

Dr.sc. Alen Stojanović, redoviti profesor

Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu

Dr.sc. Jakša Krišto, docent

Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu

UČINKOVITOST FINACIJSKE STRUKTURE I RAZVOJ UNIJE TRŽIŠTA KAPITALA

SAŽETAK

Ekonomski rast i financijski sektor neodvojivi su i povezani. Međutim, pitanja o prirodi financijskog posredovanja, ulozi financijskog tržišta, tipu financijskog sektora te utjecaju na ekonomski rast nisu jednoznačna. Brojna provedena istraživanja još uvijek su bez konačnog i jedinstvenog odgovora. Europska unija, na političkoj i strateškoj razini, ponovno otvara ovo pitanje novom inicijativom o osnivanju unije tržišta kapitala. Cilj unije je osnažiti razvoj tržišta vrijednosnih papira i nebankovnih financijskih institucija kako bi se dodatno potaknula ulaganja u gospodarstvo. U samoj argumentaciji potrebe oblikovanja unije tržišta kapitala Europska komisija u mnogo čemu kao predložak uzima tržišno orijentirani financijski sektor SAD-a. Time se Europska unija čini se po prvi puta strateški priklanja ovom obliku financijskog sustava kao preferiranom cilju. Zamišljena unija tržišta kapitala, predstavlja priliku za dodatni razvoj tržišta kapitala i u Republici Hrvatskoj kojem se nakon financijske krize s početkom 2007. godine ne nazire izgledna prilika za brži oporavak. Naravno, postizanje održivog i konkurentnog ekonomskog rasta Europske unije krajnji je cilj po kojem će se mjeriti uspješnost i ove vrlo složene inicijative.

Ključne riječi: *financijski sustav, ekonomski rast, unija tržišta kapitala, financijske institucije, Europska unija*

UVOD

Razvijenost financijskog sustava očituje se u brojnosti financijskih posrednika i sudionika financijskih tržišta, zastupljenosti specifičnih i

prilagođenih financijskih tržišta, brojnosti financijskih odnosa između različitih sektora i ekonomskih jedinica, u suvremenim financijskim tehnikama, u brojnosti oblika štednje i investiranja, u pravnoj uređenosti i regulaciji. Mnoštvo financijskih institucija svojim djelovanjem na različitim financijskim tržištima čini financijski sustav sigurnim, likvidnim i efikasnim.

Banke, koje su tradicionalno najznačajnije financijske institucije gotovo svuda u svijetu, u svojoj najistaknutijoj ulozi financijskih posrednika omogućavaju sudionicima tržišta ne samo različite oblike štednje i ulaganja već i najrazličitije oblike eksternog financiranja, pri čemu izravno podupiru i ekonomski rast. Međutim danas, u suvremenim financijskim sustavima, ove kvalitete i ulogu u društvu imaju i druge financijske institucije. Specifična znanja i iskustva, metode i oblici kreiranja, distribuiranja i korištenja financijskih usluga nekad isključivo dostupna bankama, danas su djelovanjem tehnološkog napretka i drugih promjena dostupna i mnogim drugima.

Rezultat takvog inovativnog, prilagođenog i učinkovitog poslovanja je restrukturiranje cjelokupnih financijskih struktura, odnosno povećana konkurencija između banaka međusobno, banaka i drugih financijskih institucija, kao i direktnog financijskog tržišta u gotovo svim segmentima poslovanja. U konačnici, rast konkurencije značajno utječe i na stabilnost i razvoj cjelokupnog gospodarstva.

STRUKTURNE KARAKTERISTIKE IZABRANIH FINACIJSKIH STRUKTURA

Promatrajući razvijene zemlje uočavaju se sličnosti i razlike u strukturi financijskog sustava. U svima djeluju sve značajnije financijske institucije: banke i druge depozitne ili kreditne institucije, mirovinski fondovi, osiguratelji, investicijski fondovi, državne i od države podupirane financijske institucije, brokери, dealeri, povjerbene institucije i investicijski savjetnici i druge. Ipak, njihova se zastupljenost i značenje u pojedinim zemljama značajno razlikuje. Razlike su rezultat specifičnog ekonomskog, društvenog i povijesnog nasljeđa, nejednake razine i oblika uključenosti države u ukupna ekonomska zbivanja, nejednake regulacije i pravne sigurnosti, strukture gospodarstva, kao i nejednakog uvođenja financijskih

inovacija. Posljedično, razlikuje se i zastupljenost pojedinih tehnika i oblika štednje i ulaganja, odnosno eksternog financiranja u pojedinim zemljama, o čemu najbolje govori tekst u nastavku.

Tablica 1: Značenje pojedinih financijskih institucija mjereno ukupnom aktivom u SAD, 1950. – 2014. (%)

Financijska institucija	1950	1970	1990	2010	2014
Kreditne institucije	63,6	55,7	39,7	27,1	22,9
Osiguratelji	24,9	17,8	15,3	10,8	10,5
Mirovinski fondovi	4,0	13,1	20,3	17,1	23,8
Investicijski fondovi	1,8	4,0	9,6	18,4	21,6
Ostale financijske institucije	5,7	9,6	22,8	26,6	21,2
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Izvor: FED, Priređeno prema Flow of Funds Accounts of the United States, 2015.

Prezentirani podaci u prethodnoj tablici jasno prikazuju promjene veličine udjela aktive pojedinih financijskih institucija u SAD-u zadnjih 60-tak godina. Tržišni je udjel američkih poslovnih banaka i drugih kreditnih institucija u stalnome padu, s 63,6% (banaka 50,2%) 1950. na samo 22,9% (banaka 21,4%) 2014. godine. U istome razdoblju pad udjela aktive bilježe i osiguratelji, s 24,9% na svega 10,5%. S druge strane, najznačajniji rast ostvaruju mirovinski fondovi i od 2000. godine po prvi puta u povijesti veličinom aktive nadilaze sustav poslovnih banaka. Njihov je udjel u ukupnoj aktivi financijskih institucija 1950. iznosio samo 4,0%, a 2014. 23,8%. Sličan rast ostvarili su i investicijski fondovi, s 1,8% 1950. na čak 21,6% 2014. godine. Sve značajnije financijske institucije na tržištu su i razne državno podupirane institucije, izdavači sekuritiziranih potraživanja, financijske kompanije i drugi. Krajem 2014. godine postotni udjel aktive tzv. "ostalih" financijskih institucija iznosio je 21,2% čime su se i one gotovo izjednačile s bankama, tj. ukupnim značenjem kreditnih institucija u SAD! Ove financijske institucije zahvaljujući razvoju tržišta vrijednosnih papira i podršci države sve snažnije konkuriraju bankama, kako u poslovima prikupljanja novčanih sredstava, tako i u poslovima eksternog financiranja.

Iako puno sporiji, ovaj je trend prisutan i u većini zemalja Europske unije. Primjerice, u razdoblju do 2008. do 2014. godine zabilježen je pad udjela ukupne imovine monetarnih institucija (ne uključujući središnje banke) u ukupnoj imovini financijskog sektora u Njemačkoj sa 80,8% na 72,4%, u

Francuskoj sa 75,6% na 71,5%, u Austriji sa 76,9% na 69,9%, u Finskoj sa 86,4% na 84,2%, a u Luksemburgu sa 45,9% na samo 19,8%. Unatoč tome, u svim zemljama Euro zone, osim Luksemburga (19,8%), Malte (23,3%) i Nizozemske (24,8%), monetarne financijske institucije s bankama na čelu čine daleko najvažniji segment ukupnog financijskog sustava, o čemu detaljnije govori sljedeća tablica.

Tablica 2: Značenje pojedinih financijskih institucija mjereno ukupnom aktivom u zemljama Euro zone, 2014. (%)

Zemlja	Monetarne financijske institucije ¹	Mirovinski fondovi	Osiguratelji	Ostale financijske institucije ²
Belgija	50,5	0,9	14,7	33,9
Njemačka	72,4	4,2	16,5	6,8
Estonija	70,8	7,5	3,0	18,7
Irska	42,7	4,0	10,1	43,1
Grčka	92,3	0,1	3,7	3,9
Španjolska	73,0	3,1	7,3	16,6
Francuska	71,5	0,0	20,9	7,6
Italija	68,6	0,8	13,0	17,6
Cipar	58,3	1,8	2,3	37,7
Latvija	80,8	6,1	2,5	10,7
Litva	75,9	5,7	3,0	15,4
Luksemburg	19,8	0,0	3,3	76,9
Malta	23,3	0,0	5,4	71,3
Nizozemska	24,8	14,1	5,6	55,6
Austrija	69,9	1,6	9,8	18,8
Portugal	63,4	2,2	8,8	25,5
Slovenija	73,5	4,2	12,3	10,0
Slovanačka	72,8	9,8	7,9	9,5
Finska	84,2	0,5	9,6	5,7
Euro zona	57,9	3,5	13,2	25,5

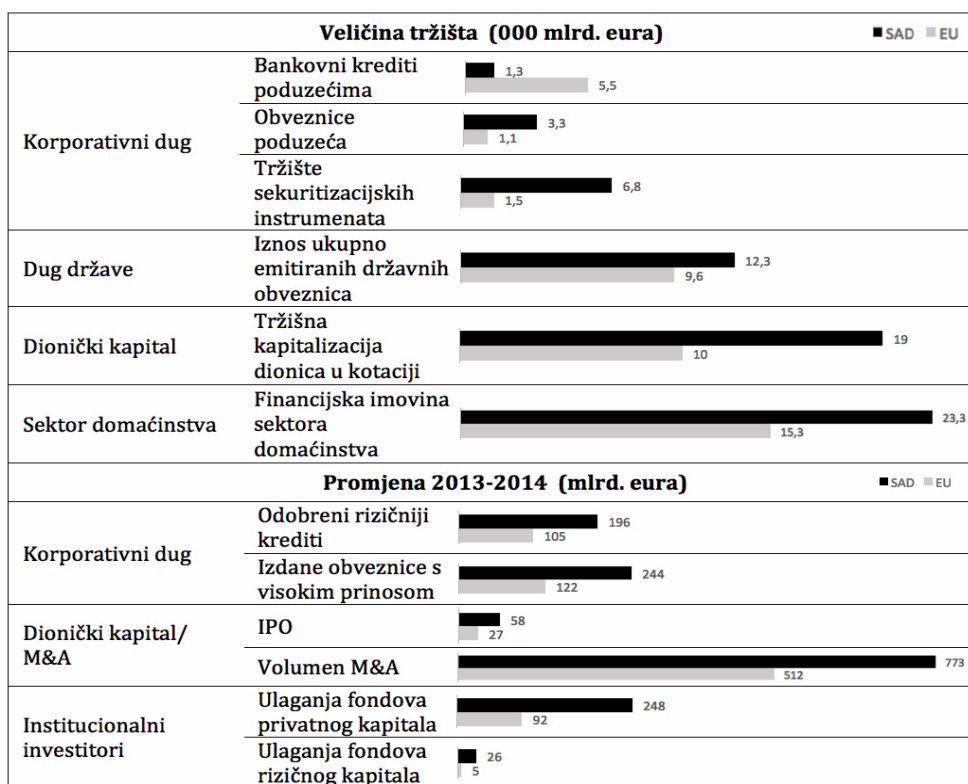
Napomene: ¹podatak ne uključuje Eurosustav, ²podatak uključuje investicijske fondove, sekuritizacijske poslovne entitete, i sve ostale financijske institucije

Izvor: priređeno prema ECB, Report on financial structures, listopad 2015.

Kao što je prikazano, mjereno ukupnom aktivom, monetarne financijske institucije na čelu s bankama će u većini zemalja Europske unije zasigurno još duže vrijeme ostati najznačajnije financijske institucije. O tome, iako na drugi način govore i podaci o zastupljenosti pojedinih financijskih instrumenata i tehnika na financijskom tržištu u SAD i EU.

Promatranjem grafikona 1. lako su uočava znatno veće značenje bankovnih kredita kao izvora financiranja sektora nefinancijskih poduzeća u zemljama Europske unije u odnosu na SAD. Krajem 2014. godine iznos tih kredita iznosio je u Europskoj uniji 5,5 bil. eura, a u SAD-u tek 1,3 bil. eura. S druge strane, ukupan dug ovog sektora po osnovi emitiranih obveznica iznosio je u EU 1,1 bil. eura, dok u SAD tri puta više – 3,3 bil. eura.

Grafikon 1: Usporedba izabranih financijskih pokazatelja u SAD i EU, 2014.



Izvor: priređeno prema AFME, Bridging the growth gap – Investor views on European and US capital markets and how they drive investment and economic growth, 2015., str. 7.

Već tradicionalno, puno je veće značenje i dioničkog tržišta u SAD. Kapitalizacija burzovnih tržišta vlasničkih instrumenata u SAD krajem 2014. godine bila je otprilike dvostruko veća od onih u EU. Nadalje, vrijednost tržišta rizičnijih kredita iznosila je u EU tek nešto više od polovine, a sekuritizacijskih instrumenata tek četvrtinu njihove vrijednosti u SAD. Štoviše, ulaganja fondova rizičkog kapitala u SAD u istom su

razdoblju bila 5 puta (!) veća od njihovih ulaganja u Europskoj uniji (AFME, 2015). Vidljive su i velike razlike u razvijenosti tržišta kapitala među samim državama članicama EU. Npr. burzovna kapitalizacija domaćeg tržišta u V. Britaniji bila je iznad 121% BDP-a, dok je u Latviji, Cipru i Litvi bila niža od 10%. (EC, 2015).

Struktura izvora financiranja bilo kojeg sektora ili sudionika financijskog tržišta nije određena samo interesima dužnika, već i sklonostima štediša – ulagača. Tako sektor stanovništva u EU dominantno ulaže svoje financijske viškove u depozite banaka (33,8%) i police životnog/neživotnog i mirovinskog osiguranja (33,1%), dok građani SAD-a znatno veće iznose štednje plasiraju u dionice (34,3%) i udjele u investicijskim fondovima (13,2%), a puno manje u depozite banaka (13,2%) (BOJ, 2015.). Spomenute razlike zasigurno su i jedan od važnijih čimbenika zastupljenosti pojedinih oblika ukupnog eksternog financiranja i strukturnih karakteristika pojedinih financijskih sektora.

Konačno, zastupljenost, brojnost i raznolikost različitih financijskih institucija nije samo pokazatelj razvijenosti, već i tipa financijskog sustava. U bankovno orijentiranim sustavima uz banke djeluju više ili manje razvijene nebankovne financijske institucije pa je vrlo izražen stupanj bankovne intermedijacije, dok tržište vrijednosnica ima sekundarnu ulogu. Depoziti kod banaka i drugih kreditnih institucija najvažnija su ulagačka mogućnost, a poduzeća i stanovništvo ovisni su prvenstveno o bankovnom financiranju. Bankovno orijentirani financijski sustavi su oni u Europi, kao i u svim nerazvijenim zemljama. S druge strane, tržišno orijentirane financijske sustave, kakav je onaj u SAD-u i djelomice u Velikoj Britaniji, uz i dalje nezaobilazne i snažne banke karakteriziraju visoko razvijeno tržište vrijednosnica (kapitala) i nebankovne financijske institucije. Efikasnu alokaciju kapitala osigurava razvijeno, otvoreno, informirano, efikasno i kompetitivno financijsko tržište (Leko, 2006.).

FINANCIJSKA STRUKTURA I EKONOMSKI RAST – DOSADAŠNJA ISTRAŽIVANJA

Financijske institucije i tržišta imaju ključnu ulogu u razvoju gospodarstva jer svojim djelovanjem doprinose učinkovitijem transferu i alokaciji

ukupnih novčanih viškova. Pri tome, čim se financijski sektor dovodi u kontekst ukupnog ekonomskog rasta, ne može se zaobići pitanje stvarnih implikacija izbora pojedine financijske strukture. Teorijski modeli pretpostavljaju da se razvijenost financijskog sektora iskazuje brojnošću različitih financijskih institucija, tržišta, instrumenata, tehnika i mehanizama financiranja. Drugim riječima, u osnovi se prihvaća koncept - "više je bolje". Uobičajeno se pretpostavlja da će usvajanje većeg broja raspoloživih oblika štednje i ulaganja, te raznolikih financijskih usluga ponuđenih od mnogobrojnih financijskih posrednika i specijalista rezultirati višim stopama ekonomskog rasta.

Uobičajeno se u ovom kontekstu postavlja sljedeće temeljno pitanje: „Koliko dobro procjene ili zaključci o učincima većeg izbora financijskih oblika štednje i ulaganja na mikro razini odgovaraju dokazima o učincima izabranih financijskih struktura na makro razini i obratno?“ Još uvijek prevladava odgovor – ne baš najbolje. Općenito, pojedini istraživači pokušali su dokazati superiornost bankovno orijentiranog odnosno tržišno orijentiranog financijskog sustava, ili suprotno, dokazati irelevantnost tog izbora u kontekstu ekonomskog rasta.

Tako su npr., Gerschenkron (1962), Diamond (1984), Ramakrishnan i Thakor (1984), Stiglitz (1985), Rajan i Zingales (1998), Bencivenga i Smith (1991), Bhide (1993) i Stulz (2000) u svojim istraživanjima naglasili određene prednosti (kao i mnoge pretpostavke za njihovo ostvarivanje) bankovno orijentiranih financijskih sustava. Upravo suprotno, Jensen i Murphy (1990), Rajan (1992), Holmstrom i Tirole (1993), Allen (1993), Weinstein i Yafeh (1998), Hellwig (1991), Wenger i Kaserer (1998), Boot i Thakor (1997), Allen i Gale (1999), kao i LaPorta et. al. (2002) svaki su na svoj način naglasili prednosti tržišno orijentiranih financijskih struktura u njihovoj funkciji ekonomskog rasta.

S druge strane Merton i Bodie (1995), La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny (1998), kao i Levine (1997, 2000, 2002), Chakraborty i Ray (2003) naglašavaju da izbor pojedine financijske strukture nije od presudne važnosti za stanje u ekonomiji, već drugi čimbenici, posebice infrastrukturne karakteristike pojedinih zemalja, učinkovitost zakonodavstva i razina pravne zaštite. Ove tvrdnje na svoj su način potvrdili Rajan i Zingales (1998) ustvrdivši da su bankovno orijentirani

sustavi učinkovitiji u zemljama lošijeg ili neučinkovitijeg zakonodavstva i općenito nižeg stupnja pravne zaštite, dok prednosti tržišno orijentiranih sustava rastu s unapređenjem regulatornog sustava. Na tome tragu su i zaključci Boyda i Smitha (1998). Slično tome, Tadesse (2002) i Uzunkaya (2012) u svojim radovima zaključuju da su u državama s razvijenijim financijskim tržištem učinkovitiji tržišno orijentirani sustavi, dok su u slabije razvijenim ekonomijama, kao i u zemljama s nedovoljno razvijenim pravnim i institucionalnim okruženjem, učinkovitiji bankovno orijentirani financijski sustavi.

Kao što se može primijetiti iz prethodnih istraživanja i njihovih nejednakih zaključaka, konsenzus o značenju i ulozi pojedinih financijskih struktura u kontekstu ekonomskog rasta, niti nakon cijelog stoljeća aktivnih rasprava, još uvijek nije niti približno postignut. Ipak, uvidom u temeljne strukturne pokazatelje pojedinih financijskih sustava, može se primijetiti sklonost razvijenijih zemalja ka bržem razvoju direktnog eksternog financiranja i tržišno orijentiranoj financijskoj strukturi općenito, iako još ne postoje empirijski i neupitni dokazi o superiornosti ili opravdanosti tog izbora. Pri tome se samo po sebi nameće pitanje – “Zašto ekonomska znanost nema odgovor na, čini se, jednostavno pitanje – koji je model financijskog sustava bolji?”

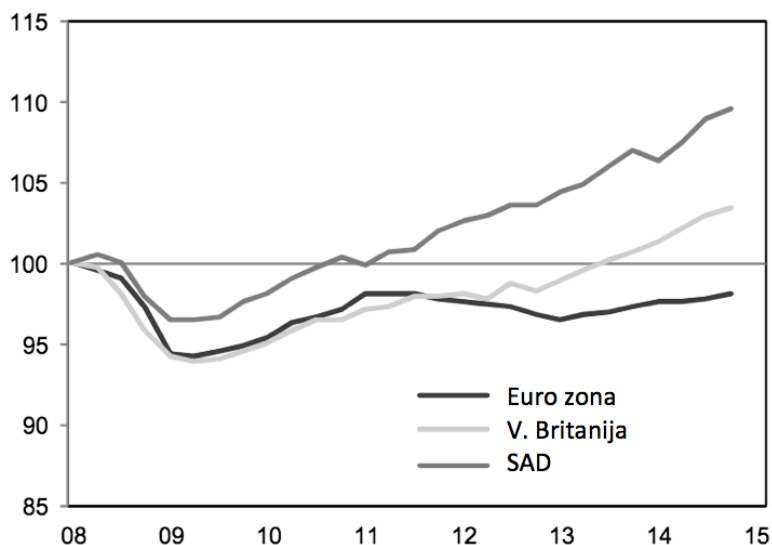
Više je razloga tome, a neki od njih su opće prirode npr., vjerodostojnost uzoraka, nedostaci u statističkim osnovama istraživanja, nejednaki standardi izvještavanja, poistovjećivanje kvantitete i kvalitete u istraživanjima i mnogi drugi. Možda pojedinačno i najvažniji uzrok otežanog mjerenja stvarnog utjecaja izabраниh financijskih struktura na opći ekonomski rast je kompleksnost modela i mjerenja stvarnih učinaka izabраниh financijskih struktura, s obzirom na svijest o složenosti kako financijskih tako i ekonomskih sustava u cjelini. Složenost ukupnih ekonomskih međuodnosa dodatno naglašavaju različite ekonomske politike i strategije pojedinih zemalja, različito značenje pojedinih ekonomskih sektora i djelatnosti, različiti infrastrukturni sadržaji, pravna uređenost i sigurnost nekog društva, različita zastupljenost, uključenost i interes države, različito nasljeđe i navike, veća ili manja sklonost inovacijama i njihova nejednaka dinamika, demografska slika društva, različite mogućnosti i sklonosti ka štednji, različiti stupanj razvoja pojedinih segmenata financijskih sustava, različite politike ulaganja najvažnijih

institucionalnih investitora, različite monetarne i posebice fiskalne politike, itd. U tome smislu, svi su zaključci i procjene u ovakvim istraživanjima utemeljeni na prilagodbi izabranih ekonomskih modela, te su stoga i svi nalazi koji proizlaze iz ovih modela ispravni samo onoliko koliko su ispravne i pretpostavke na kojima su korišteni modeli utemeljeni.

ŠIRE ZNAČENJE PRIJEDLOGA O STVARANJU UNIJE TRŽIŠTA KAPITALA U EUROPSKOJ UNIJI

Europska unija već se dulje vremena suočava s krizom ekonomskog rasta, odnosno prilično “anemičnim” gospodarskim oporavkom. U tom smislu, razina proizvodnosti je nepromijenjena, nezaposlenost je i dalje visoka, a ulaganja opadaju, posebice u usporedbi s zemljama tržišno orijentiranih financijskih sustava. U razdoblju od 2008. do 2013. godine zemlje Europske unije ostvarile su prosječnu stopu rasta BDP-a u iznosu od -0,1%, a stopa nezaposlenosti dosegla je prosječnu vrijednost od 9,2%, dok su vrijednosti ovih pokazatelja u SAD u istom razdoblju iznosile 0,9% i 8,2% (DBG, 2015.).

Grafikon 2: Dinamika ekonomskog oporavka izabranih zemalja (realni BDP, indeks 2008 = 100)



Izvor: Goldman Sachs Global Investment Research, Unlocking Europe's economic potential through financial markets, Br. 15/07, 2015., str. 2.

Sasvim sigurno dio odgovornosti za sporiji oporavak europskog gospodarstva leži u financijskom, konkretnije bankovnom sektoru tj., novijim promjenama u regulaciji banaka, njihovoj poslovnoj praksi, pa i problemima koji ih posljednjih godina opterećuju. Naime, uslijed novih kapitalnih i likvidnosnih zahtjeva (CRD IV) zamjetno je opadanje kreditne aktivnosti banaka, koje će se prema svemu sudeći nastaviti još neko vrijeme. U takvim uvjetima, poduzeća, posebice ona manja, puno teže udovoljavaju sve strožim kreditnim zahtjevima banaka i zbog toga ne uspijevaju pribaviti potrebne dodatne izvore financiranja za nova ulaganja i planirane poslovne projekte.

Kao rezultat toga, znanost i struka, kao i cjelokupno gospodarstvo moraju pronaći nove načine kako smanjiti ovisnost o bankovnom financiranju, a sve u cilju bržeg i održivog ekonomskog oporavka. Kao dio rješenja ovog problema, aktualna administracija EU predlaže osnivanje tzv., unije tržišta kapitala za svih 28 država članica. Valja reći da unija tržišta kapitala nije u najstrožem smislu nova zamisao. Jedinstveno tržište financijskih usluga, koje obuhvaća i tržište kapitala, formalni je cilj EU još od njezinih začetaka (Ugovor iz Rima 1957.). No koliko god je do sada puno postignuto u ostvarivanju tog cilja, još više je ostalo tek za postići (AFME 2014).

Iz tog razloga Europska komisija krajem 2014. započinje s intenzivnim konzultacijama sa svim ključnim sudionicima ovog procesa, javnim raspravama i izrađuje nekoliko strateških dokumenata, od kojih svakako treba istaći tzv., Zelenu knjigu – Stvaranje unije tržišta kapitala, objavljenu u veljači 2015., u kojoj se ukratko navode ključni ciljevi, načela, prioriteti, izazovi i očekivani rezultati od jedinstvene Unije tržišta kapitala.

Njome bi se osigurala veća diversifikacija u financiranju gospodarstva i smanjili troškovi pribavljanja slobodnog kapitala, osobito za mala i srednja poduzeća. Snažnijom integracijom tržišta kapitala na EU razini, posebice u dijelu vlasničkih instrumenata, povećala bi se otpornost europskog gospodarstva na šokove i omogućila veća ulaganja. Unija tržišta kapitala trebala bi, zahvaljujući učinkovitoj tržišnoj infrastrukturi i posrednicima, povećati protok kapitala od ulagača do europskih investicijskih projekata, i tako poboljšati raspodjelu rizika i kapitala u cijeloj EU, a Europa bi naposljetku bila otpornija na šokove u budućnosti (EC, 2015).

Posljedično, veća ovisnost o kreditima banaka čini europsko gospodarstvo, a osobito mala i srednja poduzeća, ranjivijima u otežanim uvjetima bankovnog kreditiranja, što je bio slučaj tijekom financijske krize. U tome smislu, razvijenije tržište kapitala treba nadopunjavati, nikako u potpunosti istisnuti financiranje banaka (EC, 2015). Pojednostavljeno prema nekim procjenama, ukoliko bi europska tržišta kapitala umanjila zaostajanje za onim u SAD na samo pola te vrijednosti, to bi omogućilo 500 mlrd. USD dodatnih izvora financiranja poduzeća samo na godišnjoj razini (Wright, 2015.).

Svjesni sve kompleksnosti stvaranja Europske unije tržišta kapitala, Komisija je utvrdila niz područja u kojima je, prema općem mišljenju, nužno postići napredak kako bi se planirani ciljevi ostvarili u što kraćem roku. To su:

- smanjivanje prepreka u pristupu tržištima kapitala preispitavanjem postojeće prakse i propisa o prospektu,
- obogaćivanje izvora financiranja europskih, posebice malih i srednjih poduzeća, većom zastupljenošću nebankovnih financijskih institucija, tržišta vrijednosnih papira i tehnika sekuritizacije aktive, većom transparentnošću kreditnog izvješćivanja i unapređenjem prakse prikupljanja relevantnih informacija o kreditnim i drugim rizicima poduzeća,
- poticanje prakse sekuritizacije aktive unapređenjem postojeće prakse, standarda, regulacije i transparentnosti samih postupaka,
- poticanje dugoročnih ulaganja u gospodarstvo, posebice društava za osiguranje i mirovinskih fondova, uz pomoć novog Europskog fonda za strateška ulaganja (EFSU) i novog regulatornog okvira za europske fondove za dugoročna ulaganja (ELTIF),
- razvoj europskih tržišta privatnih plasmana kao još jednog važnog načina financiranja ne samo najvećih poduzeća, već potencijalno i infrastrukturnih projekata ujednačavanjem dijela nacionalnog zakonodavstva, većom standardizacijom i transparentnošću postupaka (EC, 2015).

Sama podrška europske administracije i politike u razvoju financijskog sektora nije niti nova niti neočekivana, no jest formalno poticanje razvoja financijskog sektora u smjeru tržišno orijentiranih financijskih struktura iako, kao što je navedeno u prethodnom dijelu rada, još uvijek nemamo

neupitne dokaze pozitivnog utjecaja konkretne financijske strukture na ekonomski rast.

HRVATSKI FINANCIJSKI SUSTAV

Imajući u vidu karakteristike, strukturu, stupanj razvijenosti i ukupno stanje hrvatskog bankovnog i ukupnog financijskog sustava u vrijeme osamostaljenja Republike Hrvatske, kao i do sada sve učinjeno u pogledu njegovog osuvremenjivanja, može se zaključiti da je današnje uređenje hrvatskog financijskog sustava znatno primjerenije potrebama suvremenog gospodarstva.

U proteklom razdoblju omogućeno je potpuno redefiniranje i restrukturiranje banaka, kao i osnivanje u nas sasvim novih financijskih institucija kao su štedne banke, stambene štedionice, kreditne unije, mirovinski fondovi koji posluju na načelu kapitalizacije štednje, investicijski fondovi svih vrsta i namjena, faktoring institucije, leasing društva, a tržište osiguranja je konkurentno i usklađeno s europskom regulativom. Osim toga, omogućeno je pokretanje razvoja tržišta vrijednosnih papira institucionalnim uređenjem novčanog tržišta i tržišta kapitala, osnovano je nekoliko specijaliziranih državnih financijskih institucija na čelu s HBOR-om, itd.

Krajem 2014. godine u Hrvatskoj je djelovalo 27 poslovnih banaka, 1 štedna banka, 5 stambenih štedionica, 26 kreditnih unija, 25 društava za osiguranje i 1 društvo za reosiguranje, 25 društava za upravljanje investicijskim fondovima, 82 UCITS investicijska fonda, 28 alternativnih investicijskih fondova, 8 investicijskih društava, 26 mirovinskih fondova različitih vrsta, 1 mirovinsko osiguravajuće društvo, 23 leasing društava, 16 faktoring društava, Zagrebačka burza d.d., Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d. i neke druge. Samo uvidom u brojnost i raznovrsnost postojećih financijskih institucija, može se zaključiti da je današnji financijski sustav u Hrvatskoj postigao značajno veći stupanj usporedivosti i usklađenosti sa suvremenim financijskim sustavima koji nam uobičajeno služe kao uzor. Ipak, on je i dalje gotovo u potpunosti određen stanjem u bankovnom sustavu, o čemu najbolje govori sljedeća tablica.

Krajem promatranog razdoblja, 2014. godine, udjel ukupne aktive kreditnih institucija u ukupnoj aktivni svih financijskih institucija iznosio čak 74,4% (banaka 68,6%), dok je udjel svih ostalih institucija još uvijek puno manji. Npr., udjel investicijskih fondova 2,6%, osiguratelja 6,5%, mirovinskih fondova 12,1%, te ostalih financijskih institucija 3,1%. Unatoč rastu ukupne aktive većine bankovnih konkurenata zadnjih nekoliko godina, oni ipak na tržištu još uvijek nemaju veće značenje. Iako je tome najznačajniji uzrok činjenica da su to, osim osiguratelja, nove financijske institucije u Hrvatskoj, one niti u budućnosti neće imati veće značenje bez dodatnog preispitivanja uloge i interesa države, rasta gospodarstva, edukacije specijaliziranih kadrova i šire javnosti, pa i dodatnih izmjena regulatornog okvira, kao i unapređenja sustava njihovog nadzora i kontrole.

Tablica 4: Relativno značenje izabranih financijskih institucija u Hrvatskoj (% u ukupnoj aktivni)

Financijska institucija	1998.	2006.	2014.
Kreditne institucije	94,3	80,1	74,4
Osigurateljne institucije	5,8	4,8	6,5
Investicijski fondovi	-	4,5	2,6
Mirovinski fondovi	-	4,0	12,1
Ostale financijske institucije	-	6,6	3,1
Ukupno	100,0	100,0	100,0

Izvor: Priređeno prema HNB, HANFA, služeni podaci, 2015.

Na potpunu "bankocentričnost" hrvatskog financijskog sustava još više upućuju podaci iz priloga ovog rada. Kako je prikazano, 2014. godine u strukturi ukupnih financijskih ulaganja svih domaćih gospodarskih sektora i dalje dominiraju depoziti (29,2%) (iako se valute i depoziti zajedno iskazuju, za očekivati je njihovu minimalnu zastupljenost), te krediti (25,7%), u prvom redu poslovnih banaka. Promatraju li se samo depoziti kao oblik štednje, njihova dominacija još je izraženija u sektorima nefinancijskih društava i kućanstava. U slučaju sektora nefinancijskih društava, depoziti su zabilježili pojedinačno najveći udjel od 42,6%, a u slučaju sektora kućanstva očekivano još viših 56%. Istovremeno, ulaganja u vlasničke instrumente iznosila su u slučaju nefinancijskih društava 20,6%, a sektora kućanstva 18,2% njihovih ukupnih financijskih ulaganja. U strukturi ukupnih financijskih potraživanja nefinancijskih društava još se

ističu ostala potraživanja s udjelom od 33,7%, dok u slučaju sektora kućanstva police životnog, neživotnog i mirovinskog osiguranja s 23,2%.

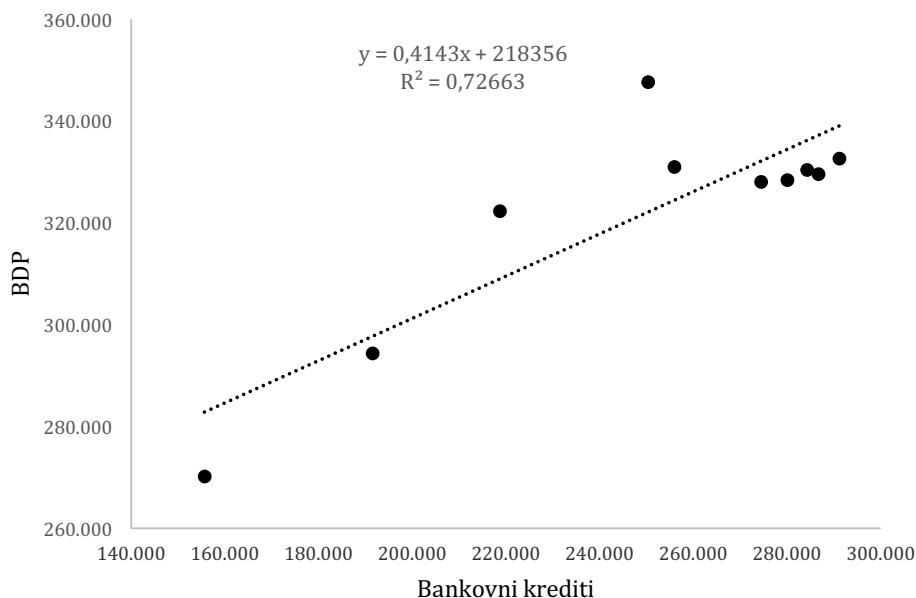
U strukturi ukupnih financijskih obveza, odnosno izvora financiranja svih domaćih sektora 2014. godine najzastupljenije su obveze po odobrenim kreditima (dominantno banaka) (31,8%), obveze po prikupljenim depozitima (25,1%), vlasnički kapital (20,6%) i dužnički vrijednosni papiri (11,9%). Značenje uzajmljenih sredstava po osnovi odobrenih kredita očekivano je najizraženije u slučaju sektora kućanstva i nefinancijskih poduzeća. Krajem 2014. godine kreditne obveze predstavljale su čak 97,7% ukupnih obveza građana i pojedinačno najzastupljenijih 46,5% ukupnih financijskih obveza nefinancijskih društava. Za usporedbu, interni izvori financiranja (vlasnički kapital) nefinancijskih društava činili su 45,1%, a sredstva prikupljena dužničkim vrijednosnim papirima tek 2,7% njihovih ukupnih izvora financiranja. Ovakva ovisnost građana o kreditima, u prvom redu banaka ne čudi, no kao što je prethodno prikazano, tolika ovisnost nefinancijskih društava o kreditima banaka ipak nije toliko zastupljena u zemljama EU kao niti u SAD-u.

O zavisnosti sektora nefinancijskih društava o bankama u Hrvatskoj na svoj način govore i podaci o strukturi ukupnih ulaganja u vrijednosne papire. Naime, najznačajniji ulagač u instrumente vlasničkog kapitala (uključujući dionice investicijskih fondova) u 2014. godini (237,2 mlrd. kuna) bila je država s 104,5 mlrd. kuna ili 44%! Drugi po važnosti ulagač u ove instrumente bili su građani s 70,8 mlrd. kuna ili 29,8%, dok su financijske institucije uložile svega 38,8 mlrd. kuna ili 16,3% ukupnih ulaganja u vlasničke instrumente. Istovremeno, ulaganja financijskih institucija u zadužnice iznosila su 196 mlrd. kuna ili čak 99,5% ukupnih ulaganja u ove financijske instrumente. S druge strane, od ukupnog iznosa emitiranih zadužnica na hrvatskom financijskom tržištu, državne zadužnice su predstavljale 92,1% ili 180,3 mlrd. kuna, a korporativnog sektora tek 7,3% ili 14,3 mlrd. kuna.

Naposljetku, na snažnu povezanost bankovnih kredita i ekonomskog rasta, na svoj način upućuju i rezultati standardnog statističkog korelacijskog modela. Korelacijski koeficijent (r) izračunat prema standardnoj formuli (Bewick, Cheek, Ball, 2003.) gdje su x i y vrijednosti odobrenih bankovnih kredita i BDP-a, iznosi visokih 0,852. Na signifikantan pozitivan utjecaj

bankovnih kredita na BDP (p – vrijednost od 0,002) upućuje i rezultat standardnog linearnog regresijskog modela prikazan u grafikonu 3.

Grafikon 3: Odobreni bankovni krediti i BDP u Hrvatskoj, 2005. – 2014.



Izvor: Izračun autora

I ovi rezultati upućuju na vrlo izražen pozitivni linearni međudnos ovih varijabli, iako ne i na njihovu kauzalnost. Iako su usporedbe kretanja ovih pokazatelja odavno postale standardnim analitičkim alatom ispitivanja utjecaja bankovnih kredita na ekonomski rast, one svakako nisu bez nedostataka. Naime, kretanje ovih pokazatelja rezultat je doista velikog broja čimbenika koji mogu uzrokovati usporedivo kretanje ovih pokazatelja unatoč izostanku njihove međusobne izravne kauzalosti. Zato promatranje ovih pokazatelj ne treba tumačiti jednoznačno.

Ipak, svi do sada iskazani podaci na najbolji način ukazuju na iznimnu "bankocentričnost" hrvatskog financijskog sustava u kojemu poslovna poduzeća kao i ostali sudionici ukupnih gospodarskih aktivnosti, izravno ovise ne samo o "zdravlju" bankovnog sustava, već i o poslovnoj politici i strategiji banaka, njihovoj prilagođenosti potrebama hrvatskog gospodarstva, planiranim prihodima, sklonosti prema riziku i ostalim odrednicama ukupne bankovne prakse. Potencijalne negativne posljedice

ovakvih odnosa još su izvjesnije uzme li se u obzir postojeća politika ulaganja institucionalnih investitora u Hrvatskoj, inače svuda u svijetu nezaobilaznih financijera gospodarskih aktivnosti. Naime, ulaganja osiguratelja, investicijskih i mirovinskih fondova iznosila su svega 10,4% ukupnih ulaganja u instrumente vlasničkog kapitala! Istovremeno, hrvatska poduzeća gotovo uopće ne koriste dužničke vrijednosne papire u svrhu dodatnih eksternih izvora financiranja.

Imajući sve spomenuto u vidu, prijedlozi Europske komisije o osnivanju unije tržišta kapitala, koja podrazumijeva upravo jačanje nebankovnih financijskih institucija i tržišta vrijednosnih papira kao alternativnih i komplementarnih izvora financiranja gospodarstva, a sve u cilju smanjenja zavisnosti o bankama, više su nego dobrodošli i u Hrvatskoj.

ZAKLJUČAK

Rasprava o prednostima bankovno i tržišno orijentiranih financijskih sustava sigurno nije završena. Nažalost, niti nakon toliko godina istraživanja i preispitivanja, ekonomska znanost nema jednoznačan odgovor na ovo strateško pitanje razvoja financijskog sustava. U tome smislu, čini se da nema niti ispravnog, niti pogrešnog izbora, smjera razvoja, kao niti cilja. Koliko god da na prvi pogled, u toj mjeri neujednačeni zaključci ovih istraživanja, doprinose općem neslaganju predstavnika različitih i često suprotstavljenih stavova o ispravnom modelu financijskog sustava, oni neizravno, bez iznimke, ukazuju na svu kompleksnost financijskog sustava, pogotovo u kontekstu njegovog doprinosa ukupnom ekonomskom razvoju. Na tome tragu, opravdano se postavlja pitanje opravdanosti i svrsishodnosti novog prijedloga osnivanja unije tržišta kapitala u Europskoj uniji. Imajući u vidu, ostvarene stope ekonomskog rasta, kao i istovremeno iznimnu ovisnost gospodarstva o bankama u Europskoj uniji, način pristupanja ovom problemu od strane europske administracije čini se ispravnim, iako je argumentacija za potrebom drugačijeg razvoja europskog financijskog sustava prilično pojednostavljena. Dokaz tome na vrlo jednostavan način je stanje u hrvatskom financijskom sustavu. Samo primjera radi, iako je aktiva mirovinskih fondova 2014. godine predstavljala 12,1% aktive svih financijskih institucija, njihova su ulaganja u instrumente vlasničkog

kapitala iznosila svega 1% ukupnih ulaganja u dionice i druge vlasničke instrumente! Povrh toga, uzme li se u obzir činjenica da su iste godine ukupna ulaganja svih financijskih institucija u vlasničke instrumente tržišta kapitala iznosila svega 3%, a ulaganja države čak 8% (javna poduzeća), sasvim je jasno da samo formalno osnaživanje nebankovnih izvora eksternog financiranja samo po sebi neće uroditi plodom (za usporedbu 2014. godine ulaganja države u zemljama euro zone iznosila su 5%, a u SAD-u svega 0,09% ukupnih ulaganja u vlasničke instrumente, ECB, FDIC, 2015). U slučaju Hrvatske, to je sigurno daljnje preispitivanje uloge i zastupljenosti države na tržištu. U takvom okruženju, sasvim je sigurno da je utjecaj financijskog sustava na gospodarstvo barem jednak utjecaju gospodarstva na financijski sustav. Drugim riječima, u zemlji toliko zastupljenog javnog sektora, stvarna učinkovitost financijskog sustava nije rezultat samo njegovih iskorištenih mogućnosti i realiziranih interesa, već i kvalitete menadžmenta u korporativnom sektoru, posebice javnim poduzećima, kao i stanja u javnim financijama općenito.

Imajući sve spomenuto u vidu, nova inicijativa Europske unije u dijelu daljnjeg razvoja financijskog sustava čini se opravdanom, no valja imati na umu da niti najbolje osmišljena politika i strategija razvoja financijskog sustava neće polučiti očekivane rezultate ukoliko nisu ostvarene i sve ostale pretpostavke njezine učinkovite implementacije u ekonomske procese i zbivanja.

LITERATURA

1. AFME. (2015). Bridging the growth gap – Investor views on European and US capital markets and how they drive investment and economic growth.
2. AFME. (2014). An agenda for capital markets union.
3. Allen, F. (1993). Stock markets and resource allocation. U Mayer, C., Vives, X. (ur.) Capital Markets and Financial Intermediation. Cambridge University Press. Cambridge. 81-107.
4. Allen, F., Gale, D. (1997). A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US. European Economic Review. 39(2). 179-209.
5. Bank of Japan. (2015). Flow of Funds - Overview of Japan, US, and Euro area.
6. Bewick, V., Cheek, L., Ball, J. (2003). Statistics review 7: Correlation and regression, Critical Care. 7. 451-459.
7. Bencivenga, V.R., Smith, B.D. (1991). Financial Intermediation and

- Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*. 58. 195-209.
8. Bhidé, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics*. 34. 1-51.
 9. Boot, A., Thakor, A.V. (1997). Financial systems architecture. *Review of Financial Studies*. 10. 693-733.
 10. Boyd, J.H., Smith, B.D. (1998). The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development. *Economic Theory*. 12. 519-560.
 11. Chakraborty, S., Ray, T. (2003). Bank-based versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis. University of Oregon Economics Department Working Papers.
 12. Deutsche Borse Group. (2015). Principles for a European Capital Markets Union, Strengthening capital markets to foster growth.
 13. Diamond, D. W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*. 51. 393-414.
 14. ECB (2015). Report on financial structures.
 15. European Commission. Green Paper – Building a Capital Markets Union. COM/2015/063.
 16. FED (različita izdanja) Flow of Funds Accounts of the United States.
 17. Gerschenkron, A. (1962). Economic Backwardness in Historical Perspective, A Book of Essays. Harvard University Press. Cambridge.
 18. Goldman Sachs Global Investment Research. (2015). Unlocking Europe's economic potential through financial markets. 15(07).
 19. HNB. (2015). službeni podaci.
 20. HANFA. (2015). službeni podaci.
 21. Hellwig, M. (1991). Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance. u Giovannini, A., Mayer, C. (ur.). *European Financial Integration*. Cambridge University Press. 35-63.
 22. Holmstrom, B., Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *The Journal of Political Economy*. 101(4). 678-709.
 23. Jensen, M.C., Murphy, K.J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*. 98(2). 225-264.
 24. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2002). Government ownership of commercial banks. *Journal of Finance*. 57. 265-301.
 25. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*. 106. 1113-1155.
 26. Leko, V. (2006). Promjene u strukturi financijskih institucija – od bankovnih prema tržišno utemeljenim sustavima. 41. simpozij HZRFD. Pula, 8.-10. lipnja 2006. 310-322.
 27. Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*. 35. 688-726.

28. Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation*. 11. 398-428.
29. Levine, R., Loayza, N., Beck, T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*. 46(1). 31-77.
30. Merton, R.C., Bodie, Z. (1995). A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, u Crane, D.B. et al. (ur.). *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Harvard Business School Press, Boston. 3-32.
31. Rajan, R.G. (1992). Insiders and outsiders: the choice between informed and arms length debt. *Journal of Finance*. 47. 1367-1400.
32. Rajan, R. Zingales, L. (1998). Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*. 11. 40-48.
33. Rajan R., Zingales, L. (1998). Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*. 11. 40-48.
34. Ramakrishnan, T. S., Thakor, A.V. (1984). Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation. *Review of Economic Studies*. 51. 415-32.
35. Stiglitz, J.E. (1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money Credit and Banking*. 17. 133-152.
36. Stulz, R.M. (2000). Financial structure, corporate finance, and economic growth, *International Review of Finance*. 1(1). 11-38. 635-672.
37. Tadesse, S. (2002). Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence. *Journal of Financial Intermediation*. 11. 429-454.
38. Uzunkayam, M. (2012). Economic Performance in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Do Non-Financial Institutions Matter? *Journal of Applied Finance & Banking*. 2(5).159-176.
39. Weinstein, D.E., Yafeh, Y. (1998). On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan. *Journal of Finance*. 53.
40. Wenger, E., Kaserer, C. (1998). The German system of corporate governance: A model which should not be imitated. U Black, S.W., Moersch, M. (ur.). *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*. North -Holland Press. 41-78.
41. Wright, W. (2014). Driving Growth: Making the Case for Bigger and Better Capital Markets in Europe. *NewFinancial*.

PRILOG

Tablica 5: Struktura financijske imovine i obveza domaćih sektora u Hrvatskoj, 2014. (%)

	Republika Hrvatska		Nefinancijska društva		Opća država		Kućanstva i NPIŠK		Financijska društva - ukupno		Srednja banka		Kreditne institucije		Investicijski fondovi		Osiguravajuća društva		Mirovinski fondovi		Ostale fin. institucije			
	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	% ¹	% ²	
Financijska imovina	100	100	8	100	12	100	29	100	50	100	7	100	31	100	1	100	2	100	5	100	3	100	3	100
Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valuta i depoziti	29	43	4	21	3	56	16	14	7	27	2	12	4	29	0	10	0	2	0	14	0	14	0	0
Dužnički vrijednosni papiri	15	0	0	0	0	0	0	29	15	70	5	11	4	41	0	61	1	73	4	12	0	12	0	0
Kredit	26	0	0	7	1	0	0	49	25	0	0	74	23	1	0	6	0	0	0	45	1	45	1	0
Vlasnički kapital i dionice inv. fondova	18	21	2	63	8	18	5	6	3	0	0	1	0	28	0	12	0	25	1	20	1	20	1	0
Osiguranje i mirovine	7	3	0	0	0	23	7	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	1	0	1	0	0
Izvedeni fin. instr.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostala potraživanja	5	34	3	9	1	2	1	2	1	0	0	1	0	0	0	8	0	0	0	7	0	7	0	0
Financijske obveze	100	100	33	100	19	100	8	100	40	100	6	100	24	100	1	100	2	100	4	100	3	100	3	100
Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valuta i depoziti	25	0	0	0	0	0	0	63	25	81	5	86	81	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dužnički vrijednosni papiri	12	3	1	56	11	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kredit	32	46	15	33	6	98	8	5	2	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	76	2	76	2	0
Vlasnički kapital i dionice inv. fondova	21	45	15	0	0	0	0	15	6	16	1	13	15	98	1	17	0	0	0	19	1	19	1	0
Osiguranje i mirovine	6	0	0	0	0	0	0	15	6	0	0	0	0	0	0	75	2	99	4	0	0	0	0	0
Izvedeni fin. instr.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	61	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostale obveze	5	6	2	11	2	2	0	1	0	0	0	0	2	1	0	8	0	0	0	4	0	4	0	0

 Napomena: %¹ podatak prikazuje vrijednost na razini sektora, %² podatak prikazuje vrijednost na razini ukupnog sustava.

Izvor: priređeno prema HNB, Statistika, 2015.