panel modela u koji varijablama osiguravajućih društava, kao nezavisne varijable pridružujemo i

odabrane makroekonomske varijable, dobivamo regresiju koju možemo prikazati jednadžbom:



Prema slici 9, vrijednost prilagođenog Durbin – Watson testa iznosi približno dva, što je dovoljno za prihvaćanje nulte hipoteze o nepostojanju autokorelacije prvog reda između reziduala. Nadalje, rezultati F-testa kod ovog modela pokazali su da je uvođenje fiksnog efekta opravdano na razini signifikantnosti od 5%.

Slika 9: **Regresija 6 - utjecaj osiguravajućih fondova, rasta BDP-a i kamata na razvoj tržišta kapitala odabranih CEE zemalja**

```
FE (within) regression with AR(1) disturbances  Number of obs      =        75
Group variable: država                          Number of groups   =         6

R-sq:  within  = 0.2524                         Obs per group: min =        10
       between = 0.0533                                        avg =      12.5
       overall = 0.2552                                        max =        14
                                                F(4,65)            =      5.49
corr(u_i, Xb)  = -0.1204                        Prob > F           =    0.0007

------------------------------------------------------------------------------
      kapbdp |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
     rastbdp |   .5684355   .5078539     1.12   0.267    -.4458187     1.58269
     rkamata |  -.6135959   .6359112    -0.96   0.338    -1.883598    .6564064
 ziprosigbdp |   10.87887   5.434981     2.00   0.050**    .0244649    21.73328
    kapbdp_1 |   .2605516   .1172419     2.22   0.030*    .0264034    .4946998
       _cons |   5.082509   7.854417     0.65   0.520    -10.60384    20.76886
-------------+----------------------------------------------------------------
      rho_ar | -.13903194
     sigma_u |  8.4664146
     sigma_e |  11.978744
     rho_fov |  .33313203   (fraction of variance because of u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(5,65) =     2.41                 Prob > F = 0.0459

modified Bhargava et al. Durbin-Watson = 2.0624007
```

Napomena: * označava statističku značajnost na razini od 1%, ** na 5%, a *** na 10%.

Izvor: izradila autorica

Statistički značajnom pokazala se je varijabla udjela premije životnih osiguranja u BDP-u pri 5% značajnosti. Navedena varijabla još je jednom potvrdila drugu i treću pomoćnu hipotezu rada te je u skladu s nalazima u literaturi kojima se dokazuje da je povećanje aktive institucionalnih investitora poticaj rastu tržišta kapitala (Claessens i dr. 2000; Harichandra i Thangavelu 2004; Impavido i dr. 2003; Hryckiewicz 2009). Makroekonomske varijable nisu se pokazale značajnima, ali je pozitivan utjecaj varijable rast BDP-a i negativan utjecaj realne kamatne stope u skladu s očekivanjima.

Na temelju rezultata provedenog Hausmanovog testa, prikazanog slikom 10, odbacujemo nultu hipotezu na razini signifikantnosti od 1%, pa će se za procjenu modela koristiti procjenitelj fiksnog efekta. U nastavku su navedeni rezultati Hausmanovog testa.

Slika 10: **Hausmanov test za regresiju 6**

```
                ---- Coefficients ----
             |      (b)          (B)            (b-B)     sqrt(diag(V_b-V_B))
             |       F            R          Difference          S.E.
-------------+------------------------------------------------------------
      rastbdp |    .5684355     .2486291         .3198064        .1744889
      rkamata |   -.6135959    -.7176229          .104027        .3761342
  ziprosigbdp |    10.87887     1.977435         8.901436        3.699547
     kapbdp_1 |    .2605516     .4550193        -.1944676        .0565637
------------------------------------------------------------------------------
                      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtregar
       B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtregar

    Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

                  chi2(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                          =       12.09
                Prob>chi2 =      0.0167
```

Izvor: izradila autorica

5.4. PRIJEDLOZI ZA UNAPREĐENJE RAZVOJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Empirijski rezultati istraživanja trebali bi motivirati nositelje politike na promjene aktualne politike usmjerene na područje financijskog sustava. U tom smislu, moguće je definirati i ukazati na smjernice odnosno političke odrednice financijskog razvoja kao mehanizma za promicanje rasta.

Funkcioniranje financijskog sustava od posebnog je interesa za nositelje nacionalne vlasti, jer se političkim djelovanjem i mjerama državne politike usmjerene na poticanje financijskog razvoja može utjecati i na ekonomski rast. Ekonomski povjesničari Sylla i ostali (1999) zaključili su sljedeće: što se više proučavaju povijesni korijeni i razvoj modernoga financijskog sustava, to postaje očitije da je u kritičnim trenucima, kad se financijski sustav mijenjao nabolje ili nagore, uloga države imala presudnu važnost (Bađun 2009).

Uvažavajući sve prethodno navedeno, moguće je utvrditi mjere i preporuke nositeljima ekonomske politike u smjeru daljnjeg unapređenja hrvatskog financijskog sustava.

Posebnu pažnju poticajnih mjera potrebno je usmjeriti ka najznačajnijim institucionalnim investitorima koji diktiraju kretanja na domaćem tržištu kapitala. Riječ je o **mirovinskim fondovima** čiji će se značaj uslijed redovitog priljeva sredstava i dalje povećavati. Mjere u ovom segmentu potrebno je primarno usmjeriti u dva smjera: 1. daljnja liberalizacija ulaganja i 2. jačanje zaštite ulagatelja i prava na pravedan prinos.

Liberalizacija propisa koji su usmjereni na portfolijo diverzifikaciju osigurali bi viši prinos i zaštitu od rizika. Naime, s obzirom da su ulaganja domaćih fondova primarno usmjerena u državne obveznice i da se zaštita od rizika promjene kamatne stope osigurava jednostavnom *buy and hold* strategijom ulaganja, potrebno je razmotriti smanjenje limita ulaganja za najsigurnije državne vrijednosne papire i istovremeno podizanje dopuštenog ulagačkog kapaciteta na inozemna tržišta, vlasničke vrijednosne papire, fondove rizičnog kapitala i druge nezastupljene investicijske fondove. Ulaganjem dijela portfolija u izvedenice omogućila bi se zaštita od rizika promjene kamatnih stopa i pada cijena instrumenata. Naporima države usmjerenim prema razvoju tržišta izvedenica, sekundarno tržište obveznica zasigurno bi učinilo atraktivnijim i znatno doprinijelo i razvoju domaćeg tržišta kapitala. Liberaliziranjem propisa o strukturi ulaganja za mirovinske fondove, ali i za **osiguravajuća društva** koja se susreću sa sličnim problemima, naizgled bi se mogla dovesti u pitanje sigurnost i zaštita budućih korisnika ušteđenih sredstava. Iz navedenog razloga bilo bi potrebno krenuti prema uspostavi učinkovitog sustava upravljanja rizicima za mirovinske fondove i osiguravajuća društva.

U okviru obveznih mirovinskih fondova moguće je i formiranje više vrsta portfolija ovisno o sklonosti riziku i zahtijevanom povratu. Indikativan je primjer slovačkog mirovinskog modela kojeg se smatra najnaprednijim, jer minimizira rizik za ulagače i istovremeno iskorištava mogućnosti tržišta kapitala. Članovi imaju mogućnost neograničenog prelaska u fondove, uz zabranu članstva u najrizičnijem fondu 15 godina prije umirovljenja odnosno obvezu prelaska u konzervativni fond 7 godina prije umirovljenja.

Pri tome treba istaknuti da je uloga države da osigura potporu i poticaj svim segmentima financijskog sustava, a nikako da na bilo koji način nameće netržišne mjere posrednim ili neposrednim putem. Ujedno, sredstva prikupljena na individualnim štednim računima neotuđivo su pravo svakog pojedinca i garancija vjere i povjerenja u financijski sustav i institucije te kao takvi baza stabilnosti ekonomije. Jačanje zaštite ulagatelja moguće je ostvariti i odgovornošću mirovinskih fondova za ostvarene rezultate. Portfolijo management svojim bi znanjem i iskustvom trebao osigurati minimalno pozitivne prinose i u suprotnom pružiti odgovarajuću naknadu (primjerice smanjivanjem naknada za upravljanje ili slično). Različitim alatima moguće je uspostaviti učinkovit sustav sprečavanja sukoba interesa osnivača i članova u mirovinskim društvima. Navedenim prijedlozima jačala bi konkurentnost na tržištu,a odabir fonda više ne bi bio prepušten slučajnosti. Troškovi upravljanja, a posebno naknade za prelazak svakako bi trebalo preispitati s obzirom da su se pokazale ograničavajućima za razvoj tržišta.

Jedno od promišljanja koji često proklamira i sama Vlada je povećanje stope doprinosa koji se uplaćuju u obvezne mirovinske fondove s 5% na 10%. Ovakvom odlukom mirovinski fondovi raspolagali bi s još više sredstava. S druge strane, navedeno bi značilo i manje sredstava u državnom proračunu, zbog čega je donekle razumljivo i odgađanje ovog rješenja.

Za **osiguravajuća društva**, je osim liberalizacije navedenih investicijskih ograničenja, nužna uspostava poticajnih poreznih propisa, primjerice ponovno uvođenje poreznih olakšica.

Za sve institucionalne investitore, ali i za tržište kapitala, potrebno je razviti nacionalni program financijske i mirovinske pismenosti. Isti bi uključivao ciljane kampanje usmjerene na osvješćivanje potrebe osiguranja primjerenih primanja u trećoj životnoj dobi s krajnji ciljem podizanja razne znanja i svijesti o rizicima kod donošenja financijskih odluka. Planiranje i početna implementacija je u domeni Vlade i njenih Ministarstava, dok bi potporu provođenju u prvom redu pružile HNB i HANFA.

Domaće tržište kapitala kao nerazvijeno tržište prirodno je usmjereno na suradnju s drugim burzama u okruženju ili s onima u razvijenim zemljama. Okrupnjavanje burzi i mehanizama trgovanja trebalo bi doprinijeti simplifikaciji trgovanja i jačanju ponude na tržištu. S obzirom na veliki nedostatak transparentnosti trgovanja i "otkrivanja" podataka uvrštenih društava zakonskim rješenjima moguće je intenzivnije regulirati i afirmirati standarde korporacijskog upravljanja, jačati računovodstveno-revizijske standarde te učvrstiti ulogu i preciznije definirati odgovornost nadzornih odbora. Navedenim potezima olakšalo bi se vrednovanje kompanija i utjecalo na porast povjerenja ulagatelja. Povećanje ponude dionica moguće je ostvariti poticajnim okruženjem za listanjem poduzeća na sekundarnom tržištu kapitala kao i nastavkom privatizacije uvrštenjima na burzu putem inicijalnih javnih ponuda. Obvezнički segment tržišta posljednje tri godine je zanemaren. Za razliku od primarnog tržišta javnog duga koji bez problema pronalazi svoje kupce u mirovinskim fondovima i bankama, sekundarno tržište gotovo je potpuno neaktivno. Stanje je moguće popraviti povećanjem transparentnosti i predividvosti zaduživanja Ministarstva financija putem kalendara izdavanja državnih obveznica. Izdanja bi u cilju razvoja tržišta trebala biti redovitija, manja obimom, ali i češća kako bi se potaknula dinamika tržišta.

I na kraju, ne smije se zaboraviti napredak u regulaciji i nadzor financijskog sustava. Potrebno ga je neprestano prilagođavati potrebama sudionika i zaštite ulagatelja. U budućnosti je potrebno nastaviti s ujednačavanjem s EU legislativom i međunarodnim standardima uz naglasak na traženju koristi između troškova koristi od regulacije. Također potrebno je inzistirati na kontinuiranoj suradnji i komunikaciji tri institucije: tijela za upravljanje javnim dugom (MF), HNB-a i HANFE. S jedne strane to bi značilo smanjenje posljedica oprečnih ciljeva monetarne i fiskalne politike te usklađeno i koordinirano djelovanje, a s druge strane, bolji nadzor cjelokupnog financijskog sustava. Uz navedeno, i dalje je potrebno afirmirati neovisnost središnje banke kao neupitnu normu.

6. ZAKLJUČAK

Financijski sustav zrcalo je gospodarskog dostignuća svake zemlje. Pozitivni efekti efikasnog financijskog sustava proizlaze iz intermedijacijske uloge financijskih institucija i tržišta koje omogućavaju mobiliziranje štednje za investicije, ubrzavanje i poticanje priljeva inozemnog kapitala te optimiziranje alokacije kapitala. Iz toga proizlazi da financijsko posredovanje nije samo sljedbenik ekonomske aktivnosti već da može imati značajnu ulogu u poticanju ekonomskog rasta. Teorijski doprinosi i empirijska istraživanja brojnih autora potvrđuju tezu da u razvijenim financijskim sustavima efikasno alociranje štednje ubrzava ekonomski razvoj odnosno da postoji pozitivna, kauzalna veza između financijskog razvoja i ekonomskog rasta na dugi rok.

Pri tome, financijske institucije i tržišta predstavljaju okosnicu i mehanizam uz pomoć kojeg djeluje cjelokupan financijski i gospodarski sustav, ali nastanak efikasnog i reguliranog tržišta s mnoštvom sudionika evolucijski je i dugotrajan proces. Razvoj financijskog tržišta na strani ponude određen je brojem i raznolikošću financijskih instrumenata, ali i potrebama tržišnih aktera za financijskim sredstvima. Istovremeno razvoju tržišta na strani potražnje izravno doprinose financijske institucije, a posebno institucionalni investitori koji imaju presudan utjecaj na razvoj i kretanja dugoročnog segmenta financijskog tržišta. Institucionalni investitori najznačajniji su ulagatelji i kreatori likvidnosti na tržištima kapitala te stoga neophodni za njihov uravnotežen razvoj. Nadalje, riječ je o financijskim institucijama koje smanjuju transakcijske troškove i probleme informacijske asimetrije i time otklanjaju prepreke efikasnom djelovanju financijskih tržišta.

Institucionalni investitori razvijaju se uslijed procesa „institucionalizacije“ štednje te s druge strane uzrokuju i „institucionalizaciju“ tržišta kao vodećih odrednica promjena u financijskim strukturama. Promjene u financijskim sustavima su brojne i dovode do jačanja procesa diverzifikacije financijskog posredovanja, institucija, oblika i instrumenata financiranja. Nedepozitne financijske institucije sve više preuzimaju dio dosadašnjeg bankovnog tržišta. Istodobno opada udjel depozita i kredita u korist vrijednosnih papira i nekreditnih oblika financiranja i sve se više inoviraju tehnike pribavljanja kapitala, što sustave čini raznovrsnijim, složenijim, učinkovitijim, ali i jeftinijim. Revolucija informacijske tehnologije reducirala je troškove pribavljanja informacija koji se nije očitovao u linearnom smanjenju problema informacijske asimetrije već u razvoju sofisticiranih financijskih proizvoda.

Između krajnjih posuđivača i korisnika sredstava dolazi do kompleksne strukture veza. U sve većoj mjeri je prisutna višeslojna intermedijacija na međusektorskoj i međunacionalnoj razini, a na višim razinama funkcionalnih veza dolazi do formalne ili neformalne integracije i okrupnjavanja. Riječ je o procesu konglomerizacije sustava odnosno rastućeg utjecaja financijskih konglomerata kao kompleksnih grupa koje impliciraju sve veću poroznost granica između bankovnog sektora, osiguravateljnog sektora i tržišta kapitala. Ovakvi novi odnosi zahtijevaju i novi pristup razumijevanju dinamičkog kompleksa financijskih tržišta i institucija, kao i nove zahtjeve glede nadzora i kontrole financijskih sustava. Evolutivni

procesi stoga zadiru i u sustave regulacije i nadzora financijskih sustava te se od tradicionalnog sektorskog pristupa kreću ka modelu integriranog, jedinstvenog tijela.

Poveznica svih navedenih procesa je rastući značaj institucionalnih investitora. U najužem smislu i za potrebe ovog istraživanja pod institucionalnim investitorima podrazumijevaju se osiguravajuća društva, mirovinski i investicijski fondovi. Ubrzani rast njihove važnosti rezultat je demografskih promjena, poteškoća socijalnih mirovinskih sustava, rasta društvenog bogatstva kao i sve bolje obrazovanosti i informiranosti stanovništva.

Pozitivan utjecaj porasta očekivanog životnog vijeka na udio populacije opredijeljenog za visoku razinu štednje istražen je u brojnim radovima i većinom se referira na hipotezu životnog ciklusa. Nepovoljne demografske tendencije sveobuhvatno utječu na nacionalne socijalne sustave. Sve je više naglašena neodrživost mirovinskih sustava međugeneracijske solidarnosti i potreba za uvođenjem kapitaliziranih sustava. Sveobuhvatne mirovinske reforme mijenjaju strukturu štednje u korist institucionalizacije i razvoja nebankovnog tržišta, čak i u slučaju opadanja ukupne štednje u nacionalnoj ekonomiji.

Navedene determinante suvremenih financijskih sustava mogu se prepoznati i u razvoju novih tržišnih ekonomija nastalih padom komunizma i nestankom planske ekonomije na početku 90-tih godina. U disertaciji je odabran uzorak zemalja Srednje i Istočne Europe (Češka, Mađarska, Poljska, Slovačka i Slovenija) kao najrazvijenijih tranzicijskih ekonomija i članica EU. Ovoj skupini zemalja pridružuje se i Republika Hrvatska kao buduća zemlja članica EU s jakim povijesno-političkim i ekonomskim poveznicama s navedenim zemljama. Riječ je o ekonomijama usporedive ekonomske povijesti i primijenjenih modela izgradnje tržišne ekonomije. Komparacija zemalja međusobno i s hrvatskom ekonomijom je moguća sagledavajući navedene značajke zemalja, usporedive makroekonomske pokazatelje te sličan tijek razvoja tržišta kapitala i financijskih institucija.

Sagledavajući odabrani uzorak zemalja, može se zamijetiti homogenost koja proizlazi iz bankocentričnosti sustava, usprkos sve većem značaju nebankovnih financijskih institucija u kanaliziranju štednje prema investicijama. Ipak, važnost institucionalnih investitora u tranzicijskim zemljama ubrzano raste, posebno u onim zemljama gdje je mirovinskom reformom uvedena obvezna kapitalizirana štednja. Tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama mogu se okarakterizirati kao nerazvijena i od malog značaja za ekonomije u smislu prikupljanja kapitala za investicijske poduhvate i uloge u financijskom sustavu, posebno u usporedbi s onima u razvijenim ekonomijama. Općenito se radi o nisko likvidnim tržištima zbog čega je financiranje na tržištu kapitala za privredu skuplje i rijetko se koristi. Karakteristike tržišta kapitala zemalja iz uzorka su i niski standardi korporacijskog upravljanja, koncentrirana vlasnička struktura u srednjim i velikim kompanijama te niska razina povjerenja investitora u tržište.

Posljednje desetljeće tranzicijskog procesa karakterizira sveobuhvatno jačanje, razvoj i makroekonomska stabilnost CEE ekonomija (sve do godina globalne financijske krize) s pozitivnim stopama rasta. Usprkos rečenom, tranzicijske ekonomije i dalje karakterizira pravna nesigurnost i slaba infrastruktura, ograničen institucionalni razvoj, politička nesigurnost i informacijska asimetrija.

Potražnju za vrijednosnim papirima na tržištu kapitala u najvećem dijelu generiraju mirovinski fondovi. Sektor osiguranja ostvaruje stabilan, ali vrlo polagani rast. Investicijski fondovi kao najvolatilnija skupina institucionalnih investitora, značajno su smanjili svoje udjele u financijskim sustavima zemalja iz uzorka uslijed globalne financijske krize. Većina segmenata financijskih sustava je izrazito koncentrirana što iziskuje borbu protiv netržišnih postupaka. Troškovi upravljanja su visoki, a struktura ulaganja je nedovoljno diverzificirana i konzervativna.

Uslijed trendova konglomerizacije i deregulacije financijskih sustava reforme supervizorskih sustava u tranzicijskim zemljama išle su u smjeru objedinjavanja i konsolidacije institucija za nadzor i regulaciju kao i istovremenog jačanja kooperacije između aktera u procesu.

Financijski sustavi CEE zemalja prije tranzicijskog procesa postojali su u formi krutog kreditno-distributivnog sustava financiranja uz veliku ulogu bankovnog aparata. Takva struktura onemogućavala je razvitak diverzificiranih tokova i oblika prikupljanja kapitala. Stoga su aktualizirana istraživanja tržišno orijentiranih reformi koje su u kratkome roku trebale osigurati brži ekonomski rast i razvitak uz prelazak na tržišno gospodarstvo. Posebna pažnja posvetila se politici liberalizacije, privatizacije i drugih ekonomsko-političkih procesa.

S aspekta financijskih sustava, reforme su bile usmjerene na akceleraciju diverzifikacije sustava financijskog posredovanja i jačanje svih aspekata financijskih tržišta. Prema dominantnom obliku financijske intermedijacije navedene ekonomije mogu se ocijeniti bankocentričnima. Stoga se je u inicijalnoj fazi tranzicije pažnja usmjerila na restrukturiranje i privatizaciju neefikasnih i tromih postojećih bankovnih institucija te s druge strane na izgradnju prethodno nepostojećih (neaktivnih) dijelova financijskog sustava odnosno tržišta kapitala i raznovrsnih institucionalnih investitora. Osim osiguravanja adekvatnog zakonodavnog i institucionalnog okvira, bile su potrebne i dodatne mjere koje bi potaknule razvoj financijskog tržišta, a posebno njegovog najdinamičnijeg dijela - tržišta kapitala. Neke od najvažnijih mjera kojima su tranzicijske zemlje posredno stimulirale razvoj tržišta kapitala su procesi privatizacije i reforme mirovinskog sustava odnosno uvođenje mirovinskih fondova na financijskom tržištu.

Inicijalni razvoj tržišta kapitala u svim promatranim zemljama bio je potaknut primijenjenim modelom privatizacije. S obzirom na značajne pritiske za ubrzanom privatizacijom mnoge zemlje odlučile su se za masovnu privatizaciju kuponima. Iako je kuponska privatizacija bila praćena mnogim negativnim efektima zaključuje se da je otvorila put daljnjem razvoju tržišta kapitala kroz poticaj inicijalnog razvoja i institucija koje su na njemu djelovale. Zemlje koje su se odlučile na privatizaciju putem početnih javnih ponuda ostvarile su dugoročniji doprinos razvoju tržišta koji se ogledao u podizanju cijene dionica, privlačenju investicija te jačanju korporativnog upravljanja, ali je ova tehnika obuhvatila znatno manji dio tržišta i ipak nije rezultirala znatno većom likvidnošću. Također, zemlje koje su se u najvećoj mjeri odlučile za prvu metodu privatizacije koristile su tzv. pristup *odozdo prema gore* razvoju tržišta, što se je pokazalo ključnim u proizašlim devijacijama u procesu. U tom slučaju došlo je samo do formalne promjene vlasništva, uz zloporabu prava malih dioničara, korupciju i

bogaćenje pojedinaca te neučinkovito upravljanje, kao primjerice na češkom, slovačkom, slovenskom i hrvatskom tržištu kapitala. Performanse tržišta kapitala iskazale su veliki skok u tržišnoj kapitalizaciji, ali uz naknadnu visoku nelikvidnost tržišta i koncentrirano vlasništvo. S druge strane, zemlje koje su koristile ostale modele privatizacije (prije svega IPO i direktnu prodaju) razvijale su tržište polako, uz definiranje zakonskih i institucionalnih osnova trgovanja prije samog početka trgovanja. Mađarska i Poljska zabilježile su znatno sporiji rast tržišne kapitalizacije, ali i kontinuirani rast uvrštenih vrijednosnih papira. Štoviše, poduzeća koja su privatizirana „vanjskim" kapitalom bila su efikasnija u upravljanju te kao takva bila privlačnija investitorima na tržištu kapitala.

Implementacija mirovinske reforme i razvoj osiguravajućeg sektora dodatni su čimbenici rasta institucionalnih investicija kao i razvoja tržišta kapitala. Mirovinski sustav kao civilizacijsko dostignuće od velikog je značenja za svaku nacionalnu ekonomiju, a posebno za funkcioniranje financijskog sustava. Početkom tranzicije mirovinski sustavi tranzicijskih zemalja pokazali su se neodrživima zbog brojnih razloga: negativnih demografskih trendova, nepovoljnih financijskih kretanja (visoka nezaposlenost, siva ekonomija), promjena na tržištu rada koje su povećao fiskalnu neravnotežu (liberalizacija umirovljenja), političkih pritisaka i zloupotreba. Nadalje, visoki javni dug izložio je CEE zemlje pritisku međunarodnih financijskih institucija koje su davanje zajmova uvjetovale mirovinskom reformom. Stoga se je većina tranzcijskih zemalja odlučila osim niza parametarskih promjena PAYG sustava i na tzv. veliku reformu mirovinskog sustava. Reformski modeli uključivali su različite kombinacije reformiranog sustava međugeneracijske solidarnosti i sustava kapitaliziranih mirovina odnosno prelazak na sustav temeljen na više stupova. Mirovinskom reformom kapitalizirani sustavi postali su najveći izvori rasta institucionalnih investitora i ekspanzije tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama. Privatizacijom mirovinskih sustava generira se kontinuiran i financijski priljev od institucionalnih investitora prema financijskim tržištima zbog čega mirovinski fondovi, investicijski fondovi i osiguravajuća društva imaju glavnu ulogu u transformaciji PAYG u kapitalizirane sustave. U skladu s navedenim, kao najveći „dobitnici" procesa mirovinske reforme mogu se istaći upravo institucionalni investitori.

Državna politika upravljanja javnim dugom još je jedna od mogućnosti koju su iskoristile tranzicijske zemlje posljednjih desetak godina u cilju razvoja domaćih tržišta kapitala i odgovore na povećanu potražnju institucionalnih investitora. Tržište državnih obveznica posebno je interesantno institucionalnim investitorima, jer ga karakterizira značajan promet i visoka likvidnost, strogi standardi sigurnosti te reduciranje troškova i rizika. Tržišta državnih obveznica u Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj najrazvijenija su u odnosu na ostale zemlje u regiji, dok su ostale zemlje iz uzorka također znatno povećale državna domaća izdanja posljednjih desetak godina. Ove zemlje uspostavile su relativno likvidna tržišta državnih obveznica kroz postepeni rast obvezničkih izdanja sve dužih dospijeća

Za razliku od prve tranzicijske faze u kojoj je naglasak bio na ubrzanoj dinamici uvođenja tržišne ekonomije, naredno razdoblje naglasilo je aktualnost konvergencije prema postignutim standardima kapitalistički najrazvijenijh zemalja. Stoga se kao poseban poticajni faktor jačanja institucionalnog kapaciteta kao pretpostavke razvoja tržišta kapitala može istaći i ispunjavanje potrebnih kriterija za pridruživanje ili stjecanje kandidature za EU.

Sljedeća determinanta napretka u procesima jačanja tržišta kapitala i institucionalizirane štednje koja se ističe je poticanje financijske pismenosti široke javnosti. Financijska edukacija stanovništva sveobuhvatan je proces koji nije limitiran samo na informiranje i savjetovanje o dostupnim financijskim proizvodima već i na razvijanje vještina i poticanja aktivnijeg pristupa upravljanja osobnim financijama.

Navedene metode razvoja tržišta kapitala zemalja u tranziciji s obzirom na utjecaj institucionalnih investitora uporište nalaze u teorijskim i empirijskim radovima niza autora, koji su navedeni u radu. Utjecaj navedenih reformskih modela i jačanja institucionalizirane štednje dokazane su i temeljem analize panel podataka za odabrani uzorak zemalja u razdoblju od 1995.-2010. godine.

Ekonometrijskim modelom dokazan je utjecaj investicijskih fondova i osiguravajućih društava za objašnjavanje tržišne kapitalizacije dionica. Model je pokazao da je razvoj tržišta kapitala pozitivno koreliran s razvojem nebankovnih financijskih posrednika. Nadalje, razvoj tržišta kapitala moguće je promovirati brojnim strukturnim reformama koje su specifične za tranzicijske ekonomije, a odnose se na privatizacijske procese i uvođenje kapitalizirane štednje u mirovinske sustave. Stabilnost većine ekonomije postignuta je već u ranim godinama tranzicije, ali usprkos potvrđenom pozitivnom djelovanju niskih razina inflacije, tržišta kapitala ostala su nelikvidna, plitka i uska. Utvrđena je i veza između rasta ekonomija i ukupne štednje, ali njihova razina nije bila dovoljno visoka da bi potaknula veličinu dioničkog tržišta i cjenovne indekse. Također, utvrđena je koreliranost razvoja bankovnog financijskog posredovanja i tržišta kapitala. Zaključuje se da je za uravnotežen razvoj tržišne privrede osim efikasnog tržišta kapitala nužan i dobro razvijen bankovni sustav. Zbog značajne povezanosti banaka s nebankovnim institucijama u tranzicijskim zemljama, razvijeniji bankovni sustav indirektan je poticaj i razvoju samih institucionalnih investitora, čime se pridonosi razvoju financijskog sustava u cjelini. Kao ograničavajući faktori za investitore u tranzicijskim tržištima kapitala utvrđene su niska razina zaštite vlasničkih prava i razine korupcije.

Nerazvijenost tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama može se objasniti niskom razinom aktive institucionalnih investitora, nepovoljnim institucionalnim karakteristikama, ali i nedovoljnim rastom ekonomija, niskom razinom štednje i niskom razinom ulagačke kulture i tradicije.

Navedeni nalazi istraživanja imaju važne implikacije za nositelje politike, regulatorna tijela i sve tržišne aktere u odabranim zemljama. Prije svega, ekonomski razvoj ima značajan utjecaj za razvoj tržišta kapitala. Stoga je važno nastaviti s politikama liberalizacije ulaganja te inicirati i implementirati mjere za poticanje štednje i investicija. Mjere usmjerene na daljnji razvoj financijskih sustava trebaju biti promišljene, dalekosežne i dosljedne, a proaktivni pristup treba biti usmjeren na nastavak reformi privatizacije i osnaživanje mirovinskog sustava s naglaskom na jačanje vlasničkih prava i dioničara i unapređenje korporativnog upravljanja te niz mjera usmjerenih na jačanje tržišta kapitala.

Uvažavajući navedene zaključke koji se temelje na provedenim istraživanjima i testiranjima prikazanim u ovoj disertaciji može se konstatirati da je:

Polazeći od znanstveno utemeljenih spoznaja o funkcioniranju i ulozi financijskog sustava, moguće je izraditi model utjecaja institucionalnih investitora na tržište kapitala Republike Hrvatske, koji bi u komparaciji s tranzicijskim zemljama sličnih karakteristika odnosno s plitkim, uskim i nedovoljno razvijenim financijskim tržištem, mogao implicirati razvoj financijskog tržišta u cjelini, a posebno njegova dugoročnog segmenta – tržišta kapitala.

Rezultati znanstvenog istraživanja koji su prezentirani u ovoj doktorskoj disertaciji impliciraju određeni znanstveni doprinos ekonomskim znanostima u teorijskom i aplikativnom smislu.

U teorijskom smislu, očekivani doprinos ekonomskim znanostima može se izraziti u razvoju znanstvene misli o institucionalnim investitorima i financijskim tržištima.

Očekivani doprinos u aplikativnom smislu biti će u određivanju smjernica unapređenja tržišta te poticanju relevantnih struktura na poduzimanje potrebnih koraka za razvoj tržišta kapitala, kao i pružanja značajnih informacija i smjernica regulatornim tijelima za nastavak budućeg razvoja hrvatskog financijskog tržišta kao i institucionalnih investitora.

U istraživačkom smislu, rad može koristiti istraživačima i znanstvenicima s fokusom istraživanja na području razvoja tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama te može poslužiti kao ishodišna točka za daljnja istraživanja vezana uz financijski sustav.

LITERATURA

A.) KNJIGE

1. Babić, M. 2004, *Makroekonomija*, MATE, Zagreb.
2. Baltagi, B.H. 2009, *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley and Sons, West Sussex.
3. Bisignano, J. 1998, *Towards an Understanding of the Changing Structure of Financial Intermediation: An Evolutionary Theory of Institutional Survival*, SUERF - The European Money and Finance Forum studies, SUERF Studies 4, Amsterdam.
4. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. 2006, *Investments*, McGraw-Hill/Irwin.
5. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. 2006, *Počela ulaganja*, MATE, Zagreb.
6. Bowden, E. V. 1989, *Money, banking and the financial system: conceptual explanations of the nature and functions of money, of financial institutions, macromonetary theory and policy*, West Publishing Co., St. Paul.
7. Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. M. 2007, *Osnove korporativnih financija*, MATE, Zagreb.
8. Čaval, J. 1992, *Statističke metode u privrednim i društvenim istraživanjima*, Sveučilište u Rijeci, Digital Point, Rijeka.
9. Cencini, A. 1997, *Monetary theory: national and international*, Routledge, London.
10. Čengić, D., Rogić, I. (ur.) 1999, Privatizacija i javnost, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.
11. Chiang, A.C. 1994, *Osnovne metode matematičke ekonomije*, MATE, Zagreb.
12. Davis, E. P., Steil, B. 2001, *Institutional investors*, MIT Press, Cambridge, MA.
13. Deželan, S. 2001, *The impact of institutional investors on equity markets and their liquidity: academisch proefschrift*, Tinbergen Institute research series, no. 258, The Tinbergen Institute, Amsterdam.
14. Fabozzi, F. J., Focardi, S. M., Kolm, P. M. 2006, *Financial modeling of the equity market : from CAPM to cointegration*, John Wiley & Sons, Hoboken.
15. Fabozzi, F. J., Modigliani, F., Ferri, M. G. 1994, *Foundations of financial markets and institutions*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
16. Focardi, S. M., Fabozzi, F. J. 2004, *The mathematics of financial modeling and investment management*, John Wiley & Sons, Hoboken.
17. Foley, B. J. 1998, *Tržište kapitala*, Mate, Zagreb.
18. Franičević, V., Kimura, H. (eds) 2003, *Globalization, democratization and development: European and Japanese views of change in South East Europe*, Masmedia, Zagreb.
19. Gašparović, A. 2001, *Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj: zakonodavni i institucionalni okvir*, Sinergija, Zagreb.
20. Goldsmith, R. W. 1969, *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven/London.
21. Grabbe, O. J. 1996, *International financial markets*, 3rd edn, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
22. Jurković, P. 1994, Financijski management u praksi, Masmedia, Zagreb.
23. Jurković, P. 2002, *Javne financije*, Masmedia, Zagreb.
24. Kaufman, G. G. 1992, *The U.S. financial system: Money, markets and institutions*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.

25. Kidwell, D. S. et al. 2003, *Financial institutions, markets and money*, J. Wiley & Sons, Hoboken, NJ.
26. Klačmer Čalopa, M., Cingula, M. 2009, *Financijske institucije i tržište kapitala*, TIVA, Fakultet Organizacije i Informatike, Varaždin.
27. Kmenta, J.1997, *Počela ekonometrije*, MATE, Zagreb.
28. Lamfalussy, A. 2001, *Reflections on the Regulation of European Securities Market*, SUERF - The European Money and Finance Forum, SUERF Studies 14, Beč.
29. Leko, V., Božina, L. 2005, *Novac, bankarstva i financijska tržišta*, Adverta, Zagreb.
30. Levi, M. D. 1996, *International finance: The markets and financial management of multinational business*, McGraw-Hill, New York.
31. Lovrinović, I. 1997, *Novčano tržište – srce financijskog tržišta*, O-tisak, Zagreb.
32. Miller, R.L., Van Hoose D. D. 1997, *Moderni n*ovac *i bankarstvo*, MATE, Zagreb.
33. Mishkin, F. S., Eakins, S. G. 2005, *Financijska tržišta i institucije*, Mate, Zagreb.
34. Nikolić, N., Pečarić, M. 2007, *Osnove monetarne ekonomije*, Naklada Protuđer, Split.
35. Novak, B. 2005, *Financijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Osijeku, Osijek.
36. Orsag, S. 1997, *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, RIFIN, Zagreb.
37. Orsag, S. 2003, *Vrijednosni papiri*, Revicon, Sarajevo.
38. Perišin, I. 2000, *Financijski mehanizam i hrvatska zbilji: traktat o arteriosklerozi našeg financijskog mehanizma*, Barbat, Zagreb.
39. Perišin, I., Šokman, A., Lovrinović, I. 2001, *Monetarna politika*, Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković", Pula.
40. Prohaska, Z. 1996, *Analiza vrijednosnih papira*, Infoinvest, Zagreb.
41. Rose, S. P. 1989, *Money and Capital Markets*, Irwin, Homewood ll.
42. Ross, S. A., Westerfield W. R., Jordan, B. D. 1996, *Essentials of corporate finance*, IRWIN, Chicago.
43. Saunders, A., Cornett, M. M. 2006, *Financijska tržišta i institucije: moderno viđenje*, Masmedia, Zagreb.
44. Scholtens, D., Wensveen, D. 2003, *The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain*, SUERF – The European Money and Finance Forum, SUERF Studies Beč.
45. Schröder, M. 2001, *The new capital markets in Central and Eastern Europe*, ECMI, Berlin.
46. Šego, B. 2005, *Matematika za ekonomiste*, Narodne novine, Zagreb.
47. Serdar, V., Šošić, I. 1997, *Uvod u statistiku*, Školska knjiga, Zagreb.
48. Shapiro, A. C. 2000, *Modern corporate finance*, Macmillian Publishing Company, New York.
49. Sinkey, J. F. 2001, *Commercial bank financial management in the financial services industry*, 6th edn, Prentice Hall, Upper Side River.
50. Šonje, V. (ur.) 2005, *Veza koja nedostaje: kako povezati razvitak tržišta kapitala i gospodarski rast*, Arhivanalitika, Zagreb.
51. Šonje, V. 2007, Okrupnjavanje u bankarstvu: o složenosti veze između koncentracije i konkurencije u europskom okviru, Arhivanalitika, Zagreb.
52. Šošić, I. 2004, *Primijenjena statistika*, Školska knjiga, Zagreb.
53. The World Bank, International Monetary Fund 2001, *Developing government bond markets: a handbook*, Washington.
54. Verbeek, M. 2008, *A Guide To Modern Econometrics*, John Wiley & Sons, London.
55. Vidučić, Lj. 2004, *Financijski menadžment*, RRIF plus, Zagreb.

56. Zelenika, R. 1998, *Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela*, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka.

B.) ČLANCI I OSTALE PUBLIKACIJE

57. Allen, F. 2001, Do Financial Institutions Matter?, The Journal of Finance, 56, 4, str. 1165-1175.

58. Allen, F., Gale, D. 2003, Financial Intermediaries and Markets, The Working Paper Series, 00-44-C, The Warton Financial Institutions Center, pogledano 08.01.2011., [dostupno na: http://finance.wharton.upenn.u/~allenf/download/Vita/finintermed.pdf].

59. Allen, F., Santomero, A. M. 1997, The theory of financial intermediation, Journal of Banking and Finance, 21, str. 1461-1485.

60. Anušić, Z., O'Keefe, P., Madžarević-Šujster S. 2003, Pension reform in Croatia, pension reform primer, Social Protection Discussion Paper Series No. 0304. Washington, DC: Social Protection Unit, Human Development Network, World Bank, pogledano 11.01.2011., [dostupno na: http://siteresources.worldbank.org/SOCIALPROTECTION/Resources/SP-Discussion-papers/Pensions-DP/0304.pdf].

61. Bađun, M. 2009, Financijsko posredovanje banaka i ekonomski rast: pregled empirijskih istraživanja, Financijska teorija i praksa, 33, 2, str. 119-15.

62. Bakker, M.R., Gross, A. 2004, Development of Non-bank Financial Institutions and Capital markets in European Union Accession Countries, WB Working Paper, no. 28, Washington: The World Bank, pogledano 20.09.2010., [dostupno na: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2004/04/06/000090341_20040406143746/Rendered/PDF/284040PAPER0WBWP028.pdf].

63. Baletić, Z., Budak, J. 2007, Indeks ekonomskih sloboda kao mjerila institucionalne kkonvergencije Hrvatske prema EU, Ekonosmki pregled, 58, 12, str. 804-825.

64. Bhargava, A., L. Franzini, and W. Narendanathan 1982, Serial Correlation and the Fixed Effects Model, Review of Economic Studies, 49, str. 533-549.

65. Barr, N. 2000, Reforming pensions: Myths, truths, and policy choices, IMF, WP/00/139, str.56, pogledano 19.11.2010., [dostupno na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00139.pdf].

66. Barr, N. 2006, Pensions: overview of the issue, Oxford Review of Economic Policy, 22, 1, str. 1-14, pogledano 19.11.2010., [dostupno na: http://eprints.lse.ac.uk/2631/1/pensions_overview_of_the_issues_final.pdf].

67. Barth, J., R., Nolle, D., Root, H. L., Yago, G. 2000, Choosing the right financial system for growth, Milken Institute Working paper, 8, pogledano 20.08.2011., [dostupno na: http://www.milkeninstitute.org/pdf/barthchoosing.pdf].

68. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. 2009, Financial Institutions and Markets across Countries and over Time-Data and Analysis, CentER, Department of Economics, Tilburg university, World Bank, pogledano 05.09.2011., [dostupno na: http://siteresources.worldbank.org/INTRES/Resources/469232-1107449512766/Financial_Institutions_and_Markets_across_Countries.pdf].

69. Bejaković, P. 2002, Iskustva i pouke iz reformi mirovinskih sustava u tranzicijskim zemljama, Financijska teorija i praksa, 26, 2., str. 405-434.

70. Bejaković, P. 2009, Mjere za poboljšanje i reforme mirovinskih sustava, Računovodstvo i financije, Zagreb, 6, str. 104-109.

71. Bekaert, G., Harvey, C., Lundblad, C. 2000, Emerging equity markets and economic development, National Bureau of Economic research, WP 7763, pogledano 05.09.2011., [dostupno na: http://www.nber.org/papers/w7763].

72. Bennett, J., Estrin, S., Urga, G. 2007, Methods of Privatization and Economic Growth in Transition Economies, Economics in transition, 15, str. 661-683.

73. Berglof, E., Bolton, P. 2003, The Great Divide and Beyond – Financial Architecture in Transition, CEPR Discussion Paper 3476, pogledano 05.09.2011., [dostupno na: http://www.ecgi.org/research/accession/berglof_bolton.pdf].

74. Bertocco, G. 2006, Finance and development: is Schumpeter's analysis still relevant?, Universita dell'Insubria, Facolta di Economia, 13, pogledano 14.08.2009., [dostupno na: http://eco.uninsubria.it].

75. Bikker, J.A., Wesseling, A.A.T. 2003, Intermediation, integration and Internationalisation: a survey on banking in Europe, Research Series Supervision (discontinued) 53, Netherlands Central Bank, Directorate Supervision Section Banking and Supervisory Strategies, dostupno na:].

76. Billmeier, A., Massa, I. 2007, What Drives Stock Market Development in the Middle East and Central Asia — Institutions, Remittances, or Natural Resources?, IMF Working paper WP/07/157, International Monetary Fund, Middle East and Central Asia Department, pogledano 19.11.2011., [dostupno na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07157.pdf].

77. Bloom, D. E., Canning, D., Sevilla, J. 2001, Economic growth and the demographic transition, NBER Working Paper 8685, pogledano 01.06.2011., [dostupno na: http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan014333.pdf].

78. Boosworth, B., Chodorow-Reich, G. 2006, Saving and Demographic Change: The Global Dimension, pogledano 15.06.2011., [dostupno na: http://www.nber.org/programs/ag/rrc/7.2.pdf].

79. Bortolotti, B., de Jong, F., Nicodano, G., Schindele, I. 2004, Privatization and Stock Market Liquidity, CEPR Discussion Paper 4449, pogledano 20.06.2011., [dostupno na: http://www.econometricsociety.org/meetings/esem02/cdrom/papers/790/privliq2.pdf].

80. Boutchkova, M.K., Magginson, W. L. 2000, Privatization and the rise of global capital markets, FEEM Working Paper 53, pogledano 19.11.2010., [dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237408].

81. Bubaš, Z. et.al. 2001, Javni dug u Republici Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, 25, 1, str. 55-74.

82. Calderón, C., Liu, L. 2003, The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth, The Journal of Development Economics, 72, 1, str. 321-334.

83. Cherif, M., Gazdar, K. 2010, Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: new results from a panel data analysis, International Journal of Banking and Finance, 1, 8, str. 139-159., pogledano 25.11.2011., [dostupno na: http://epublications.bond.edu.au/ijbf/vol7/iss1/8].

84. Christiansen, H., Koldertsova, A. 2009, The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance, OECD, Financial Market Trends, 2009/1, pogledano 25.11.2011., [dostupno na: http://www.oecd.org/dataoecd/3/36/43169104.pdf].

85. Claessens, S., Djankov, S. 1999, Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic, CEPR Discussion Papers 2145, C.E.P.R. Discussion Papers, pogledano 20.10.2011., [dostupno na: http://ssrn.com/abstract=11074].

86. Claessens, S., Djankov, S., Klingebiel, D. 2000, Stock Markets in Transition Economies, Financial Sector Discussion Paper 5., The World Bank, pogledano 19.11.2011., [dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=240703].

87. Claessens, S., Feijen, E. 2006, Financial Sector Development and the Millennium Development Goals, Working Paper 89, World Bank, pogledano 19.11.2011. [dostupno na: http://ssrn.com/abstract=950269].

88. Claessens, S., Klingebiel, D. 2001, Competititon and Scope of Activities in Financial Services, The World Bank Research Observer, 16, 1, str. 19-40.

89. Čulinović-Herc, E. 2007, Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema Zakonu o investicijskim fondovima, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 28, 1, str. 75-106.

90. Čulinović-Herc, E. 2007, Položaj (kvalificiranih) ulagatelja i novi oblici ulaganja prema Zakonu o investicijskim fondovima, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, v. 28, br. 1, str. 75-106.

91. Ćurak, M. 2004, Konvergencija između banaka i osiguravajućih društava, Osiguranje : hrvatski časopis za teoriju i praksu osiguranja, 1330-9692, 45, 7/8, str. 19-28.

92. Cvetanović, S. 2006, The Role of institutional investors in financial development of European Union accession countries, Economics and Organization, 3, 1, str. 1-11.

93. Cvijanović, V., Matek, P. 2004, Razvoj tržišta i instrumenata javnog duga u Hrvatskoj, Ekonomija, 11, 2, str. 161-190.

94. Dalić, M. 2002, Financijski sustavi tranzicijskih zemalja, Konferencija Ekonomija moderna: Odnos države i tržišta na putu integracije Hrvatske u svjetske gospodarske tokove, Ekonomija moderna, Zagreb, str. 139-161.

95. Davis, E. P. 1988, Financial market activity of life insurance companies and pension funds, BIS Economic paper 21, pogledano 12.02.2009., [dostupno na: http://www.bis.org/publ/econ21.pdf?noframes=1].

96. Davis, E. P. 1996, The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour, FMG Special paper, 86, str. 49-99.

97. Davis, E. P. 2001, Multiple Avenues of Intermediation, Corporate Finance and Financial Stability, IMF Working paper, WP/01/115, pogledano 23.11.2009., [dostupno na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01115.pdf].

98. Davis, E. P. 2002, Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector, Economic Systems, 26, str. 203–229.

99. Davis, E. P., Hu, Y. 2005, Is there any link between pension fund assets and economic growh? - a cross country study, Economics aanf Finance Working Paper 04-23, Brunel University.

100. De Gregorio, J., Guidotti, P.E. 1995, Financial Development and Economic Growth, World Development 23, str. 433-448.

101. De Haas, R. 2004, Law, finance, and growth during transition: a survey, De Economist, 152, 3, str. 375-402.

102. De Luna Martinez, J., Rose, T.A. 2003, International Survey of Integrated Financial Sector Supervision, World Bank Working Paper 3096, pogledano 25.09.2011., [dostupno na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01115.pdf].

103. Deidda, L., Fattouh, B. 2008, Banks, Financial Markets and Growth, Journal of Financial Intermediation, 17, 1, str. 6-36.

104. Demetriades, P., Law, S.P. 2006, Finance, Institutions, and Economic Development, International Journal of Finance and Economics, 11, str. 245-260.

105. Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. 1995, Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts, Finance and Private Sector Development Division, Policy research Working paper 1462, World Bank, Policy and Research Department, pogledano 28.05.2009., [dostupno na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620513].

106. Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic V. 1998, Law, Finance and Firm Growth, Journal of Finance, 53,6, str. 2107-2137.

107. Van der Zwet, A. 2003, The Blurring of Distinctions between Financial sectors: Fact or Fiction?, Occasional Studies Vol. 1, 2, De Nederlandsche bank, pogledano 25.09.2011., [dostupno na: http://www.dnb.nl/en/binaries/os2_tcm47-146638.pdf].

108. Di Girgio, G., Di Noia, C. 2002, Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four Peak Proposal, Warthon School, Financial Institutions Center, WP 01-02, pogledano 25.09.2011., [dostupno na: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0102.pdf].

109. Dierick, F. 2004, The Supervision of Mixed Financial Groups in Europe, Occasional Paper Series, 20, ECB, pogledano 25.09.2011., [dostupno na:].

110. Dolenc, P. 2003, Razvoj sekundarnog tržišta državnim dužničkim vrijednosnim papirima u zemljama u tranziciji, Financijska teorija i praksa, 27, 2, str. 223-232.

111. Dragić, K. 2003, Razvoj financijskog sektora Hrvatske na putu u Europsku uniju, Suvremeno poduzetništvo, 10, 7, str. 7-8.

112. Dragić, K., Lamza, D. 2004, Determinante dizajniranja domaćega tržišta državnih obveznica, Ekonomski pregled, 55, 11-12, str. 967-1001.

113. Durham, J. B. 2002, The Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Low Income Countries, Emerging Markets Review, 3, 3, str. 211-232.

114. Fauver, L., Houston, J., Naranjo, A. 2002, Capital Market Development, Integration, Legal Systems, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis, University of Miami, Department of Finance, University of Florida, Warrington College of Business, Department of Finance, pogledano 29.09.2011., [dostupno na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract _id= 3202 20].

115. Freedman, S. R. 2000 Regulating the modern financial firm: Implications of disentermediation and conglomeration, University of St. Gallen, Department of Economics, DP 21, pogledano 20.10.2011., [dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=253928].

116. Freytag, A., Masciandro, D. 2005, Financial Supervision Fragmenattion and Central Bank Independence: The Two Sides of the Same Coin?, 14, Arbeits und Diskussionpapiere der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Schiller-Universität Jena.

117. Frydman, R., Gray, C. W., Hessel, M., Rapaczynski 1997, Private ownership and Corporate Performance – Some Lessons from Transition Countries, World Bank Policy Research Working Paper 1830, Washington.

118. Fultz, E. 2004, Mirovinska reforma u Srednjoj i Istočnoj Europi, Restrukturiranje javnih sustava mirovinskog osiguranja: Analiza slučajeva Republike Češke i Slovenije, knjiga 2, International Labour Office, Central and Eastern European Team, pogledano 12.06.2011., [dostupno na: http://www.ilo.org/public/english/region/eurpro/budapest/download/pension_reform_cee_2_crotia.pdf].

119. Fultz, E., Ruck, M. 2001, Reforme mirovinskog sustava u Središnjoj i Istočnoj Europi: Izvješće o restrukturiranju nacionalnih mirovinskih sustava u odabranim zemljama, Međunarodna organizacija rada, Središnja i Istočna Europa, pogledano 12.06.2011., [dostupno na: www.ilo.org/public/english/region/eurpro/budapest/download/ceet_report_25_bo.pdf].

120. Fungačova, Z. 2005, Building a Castle on Sand: Effects of Mass Privatization on Capital market Creation in Transition Economies, CERGE-EI, WPS 256, pogledano 09.06.2011., [dostupno na: http://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp256.pdf].

121. Garcia, V. F., Liu, L. 1999, Macroeconomic Determinants of Stock Market Development, Journal of Applied Economics, 3, 1, str. 29-59.

122. Goldsmith, R.,W. 1969, Financial Structure and Development, Yale University Press.

123. Goodhart, C.A.E. 2000, The Organisational Structure of Banking Supervision, FSI Occasional Papers, Financial Stability Institute, BIS, 1, pogledano 18.08.2011., [dostupno na: http://www.sa-dhan.net/Adls/Dl6/Baselcommittee/TheOrganisationalStructure.pdf].

124. Greenwald, B., Stiglitz, J. E., Weiss, A. 1984, Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations, American Economic Review, 74, str. 194-199.

125. Grosfeld, I. 1994, Comparing financial system, Problems of information and control economies in transition, CASE Network Studies and Analyses, 26, Warsaw.

126. Gross, A., Bakker, M., 2004, Development of Non-bank Financial Institutions and Capital Markets in European Union Accession Countries, World Bank Working Paper No 28, Washington D.C, pogledano 18.09.2011., [dostupno na: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2004/04/06/000090341_20040406143746/Rendered/PDF/284040PAPER0WBWP028.pdf].

127. Grupa autora (National Bank of Poland: Golajewska, M, Wyczanski, P., ur.) 2002, Stability and Structure of Financial Systems in CEC5, Background document for the CEC5 Governors meeting in May 2002, Varšava.

128. Guardiancich, I. 2007, Politička ekonomija mirovinskih reformi u Hrvatskoj 1991-2006, Financijska teorija i praksa, 31, 2, str. 89-150.

129. Harichandra K., Thangavelu, S.M. 2004, Institutional Investors, Financial Sector Development And Economic Growth in OECD Countries, Department of Economics, National University of Singapore, Working Paper 0405, pogledano 12.12.2011., [dostupno na: http://nt2.fas.nus.edu.sg/ecs/pub/wp/wp0405.pdf].

130. Haas, F. 2007, The Markets in Financial Instruments Directive: Banking and Supervisory Efficiency, IMF Working Paper, Monetary and Capital markets Department, October 2007-WP/07/250, pogledano 22.09.2011., [dostupno na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07250.pdf].

131. Havrylyshyn, O., McGettigan, D. 1999, Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature, IMF WP 99/6, pogledano 15.08.2011., [dostupno na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9906.pdf].

132. Hawkins, J. 2002, Bond markets and banks in emerging economies, BIS Papers No 11, [dostupno na: http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11d.pdf].

133. Henry, P. B. 2000, Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices, Journal of Finance, 55, 2, str. 529 – 564.

134. Herzberg, V., Watson, M. 2007, Economic Convergence in South-Eastern Europe: Will the Financial Sector Deliver?, SUERF, 2007/2.

135. Holzman, R., Bebczuk, R. N., Musalem, A. R. 2007, Aging Populations and Financial markets: Global Challenges and regional perspectives for Central, Eastern and Southern Europe, Expert Workshop by ERSTE Foundation, 13.-14.06.2007., Prag, pogledano 12.11.2011., [dostupno na: http://www.roa.unimaas.nl/seminars/pdf2007/holzman191007.pdf].

136. Hryckiewicz, A. 2009, Pension reform, institutional investors' growth and stock market development in the developing countries: does it function?, National bank of Poland, Working paper 67, Warsaw, pogledano 20.12.2011., [dostupno na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1744824]

137. Impavido, G., Musalem, A. R., Tressel, T. 2003, The Impact of Contractual Savings Institutions on Securities Markets, The World bank, Financial sector Operations and Policy Department, WPS 2948, pogledano 02.10.2011., [dostupno na: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2003/02/07/000094946_03013004074322/Rendered/PDF/multi0page.pdf].

138. Institut za javne financije/banka, Analiza mirovinskog sustava, pogledano 12.11.2011., [dostupno na: http://www.ijf.hr/upload/files/file/AMS/zbornik.pdf]

139. Iorgova, S., Ong, L.L. 2008, The Capital Markets of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors, International Monetray Fund, Monetary and Capital Markets Department, IMF Working paper WP/08/103, pogledano 12.09.2011., [dostupno na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08103.pdf].

140. Jurman, A. 2004, Sekuritizacija potraživanja kao čimbenik rasta i poboljšanja kakvoće aktive hrvatskih banaka, Računovodstvo, revizija i financije, 1, 9, str.120-127.

141. Jurman, A. 2006, Optimalizacija ulaganja sredstava banaka u vrijednosne papire, Ekonomska istraživanja, 19, 2, str.1-28

142. Khorana, A., Serves, H, Tufano, P. 2004, Explaining the size of the mutual fund industry around the world, Research working paper, London: London Business School, pogledano 29.09.2011., [dostupno na: http://gunther.smeal.psu.edu/papers/Business/457/explaining_the_size_of.pdf].

143. King, R. G., Levine, R. 1993, Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, Working paper Financial Policy and Systems, WPS 1083, World bank, Country Economics Department, pogledano 01.06.2009., [dostupno na: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1993/02/01/000009265_396100404 2036/Rendered/PDF/multi_page.pdf].

144. Kogut, B., Spicer, A. 2002, Capital market development and mass privatization are logical contrdictions: lessons from Russia and Czech Republic, Industrial and Corporate Change, Oxford University Press, 11, 1, str. 1-37.

145. Köke, J., Schröder, M. 2002, The Prospects of Capital Markets in Central and Eastern Europe, Centre for European Research (ZEW) Discussion paper 02-57, pogledano 20.04.2009., [dostupno na: http://econstor.eu/bitstream/10419/24582/1/dp0257.pdf].

146. Kraft, E. 2003, Strane banke u Hrvatskoj: iz druge perspektive, HNB, Istraživanja, 1, Zagreb, [dostupno na: http://www.hnb.hr/publikac/istrazivanja/i-012.htm].

147. Kurach, R. 2009, Stock market development in CEE countries – the panel dana analysis, Ekonomika, Vol 89, 3, str. 20-29.

148. La Porta, R., López-de-Silanes, A., Shleifer, Vishny, R. 1998, Law and Finance, Journal of Political Economy, 106, 6, December 1998, str.1113-1155.

149. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, A., Shleifer, Vishny, R. W. 2000, Investor Protection and Corporate Governance, Journal of Financial Economics, 58, str. 3-27.

150. Leko, V. 1996, Razvitak financijskog sustava u Republici Hrvatskoj i aktualni problemi, Simpozij Računovodstvo, poslovne financije i revizija u suvremenim gospodarskim uvjetima, Pula, lipanj 1996., str. 379-396.

151. Leko, V., Stojanović, A. 2004, Shaping of Croatia's financial sector following European Union model, Međunarodna konferencija Economic System of European Union and Accession of the Republic of Croatia: Theory and Practice of Transition and Accession to the EU, Kandžija, V., Kumar, A. (eds.), Faculty of Economics Ljubljana , str. 261-277.

152. Lescrauwaet, P. 2006, Links between institutional investors and banks, National Bank of Belgium, Department of international cooperation and financial stability, Working Group institutional investors, global savings and asset allocation of the Committee on the Global Financial System, pogledano 25.05.2011., [dostupno na: http://www.bis.org/publ/wgpapers/cgfs27lescrauwaet.pdf].

153. Levine, R. 1997, Financial development and economic growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, 35, str. 688-786.

154. Levine, R. 2002, Bank-based or market-based financial systems: which is better?, Journal of Financial Intermediation, 11, str. 398-428.

155. Levine, R. 2004, The Microeconomic Effects of Different Approaches to Bank Supervision, Conference Economics, Political Institutions, and Financial Markets, Stanford University.

156. Levine, R., Loayza, N. 2000, Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, Journal of Monetary Economics, 46,1, str. 31-77.

157. Levine, R., Zervos, S. 1998, Stock Markets, Banks and Economic Growth, American Economic Review, 88, 3, str. 537-558.

158. Liha, A. 2003, Integracija financijskih tržišta Europske unije, IMO EDC – Euroscope dodatak, 12, 65, veljača 2003.

159. Lin, J. Y., Sun, X., Jiang, Y. 2009, Toward a theory of optimal financial structure, WPS 5038, World Bank, pogledano 25.05.2011., [dostupno na: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2009/09/03/000158349_20090903162058/Rendered/PDF/WPS5038.pdf].

160. Ljubaj, I. 2005, Indeksi koncentracije bankarskog sektora u Hrvatskoj, HNB, Povremene publikacije - pregledi, P-21, Zagreb, pogledano 06.03.2011., [dostupno na: http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-021.htm].

161. Mehl, A., Winkler, A. 2003, The finance-growth nexus and financial sector environment: New evidence from Southeast Europe, The 9th Dubrovnik Economic Conference: Banking and the Financial Sector in Transition and Emerging Market Economies, HNB, Zagreb.

162. Mickiewicz, T. M. 2009, Hierarchy of governance institutions and pecking order of privatisation: Central-Eastern Europe and Central Asia reconsidered, Post-Communist Economies, 21, 4, str. 399-423.

163. Mishkin, F. S. 1999, Central banking in a democratic society: implications for transition countries, Zagreb journal of economics, 3, 3, str. 51-74.

164. Monkiewitz, J. 2004, Pension reform in Poland and other CEEstates - the role of private - public partnership, Conference on Social Policies and Economic Development, Cuba, Varadero, 21 – 24.04.2004, pogledano 20.04.2011., [dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=764307].

165. Moore, D., Vamvakidis, A. 2007, Economic Growth in Croatia: Potential and Constraints, International Monetary Fund, European Department, IMF working paper WP/07/198.

166. Mrak, M., Rojec M., Jaruegui, C. S. 2004, Slovenia – From Yugoslavia to the European Union, Washington: The World Bank.

167. Müller, K. 1999, Pension Reform Paths in Comparison - The Case of Central-Eastern Europe, Czech Sociological Review, 7, 1, str. 51-66.

168. Müller, K. 2002, Beyond privatization: pension reform in the Czech Republic and Slovenia, Journal of European Social Policy 12, 4, str. 293–306.

169. Müller, K. 2002, Pension Reform Paths in Central-Eastern Europe, and the former Soviet Union, forthcoming in: Social Policy and Administration, 36, 2.

170. Müller, K. 2008, Political economy of pension reform in Eastern Europe, u Central and Eastern Europe: Transition and beyond

171. Mwenda, K. 2001, International developments in the organizational structure of financial services supervision, World Bank Financial Sector Seminar, 20.09.2001., Washington, pogledano 29.09.2011. [dostupno na: http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/(attachmentweb)/ Uni-Fin-Serv-Supervision/$FILE/Uni-Fin-Serv-Supervision.pdf].

172. Naik, N. Y., Yadav, P. K. 2003, Risk management with derivatives by dealers and market quality in government bond markets, The Journal of Finance, 58, 5, str. 1873-1904.

173. Nellis, J. 1998, Time to Rethink Privatization in Transition Economies?, IFC, Discussion paper 38, Washington, pogledano 14.06.2011., [dostupno na: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2000/10/07/000094946_00092305354272/additional/585559324_200409289104135.pdf].

174. Nižetić, R. 2011, Tržište novca- mjesto organiziranog trgovanja likvidnošću, Zbornik radova konferencije: Hrvatski javni dug – upravljanje i izazovi tržišta, Bajo, A., Ott, K., Mihaljek, D. (ur.), Institut za javne financije, Zagreb, str. 128-141.

175. Novysedlak, V. 2006, The pension system in the Slovak Republic, Institute of Financial Policy, Ministry of Finance of the Slovak Republic 2006, pogledano 05.06.2011., [dostupno na: www.finance.gov.sk/ifp].

176. Orenstein, M. 2000, How Politics and Institutions Affect Pension Reform in Three Postcommunist Countries, World Bank Policy Research Working Paper 2310, pogledano 20.06.2011., [dostupno na: http://library1.nida.ac.th/worldbankf/fulltext/wps02310.pdf].

177. Orszag, P. R., Stiglitz, J. E. 2001, Rethinking Pension Reform: Ten Myths About Social Security Systems, (Holzmann, R., Stiglitz, J. E. ur.) New Ideas about Old Age Security-Toward Sustainable Pension Systems in the 21 st Century, The World Bank, pogledano 25.06.2011., [dostupno na: http://www.iza.org/de/calls_conferences/pensionref_pdf/panel_stiglitz.pdf].

178. Ott, K. (ur.) 2001, Javni dug u Republici Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, Institut za javne financije, 25, 1, Zagreb.

179. Pagano, M. 1993, Financial Markets and Growth: An Overview, *European Economic Review*, 37, str. 613-22.

180. Pečarić, M., Fredotović, M. 1997, Institutional Nature of Modern Development and the Process of Transition – An Alternative Approach; 2nd International Conference on Enterprise in Transition, Faculty of Economics Split, Split, DAAAM International Vienna, Brela-Split, str. 69-74.

181. Perotti, E.C., van Oijen, P. 2001, Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies, Journal of International Money and Finance, 20, 1, str. 43-69, pogledano 14.05.2011., [dostupno na : http://www.elsevier.com/locate/inca/30443].

182. Petrović, S., Ružić, T. 2001, Koncentracije banaka, Hrvatska pravna revija, 9, str. 60-71.

183. Pistor, K., Raiser, M., Gelfer, S. 2000 Law and Finance in Transition countries, Economics in Transition, EBRD, 8, 2, str. 325 – 368.

184. Potočnjak, Ž. 2000, Nove mirovinske formule mirovinskog osiguranja generacijske solidarnosti, Revija za socijalnu politiku, god. 7, br. 1, str. 1-18.

185. Potvček, M. 2001, Czech social reform after 1989: Concepts and reality, International Social Security Review 54, 2–3, str.81–105.

186. Prohaska, Z., Olgić Draženović, B. 2003, The role and development of non-deposit financial institutions in the Republic of Croatia, Eleventh Annual Conference: Business and economic development in Central and Eastern Europe in the period of joining to the European Union, Faculty of Business and Management, 05.-06.09., Brno.

187. Prohaska, Z., Olgić Draženović, B. 2004, Consolidated supervision of financial institutions and financial market in the Republic of Croatia, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 22, 22, str. 25-40.

188. Prohaska, Z., Olgić Draženović, B. 2005, Supervision of Non-Banking Financial Institutions in Croatia, 5th International Conference Economic Integrations, competition and cooperation

189. Prohaska, Z., Olgić, B. 2002, Investment Funds and Corporate Governance in Croatia, The tenth Annual International Conference - Business and Economic Development in Central and Eastern Europe: Implications for Economic Integration into Wider Europe, Novotny, Zdenek (ur.), Brno : Brno University of Technology, Faculty of Business and Management, str. 378-391.

190. Prohaska, Z., Vehovec, M. 1999, Experiences of a Mass Privatization Programme in Croatia, in Montanheiro, L. et al., "Public and Private Sector Partnerships: Fostering Enterprise", Sheffield Hallam University Press, Sheffield, str. 459-471.

191. Puljiz, V. 2001, Reforme sustava socijalne sigurnosti u Hrvatskoj, Revija za socijalnu politiku 8, 2, str.159–180.

192. Puljiz, V. 2007, Hrvatski mirovinski sustav: korijeni, evolucija i perspektive. Revija za socijalnu politiku, 14, 2, str. 163-192

193. Rajan, R., G., Zingales, L. 1998, Financial dependence and growth, The American Economic review, 88, str. 559-586.

194. Rajan, R., G., Zingales, L. 2001, The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century, Journal of Financial Economics, 69, str. 5-50.

195. Rajan, R., G., Zingales, L. 2003, Banks and markets: the changing character of european finance, NBER Working Paper Series, 9595.

196. Ribnikar, I., Košak, M. 2006, Development Prospects of the Banking Industry in the New EU Member Countries and Forthcoming Member Countries, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 24, 1, str. 7-17.

197. Rocha, R., Vittas, D. 2001, The Hungarian Pension Reform: A Preliminary Assesemnt of the First Years of Implementation, Coping with the Pension Crisis: Where does Europe Stands, Chicago, pogledano 05.07.2011., [dostupno na http://www.nber.org/books/pensioncrisis/hungary4-6-01.pdf].

198. Rogić, I., Zeman, Z. (ur.) 1998, Privatizacija i modernizacija, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.

199. Roland, G. 2001, Ten Years After ….Transition and Economies, IMF Staff Papers 48, 4, Special issue, pogledano 20.05.2009., [dostupno na: http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2001/04/pdf/roland.pdf].

200. Rončević, A. 2002, Hrvatsko tržište kapitala, Suvremeno poduzetništvo, 9, 2, str. 12-19.

201. Rončević, A. 2006, Nove usluge bankarskoga sektora: razvitak samoposlužnoga bankarstva u Hrvatskoj, Ekonomski pregled, 57, 11, Zagreb, str. 753-776.

202. Rousseau, P., Wechtel, P. 2000, Equity Markets and Growth: Cross-country Evidence on Timing and outcomes, 1980-1995, Journal of banking and Finance 24, str. 1933-1957.

203. Samodol, A. 2000, Reforma mirovinskog sustava ili reforma financijskog tržišta, Financijska teorija i praksa, 24, 3, str. 21.

204. Scholtens, B., Wensveen, D. 2003, The Theory of Financial Intermediation, An Essay on What it Does (not) Explain, SUERF – The European Money and Finance Forum, SUERF Studies 2003/1, pogledano 20.10.2010., [dostupno na: http://www.suerf.org/download/studies/study20031.pdf].

205. Schumpeter, J.A. 1911, The Theory of Economic Development, Cambridge, MA7 Harvard University Press.

206. Simoneti, M., Erker, I., Lukovac, G. 2003, Institutional Investors in Slovenia, Bančni Vestnik, 7-8, str. 115-128.

207. Simoneti, M., Estrin, S., Böhm, A. 1999, The Governance of Privatization Funds, Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia, Edward Elgar Publishing.

208. Simoneti, M., Triska, D. 1994, Investment funds as intermediaries of privatization, CEEPN, Slovenia.

209. Škare, M.. 2000, Uloga središnje banke u monetarnim sustavima zemalja u tranziciji, Hrvatska gospodarska revija, 8, str. 835-841.

210. Škember, A. 2005, Prevladava li radikalna mirovinska reforma krizu javnih mirovinskih sustava, Mirovinsko osiguranje, 3, 9, str. 3-11.

211. Škember, A., Marušić, Lj. 2008, Socijalni i gospodarski aspekti uvođenja obveznog mirovinskog osiguranja na temelju individualne kapitalizirane štednje, Revija za socijalnu politiku, 15, 3, str. 343-363.

212. Stiglitz, J. E., Jaramillo-Vallejo, J., Chal Park, J. 1993, The role of the state in financial markets, World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement, str. 19-61, pogledano 18.10.2010., [dostupno na: http://www.econ.uoa.gr/UA/files/1924580762.pdf]

213. Švaljek, S. 2007, Ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj: porezno i pravno okruženje, Privredna kretanja i ekonomska politika, 113, str. 53-84.

214. Tadesse, S. A. 2002, Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence, William Davidson Working Paper 449, pogledano 25.05.2011., [dostupno na: http://ssrn.com/abstract=307223 or doi:10.2139/ssrn.307223].

215. Taylor, M. 1995, Twin peaks; A regulatory structure for the new century, Centre for the Study of Financial Instituions, London.

216. Tepuš, M. 2006, Analiza poslovanja stambenih štedionica: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja stambenih štedionica, HNB, Zagreb, pogledano12.03.2011., [dostupno na: http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-023.pdf].

217. Turner, P., Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues, BIS Papers 11, pogledano 28.02.2009., [dostupno na: http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11b.pdf].

218. Van den Berghe, L.A.A., Verweire, K., Carchon, S. W. M 1999, Convergence in the Financial Services Industry, DAF-FE/AS/WD(99)12, OECD, Paris, pogledano 30.05.2011., [dostupno na: http://www.oecd.org/dataoecd/9/23/1915267.pdf].

219. Van der Zwet, A. 2003, The Blurring of Distinctions between Financial Sectors: Fact or Fiction?, De Nederlandsche Bank, Occasional Studies, 1, 2, pogledano 01.09.2011., [dostupno na: http://www.dnb.nl/en/binaries/os2_tcm47-146638.pdf].

220. Van Nieuwerburgh, S., Buelens, F., Cuyvers, L. 2006, Stock market development and economic growth in Belgium, Explorations in Economic History, 43, str. 13-38, pogledano 15.09.2011., [dostupno na: http://pages.stern.nyu.edu/~svnieuwe/pdfs/BXSEEH_final.pdf].

221. Vidučić, Lj. 1998, Uloga financijskog sektora u tranziciji nacionalnog gospodarstva, Ekonomski pregled, 49, 11-12, Zagreb, str. 1146-1159.

222. Vittas, D. 1998, Institutional Investors and Securities markets: Which Comes First?, pogledano 05.07.2011., pogledano 28.05.2009., [dostupno na: http://www.pension.kiev.ua/files/2032.pdf].

223. Vittas, D. 2000, Pension Reform and Capital Markets Development: Feasibility and Impact Preconditions, Development Research Group, World bank, Washington, pogledano 05.07.2011., [dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632485].

224. Voszka, E. 1999, Privatization in Hungary: Results and Open Issues, Economic Reform Today, Privatization in the Digital Age, Number 2, pogledano 25.06.2011., [dostupno na: http://www.cipe.org/publications/fs/ert/e32/e32_03.htm].

225. Wagner, N., Iakova, D. 2001, Financial Sector Evolution in the Central European Economies: Challenges in Supporting Macroeconomic Stability and Sustainable Growth, IMF Working paper 01/141, pogledano 05.09.2011., [dostupno na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01141.pdf].

226. Webb, I., Grace, M.F., Skipper, H. 2005, The effect of banking and insurance on the growth of capital and output,, *SBS Revista de Temas Financieros, Journal of Financial Issues,* 2, 2, str. 1-32, pogledano 17.10.2011., [dostupno na: . http://rmictr.gsu.edu/Papers/WP02-1.pdf].

227. Wehlau, D., Sommer, J. 2004, Pension policies after EU enlargement: Between financial market integration and sustainability of public finances, Centre for Social Policy Research,

University of Bremen, Working papers of the ZeS No 10/2004, pogledano 05.07.2011., [dostupno na: http://econpapers.repec.org/paper/zbwzeswps/102004.htm].

228. World Bank 2001, Tranzicija: Prvih deset godina, analiza i pouke za Istočnu Evropu i bivši Sovjetski Savez, World Bank, pogledano 05.12.2010., [dostupno na: http://siteresources.worldbank.org/SERBIAEXTN/Resources/300903-1106760681824/TRANZICIJA_Prvih_10_Godina.pdf].
229. Yartey, C. A. 2008, The determinant of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?, IMF WP/08/32, pogledano 09.09.2011., [dostupno na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp0832.pdf].
230. Zaidi, A., Grech, A. G., Fuch, M, Pension policy in EU25 and its possible impact on elderly poverty, London School of Economics, pogledano 05.07.2011., [dostupno na: http://sticerd.lse.ac.uk/dps/case/cp/CASEpaper116.pdf].
231. Zrinščak, S. 2003, Socijalna politika u kontekstu korjenite društvene transformacije postkomunističkih zemalja, Revija za socijalnu politiku,10, 2, str. 135-159.

C.) ZAKONI

232. Uredba o Narodnoj banci Hrvatske (NN 71/91).
233. Zakon o bankama (NN 84/02, NN 141/06).
234. Zakon o financijskim konglomeratima (NN 147/2008).
235. Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (NN 163/2003), Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (NN 82/2004, NN 41/2008).
236. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 140/05, NN 109/07).
237. Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci (NN 036/2001, NN 135/2006, NN 75/2008).Zakon o investicijskim fondovima (NN 150/05).
238. Zakon o investicijskim fondovima, (NN 107/95, NN 12/96), Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o investicijskim fondovima (NN 114/01), Zakon o investicijskim fondovima (NN 150/05).
239. Zakon o privatizaciji (NN 21/96, NN 71/97, NN 73/00).
240. Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima (NN 109/97); Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o privatizacijskim investicijskim fondovima (NN 114/01).
241. Zakon o kreditnim unijama (NN 141/2006); Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o kreditnim unijama (NN 25/2009).
242. Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje (NN 109/99, 63/00 i 107/07)
243. Zakon o mirovinskom osiguranju (NN 102/98); Zakon o izmjeni Zakona o mirovinskom osiguranju (NN 127/00, NN. 59/01); Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o mirovinskom osiguranju (NN 109/01, NN. 147/02, NN 177/2004).
244. Zakon o Narodnoj banci Hrvatske (1992).
245. Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 49/99); Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 63/00, NN 103/03, NN. 177/04, NN 71/07, NN 124/10).
246. Zakon o osiguranju (NN 151/05, NN 87/08, NN 82/09); Zakon o obveznim osiguranjima u prometu (NN 151/05, NN 36/09, NN 75/09).
247. Zakon o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje (NN 1998, NN 92/2005).
248. Zakonom o tržištu novca i tržištu kapitala (NN 51/93).
249. Zakon o tržištu vrijednosnih papira (NN 84/02); Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu vrijednosnih papira (NN 138/06); Zakon o tržištu kapitala (NN 146/08); Ispravak

Zakona o tržištu kapitala (NN 146/08); Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu kapitala (NN 74/09).

250. Zakon o umirovljeničkom fondu (NN 93/05), Zakon o izmjenama i dopunama zakona o umirovljeničkom fondu (NN 41/07).

D.) OSTALI IZVORI

251. Barbić, Tatjana 2010, Hrvatsko tržište kapitala u kontekstu regionalnih integracijskih procesa, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Zagreb.

252. BIS 2001, Group of Ten - Consolidation in the Financial Sector, pogledano 20.10.2011., [dostupno na : http://www.bis.org/publ/gten05.htm].

253. Bujas Ž. 2001, *Veliki englesko – hrvatski rječnik*, Nakladni zavod Globus, Zagreb.

254. CEA 1995-2010, European Insurance in Figures, pogledano 20.11.2011., [dostupno na: http://www.cea.eu/index.php/publications].

255. Cvijanović, V. 2004, Determinante i funkcioniranje tržišta kapitala u Hrvatskoj, magistarski rad, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb.

256. EBRD, 1995-2010, Transition Report, pogledano 15.11.2011., [dostupno na: http://www.ebrd.com/pages/research/publications/flagships/transition/archive.shtml].

257. ECB 2003, Developments in national supervisory structures, pogledano 20.10.2011., [dostupno na (http://www.ecb.int/pub/pdf/other/supervisorystructureen.pdf].

258. ECB 2006, Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries, pogledano 20.10.2011., [dostupno na http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf].

259. ECB 2010, Recent developments in supervisory structures in the EU member states (2007-10), pogledano 20.10.2011., [dostupno na http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structures2010en.pdf] .

260. ECB 2011, Financial stability review, pogledano 20.10.2011., [dostupno na http://www.ecb.eu/pub/fsr/html/index.en.html].

261. Ekonomski institut Zagreb 2003, Projektna studija - Javni dug u Republici Hrvatskoj: mjerenje, granice i održivost, Ekonomski institut Zagreb, Zagreb, prosinac 2003.

262. European Commision 2002, Financial Congomerates Directive, pogledano 20.10.2011., [dostupno na: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/supervision_en.htm].

263. European Commission, 2002, Follow up of the second mapping exercise on European Union Financial Conglomerates (Summary of the findings by the Mixed Technical Group, pogledano 20.10.2011., [dostupno na: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/docs/mappingexercise-2002-04_en.pdf].

264. GFK, 2003, Upoznatost građana s konceptom investicijskog bankarstva, pogledano 03.05.2011., [dostupno na: http://pages.stern.nyu.edu/~svnieuwe/pdfs/BXSEEH_final.pdf].

265. Grupa autora 1995, *Rječnik financija i bankarstva*, Masmedia, Zagreb.

266. HANFA 2005-2010, Godišnje izvješće, pogledano 30.11.2011., [dostupno na: http://www.ripe.hanfa.hr/hr/publiciranje/izvjesca/].

267. HANFA, Statistike, pogledano 30.11.2011., (Tablice: A-1 Broj društava za osiguranje i društava za reosiguranje, A-2 Agregirana bilanca društava za osiguranje i društava za reosiguranje, A-4 Zaračunata bruto premija, C-1 Broj mirovinskih fondova, C-3 Neto imovina mirovinskih fondova, C-4 Struktura ulaganja ukupne imovine obveznih

mirovinskih fondova, B-2 Neto imovina investicijskih fondova, B-3 Struktura imovine otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom, D-1 Broj leasing društava, D-2 Agregirana bilanca leasing društava, E-1 Broj factoring društava, E-2 Agregirana bilanca factoring društava), [dostupno na: http://www.ripe.hanfa.hr/hr/publiciranje/statistike/].

268. HNB 1996-2010, Godišnje izvješće, Zagreb, pogledano 30.11.2011., [dostupno na: http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/hgitabel.htm].
269. HNB 2002, Izvješće o razvoju i radu funkcije nadzora banaka u Republici Hrvatskoj., HNB, Zagreb, srpanj 2002., pogledano 01.02.2011 [dostupno na: http://www.hnb.hr/supervizija/snk-izvjesce.pdf].
270. HNB, 1998-2010, Bilten o bankama, broj 1-20, Zagreb, pogledano 30.11.2011., [dostupno na: http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm].
271. HNB, 2005-2007, Makrobonitetna analiza, brojevi 1-5, Zagreb, pogledano 04.02.2011., [dostupno na: http://www.hnb.hr/publikac/makrobonitetna-analiza].
272. HNB, Statistički podaci bankovnih institucija, pogledano 07.02.2011., dostupno na: http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm
273. Hrvatski ured za osiguranje 2010,Ključne informacije o društvima za osiguranje u RH, pogledano 02.03.2011., [dostupno na: http://www.huo.hr/hrv/ostale-publikacije/78/].
274. Hrvatski ured za osiguranje, 2000-2010, Tržište osiguranja u RH, pogledano 22.03.2011., [dostupno na : http://www.huo.hr/hrv/publikacije-i-statistika/4/].
275. http://apfcr.cz/en/index.php?page=economic.php, pogledano 30.11.2011.
276. http://bankovnictvi.ihned.cz/?p=900000_d&area[id]=10015030&article[id]=23231335, pogledano 09.11.2011.
277. http://english.pszaf.hu/, pogledano 30.10.2011.
278. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes, pogledano 30.11.2011.
279. http://www.apvrt.hu/english/index.html, pogledano 30.11.2011.
280. http://www.a-tvp.si/eng/default.asp, pogledano 30.11.2011.
281. http://www.bet.hu/onlinesz/index_e.html?uio=, pogledano 30.11.2011.
282. http://www.bsi.si/en/default.asp, pogledano 30.11.2011.
283. http://www.bsse.sk/Content/EN/Statistics/fact_book.lst/Rocenka-2007-BCPB-AJ-only.pdf?LANG=EN
284. http://www.cnb.cz/en/financial_market_supervision/fms_reports/, pogledano 02.09.2011.
285. http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sci.xls (OECD Economic statistics and forecasts : Structural and institutional change indicators), pogledano 30.11.2011
286. http://www.ecostat.hu/english/index.html
287. http://www.efama.org/
288. http://www.hanfa.hr
289. http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf
290. http://www.hnb.hr
291. http://www.huo.hr/hrv/publikacije-i-statistika/4/, pogledano 30.11.2011.
292. http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/index.html, pogledano 30.12.2011.
293. http://www.nbs.sk/DFT/SUA/SUOP, pogledano 25.10.2011.

294. http://www.nhs.hr/download/STRATESKI_OKVIR_ZA_RAZVOJ.pdf , pogledano 08.07.2010.
295. http://www.pse.cz/?language=english, pogledano 30.11.2011.
296. http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm http://www.trzistenovca.hr/promet.asp?page_id=promet, pogledano 05.09.2011.
297. http://www.vlada.hr/zakoni/mei/cro/pog11.pdf, pogledano 30.10.2011.
298. http://www.heritage.org/index/explore, pogledano 30.11.2011.
299. IMF 2000, Staff Country Report 00/22, Republic of Croatia: Selected issues and statistical appendix, IMF, veljača 2000.
300. International Bank for Reconstruction and Development/ The World Bank 2009, Aging populations, pension funds, and financial markets : regional perspectives and global challenges, for central, eastern, and southern Europe, Holzmann, R. (ur.), pogledano 14.07.2011., [dostupno na].
301. Intesa San Paolo 2008, Long-term Growth Perspectives and Financial Market Development in CEE and SEE Countries, siječanj 2008, pogledano 28.10.2011., [dostupno na: http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/contentData/view/eos001_eng.pdf?id=CNT-04-000000003F282&ct=application/pdf].
302. Investment Company Institute 2009, Investment Company Factbook: A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry, pogledano 09.05.2011., [dostupno na: http://www.icifactbook.org/pdf/2009_factbook.pdf].
303. Jurković, *P.*, Luković,F., Pribičević, Đ., Ravlić, S. *1995, Poslovni rječnik, Masmedia, Zagreb*
304. Klačmer, M. 2005, Uloga privatizacijskih investicijskih fondova u poslovanju i restrukturiranju privatiziranih poduzeća, Magistarski rad, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb.
305. Klaić, B. 1986, *Rječnik stranih riječi*, Nakladni zavod Matice Hrvatske, Zagreb.
306. Leko, V. 2004, *Financijske institucije i tržišta (pomoćni materijali za izučavanje),* Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb.
307. Leko, V. 1998, *Rječnik bankarstva*, Masmedia, Zagreb.
308. Ministarstvo financija Republike Hrvatske 2002, Program konsolidiranog nadzora financijskih institucija i financijskog tržišta, Republika Hrvatska, prosinac 2002, Zagreb.
309. Olgić Draženović, Bojana 2007, *Državne obveznice i utjecaj na razvoj hrvatskog financijskog tržišta*, magistarski rad, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, Zagreb.
310. World Development Indicators, pogledano 30.11.2011., [dostupno na: http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=3&id=].
311. Zagrebačka, burza, 2001-2010, Pregled trgovine Zagrebačke burze za godine od 2001-2010, pogledano 30.11.2011.,[dostupno na: http://zse.hr/default.aspx?id=178.].
312. Zajednički program Svjetske banke i MMF-a 2004, Upravljanje dugom središnje države i razvoj domaćeg tržišta dužničkih vrijednosnih papira, Republika Hrvatska – izvješće o ocjeni, 18. travnja 2004.

POPIS KRATICA

CEA	Europsko udruženje osiguratelja i reosiguratelja European insurance and reinsurance federation
CEE	Centralna i istočna Europa *Central Eastern Europe*
DvP	Isporuka uz plaćanje De*livery versus payment*
EBA	Institucija za nadzor europskog bankovnog sustava *European Banking Authority*
EBRD	Europska banka za obnovu i razvoj *European Bank for Reconstruction and Development*
ECB	Europska središnja banaka *European Central Bank*
EIOPA	Institucija za nadzor europskog osiguranja i mirovinskih fondova *European Insurance and Occupational Pensions Authority*
EMDB	Baza podataka tranzicijskih tržišta *Emerging Markets Database*
EMU	Europska monetarna unija *European Monetary Union*
ESA	*Europske supervizorske institucije* *European Supervisory Authorities*
ESCB	Europski sustav središnjih banaka *European System of Central Banks*
ESMA	Institucija za nadzor europskog tržišta kapitala *European Securities and Markets Authority*
ESRB	Europski odbor za sistemske rizike *European Systemic Risk Board*
EVCA	*Europsko udruženje za rizični kapital* *European Venture Capital Association*
EU	Europska unija *European Union*
EUR	*Euro*
FDI	Izravne inozemne investicije *Foreign Direct Investment*
FED	Američka središnja banka *Federal Reserve Bank*
FSAP	Akcijski plan za financijske usluge *Financial Services Action Plan*
GDR	Potvrde o deponiranim dionicama *Global Depository Receipt*
HAGENA	Hrvatska agencija za nadzor mirovinskih fondova *Agency for Supervision of Pension Funds and Insurance*
HANFA	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga *Croatian Financial Services Supervisory Agency (CFSSA)*
HFP	Hrvatski fond za privatizaciju *Croatian Privatisation Fund*
HNB	Hrvatska narodna banka *Croatian National Bank (CNB)*
IFC	Međunarodna financijska organizacija IFRS) *International Finance Corporation*
IOSCO	Međunarodna organizacija za vrijednosne papire *International Organisation of Securities Commissions*
IFRS	Jedinstveni računovodstveni standardi izvještavanja *International Financial Reporting Standards*
IPO	Početna javna ponuda

	Initial Public Offering
ISD	Direktiva o investicijskim uslugama *The Investment Services Directive*
MEBO privatizacija	Privatizacija prodajom/prijenosom dionica zaposlenima i managerima *Managament-employee buyouts privatisation*
MF	Ministarstvo financija *Ministry of Finance*
MMF	Međunarodni monetarni fond *InternationalMonetary Fund (IMF)*
MiFID	Direktiva o tržištima financijskih instrumenata *Markets in Financial Instruments Directive*
MMMF	Zajednički fondovi novčanog tržišta *Money Market Mutual Funds*
NAV	Neto vrijednost fonda *Net-Asset Value*
NDC sustav	Sustav zamišljenih definiranih doprinosa *Notional defined contribution system*
OECD	Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj *Organisation for Economic Cooperation and Development*
OMO	Politika otvorenog tržišta *Open Market Operations*
OTC	Tržište preko šaltera *Over the counter market*
PAYG sustav	Mirovinski sustav tekuće raspodjele *Pay-as-you-go* system
PIF	Privatizacijski investicijski fond *Privatization Investment Fund*
REIT	Zatvoreni investicijski fond za ulaganja u nekretnine *Real Estate Invewstment Trust*
SDA	Središnja depozitarna agencija *CDA – Central Depository Agency*
SKDD	*Središnje klirinško depozitarno društvo* *Central Depository and Clearing Agency*
S&P	*Standard and Poor's*
UCITS	Društva za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*
VSE	Varaždinska burza *Varazdin Stock Exchange*
WDI	*World Development Indicators*
ZSE	Zagrebačka burza *Zagreb Stock Exchange*

POPIS TABLICA

Broj	Naziv tablice	Stranica
TABLICA 1:	SUDIONICI I CILJEVI DUGOROČNOG SEGMENTA FINANCIJSKOG TRŽIŠTA	23
TABLICA 2:	TEMELJNE POSTAVKE TRADICIONALNE I ALTERNATIVNE TEORIJE FINANCIJSKE INTERMEDIJACIJE	27
TABLICA 3:	STRUKTURA FINANCIJSKIH INSTRUMENATA KOJE DRŽE I KOJE EMITIRAJU RAZLIČITI INSTITUCIONALNI INVESTITORI	31
TABLICA 4:	TEMELJNE KARAKTERISTIKE OTVORENIH I ZATVORENIH INVESTICIJSKIH FONDOVA	34
TABLICA 5:	PREDNOSTI I NEDOSTACI POJEDINIH MODELA FINANCIJSKE SUPERVIZIJE	61
TABLICA 6:	MODELI PRIVATIZACIJE KORIŠTENI U ODABRANIM CEE ZEMLJAMA	64
TABLICA 7:	TEMELJNA OBILJEŽJA KUPONSKE PRIVATIZACIJE U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA	71
TABLICA 8:	MIROVINSKI SUSTAV TEMELJEN NA TRI STUPA PREMA MODELU SVJETSKE BANKE	75
TABLICA 9:	TEMELJNA OBILJEŽJA MIROVINSKIH REFORMI U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA	79
TABLICA 10:	OSNOVNI POKAZATELJI ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA ZA 2009. GODINU	85
TABLICA 11:	RELATIVNA VAŽNOST FINANCIJSKIH POSREDNIKA ZA ODABRANE TRANZICIJSKE ZEMLJE U 2003. I 2009 . GODINI (U %)	90
TABLICA 12:	TRANZICIJSKI INDIKATORI ZA ODABRANE TRANZICIJSKE ZEMLJE ZA GODINE 1995., 2000., 2005. I 2010 .	91
TABLICA 13:	OSNIVANJE TRŽIŠTA KAPITALA U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA	93
TABLICA 14:	POLAZNE OSNOVE TRŽIŠTA KAPITALA U TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA EU	94
TABLICA 15:	TEMELJNE ZNAČAJKE I OBILJEŽJA TRGOVANJA NA BURZAMA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA	95
TABLICA 16:	STRUKTURA ULAGANJA MIROVINSKIH FONDOVA U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA ZA 2005. I 2009. GODINU (U %)	108
TABLICA 17:	PROMJENE U SUPERVIZORSKIM STRUKTURAMA ZEMALJA ČLANICA EU OD 2003.-2010. GODINE	118
TABLICA 18:	NADZORNE INSTITUCIJE FINANCIJSKIH SUSTAVA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA U 2010. GODINI	121
TABLICA 19:	RELATIVNA VAŽNOST FINANCIJSKIH POSREDNIKA U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 2000.-2010. GODINE (U % AKTIVE)	124
TABLICA 20:	STRUKTURA FINANCISJKOG SUSTAVA REPUBLIKE HRVATSKE ZA 2007. I 2010. GODINU	125
TABLICA 21:	STRUKTURA HRVATSKOG FINANCIJSKOG TRŽIŠTA U 2006. I 2010. GODINI	128
TABLICA 22:	AKTIVA HRVATSKOG BANKOVNOG SUSTAVA OD 1996.-2010. GODINE (U MLRD. KUNA)	130
TABLICA 23:	AKTIVA I BROJ STAMBENIH ŠTEDIONICA U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 1998.-2010. GODINE	138
TABLICA 24:	ZATVORENI I PRIVATIZACIJSKI INVESTICIJSKI FONDOVI U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 1998.-2010. GODINE (AKTIVA U MIL. KUNA)	142
TABLICA 25:	OTVORENI INVESTICIJSKI FONDOVI U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 1997.-2010. GODINE (U MIL. KUNA)	144
TABLICA 26:	OSNOVNI POKAZATELJI OBVEZNIH MIROVINSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 2001.-2010. GODINE	148

TABLICA 27: STRUKTURA ULAGANJA OBVEZNIH MIROVINSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ ZA 2005., 2008. I 2010. GODINU 150
TABLICA 28: OSNOVNI POKAZATELJI DOBROVOLJNIH MIROVINSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ ZA RAZDOBLJE OD 2002.-2010. GODINE 152
TABLICA 29: PREMIJE I AKTIVA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA U HRVATSKOJ OD 1997.-2010. GODINE (U MIL. KUNA) 155
TABLICA 30: LEASING I FACTORING DRUŠTVA U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 2004.-2010. GODINE 158
TABLICA 31: POKAZATELJI POSLOVANJA NA ZAGREBAČKOJ BURZI OD 2001.-2010. GODINE (PROMET I TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA U MIL. KUNA) 165
TABLICA 32: PROMET NA TRŽIŠTU NOVCA ZAGREB OD 2002.-2010. GODINE 170
TABLICA 33: GRANICE PODRUČJA NEPOSTOJANJA POZITIVNE AUTOKORELACIJE GREŠAKA RELACIJE 185
TABLICA 34: DEFINICIJA VARIJABLI I IZVORI PODATAKA UKLJUČENIH U ANALIZU 191
TABLICA 35: DESKRIPTIVNA STATISTIKA 193

POPIS GRAFIKONA

Broj	Naziv grafikona	Stranica

GRAFIKON 1: BDP PER CAPITA (USD) ZA ODABRANE TRANZICIJSKE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE 86
GRAFIKON 2: REALNA STOPA RASTA BDP-A ZA ODABRANE TRANZICIJSKE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE (U %) 86
GRAFIKON 3: GODIŠNJE STOPE INFLACIJE U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA ZA RAZDOBLJE OD 1995.-2010. (U %) 87
GRAFIKON 4: TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA DIONICA/ BDP ZA ODABRANE TRANZICIJSKE I RAZVIJENE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE 99
GRAFIKON 5: TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA ZA ODABRANE TRANZICIJSKE I RAZVIJENE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE (U MLRD. USD) 100
GRAFIKON 6: TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA/PROMET DIONICA ZA ODABRANE TRANZICIJSKE I RAZVIJENE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE 101
GRAFIKON 7: PROMET DIONICA/ BDP ZA ODABRANE TRANZICIJSKE I RAZVIJENE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE 102
GRAFIKON 8: PROMET DIONICA ZA ODABRANE TRANZICIJSKE I RAZVIJENE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE (U MLRD USD) 103
GRAFIKON 9: AKTIVA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA U 2010. GODINI (MLN. USD) 105
GRAFIKON 10: UDIO UKUPNE AKTIVE MIROVINSKIH FONDOVA U GDP-U U ODABRANIM TRANZICIJSKIM I RAZVIJENIM ZEMLJAMA ZA RAZDOBLJE OD 1995.-2010. GODINE 106
GRAFIKON 11: BROJ ČLANOVA MIROVINSKIH FONDOVA U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA ZA RAZDOBLJE OD 1995.-2010. GODINE (U MIL.) 107

GRAFIKON 12: GUSTOĆA OSIGURANJA ZA ODABRANE TRANZICIJSKE I RAZVIJENE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE (US $/STANOVNIKU)....111
GRAFIKON 13: POKAZATELJ PENETRACIJE OSIGURANJA ZA ODABRANE TRANZICIJSKE I RAZVIJENE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE (U %) 112
GRAFIKON 14: UDIO ŽIVOTNOG OSIGURANJA U UKUPNOJ PREMIJI ZA ODABRANE TRANZICIJSKE I RAZVIJENE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE (%) 113
GRAFIKON 15: UDIO AKTIVE INVESTICIJSKIH FONDOVA U GDP-U ZA ODABRANE TRANZICIJSKE ZEMLJE U RAZDOBLJU OD 1995.-2010. GODINE (%)....115
GRAFIKON 16: UDIO INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U BDP-U U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 2000.-2010. GODINE (AKTIVA/BDP)....127
GRAFIKON 17: KRETANJE STOPE RASTA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 2002.-2010. GODINE (U %)....127
GRAFIKON 18: UKUPAN BROJ BANAKA I VLASNIČKA STRUKTURA BANKOVNOG SUSTAVA REPUBLIKE HRVATSKE OD 1995.-2010. GODINE (PO BROJU BANAKA)....132
GRAFIKON 19: VLASNIČKA STRUKTURA BANAKA U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 1996.-2010. GODINE (% UKUPNE AKTIVE) 132
GRAFIKON 20: TRŽIŠNA KONCENTRACIJA HRVATSKOG BANKOVNOG SUSTAVA OD 1995.-2010. GODINE....134
GRAFIKON 21: POTRAŽIVANJA HRVATSKIH BANAKA OD DOMAĆIH SEKTORA, OSIM DRŽAVE, U DIONICAMA I OBVEZNICAMA U RAZDOBLJU OD 1998. DO 2010. GODINE (U MIL. KN) 135
GRAFIKON 22: KUNSKA POTRAŽIVANJA HRVATSKIH BANAKA OD SREDIŠNJE DRŽAVE U VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA OD 1998. DO 2010. GODINE (U MLRD. KN)....136
GRAFIKON 23: DOBIT BANAKA POSLIJE OPOREZIVANJA ZA HRVATSKE BANKE OD 1999.-2010. GODINE (U MLRD KN)....137
GRAFIKON 24: IMOVINA OTVORENIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 1999.-2010. GODINE (U MLRD. KUNA) 143
GRAFIKON 25: NETO IMOVINA OTVORENIH INVESTICIJSKIH FONDOVA PREMA VRSTAMA U HRVATSKOJ OD 1999.-2010. GODINE (U MLN. KN) 145
GRAFIKON 26: STRUKTURA ULAGANJA OTVORENIH INVESTICIJSKIH FONDOVA S JAVNOM PONUDOM U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 2006.-2010. GODINE 146
GRAFIKON 27: PREMIJA PO STANOVNIKU I UDIO PREMIJE U BDP-U U ODABRANIM RAZVIJENIM I TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA ZA 2009. GODINU (PREMIJA U USD)....154
GRAFIKON 28: STRUKTURA ULAGANJA IZ SREDSTAVA MATEMATIČKE PRIČUVE U REPUBLICI HRVATSKOJ OD 2000.-2010. GODINE (U %)....157
GRAFIKON 29: PROMJENE PROMETA DIONICAMA I OBVEZNICAMA U HRVATSKOJ OD 2003.-2010. GODINE (U %) 167
GRAFIKON 30: PROMJENE TRŽIŠNE KAPITALIZACIJE DIONICA I OBVEZNICA U HRVATSKOJ OD 2003.-2010. GODINE (U %) 167

POPIS SLIKA

Broj	Naziv slike	Stranica
SLIKA 1:	FINANCIJSKA IMOVINA SEKTORA STANOVNIŠTVA U REPUBLICI HRVATSKOJ ZA VI. 2009 I (2007. GODINU)	126
SLIKA 2:	REGRESIJA 1 - UTJECAJ INVESTICIJSKIH FONDOVA I PRIVATIZACIJE NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH CEE ZEMALJA	195
SLIKA 3:	HAUSMANOV TEST ZA REGRESIJU 1	196
SLIKA 4:	REGRESIJA 2 - UTJECAJ INVESTICIJSKIH FONDOVA, PRIVATIZACIJE I MIROVINSKE REFORME NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH CEE ZEMALJA	197
SLIKA 5:	REGRESIJA 3 - UTJECAJ INVESTICIJSKIH FONDOVA, RESTRUKTURIRANJA PODUZEĆA I INFRASTRUKTURNIH REFORMI NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH CEE ZEMALJA	198
SLIKA 6:	HAUSMANOV TEST ZA REGRESIJU 3	199
SLIKA 7:	REGRESIJA 4 – UTJECAJ REFORME BANKOVNOG SUSTAVA I INDEKSA EKONOMSKIH SLOBODA NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH CEE ZEMALJA	200
SLIKA 8:	REGRESIJA 5 - UTJECAJ INFLACIJE, RASTA BDP-A I ŠTEDNJE NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH CEE ZEMALJA	202
SLIKA 9:	REGRESIJA 6 - UTJECAJ OSIGURAVAJUĆIH FONDOVA, RASTA BDP-A I KAMATA NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH CEE ZEMALJA	203
SLIKA 10:	HAUSMANOV TEST ZA REGRESIJU 6	204

POPIS SHEMA

Broj	Naziv sheme	Stranica
SHEMA 1:	MOGUĆNOSTI KONVERGENCIJE BANAKA U POSLOVE OSIGURANJA	46
SHEMA 2:	TEORIJSKI PRISTUP FINANCIJAMA I EKONOMSKOM RASTU	49

PRILOZI

Prilog 1: Financijski konglomerati s sjedištem u EU u lipnju 2010. godine

	Grupa	Koordinator	Kompetentni autoriteti (različiti od koordinatora)
1.	**GRAWE**	Finanzmarktaufsichtsbehörde (Austria)	Insurance Companies Control Service, Ministry of Finance (Cyprus) Hungarian Financial Supervisory Authority (Hungary) Insurance Supervision Agency (Slovenia)
2.	**RZB – UNIQA**	Finanzmarktaufsichtsbehörde (Austria)	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany) Hungarian Financial Supervisory Authority (Hungary) Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (Italy) Czech National Bank (Czech Republic)
3.	**Wüstenrot**	Finanzmarktaufsichtsbehörde (Austria)	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany) Hungarian Financial Supervisory Authority (Hungary) Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (Italy) Czech National Bank (Czech Republic)
4.	**Axa (Belgium)**	Banking, Finance and Insurance Commission (Belgium)	-
5.	**INVESTAR**	Banking, Finance and Insurance Commission (Belgium)	-
6.	**INVESTAR**	Financial Supervision Commission (Bulgaria)	Insurance Supervisory Commission (Romania)
7.	**Petr Kellner (PPF)**	Czech National Bank (Czech Republic)	-
8.	Alm. Brand	Finanstilsynet (Denmark)	-
9.	**Danske Bank**	Finanstilsynet (Denmark)	Financial Supervisory Authority (Finland) Finanstilsynet (Norway) Financial Services Authority
10.	**OP-Pohjola Group**	Financial Supervisory Authority (Finland)	Insurance Supervisory Comission of the Republic of Lithuania Bank of Lithuania, Credit Institutions Supervision Department Finantsinspektsioon (Estonia) Financial and Capital Market Commission (Latvia)
11.	**Sampo (Nordea Bank Group, If Grou p, Mandatum Life Group)**	Financial Supervisory Authority (Finland)	Finanstilsynet (Denmark) Finansinspektionen (Sweden) Finanstilsynet (Norway)
12.	**ABN AMRO France**	Autorité de Contrôle Prudentiel (France)	-
13.	**Banque Postale**	Autorité de Contrôle Prudentiel (France)	
14.	**BNP Paribas**	Autorité de Contrôle Prudentiel (France)	Banca d'Italia (Italy) Banking, Finance and Insurance Commission (Belgium)
15.	**Credit Agricole**	Autorité de Contrôle Prudentiel (France)	-
16.	**Credit Mutuel**	Autorité de Contrôle Prudentiel	-

		(France)	
17.	**Groupe BPCE**	Autorité de Contrôle Prudentiel (France)	-
18.	**Societe Generale**	Autorité de Contrôle Prudentiel (France)	-
19.	**Allianz**	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany)	Finanzmarktaufsichtsbe-hörde (Austria) Bulgarian National Bank (Bulgaria) Autorité de Contrôle Prudentiel (France) Hungarian Financial Supervisory Authority (Hungary) Banca d'Italia (Italy) Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (Italy) De Nederlandsche Bank (Netherlands) Instituto de Seguros de tugal (Portugal) DGP (Spain) Financial Services Authority (UK)
20.	**DEBEKA Group**	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany)	-
21.	**Deutsche Bank**	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany	Financial Services Authority (UK)
22.	**DZ Bank Gruppe**	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany)	-
23.	**Inter Group**	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany)	-
24.	**Wüstenrot und Württembergische Group**	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany)	Czech National Bank (Czech Republic)
25.	**Aspis Group**	Bank of Greece Private Insurance Supervisory Committee (Greece)	Capital Markets Commission (Greece)
26.	**Bank of Ireland**	Irish Financial Services Regulatory Authority (Ireland)	Financial Services Authority (UK)
27.	**Irish Life and Permanent**	Irish Financial Services Regulatory Authority (Ireland)	-
28.	**Generali**	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (Italy)	Finanzmarktaufsichtsbe-hörde (Austria) Czech National Bank (Czech Republic) Autorité de Contrôle Prudentiel (France) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany) Hungarian Financial Supervisory Authority (Hungary) Banca d'Italia (Italy) De Nederlandsche Bank (Netherlands) Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (Spain)
29.	**Gruppo Azimut**	Banca d'Italia (Italy)	-
30.	**Gruppo Carige**	Banca d'Italia (Italy)	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di eresse Collettivo (Italy)
31.	**Holmo**	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (Italy)	Banca d'Italia (Italy)
32.	**Intesa San Paolo S.p.A.**	Banca d'Italia (Italy)	Hungarian Fin ancial Supervisory Authority (Hungary) Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (Italy)

33.	**Mediolanum**	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (Italy)	Banca d'Italia (Italy) Banco de España (Spain)
34.	**Aegon**	De Nederlandsche Bank (Netherlands)	Financial Services Authority (UK) Hungarian Financial Supervisory Authority (Hungary)
35.	**dlta Lloyd**	De Nederlandsche Bank (Netherlands)	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany) Financial Services Authority (UK) Banking, Finance and Insurance Commission (Belgium)
36.	**ING**	De Nederlandsche Bank (Netherlands)	Banking, Finance and Insurance Commission (Belgium) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany) Hungarian Financial Supervisory Authority (Hungary) Financial Supervisory Commission (Poland) Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (Spain) Financial Services Authority (UK)
37.	**Rabo-Eureko**	De Nederlandsche Bank (Netherlands)	-
38.	**SNS-Reaal**	De Nederlandsche Bank (Netherlands)	-
39.	**DnB-NOR**	Finanstilsynet (Norway)	-
40.	**Gjensidige**	Finanstilsynet (Norway)	-
41.	**Jernbane-personalets**	Finanstilsynet (Norway)	-
42.	**Sparebank1**	Finanstilsynet (Norway)	-
43.	**Storebrand**	Finanstilsynet (Norway)	-
44.	**Terra Group**	Finanstilsynet (Norway)	-
45.	**Banco BPI (BBPI)**	Banco de Portugal (Portugal)	Instituto de Seguros de Portugal (Portugal)
46.	**Banco Comercial Português (BCP)**	Banco de Portugal (Portugal)	Instituto de Seguros de Portugal (Portugal)
47.	**Caixa Geral de Depositos (CGD)**	Banco de Portugal (Portugal)	Instituto de Seguros de Portugal (Portugal)
48.	**Triglav Group**	Insurance Supervision Agency (Slovenia)	Bank of Slovenia (Slovenia)
49.	**Agrupa ció Mutua/Bankpyme**	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (Spain)	Banco de España (Spain)
50.	**Avanza**	Finansinspektionen (Sweden)	-
51.	**Nordnet**	Finansinspektionen (Sweden)	-
52.	**Läsförsäkringar**	Finansinspektionen (Sweden)	-
53.	**Resurs**	Finansinspektionen (Sweden)	-
54.	**SEB**	Finansinspektionen (Sweden)	Finanstilsynet (Denmark) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany)
55.	**Svenska Handelsbanken**	Finansinspektionen (Sweden)	Finanstillsynet (Denmark) Financial Supervisory Authority (Finland) Finanstillsynet (Norway) Financial Services Authority (UK)
56.	**Lloyds Banking Group**	Financial Services Authority (UK)	-
57.	**Old Mutual**	Financial Services Authority (UK)	Finansinspektionen (Sweden)

Izvor: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/supervision_en.htm

Prilog 2: Tranzicijski indikatori za odabrane tranzicijske zemlje u razdoblju od 1995-2010. godine

Tranzicijski		Češka	Mađarska	Poljska	Slovačka	Slovenija	Hrvatska
Privatizacija velikih poduzeća[1]	***1995***	4,000	4,000	3,000	3,000	2,670	3,000
	1996	4,000	4,000	3,000	3,000	2,670	3,000
	1997	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,000
	1998	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,000
	1999	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,000
	2000	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,000
	2001	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,000
	2002	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,000
	2003	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,330
	2004	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,330
	2005	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,330
	2006	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,330
	2007	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,330
	2008	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,330
	2009	4,000	4,000	3,330	4,000	3,000	3,330
	2010	4,000	4,000	3,670	4,000	3,000	3,330
Reforma tržišta kapitala i nebankovnih financijskih instirucija[3]	***1995***	2,70	3,00	3,00	2,67	2,67	2,00
	1996	2,70	3,00	3,00	2,67	2,67	2,00
	1997	2,70	3,30	3,30	2,33	2,67	2,33
	1998	3,00	3,30	3,30	2,33	2,67	2,33
	1999	3,00	3,30	3,30	2,33	2,67	2,33
	2000	3,00	3,67	3,70	2,33	2,67	2,33
	2001	3,00	3,67	3,70	2,33	2,67	2,33
	2002	3,00	3,67	3,70	2,33	2,67	2,67
	2003	3,00	3,67	3,70	2,67	2,67	2,67
	2004	3,30	3,67	3,70	2,67	2,67	2,67
	2005	3,70	4,00	3,70	2,67	2,67	2,67
	2006	3,70	4,00	3,70	3,00	2,67	3,00
	2007	3,70	4,00	3,70	3,00	2,67	3,00
	2008	na	4,00	3,70	3,00	2,67	3,00
	2009	na	4,00	3,70	3,00	3,00	3,00
	2010	na	4,00	4,00	2,67	3,00	3,00
Reforma bankovnog sustava i liberalizacije kamata[3]	***1995***	3,000	3,000	3,000	2,670	3,000	2,670
	1996	3,000	3,000	3,000	2,670	3,000	2,670
	1997	3,000	4,000	3,000	2,670	3,000	2,670
	1998	3,000	4,000	3,330	2,670	3,000	2,670
	1999		4,000	3,330	2,670	3,330	3,000
	2000		4,000	3,670	3,000	3,330	3,330
	2001		4,000	3,670	3,330	3,330	3,300
	2002		4,000	3,670	3,330	3,330	3,670
	2003	3,670	4,000	3,670	3,300	3,300	3,670
	2004	3,670	4,000	3,670	3,670	3,300	4,000
	2005	4,000	4,000	3,670	3,670	3,300	4,000
	2006	4,000	4,000	3,670	3,670	3,300	4,000
	2007	4,000	4,000	3,670	3,670	3,300	4,000

	2008	4,000	4,000	3,670	3,670	3,300	4,000
	2009	4,000	4,000	3,670	3,670	3,300	4,000
	2010	4,000	4,000	3,670	3,670	3,300	4,000

Napomene:

1. Značenja ocjena indikatora privatizacije velikih poduzeća:

   1 - Mali napredak; 2 - Formiranje burzi vrijednosnih papira, *market-maker*-a i brokera; mali broj trgovanja državnim vrijednosnim papirima; osnovni pravni i regulatorni okvir za izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima; 3 - Značajno izdavanje vrijednosnih papira privatnih poduzeća; osnivanje neovisnog registra dionica, sigurne procedure namire i prijeboja, nedovoljna zaštita manjihnskih dioničara, pojava nebankovnih financijskih institucija i s njima povezanog regulatornog okvira; 4 - Zakoni i regulacija vrijednosnih papira približavaju se IOSCO standardima, značajna likvidnost i kapitalizacija tržišta, dobro funkcioniranje nebankovnih financijskih institucija i efiksana regulacija; 4+ - Potpuna konvergencija zakona i regulacije o vrijednosnim papirima IOSCO standardima, potpuno razvijena nebankovna intermedijacija.

2. Značenja ocjena indikatora reformi bankovnog sustava i liberalizacije kamata:

   1 - Mali napredak u postavljanju dvoslojnog (engl. t*wo-tier*) bankovnog sustava; 2 - Značajna liberalizacija kamatnih stopa i alokacije kredita; 3 - Značajan napredak u uspostavi solventnog bankovnog sustava i prudencijalne supervizije i regulacije; potpuna liberaliazcija kamtnih stopa; značajan udjel pozajmljivanja privatnim poduzećima i značajan udjel privatnih banaka; 4 - Značajan anpredak bankovnih zakona i regulacije BIS standardima, esikasna bankovna supervizija; značajno financijsko prubljivanje; 4+ - . Potpuna konvergencija bankovnih zakona i regulacije BIS standardima, potpuna ponuda cijelog seta bankovnih suluga.

3. Značenja ocjena indikatora reformi tržišta kapitala i nebankovnih financijskih institucija:

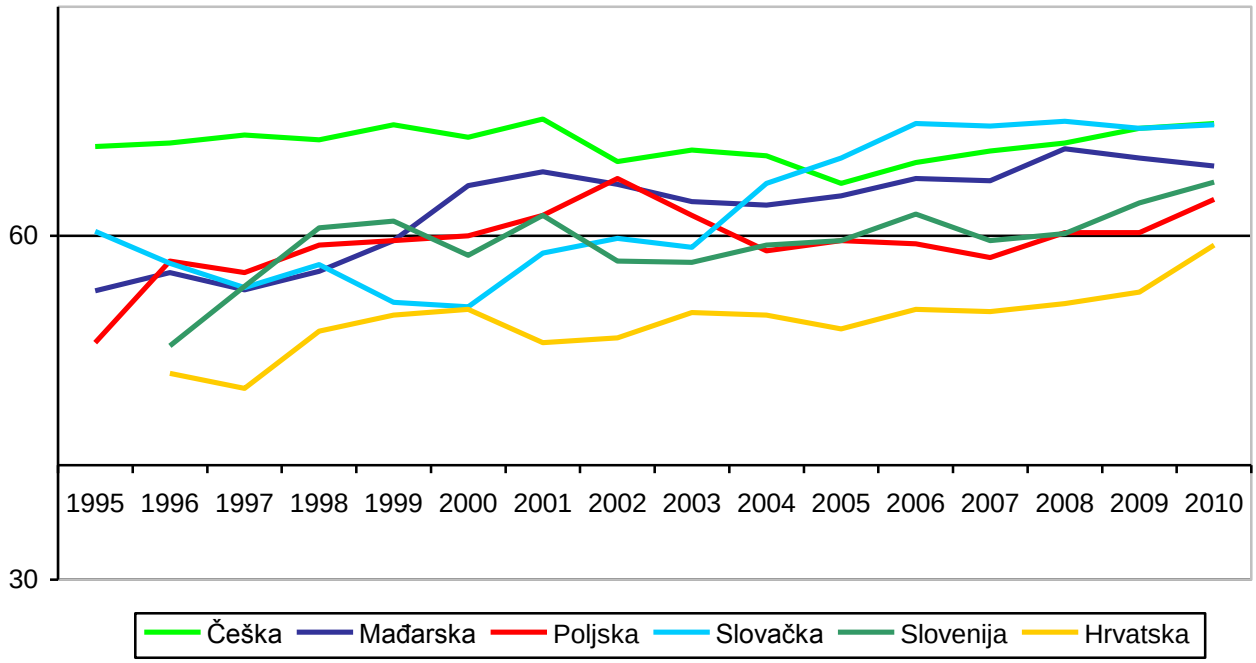
   1 - Mali udjel privatnog vlasništva; 2 - Ostvaren mali napredak u privatizaciji, završena prodaja nekoliko poduzeća; 3 - Više od 25% privatiziranih državnih poduzeća, ali uz mali napredak u korporativnom upravljanju; 4 - Više od 50% privatiziranih državnih poduzeća uz značajan napredak u korporativnom upravljanju; 4+ - Standardi i poslovanje privatiziranih poduzeća sukladni su onima u razvijenim tržišnim ekonomijama: Više od 75% privatiziranih državnih poduzeća uz efikasno korporativno upravljanje.

Prilog 3: Komponente i varijable indeksa ekonomskih sloboda Heritage foundation

Sloboda poslovanja	1. Potrebne dozvole i trošak pokretanja poslovanja 2. Lakoća dobivanja dozvola 3. Regulativa koja opterećuje poslovni sektor 4. Potrebne dozvole i trošak zatvaranja poslovanja
Sloboda trgovine	1. Ponderirana prosječna carinska stopa 2. Necarinske barijere 3. Korupcija u carinskoj upravi
Fiskalna sloboda	1. Najviša granična stopa poreza na dobit 2. Najviša granična stopa na dohodak i doprinosi 3. Ukupni porezni prihodi države kao % u BDP
Sloboda od utjecaja države	1. Potrošnja države iskazana kao % u BDP 2. Poduzeća u državnom valsništvu 3. Udio prihoda države od poduzeća u državnom vlasništvu i vlasništva nad nekretninama 4. Programi privatizacije i intervencije vlade na tržištu dionica
Monetarna sloboda	1. Prosječna stopa inflacije 2. Kontrola cijena
Sloboda ulaganja	1. Postojanje propisa o stranom ulaganju 2. Ograničenja stranog vlasništva tvrtki i zemljišta 3. Otvorenost domaćih firmi ili sektora stranim ulagačima 4. Ograničavajući zahtjevi prema stranim firmama 5. Istovjetni tretman domaćih i stranih poduzeća pred zakonom 6. Ograničenja kapitalnih transakcija 7. Mogućnost lokalnog financiranja stranih poduzeća
Financijska sloboda	1. Državno vlasništvo financijskih institucija 2. Ograničena mogućnost stranih banaka da otvore podružnice u zemlji 3. Utjecaj države na alokaciju kredita 4. Regulativa 5. Slobodna ponuda svih vrsta financijskih usluga
Radna sloboda	1. Minimalna plaća 2. Ograničenja radnih sati, radnog vremena i pravo na godišnji odmor 3. Ograničenja u postupku otpuštanja radnika i pripadajući trošak 4. Zakonska regulativa zaštite zaposlenja
Vlasnička prava	1. Utjecaj države na pravosuđe 2. Trgovačko pravo-definirani ugovori 3. Sankcioniranje odluka strane arbitraže u ugovornim odnosima 4. Eksproprijacija vlasništva koju provodi država 5. Korupcija u pravosuđu 6. Dugotrajanost dobivanja sudskih odluka 7. Zakonom zajmčeno i zaštićeno pravo privatnoga vlasništva
Sloboda od korupcije	1. Percepcija o postojanju korupcije

Izvor: Beletić i Budak 2007, str. 809.

Prilog 4: Kretanja Heriatge indeksa ekonomskih sloboda za odabrane tranzicijske zemlje u razdoblju od 1995.-2010.



Napomena: Indeks može poprimiti vrijednost u rasponu [0, 100], pri čemu veća ocjena predstavlja veće ekonomske slobode.

Izvor: izradila autorica prema podacima Heritage Foundationa.

SADRŽAJ

SAŽETAK ..... **I**

SUMMARY ..... **II**

1. UVOD **1**

1.1. PROBLEM I PREDMET ISTRAŽIVANJA **2**

1.2. CILJ I SVRHA ISTRAŽIVANJA **4**

1.3. ZNANSTVENE METODE **6**

1.4. KOMPOZICIJA DISERTACIJE **6**

1.5. OČEKIVANI ZNANSTVENI DOPRINOS ISTRAŽIVANJA **8**

2. TEORIJSKI PRISTUP ODNOSA IZMEĐU TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNIH INVESTITORA **9**

2.1. EVOLUCIJA I ZNAČAJ FINANCIJSKIH SUSTAVA **9**

2.2. TEMELJNE SASTAVNICE FINANCIJSKOG SUSTAVA **11**

2.2.1. FINANCIJSKA TRŽIŠTA 11

2.2.2. FINANCIJSKE INSTITUCIJE 13

2.3. TRŽIŠTE KAPITALA **17**

2.3.1. TEMELJNE ODREDNICE TRŽIŠTA KAPITALA 17

2.3.2. SUDIONICI NA TRŽIŠTU KAPITALA 20

2.3.3. DETERMINANTE RAZVOJA TRŽIŠTA KAPITALA 23

2.4. INSTITUCIONALNI INVESTITORI **25**

2.4.1. TRADICIONALNA I ALTERNATIVNA TEORIJA FINANCIJSKE INTERMEDIJACIJE 25

2.4.2. POJAM INSTITUCIONALNIH INVESTITORA 27

2.4.3. VRSTE INSTITUCIONALNIH INVESTITORA 30

2.4.3.1. INVESTICIJSKI FONDOVI 31

2.4.3.2. MIROVINSKI FONDOVI 37

2.4.3.3. OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA 39

2.4.4. UTJECAJ SNAGA PONUDE I POTRAŽNJE NA RAST I RAZVOJ INSTITUCIONALIZIRANE ŠTEDNJE 42

2.4.5. FINANCIJSKI KONGLOMERATI – BUDUĆNOST FINANCIJSKOG POSREDOVANJA 44

2.5. VAŽNOST RAZVOJA EFIKASNOG FINANCIJSKOG SUSTAVA U FUNKCIJI RAZVOJA UKUPNOG GOSPODARSTVA **48**

2.5.1. FINANCIJSKI SUSTAV I EKONOMSKI RAST 48

2.5.2. BANKOVNO TRŽIŠTE I TRŽIŠTE KAPITALA - KOMPLEMENTI ILI SUPSTITUTI? 52

2.5.3 INSTITUCIONALNI INVESTITORI VERSUS TRŽIŠTE KAPITALA 54

2.6. IMPLIKACIJE RASTA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA I TRŽIŠTA KAPITALA NA FINANCIJSKU STABILNOST 56

2.7. REGULACIJA FINANCIJSKOG TRŽIŠTA I FINANCIJSKIH INSTITUCIJA 57

3. USPOREDNI PRIKAZ RAZVOJA TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNIH INVESTITORA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA 62

3.1. DETERMINANTE PROCESA RAZVOJA FINANCIJSKE INTERMEDIJACIJE ZEMALJA U TRANZICIJI 63

3.1.1. PRIVATIZACIJA....63

3.1.2. MIROVINSKA REFORMA....72

3.1.3. OSTALE STRATEGIJE RAZVOJA TRŽIŠTA KAPITALA I FINANCIJSKE INTERMEDIJACIJE 83

3.2. USPOREDNI PRIKAZ FINANCIJSKIH SUSTAVA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA....84

3.3. ANALIZA TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH ZEMALJA U TRANZICIJI 92

3.3.1. DETERMINANTE RAZVOJA ODABRANIH TRANZICIJSKIH TRŽIŠTA KAPITALA....92

3.3.1. POKAZATELJI DINAMIKE RAZVOJA ODABRANIH TRANZICIJSKIH TRŽIŠTA KAPITALA....96

3.4. TEMELJNE KARAKTERISTIKE INSTITUCIONALNIH INVESTITORA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA....104

3.4.1. MIROVINSKI FONDOVI U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA 106

3.4.2. OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA....110

3.4.3. INVESTICIJSKI FONDOVI U ODABRANIM TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA 113

3.5. KOMPARATIVNA ANALIZA REGULACIJSKIH OKVIRA TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNIH INVESTITORA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA ...115

4. TRŽIŠTE KAPITALA I INSTITUCIONALNI INVESTITORI U REPUBLICI HRVATSKOJ 123

4.1. KONFIGURACIJA I RAZVIJENOST HRVATSKOG FINANCIJSKOG SUSTAVA ...123

4.2. DEPOZITNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE....129

4.2.1. BANKE 129

4.2.2. OSTALE DEPOZITNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE....137

4.2.2.1. STAMBENE ŠTEDIONICE....137

4.2.2.2. UZAJAMNE ŠTEDNO DEPOZITNE INSTITUCIJE 139

4.3. NEDEPOZITNE FINANCIJSKE INSTITUCIJE 140

4.3.1. INVESTICIJSKI FONDOVI....140

4.3.1.1. ZATVORENI I PRIVATIZACIJSKI INVESTICIJSKI FONDOVI 141

4.3.1.2. OTVORENI INVESTICIJSKI FONDOVI 142
4.3.2. MIROVINSKI FONDOVI 146
4.3.3. OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA 153
4.3.4. LEASING I FACTORING DRUŠTVA 157
4.3.5. OSTALE FINANCIJSKE NEDEPOZITNE INSTITUCIJE 159
4.4. TRŽIŠTE KAPITALA 160
4.5. TRŽIŠTE NOVCA 168
4.6. POVEZANOST BANAKA I NEBANKOVNIH INSTITUCIJA U REPUBLICI HRVATSKOJ 169
4.7. NADZOR FINANCIJSKOG SUSTAVA U REPUBLICI HRVATSKOJ 172
4.7.1. HRVATSKA NARODNA BANKA – NADZOR DEPOZITNIH FINANCIJSKIH INSTITUCIJA 172
4.7.2. HRVATSKA AGENCIJA ZA NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA – NADZOR NEDEPOZITNIH FINANCIJSKIH USLUGA I TRŽIŠTA KAPITALA 173
4.8. UTJECAJ DRŽAVE NA RAST, RAZVOJ I KONFIGURACIJU HRVATSKOG FINANCIJSKOG SUSTAVA 174
5. ANALIZA UTJECAJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA REPUBLIKE HRVATSKE I ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA – MODELSKI PRISTUP 178
5.1. TEORIJSKE OSNOVE PANEL PODATAKA 178
5.1.1. MODEL S FIKSNIM EFEKTOM 180
5.1.2. MODEL SA SLUČAJNIM EFEKTOM 181
5.2. PODACI I METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA 185
5.2.1. PROSTORNA I VREMENSKA DIMENZIJA PODATAKA 185
5.2.2. ODABIR ZAVISNIH I NEZAVISNIH VARIJABLI U ISTRAŽIVANJU 187
5.2.3. OBLIKOVANJE MODELAUTJECAJA RAZVOJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH TRANZICIJSKIH ZEMALJA 192
5.3. IMPLIKACIJE REZULTATA ISTRAŽIVANJA UTJECAJA RAZVOJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA TRŽIŠTA KAPITALA ODABRANIH TRANZCIJSKIH ZEMALJA 194
5.4. PRIJEDLOZI ZA UNAPREĐENJE RAZVOJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U REPUBLICI HRVATSKOJ 207
6. ZAKLJUČAK 207
LITERATURA 213

POPIS KRATICA **229**

POPIS TABLICA **231**

POPIS GRAFIKONA **233**

POPIS SLIKA **234**

POPIS SHEMA **234**

PRILOZI **235**