

# Financije na prekretnici: Imamo li snage za iskorak? In memoriam prof. dr. sc. Ivo Sever

---

**Bajo, Anto; Stavljenić, Branimir; Burnać, Paško; Dimitrić, Mira;  
Škalamera Alilović, Dunja; Spasić, Stefan; Ercegovac, Roberto; Buljan,  
Zrinka; Grdinić, Maja; Korenić, Tomislav; ...**

**Edited book / Urednička knjiga**

*Publication status / Verzija rada:* **Published version / Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

*Publication year / Godina izdavanja:* **2017**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:779553>

*Rights / Prava:* [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-27**



SVEUČILIŠTE U RIJECI  
**EKONOMSKI FAKULTET**

*Repository / Repozitorij:*

[Repository of the University of Rijeka, Faculty of  
Economics and Business - FECRI Repository](#)

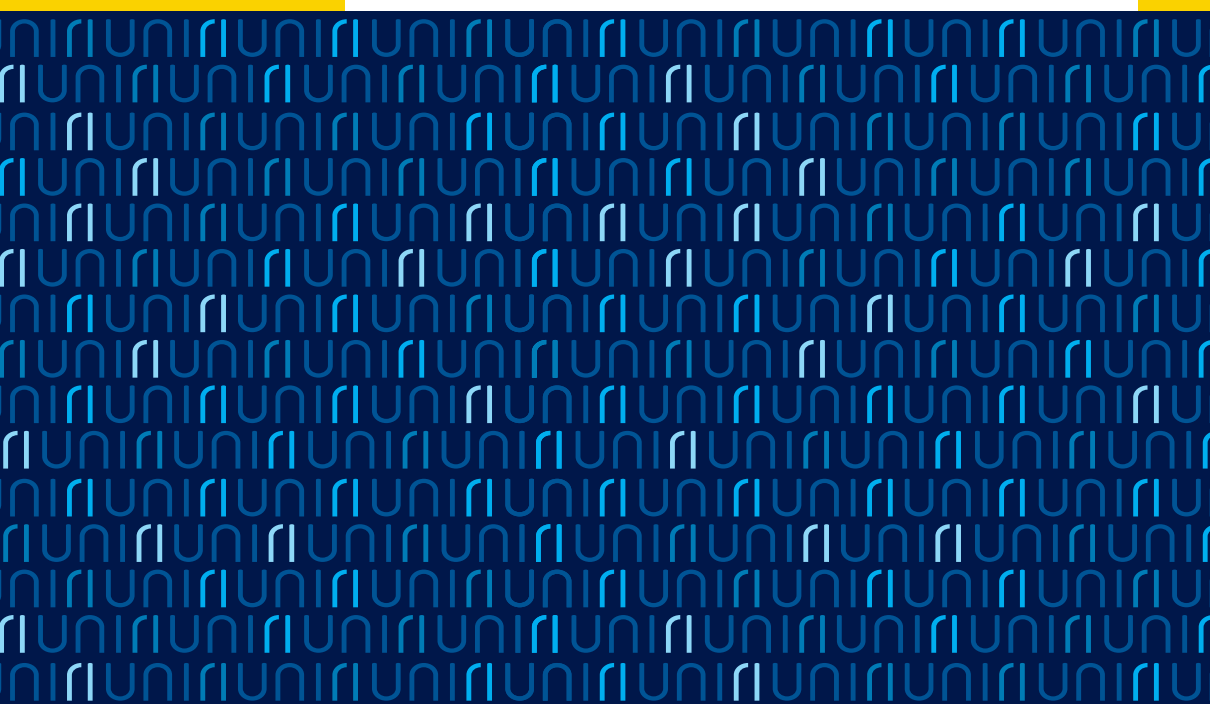
**uniri** DIGITALNA  
KNJIŽNICA

  
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

# Financije na prekretnici:

Imamo li snage za iskorak?

*In memoriam* prof. dr. sc. Ivo Sever



FINANCIJE NA PREKRETNICI:  
IMAMO LI SNAGE ZA ISKORAK?

*In memoriam* prof. dr. sc. Ivo Sever

**Izdavač:**

Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet

**Za izdavača:**

izv. prof. dr. sc. Alen Host

**Recenzenti:**

prof. dr. sc. Nikša Nikolić

prof. dr. sc. Sead Kreso

**Lektura i korektura:**

Denisse Mandekić

**Tehnički urednik:**

doc. dr. sc. Maja Grdinić

**Grafička priprema i prijelom:**

Sanja Jovanović, Centar za elektroničko nakladništvo Sveučilišta u Rijeci

**Mjesec i godina objavljivanja:**

Srpanj, 2017.

ISBN 978-953-7813-34-5

© Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci

Sva prava pridržana. Zabranjuje se preštampavanje, umnožavanje i kopiranje ove knjige ili bilo kojeg njezinog dijela bez pisanog odobrenja vlasnika autorskih prava.

Odlukom Povjerenstva za izdavačku djelatnost Sveučilišta u Rijeci KLASA: 602-09/17-01/06, URBROJ: 2170-57-03-17-3, ovo se djelo objavljuje kao izdanje Sveučilišta u Rijeci.

Ovu je knjigu sufinanciralo Sveučilište u Rijeci potporom istraživanjima br. 13.02.1.2.02. i br. 13.02.1.2.09, te Hrvatska zaklada za znanost projektom IP-2013-11-8174 i IP-2013-11-6558.

# Financije na prekretnici: Imamo li snage za iskorak?

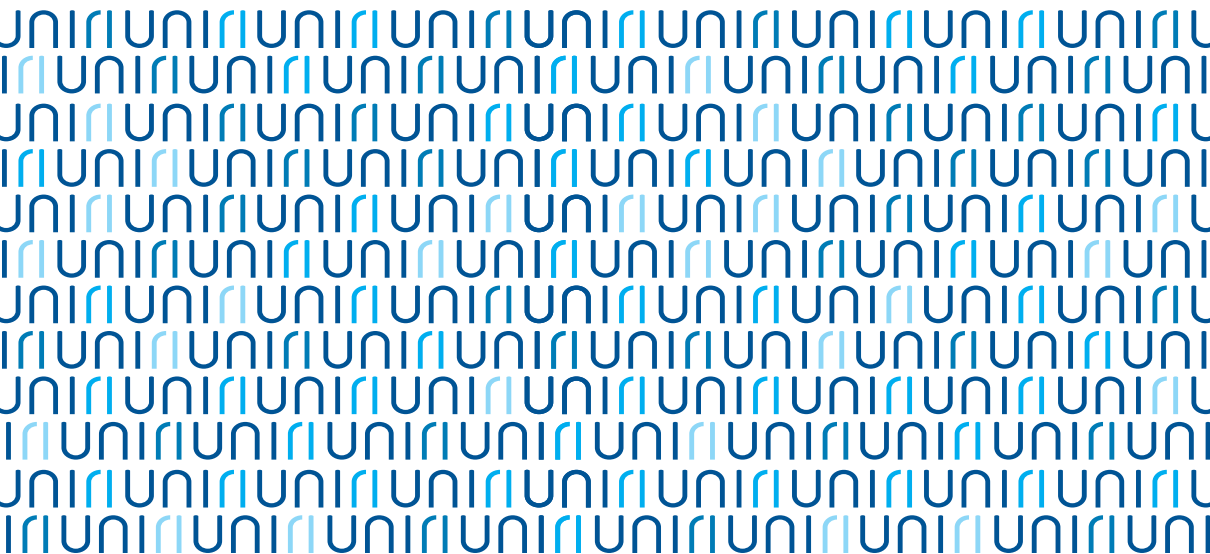
*In memoriam* prof. dr. sc. Ivo Sever

Urednici:

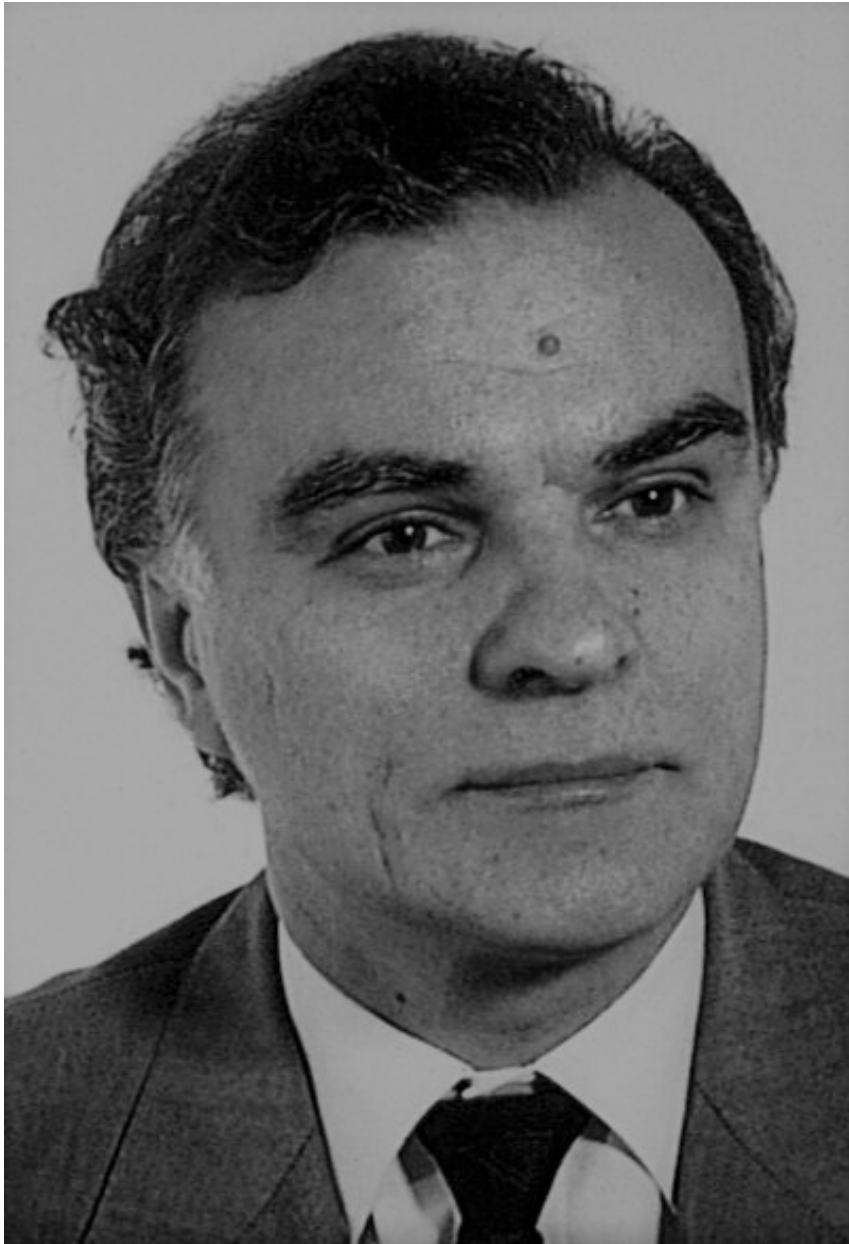
prof. dr. sc. Helena Blažić

prof. dr. sc. Mira Dimitrić

prof. dr. sc. Mario Pečarić







prof. dr. sc. Ivo Sever  
1937.- 2017.





## PREDGOVOR

Dragi čitatelji, kolege i prijatelji,

namjeravali smo napisati klasičan predgovor za zbornik radova, odnosno monografiju. Govorili bismo o našim tradicionalnim interkatedarskim skupovima te kako je i ova monografija rezultat našega XV. Interkatedarskog skupa katedri za financije održanog 22. travnja 2016. godine na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Rijeci.<sup>1</sup> Željeli smo i ukratko predstaviti glavne tematske cjeline, kao i sadržaj pojedinačnih radova.

No, neumitnost vječnosti ovoj je knjizi namijenila drugačiju svrhu – spomen na jednog od naših korifeja, znanstvenika koji je uvijek imao snage za iskorak i beskompromisnu dosljednost – profesora Ivu Severa.

Stoga započinjemo odavanjem počasti njegovom znanstvenom opusu nadajući se da će ga radovi koji slijede biti dostojni.

Rijeka, ožujak 2017.

Urednici

---

1 Skup su sufinancirali Hrvatska zaklada za znanost projektima „Tax Policy and Fiscal Consolidation in Croatia [IP-2013-8174]“ i „Business and Personal Insolvency – the Ways to Overcome Excessive Indebtedness [IP-2013-11-6558]“, Sveučilište u Rijeci projektom „Porezni sustav i ekonomsko-socijalni odnosi hrvatskog društva (13.02.1.2.02.)“, te Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci



prof. dr. sc. Helena Blažić  
izv. prof. dr. sc. Saša Drezgjić

## **prof. dr. sc. IVO SEVER (1937. – 2017.)**

11. veljače 2017. godine u Zagrebu, nakon kraće bolesti, u osamdesetoj godini života, preminuo je prof. dr. sc. Ivo Sever. Iza sebe je ostavio suprugu Vlastu te sina Darka.

Prof. dr. sc. Ivo Sever rođen je 22. lipnja 1937. g. u mjestu Lančić kraj Ivanca u Varaždinskoj županiji. Osnovno školovanje s malom maturom završio je 1952. godine u Ivancu dok je od 1952. do 1956. g. pohađao srednju školu u Karlovcu. Obrazovanje je nastavio u Zagrebu gdje je diplomirao pri Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu na Makroekonomskom smjeru 1961. g. Odmah nakon završetka fakulteta se zaposlio te upisao poslijediplomski studij, smjer Privredni razvoj u Beogradu. Navedeni studij završio je 1972. godine te stekao stupanj magistra znanosti obranivši magistarski rad pod nazivom *Karakteristike individualne potrošnje u Hrvatskoj*. Akademski stupanj doktora znanosti stekao je 1978. godine na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu obranom doktorske disertacije na temu *Osobna potrošnja i ekonomski razvoj – Analiza na primjeru Jugoslavije*.

U razdoblju od 1961. do 1971. godine u Republičkom zavodu za planiranje SR Hrvatske bio je na radnim mjestima od referenta do savjetnika. Od 1971. do 1974. g. bio je ekonomski savjetnik predsjednika Sabora SR Hrvatske. Odmah zatim, do 1982. godine, bio je i ekonomski savjetnik Predsjedništva SR Hrvatske. Od 1982. do 1987. godine zaposlen je u Institutu za javne financije u funkciji savjetnika, a zatim i ravnatelja u razdoblju od dvije godine. Profesor Sever 1987. godine dolazi na Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci kao izvanredni profesor za predmet Javne financije, gdje su mu povjerena i predavanja na kolegijima Kreditno-monetarna teorija i Međunarodne financije.

U okviru svojega rada na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Rijeci, osim navedenih kolegija, prof. dr. sc. Sever bio je nositeljem čitavog niza kolegija iz znanstvene grane Financije i fiskalna politika (Javne financije, Usporedni porezni sustavi i politika, Oporezivanje poduzeća, Upravljanje javnim financiranjem, Financiranje lokalnih investicija). Uz nastavnu aktivnost, profesor Sever imao je izuzetno aktivnu i važnu ulogu i u znanstvenoistraživačkom unaprjeđivanju Fakulteta te je u razdoblju od 1996. do 1998. godine bio prodekan za znanstvenoistraživački rad, a rukovodio je i Znanstvenoistraživačkim centrom Fakulteta. Od 1997. godine je i glavni urednik Zbornika radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci koji je pod njegovim uredništvom postao zapažen časopis citiran u najvažnijim znanstvenoistraživačkim bazama društvenih i ekonomskih znanosti.

Osim toga, profesor Sever bio je dugogodišnji pročelnik Katedre za financije i fiskalnu politiku.

Osim aktivne uloge u unaprjeđenju znanstvenoistraživačkog i nastavnog djelovanja Ekonomskog fakulteta u Rijeci, prof. dr. sc. Sever imao je i važnu ulogu u kreiranju znanstvene misli, osobito u području djelovanja poreznog sustava na ekonomsko-socijalne odnose u hrvatskom društvu. Stoga su i projekti pod pokroviteljstvom Ministarstva znanosti, obrazovanja i športa, na čelu s prof. Severom kao glavnim istraživačem, kontinuirano zauzimali visoko mjesto u pogledu ocjene kvalitete i rezultata. Njegovi radovi te znanstveni skupovi koje je organizirao na tu temu također su imali snažan odjek u znanstvenim krugovima, ali i u hrvatskoj javnosti. Kao član Znanstvenog vijeća za ekonomska istraživanja i hrvatsko gospodarstvo Hrvatske akademije znanosti i umjetnosti (HAZU) mogao je snažno utjecati na orijentaciju hrvatskoga poreznog sustava te društvenih odnosa u cjelini. Svojoj strasti prema znanosti ostao je vjeran do kraja te je zadnje redove sveučilišnog udžbenika *Fiskalna politika*, na kojemu je radio dugi niz godina, napisao krajem prosinca 2017. g.

Kako bi bio u mogućnosti još više djelovati na širenju znanstvenoistraživačkih spoznaja u polju ekonomskih znanosti, profesor Sever, kao jedan od utemeljitelja, zajedno s profesorom Brankom Horvatom, uključio se u osnivanje Znanstvenog društva ekonomista. U prve četiri godine nakon osnivanja Društva bio je tajnik, a od 2007. godine predsjednik navedenoga društva.

Prof. dr. sc. Ivo Sever je u dugogodišnjem znanstvenoistraživačkom djelovanju objavio preko stotinu znanstvenih i stručnih radova, a održao je i brojna predavanja u zemlji i inozemstvu. Bio je glavni istraživač u cijelome nizu projekata čiji su pokrovitelji bili Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa te tijela javne vlasti Republike Hrvatske. Provedba i rezultati navedenih projekata redovito su dobivali najviše znanstvene i stručne ocjene. Od 2007. godine glavni je istraživač u projektu *Strategija ekonomsko-socijalnih odnosa hrvatskog društva* koji je jedan od najbolje ocijenjenih projekata u polju ekonomskih znanosti. U okviru projekata, kao glavni istraživač, prof. Sever angažirao je brojne međunarodne stručnjake pa je tako i omogućio njihov dolazak te brojna predavanja na Ekonomskom fakultetu u Rijeci.

Posebnu pažnju zaslužuje njegov mentorski rad te obrazovanje brojnih diplomanata, magistara te doktora znanosti. Disertacije njegovih kandidata često su objavljivane te redovito izazivale zapažen interes znanstvene i stručne javnosti. Prof. dr. sc. Ivo Sever vodio je računa i o budućnosti Fakulteta i znanstvenoistraživačkog kontinuiteta u svome području te je sva svoja znanja i iskustva nesebično prenosio svojim asistentima, danas redovnoj profesorici dr. sc. Heleni Blažić te izvanrednom profesoru dr. sc. Saši Drezgiću.

Na kraju, posebno je važno istaknuti da je profesor Sever bio strastveni znanstvenik koji je svoju pažnju usmjeravao na pružanje znanstvene i metodološke podloge rješavanju aktualnih i trajnih problema Republike Hrvatske kao i uzdizanju reputacije Zbornika radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, pa tako i Fakulteta kao međunarodnog središta znanstvene aktivnosti. Svojom neizmjernom energijom, voljom i predanošću uspijevao je mobilizirati veliki broj znanstvenika te nastojao formulirati znanstvenu i praktičnu platformu koja bi pomogla nositeljima vlasti u rješavanju razvojnih problema u Republici Hrvatskoj. Pritom je bio nepokolebljiv i postojan u svojim stavovima, uvijek spreman na borbu protiv oportunitizma koji je smatrao jednim od glavnih problema današnje ekonomske struke. Stoga su njegovi stavovi često bili suprotni vladajućoj ekonomskoj misli i praksi, a kako povijest često pokaže, u dugom roku pobjeđuju znanje, logika i objektivnost.

Snagu i dalekovidnost njegove znanstvene misli moguće je opisati jedino citiranjem njegovih zaključaka iz Studije Znanstvenog društva ekonomista koju je koordinirao, a u velikom dijelu i napisao: „Analiza krize, nadalje, pokazuje da moćna analitička i informatička aparatura suvremenog svijeta nije u stanju ponuditi pravodobno ni upozorenje, a nek-moli otkloniti prijetnju. Razlozi te nemoći ne leže primarno u nedostatku znanstveno-tehnoloških mogućnosti, već u duboko podijeljenim materijalnim i političkim interesima svijeta i njihovim ideologijsko-političkim inačicama. Prihvaćajući kako je financijska kriza u toku generirana krizom realnog sektora, dolazi se do zaključka, da ona može biti dugoročno riješena samo restrukturiranjem globalnog sustava u cijelosti. To implicite znači ponuditi odgovore u smjeru doktrinarnih rješenja koja bi osigurala nesmetani razvoj globalnog tržišta, ali i nacionalnu, socijalnu i ekološku ravnotežu u svijetu. Potrebno je istaknuti, premda na prvi pogled izgleda patetično, kako je svaki sustav lišen takvog imperativa osuđen na propast već u začetku. Neoliberalni koncept definitivno je potvrdio svoju nekompetentnost generirajući krizu u tercijarnom sektoru, na isti onaj način na koji je prije njega i keynesijanizam krizom industrijalizacije bio odbačen. Međutim, u vremenu pada Keynesove ideje, ekonomska je znanost imala snažno razvijenu alternativu u liberalnoj ideji s višestoljetnom tradicijom i njenom tada modernom interpretacijom (Hayek, Friedman). Danas, međutim, takva alternativa ne postoji, a ekonomska se misao našla u slijepoj ulici, korumpirana lakoćom interpretacije ekonomskih fenomena nove epohe. Ali koje odgovore ponuditi?“

Ovim citatom čiji kraj nas obvezuje, s tugom u srcu, opraštamo se od velikog čovjeka, humanista i znanstvenika koji je naš svijet, kao i nas same, htio učiniti boljima i velikima.

Počivaj u miru, dragi profesore; ostat ćeš zauvijek u našem sjećanju.

## Popis najznačajnijih radova:

*Fiskalna politika – teorija i politika fiskalne aktivnosti suvremene države*, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci, sveučilišni udžbenik, suautorstvo, 2017. (u procesu publiciranja)

Budget spending and economic growth in Croatia: dynamics and relationships over the past two decades. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: Časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 29. 2. 2011., suautorstvo, str. 291-322.

The starting points of new economic policy in the conditions of recession, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, suautor, 27. 2. 2009., str. 217-262.

*Kreirani vanjski javni dug Hrvatske i njegova upotreba*, Znanstveni skup "Hrvatska pred vratima EU. Fiskalni aspekti", HAZU, 2005., str. 125-149.

*Local Investment Financing, Economic Decentralization and Local Government, Faculty of Economics, University of Rijeka / Cleveland State University*, Rijeka, 2004., str. 268-295.

*Konceptija i strategija socijalnih odnosa u hrvatskom društvu – distribucija dohotka i imovine / Conceptions and Strategies of Social Relations of Development Objectives*, EKONOMIJA/ECONOMICS, godina IX., broj 1, Zagreb, 2003., Croatian Academy of Science and Arts

*Socijalna neravnoteža zahtijeva ekonomsko-fiskalnu politiku državnog intervencionizma*, EKONOMIJA/ECONOMICS, godina VIII., broj 4, Zagreb, 2002., Croatian Academy of Science and Arts, str.769-791.

*Fiskalna politika kapitalističke restauracije i socijalna struktura*, Znanstveni skup *Stabilizacija – participacija – razvoj* povodom 80. obljetnice rođenja akademika Jakova Sirotkovića, profesora emeritusa, objavljeno u: EKONOMIJA, godina VIII., broj 1, Zagreb, 2002., suizdavač HAZU / Croatian Academy of Science and Arts, str.183-197.

*Mogućnosti fiskalne politike u poticanju ciklusa razvoja hrvatskog gospodarstva*, Znanstveni skup "Hrvatska gospodarska kriza i prava zakreta iz recesije u ekonomski razvoj", HAZU, 31. svibnja 2001. godine, objavljeno u: EKONOMIJA, godina VII., broj 1, Zagreb, svibanj 2001., suizdavač HAZU/ Croatian Academy of Science and Arts, str. 157-177.

*Polazišta koncepcije i metoda ekonomske politike za iduće srednjoročno razdoblje*, EKONOMIJA/ECONOMICS, godina VII., broj 1, Zagreb, prosinac 2000., Croatian Academy of Science and Arts, str. 251-266.

*Financijsko-fiskalna aktivnost hrvatske države i gospodarsko-socijalni razvitak*, Zbornik radova: *Tendencije u razvoju financijske aktivnosti države*, Znanstveni skup povodom 100. obljetnice tiskanja knjige Stjepana Posilovića "Financijska znanost", HAZU / *Croatian Academy of Science and Arts*, Odsjek za ekonomska istraživanja, Zavod za povijesne i društvene znanosti, Zagreb, 2000., str. 37-56.

*The Financing of Sports Organisations in Croatia and a Comparison with Slovenia*, *Kinesiologia Slovenica*, Volume 6, Number 1-2, Year 2000, University of Ljubljana, Faculty of Sport, suautorstvo, str. 51-56.

*Ekonomski aspekti sporta i turizma / Economic Aspects of Sport and Tourism*, monografija, urednik/editor: prof. dr. sc. Mato Bartoluci, 2. međunarodna znanstvena konferencija / *2<sup>nd</sup> international scientific conference*, Dubrovnik, Hrvatska/Croatia, 22. – 26. 9. 1999., izdavač/publisher: Fakultet za fizičku kulturu Sveučilišta u Zagrebu / *Faculty of Physical Education of Zagreb*, Zagreb, 1999., 153 stranice; pokrovitelji / *under the patronage of*: UNESCO, Paris – CASA, Zagreb; uključen tekst: *Susutav financiranja sporta u suvremenom tržišnom društvu*, str. 37-44; međunarodna recenzija.

*Impact of tax reliefs and child benefits on family disposable income in Slovenia, Croatia and Austria*, suautorstvo, referirano na *12<sup>th</sup> Annual Conference of the European Society for population Economics*, Amsterdam, 4. – 6. lipnja 1998.

*Porezna oslobođenja i olakšice (porezni poticaji)*, Zbornik radova: *Današnja financijska znanost*, Znanstveni skup povodom 90. obljetnice tiskanja knjige Stjepana Radića, HAZU / *Croatian Academy of Science and Arts*, Odsjek za ekonomska istraživanja, Zavod za povijesne i društvene znanosti, Zagreb, 1998., str. 169-184.

*Financiranje programa djelatnosti kulture grada Rijeke*, studija, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, suautor, Rijeka, 1998., 230 stranica; suautor, napisao: str. 2-7; 8-11; 136-137; 189-203; 204-213 (veći dio), ukupno str. 32 ili 2 a. a.

*Položaj grada Rijeke u konačnoj razdiobi javnih prihoda*, studija, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, rukovoditelj projekta i suautor, listopad 1997., 77 stranica; napisao, razradio koncepciju i metodologiju i napisao 1., 3., 4. i 7. poglavlje s ukupno 31 stranicom ili 2 a. a.

*Dugoročni gospodarski razvitak grada Rijeke*; studija – radna verzija; Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, prosinac 1997.; suautor; 202 stranice; napisao, uz uvod, str. 45-53; 78-80; 96-116; 153-164; ukupno str. 43 ili 2,7 a. a. (dijelom prosudba); jedan od redaktora studije.

- Dugoročni razvoj Ličko-senjske županije 1995.-2015.*, monografija, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, studeni 1997., katalogizacija u publikaciji CIP, Sveučilišna knjižnica Rijeka, UDK 908 (497.5); 200 stranica; recenzirano; napisao u suautorstvu 70 str. (osim kvantitativno-grafičke obrade), i to: 27-83; 127-134; 187-194; jedan od redaktora.
- Family Tax Treatment in Croatia*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, 15 (1997), 2, str. 21-36, suautorstvo.
- Croatian Tax Adjustment to the EU and "Ecosocial Market Economy", Economic System of European Union and Adjustment of the Republic Croatia*, Rijeka, Trieste: Faculty of Economics, Facolta di Economia, 1997., str. 161-175, suautorstvo.
- Restrukturiranje i razvoj tvornice "Torpedo" d. d. Rijeka, I. faza: *Ekspertiza prijedloga plana poslovanja za 1997. godinu*, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, 1997.; rukovoditelj projekta; 49 stranica.
- Croatian Tax Adjustment to the EU and "Ecosocial Market Economy", Economic System of European Union and Adjustment of the Republic of Croatia, First International Conference, University of Rijeka, Faculty of Economics Rijeka – Università degli Studi di Trieste, Facolta di Economia, Rijeka – Trieste, April 24-25, 1997*, suautorstvo, str. 161-175.
- Analiza gospodarskog stanja grada Rijeke I i II*, studija, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar; rukovoditelj projekta i suautor, Rijeka, studeni 1996., 132 stranice; napisao: str. 41-46; 62-75; 84-102 (suautorstvo); 103-111; suautorstvo u II. knjizi (21 str.), ukupno 65 stranica ili 4 a. a.; koncepcija, vođenje i redakcija.
- Optimalno upravljanje kapitalom i korporacijskim porezom*, RRiF, broj 10/1996., Zagreb, str. 1828-1834., suautorstvo.
- Privatizacija kao temeljna značajka tranzicije u Hrvatskoj – privatizacija u gradu Rijeci, Tranzicija gospodarstva*, Zbornik radova znanstvenog skupa, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Mostaru i Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, Mostar 1996., suautor, str. 213-229.
- Učinci upravljanja porezom poduzeća s posebnim osvrtom na mala i srednja poduzeća*, Zbornik radova s međunarodnog znanstvenog skupa *Mala i srednja poduzeća u gospodarskom razvoju*, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, 16. i 17. studeni 1995. godine, suautorstvo.



- Javne financije – Razvoj – Osnove teorije – Analiza*, udžbenik Sveučilišta u Rijeci i Sveučilišta u Splitu, izdavači: Ekonomski fakultet Rijeka i "Tipograf"d. d., grafička djelatnost, Rijeka, 1995., str.448.
- Optimalno oporezivanje potrošnje i troškovi oporezivanja u Republici Hrvatskoj*, suautorstvo, *Financijska praksa*, broj 1/1995.,str. 21-36.
- Optimalna teorija oporezivanja – značajke, svrha i mogućnosti primjene u suvremenim ekonomsko-političkim sustavima donošenja odluka*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, godina 12/2, 1994., suautorstvo, str. 209-219.
- Upravljanje poslovnim i javnim financiranjem – Elementi teorije i analize financijskom imovinom*, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, 1994.; 238 stranica; sveučilišni udžbenik, suautorstvo, str. 146-235.
- Sustav i politika lokalnog financiranja – Prilog teoriji i analizi lokalnih financija (na primjeru Županije primorsko-goranske)*, studija, str. 176, suautorstvo, Ekonomski fakultet Rijeka – Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, 1994., str. 1-26; 46-58; 99-107; 133-143.
- Model optimizacije odnosa ekonomske razvijenosti i fiskalnih prihoda u Republici Hrvatskoj – Konstrukcija i testiranje modela*, suautorstvo, *Računovodstvo i financije*, broj 1/1994., str. 128-135.
- Ekonomsko fiskalno obilježje korporacijskog oporezivanja*, suautorstvo *Naša zakonitost*, broj 2-3/1993., str. 235-254.
- Contributi alla teoria e alla prassi della politica economica Jugoslava...*, udžbenik za kolegij *Economia internazionale* u *Centro Interuniversitario Ticinese Lugano*, *Svizzera*; suautorstvo; izdavači: *Universita di Fiume – Facolta di Economia e Commercio* e *Centro Interuniversitario Ticinese di Lugano, Svizzera, Fiume* - Rijeka, 1991., stranica 198; napisao drugi dio: *Financa pubblica*, str.79-153.
- Model optimalnog zadovoljavanja opće i zajedničke potrošnje općine Pag*, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, Institut za ekonomiju i organizaciju, suautorstvo, knjiga I. 83. stranica i dok.; napisao: II. poglavlje, str. 1-54, Rijeka, 1990.
- Optimizacija odnosa ekonomske razvijenosti i javnih (društvenih) prihoda SFRJ*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, 2/1990., str. 129-146.
- Javne potrebe u funkciji društveno-ekonomskog razvoja*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, 1/1990., str. 55-71.
- Prilog teoretskoj i kvantitativnoj analizi javnog duga*, *Finansije*, broj 11-12/1989. str. 673-694.

*Neki teoretsko kvantitativni aspekti deficitnog financiranja javnih izdataka*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, godina 7., 1989., str. 103-121.

*Prilog analizi ekonomskog razvoja i sistema (javnih) društvenih prihoda*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, godina 6., Rijeka, 1988., str. 75-89.

*Temeljne značajke funkcioniranja poreznog sistema od posljednje porezne reforme*, objavljeno u: *Ekonomija i socijalističko samoupravno društvo*, Znanstvenoistraživački projekt, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, 1988., str. 169-194.

Investicijski elaborat za tvornicu pila i zadrugu u Novim Selima, Općina Omiš, 1986.

*Sistem financiranja razvoja privredno nedovoljno razvijenih krajeva u SR Hrvatskoj*, Zbornik radova Međunarodnog simpozija: *Aktualni problemi financiranja društvenih potreba*, Pravni fakultet Zagreb, knjiga I., 1985., stranica 199-209.

Investicijski elaborat za tvornicu obuće *Ivančica*, Ivanec, 1985. g.

*Sistem financiranja razvoja privredno nedovoljno razvijenih krajeva u SR Hrvatskoj*. Objavljeno u Zborniku radova Međunarodnog simpozija: *Aktualni problemi financiranja društvenih potreba*, Pravni fakultet Zagreb, knjiga I., 1985., str. 199-209.

*Fiskalna politika općina u oporezivanju poljoprivrede*, Savjetovanje: *Poreski sistem u funkciji ekonomske stabilizacije i unapređenje službi društvenih prihoda*, Novi Sad, 21-23. VI. 1984. Objavio: Institut za javne financije u posebnom izdanju svoga časopisa *Financijska praksa*, god. VIII., 1984., str.134-151.

*Sistemske osnove financiranja općih i zajedničkih potreba u Gradskoj zajednici općina Zagreb* (I. poglavlje, str. 2-24; 48-52); *Osnovni elementi strategije zadovoljavanja općih društvenih i zajedničkih potreba* (IV. poglavlje, str. 82-110). Objavljeno u studiji: *Dugoročni aspekti zadovoljavanja općih društvenih i zajedničkih potreba u gradu Zagrebu*, Institut za javne financije, Zagreb, 1984.

*Pristup financijskoj politici u 1985. godini i djelovanje uprava društvenih prihoda u SR Hrvatskoj*, Savjetovanje predstavnika izvršnih vijeća i uprava društvenih prihoda SR Hrvatske, Opatija, 19. i 20. XI. 1984. g., Institut za javne financije, napisao II. poglavlje (20 str.), Zagreb, studeni 1984.

*Financijska politika općina u SR Hrvatskoj u 1983. godini*, Institut za javne financije. Napisao uvodno razmatranje: *Opći ekonomski okviri financijske politike općina u 1983. godini*, 14 stranica redakcija studije, Zagreb, 1984. godine.

*Materijalni položaj i razvoj društveno-ekonomskih odnosa u djelatnosti kulture*, suautorstvo, *Financijska praksa*, broj 3/1984., str. 27-30.

*Fiskalna politika općina u oporezivanju poljoprivrede, Savjetovanje: Poreski sistem u funkciji ekonomske stabilizacije i unapređenje službi društvenih prihoda*, Novi Sad, 21-23. VI. 1984., objavio Institut za javne financije Zagreb u posebnom izdanju časopisa *Financijska praksa*, god. VIII., 1984., str.139-151., urednik i redaktor materijala *Savjetovanja*.

Uvodna razmatranja (str. 1-18); I. poglavlje *Osnovne odrednice načela solidarnosti i uzajamnosti u pomaganju bržeg razvoja privredno nedovoljno razvijenih krajeva* (str. 19-64); III. poglavlje: *Tokovi financiranja solidarnošću u materijalnoj sferi reprodukcije* (str. 91-115); VII. poglavlje: *Sistem društvenog financiranja i razvoj samoupravnih društveno-ekonomskih odnosa* (str. 175-218). Objavljeno u studiji: *Sistem društvenog financiranja u funkciji razvoja privredno nedovoljno razvijenih općina SR Hrvatske*, Institut za javne financije, Zagreb, prosinac 1983.

*Mogućnosti i metode financiranja razvoja željezničkog prometa*; studija; suautorstvo. Institut za javne financije, Zagreb, 1983., 181 stranica i literatura 2 str. te zasebni zaključci 44 stranice.

*Programska ocjena mogućnosti dugoročnog društveno-ekonomskog razvoja općine (Ivanec)*. Z. O. Varaždin i Općina Ivanec, u knjiži-studiji: *Prostorni plan općine Ivanec*, I. dio, APZ PLAN – Zagreb u suradnji s Institutom za prometne znanosti Zagreb, Geografskim odjelom Prirodoslovno-matematičkog fakulteta Zagreb, Republičkim zavodom za zaštitu prirode -Zagreb, Institutom za povijest umjetnosti Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, I. 1981., str. 60-289.

*Politika, sistem i koncepcija, Savjetovanje: Aktualni problemi privrednih kretanja i ekonomske politike Jugoslavije 1980.-1981.*, Opatija, 24. i 25. XI. 1980., objavljeno u časopisu *Ekonomist*, broj 4/1980., str. 514-517.

*Koncepcija ekonomske politike u 1979. godini i ostvarivanje privrednog sistema na osnovama Ustava od 1974.*, *Savjetovanje: Aktualni problemi privrednih kretanja i ekonomske politike Jugoslavije 1978/1979.*, Opatija, 16. i 17. 11. 1978., objavljeno u časopisu *Ekonomist*, broj 4/1978., str. 654-658. *Politika, sistem i koncepcija, Savjetovanje: Aktualni problemi privrednih kretanja i ekonomske politike Jugoslavije 1980.-1981.*, Opatija, 24. i 25. XI. 1980. objavljeno u časopisu *Ekonomist*, broj 4/1980., str. 514-517.

- Pristup sistemu osobnih potreba u samoupravnom socijalističkom društvu, Ekonomist, broj 3/1979., str. 325-340.*
- Koncepcija ekonomske politike u 1979. godini i ostvarivanje privrednog sistema na osnovama Ustava od 1974., Savjetovanje: Aktualni problemi privrednih kretanja i ekonomske politike Jugoslavije 1978./1979., Opatija 16. i 17. 11. 1978., objavljeno u: Ekonomist, broj 4/1978., str. 654-658.*
- Dugoročna koncepcija razvoja životnog standarda u SR Hrvatskoj, Republički zavod za planiranje, Zagreb, prosinac 1976. godine, 27 stranica i dokumentacija.*
- Osnovna koncepcija razvoja životnog standarda, u knjizi-studiji: Koncepcija razvoja varaždinske regije, Ekonomski fakultet Zagreb, Institut za ekonomska istraživanja, Zagreb, veljača 1975., treća knjiga, str. 99-105.*
- Koncepcija razvoja osobne potrošnje, u knjizi-studiji: Koncepcija razvoja varaždinske regije, Ekonomski fakultet Zagreb, Institut za ekonomska istraživanja, Zagreb, veljača 1975., treća knjiga, str. 1184-1298.*
- Model izračunavanja momenta rješavanja stambenog problema, suautorstvo, Ekonomski pregled, 1-2/1974.*
- Dugoročna koncepcija razvoja životnog standarda u razdoblju 1970. do 2000. godine u SR Hrvatskoj (u okviru dugoročne koncepcije razvoja SR Hrvatske), Razrada globalnih okvira i osnovnih struktura, Republički zavod za planiranje, Zagreb, studeni 1973., 30 stranica i dokumentacija.*
- Pokušaj ocjene stupnja usklađenosti ekonomske razvijenosti i razine i strukture osobne potrošnje u SR Hrvatskoj, Ekonomski pregled, broj 9-10/1972., str. 377-395.*
- Rasponi osobnih dohodaka u jugoslavenskoj privredi, u Zborniku: Stanovništvo, Emigracija i Zaposlenost u Hrvatskoj, izdanje: Ekonomski pregled, Zagreb, 1971., str. 85-106., Savjetovanje u organizaciji Društva ekonomista Hrvatske.*
- Osnova prostornog plana SR Hrvatske, knjiga-studija, Republički zavod za planiranje i Urbanistički institut Hrvatske, autor teksta: Životni standard – predkoncepcija dugoročnog razvoja, 17 stranica, Zagreb, 1971.*
- Ukupna štednja i neto akumulacija od stanovništva u SR Hrvatskoj u razdoblju 1956.-1970., Ekonomski pregled, broj 1-2/1971., str. 24-37.*

*Rasponi osobnih dohodaka u jugoslavenskoj privredi*, Zbornik: *Stanovništvo, Emigracija i Zaposlenost u Hrvatskoj*. Izd.: *Ekonomski pregled*, Zagreb, 1971., str. 85-106., *Savjetovanje* u organizaciji Društva ekonomista Hrvatske.

*Projekcija dugoročnog razvoja osobne potrošnje u SR Hrvatskoj*, *Ekonomski pregled*, broj 11-12/1968., str. 643-661.

*Perspektive razvoja osobne potrošnje u razdoblju do 1970. godine*, studija-elaborat, Republički zavod za planiranje, suautorstvo, Zagreb, srpanj 1964., 83 stranice.

*Metodologija i sadržaj rada u oblasti osobne potrošnje (regionalni aspekt)*, Republički zavod za planiranje, Zagreb, ožujak 1966., 46 stranica i dokumentacija

#### Glavni istraživački projekti:

2007. *Strategija ekonomsko-socijalnih odnosa hrvatskog društva, Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa, glavni istraživač*

2002. – 2006. *Fiskalna politika u funkciji ekonomsko-socijalnog položaja obitelji i populacijskog razvoja, Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa, glavni istraživač*

1996. – 2001. *Porezno opterećenje obitelji, Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa, glavni istraživač*

1992. – 1996. *Ekonomski razvoj i sustav javnih prihoda, Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa, glavni istraživač*

1999. *Financiranje programa djelatnosti kulture grada Rijeke, (naručitelj: Poglavarstvo Grada Rijeke), glavni istraživač*

1998. *Dugoročni gospodarski razvitak grada Rijeke (naručitelj: Poglavarstvo Grada Rijeke), glavni istraživač*

1998. *Dugoročni razvitak Ličko-senjske županije 1995. – 2015. (naručitelj: Ličko-senjska županija)*

1998. *Restrukturiranje i razvoj tvornice "Torpedo" d. d. Rijeka, I. faza: Ekspertiza prijedloga plana poslovanja za 1997. godinu (naručitelj: Primorsko-goranska županija), glavni istraživač*

1997. *Položaj grada Rijeke u konačnoj razdiobi javnih prihoda (naručitelj: Poglavarstvo Grada Rijeke), glavni istraživač*

1996. *Analiza gospodarskog stanja grada Rijeke, I. i II., (naručitelj: Poglavarstvo Grada Rijeke), glavni istraživač.*



# SADRŽAJ

<b>Anto Bajo i Branimir Stavljenić</b> Uvjeti zaduživanja lokalnih jedinica tijekom financijske krize u Hrvatskoj	23
<b>Paško Burnać</b> Teorijska podloga za proučavanje utjecaja fiskalne politike na ekonomski rast: postkejnezijski pristup	39
<b>Mira Dimitrić, Dunja Škalamera Alilović i Stefan Spasić</b> Financijsko vrednovanje i analiza akvizicije – primjer: Atlantic grupa d.d. i Droga Kolinska d.d.	55
<b>Roberto Ercegovac i Zrinka Buljan</b> Poslovanje bankarskog sektora u uvjetima nekonvencionalne monetarne politike	71
<b>Maja Grdinić, Tomislav Korenić i Helena Blažić</b> Uloga ekoloških poreza u politici zaštite okoliša država članica Europske unije	85
<b>Sabina Hodžić i Sabina Arnautović</b> Perspektiva ekoloških poreza u Europskoj uniji	103
<b>Domagoj Karačić i Mario Raič</b> Upravljanje državnom imovinom u okvirima fiskalne odgovornosti	117
<b>Iris Lončar, Zrinka Golemac i Ana Arapović</b> Rezultira li srednjoškolsko obrazovanje zadovoljavajućom razinom financijskog znanja?	137
<b>Martina Nakić</b> Politika budućih smjernica središnjih banaka	153
<b>Dražen Novaković i Domagoj Sajter</b> Komparativna analiza mirovinskih fondova u Hrvatskoj i Europi	169
<b>Bojana Olgić Draženović</b> Oporezivanje financijskog sektora u zemljama Europske unije	185
<b>Bojana Olgić Draženović, Doris Živić i Monika Vuković</b> Bankovna unija- mjera očuvanja fiskalne održivosti EU-a	199

<b>Sandra Pepur, Ljiljana Vidučić i Mija Vuković</b> Obilježja poduzeća kao odrednice financijske strukture – analiza malih i srednjih poduzeća	213
<b>Anita Radman Peša, Marko Lukavac i Zdenko Prohaska</b> Važnost internih i eksternih mehanizama korporativnog upravljanja za društveno odgovorno i održivo poslovanje banaka	227
<b>Marko Primorac i Anja Galić</b> Fiskalni rizici i financijsko poslovanje željezničkih poduzeća u vlasništvu Republike Hrvatske	253
<b>Hrvoje Šimović i Antonia Batur</b> Fiskalna održivost i održivost javnog duga u Hrvatskoj	271
<b>Nika Šimurina i Matej Bule</b> Komparativna analiza učinaka fiskalnog pravila na fiskalnu disciplinu zemalja članica EU-10	289
<b>Josip Visković i Mila Katavić</b> Determinante kreditnog rejtinga zemalja Europske unije	305
<b>Luka Vladović, Vesna Vela i Marija Šimić Šarić</b> Promjene na neformalnom tržištu rizičnog kapitala u Europi	323
<b>Ivana Vukava i Ana Rimac Smiljanić</b> Financijska pismenost studenata u Republici Hrvatskoj	339



Izv. prof. dr. sc. Anto Bajo  
Institut za javne financije, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu  
E-mail: anto.bajo@ijf.hr; abajo@efzg.hr

Branimir Stavljenić<sup>1</sup>  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu  
E-mail: bstavlje@gmail.com

## UVJETI ZADUŽIVANJA LOKALNIH JEDINICA TIJEKOM FINANCIJSKE KRIZE U HRVATSKOJ

### SAŽETAK

Financijska kriza utjecala je na rast ukupnog iznosa godišnjeg zaduživanja lokalnih jedinica, ali i na promjene visine kamatnih stopa i vjerovnika. Država je pružila mogućnosti lokalnim jedinicama da se zadužuju kod izvođača radova, a dodatno je povećala proračunska ograničenja na zaduživanje. U radu se na temelju analize odobrenih 180 suglasnosti na zaduživanje od 2010. do 2015. g. nastoji utvrditi utjecaj financijske krize na uvjete zaduživanja lokalnih jedinica. Rezultati analize pokazuju da su lokalne jedinice kršile proračunska ograničenja na zaduživanje (većim dijelom zbog zaduživanja Grada Zagreba), ali su se u prosjeku zaduživale pod povoljnijim uvjetima. Najpovoljnija su zaduživanja ostvarena kod Hrvatske banke za obnovu i razvoj. Povoljniji uvjeti zaduživanja lokalnih jedinica su rezultat smanjenja visine referentnih kamatnih stopa na međunarodnim financijskim tržištima koje su u prosjeku utjecale i na kamatne stope u Hrvatskoj.

**Ključne riječi:** kredit, proračunsko ograničenje, kamatna stopa, vjerovnik

### 1. Uvod

Lokalne jedinice nisu u mogućnosti kapitalne projekte financirati iz vlastitih proračunskih prihoda pa su prisiljene zadužiti se. Jedan od često korištenih instrumenata financiranja kapitalnih investicija je kreditno zaduživanje kod poslovnih banaka, HBOR-a ili izvođača radova. Posljednja istraživanja o visini i uvjetima zaduživanja lokalnih jedinica obavljena su za razdoblje od 1997. do 2008. g. (Bajo, 2004 i Bajo i Primorac, 2010). Otada je ostalo otvoreno pitanje je li financijska kriza povećala zahtjeve lokalnih jedinica za zaduživanjem te u kojoj su mjeri mijenjani uvjeti zaduživanja i vrste vjerovnika. Glavni cilj rada je utvrditi namjene, postupak i uvjete zaduživanja lokalnih jedinica tijekom financijske krize u Hrvatskoj od 2010. do 2015. g. U svrhu ostvarenja glavnoga cilja, rad je podijeljen u pet dijelova. Nakon uvodnog, u drugom se dijelu objašnjavaju proračunska ograničenja na zaduživanje lokalnih jedinica i njihovo pridržavanje.

---

<sup>1</sup> Student diplomskog studija Ekonomskoga fakulteta Sveučilišta u Zagrebu.

U trećem se dijelu detaljno analiziraju podaci o uvjetima, vjerovnicima i namjeni kreditnog zaduživanja lokalnih jedinica. U četvrtom se dijelu pojašnjava zaduživanje Grada Zagreba, a peti dio su zaključci rada. Za ostvarenje cilja rada korišteni su podaci Vlade (od 180 danih suglasnosti na zaduživanje lokalnih jedinica od 2010. do 2015. g.), Državnoga zavoda za statistiku i Ministarstva financija.

## 2. Proračunska ograničenja i zaduživanje lokalnih jedinica

Zakonom o proračunu (NN 87/08) uređuje se zaduživanje i državna jamstva za zaduživanja lokalnih jedinica. Lokalne se jedinice mogu zadužiti uzimanjem kredita, zajmova i izdavanjem vrijednosnih papira samo ako su im prihodi i rashodi poslovanja uravnoteženi. Dugoročno se mogu zadužiti za investiciju financiranu iz vlastitoga proračuna, s potvrdom predstavničkih tijela, uz suglasnost Vlade, a na prijedlog ministra financija. Lokalne jedinice se ne mogu zaduživati u ime svojih ustanova i komunalnih poduzeća, ali bez suglasnosti Vlade mogu jamčiti ispunjenje obveza trgovačkog društva i javne ustanove čiji su osnivač ili većinski vlasnik. U tom su slučaju dužne informirati Ministarstvo financija o iznosu izdanih jamstava.

Lokalne jedinice se mogu zadužiti kratkoročno i dugoročno. *Kratkoročno zaduživanje* lokalnih jedinica moguće je za financiranje redovite djelatnosti njihovih tijela i korisnika njihovih proračuna, i to samo kada se prihodi proračuna tijekom godine ne ostvaruju ravnomjerno. Međutim, Vlada do 2013. g. nije odobravala zaduživanje proračuna lokalnih jedinica za tekuću nelikvidnost i za deficitarno financiranje ili probleme s nelikvidnošću. Člankom 86.a Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o proračunu, (od 1. siječnja 2013. g.), propisano je da se lokalne jedinice ponovno mogu kratkoročno zadužiti najduže do 12 mjeseci, bez mogućnosti daljnje reprograma ili zatvaranja postojećih obveza po kratkoročnim kreditima ili zajmovima uzimanjem novih kratkoročnih kredita ili zajmova. Kratkoročni krediti ili zajmovi uzimaju se isključivo za premošćivanje jaza nastalog zbog različite dinamike priljeva sredstava i dospijeca obveza

*Dugoročno zaduživanje* lokalnih jedinica ostvaruje se uzimanjem kredita na domaćem tržištu novca i kapitala te od izvođača radova isključivo za kapitalne projekte obnove i razvoja koji se financiraju iz lokalnih proračuna. Lokalne jedinice zadužuju se na temelju odluke predstavničkog tijela uz prethodnu suglasnost Vlade.

Ministarstvo financija je 2002. g. donijelo Naputak (NN 32/02), a 2004. i 2009. g. i Pravilnik o postupku zaduživanja lokalnih jedinica i davanju jamstva i suglasnosti na zaduživanje lokalnih jedinica (NN 55/04, NN 58/09). Vlada i Ministarstvo financija utvrdili su jasne kriterije zaduživanja

i pravila provedbe financiranja kapitalnih projekata. Kapitalni projekti, odnosno investicije su rashodi za nabavu nefinancijske imovine koju lokalne jedinice financiraju iz svojih proračuna. Investicija mora biti planirana u lokalnom proračunu za proračunsku godinu za koju se traži suglasnost za zaduživanje i utvrđena odlukom o izvršavanju lokalnog proračuna. Zahtjev za davanje suglasnosti za zaduživanje i davanje jamstva Ministarstvu financija (Odjelu za pripremu proračuna lokalne i regionalne samouprave) podnosi čelnik lokalne jedinice (načelnik, gradonačelnik ili župan).

## 2.1. Proračunsko ograničenje

Od 1996. do 1998. g. lokalne jedinice su se na domaćem i inozemnom financijskom tržištu smjele zadužiti samo ako ukupna godišnja obveza na temelju zaduživanja nije prelazila 30% proračunskih izdataka iz prethodne godine. Od 1998. do 2016. g. Vlada i Ministarstvo financija utvrdili su niži limit zaduživanja pa su suglasnost na zaduživanje mogle dobiti samo lokalne jedinice čiji godišnji anuitet temeljem zaduživanja nije veći od 20% ostvarenih proračunskih prihoda iz prethodne godine. Ukupna godišnja obveza uključuje iznos prosječnog godišnjeg anuiteta (kredita i zajmova), obveze na osnovi izdanih vrijednosnih papira i suglasnosti za zaduživanje pravnih osoba u većinskom vlasništvu lokalne jedinice i ustanova čiji je osnivač lokalna jedinica, te dospjele nepodmirene obveze iz prethodnih godina. Zakonom o proračunu je propisano da u opseg mogućeg zaduživanja (ukupne godišnje obveze najviše do 20%) lokalne jedinice ne ulazi zaduživanje za projekte koji se sufinanciraju iz sredstava Europske unije, a od 1. siječnja 2013. g. ni zaduživanje za projekte iz područja unaprjeđenja energetske učinkovitosti.

Uz suglasnost Vlade, županija može dati jamstvo općini i gradu na svom području, a ono se uključuje u opseg mogućeg zaduživanja lokalne jedinice. Lokalna jedinica može dati jamstvo pravnoj osobi u kojoj je većinski vlasnik i to se jamstvo uključuje u opseg njenog mogućeg zaduživanja. Suglasnost Vlade na zaduživanje mogu dobiti samo lokalne jedinice čiji su prihodi poslovanja, ostvareni u prethodnoj godini, veći od rashoda poslovanja.

Od 2003. do 2016. g. Vlada i Ministarstvo financija koriste i *dodatna ograničenja* na zaduživanje lokalnih jedinica. Lokalne jedinice se mogu zaduživati u ukupnom iznosu utvrđenom kao postotak ukupnih prihoda poslovanja. Dodatno proračunsko ograničenje mijenjalo se tri puta (v. tablicu 1.).

Godina	Dopuštena namjena zaduživanja	Godišnje ograničenje zaduživanja	Dodatno ograničenje (% prihoda poslovanja svih lokalnih jedinica)
1996.-1997.	obnova i razvoj (financiranje kapitalnih projekata)	30% proračunskih rashoda	ne postoji
1998.-2002.		20% ostvarenih prihoda u godini koja prethodi godini u kojoj se zadužuje	3
2003.-2004.			2
2005.-2006.			2,3
2007.-2010.			2,5
2011.-2015.			3
2015.-2016.			

**Tablica 1.** Proračunska ograničenja na zaduživanje lokalnih jedinica od 1996. do 2016. g.  
Izvor: sistematizacija autora.

Napomenimo da se ograničenje ne odnosi na lokalne jedinice kojima je Vlada dala suglasnosti do 31. prosinca, a koje nisu korištene u toj godini. Ograničenje se ne odnosi na lokalne jedinice na potpomognutim područjima, na one koje se zadužuju za projekte koji se sufinanciraju iz sredstava Europske unije i za projekte unaprjeđenja energetske učinkovitosti. U promatranom razdoblju Vlada se nije pridržavala dodatnog ograničenja – iznos izdanih suglasnosti prelazi maksimalno dopušteni iznos zaduživanja u pojedinim godinama (tablica 2.).

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Utvrđeni % prihoda poslovanja	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,5	2,5	2,5	3	3
Prihodi poslovanja (mlrd. kuna)	21,7	23,6	23,6	22,4	21,1	20,3	20,7	22,2	21,1	21,7
Proračunsko ograničenje (u mil. kn)	430	499	570	516	486	506	517	554	663	650
a) Godišnji iznos stvarnog izravnog zaduživanja (u mil. kn)	520	<b>448</b>	<b>496</b>	604	687	544	606	1.618	<b>577</b>	-
b) Odobreni iznos suglasnosti za zaduživanje	-	-	363	310	<b>565</b>	427	479	306	424	
Razlika (a-b)			133	294	<b>122</b>	117	127	1.312	153	

**Tablica 2.** Dodatno proračunsko ograničenje od 2007. do 2015. g.  
Izvor: sistematizacija autora.

U promatranih deset, lokalne jedinice su samo u tri godine (2008. 2009. i 2015.) poštivale utvrđena ograničenja. Osim u 2011. g., u svim ostalim godinama Vlada je odobrila manji iznos suglasnosti na zaduživanja od utvrđenog ograničenja. Očito je da su lokalne jedinice kreirale dodatne obveze i mimo odobrenja Vlade. To svjesno kršenje proračunskih ograničenja naročito je bilo izraženo u 2014. g. kada je proračunsko ograničenje prekršeno zbog velikog kreditnog zaduženja Grada Zagreba.

## 2.2. Ukupno zaduženje lokalnih jedinica od 2010. do 2015. g.

Od 2010. do 2015. g. lokalne jedinice su od Vlade dobile 180 suglasnosti na zaduživanje, a ukupno je ostvareno kreditno zaduživanje u iznosu od 2,5 mlrd. kuna (tablica 3.).

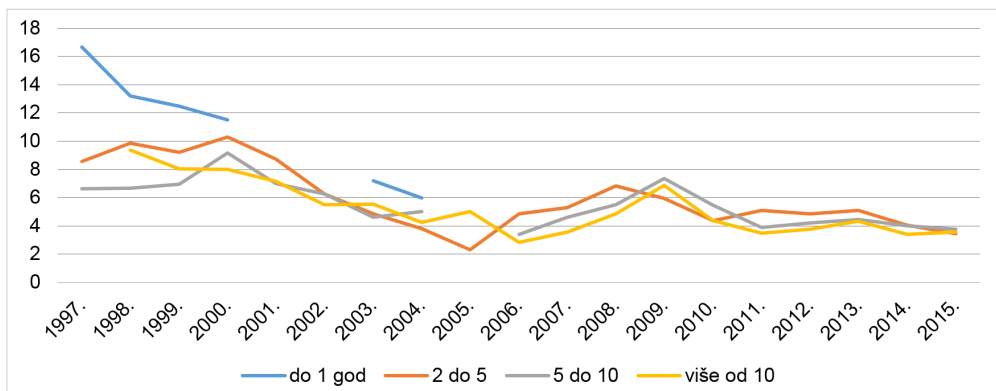
Godina	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	Ukupno
Ukupan broj kredita:	22	35	29	35	20	39	180
županijama	1	3	1	0	0	0	5
gradovima	15	13	13	15	17	27	100
općinama	6	19	15	20	3	12	75
Ostvareni iznos kredita, u mil. kn	310	565	427	479	306	424	2.511

**Tablica 3.** Ukupan broj kredita odobrenih lokalnim jedinicama od 2010. do 2015. g. (u mil. kuna)  
Izvor: izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Najčešći korisnici kredita su gradovi i općine (175), a županije su koristile kredite tek pet puta od 2010. do 2013. g. Najveći broj suglasnosti na zaduživanje Vlada je odobrila lokalnim jedinicama 2015., a najmanje 2014. g.

## 3. Uvjeti i namjena zaduživanja lokalnih jedinica

Lokalne se jedinice uglavnom zadužuju na domaćem financijskom tržištu, a dinamika i uvjeti zaduživanja su različiti. Lokalne jedinice su uglavnom koristile kredite poslovnih banaka, a zadužuju se i kod dobavljača – izvođača radova. Razvijenije tržište kapitala, konkurencija među poslovnim bankama, a naročito niže kamatne stope na međunarodnim financijskim tržištima, utjecali su na kretanje kamatnih stopa. Sve do 2005. g., kamatne stope na kredite različite ročnosti su se smanjivale i došle na razinu nižu od 3%. Nakon toga je evidentiran rast do 2010. g. na prosječnu razinu od 6%. Od 2010. do 2015. g. prosječna kamatna stopa na kredite lokalnih jedinica bila je 4,22% (v. grafikon 1.).



**Grafikon 1.** Prosječne ponderirane kamatne stope za kredite lokalnih jedinica različite ročnosti od 1997. do 2015. g. (u %)

Izvor: za razdoblje od 1997. do 2008. g. Bajo i Primorac (2010), od 2010. do 2015. g. obrada autora.

Trend smanjenja kamatnih stopa od 2010. g. nastavio se do 2015 g. To je rezultat značajnog pada referentnih kamatnih stopa koje su poslovne banke i drugi vjerovnici vezali na vlastite fiksne kamatne stope. Tako je, primjerice, prosječni tromjesečni EURIBOR (često korištena referentna kamatna stopa) u 2015. g. bio negativan i iznosio -0,02%, što je lokalnim jedinicama omogućilo smanjenje kamata koje plaćaju vlasnicima duga (v. tablicu 4.).

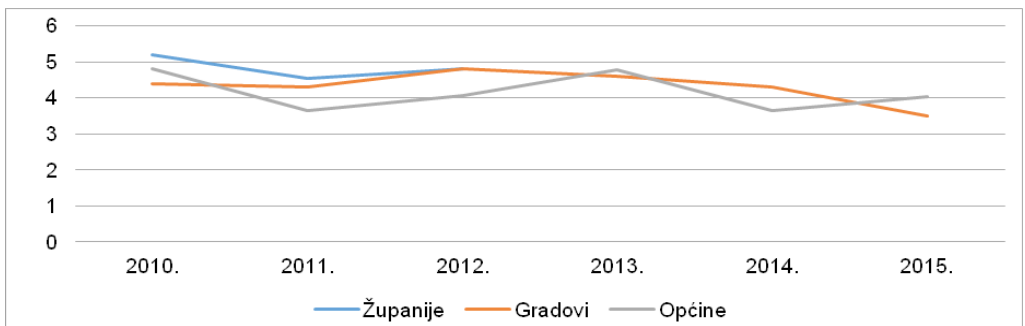
*Referentne kamatne stope* kao što su LIBOR i trezorski zapisi Ministarstva financija korištene su samo u pojedinim godinama. EURIBOR je bio najčešće korištena referentna kamata u promatranom razdoblju. Sve referentne kamate u 2010. i 2011. g. su bile relativno visoke pa su ih vjerovnici u većini odobrenih kredita lokalnim jedinicama koristili kao varijabilni dio kamatne marže. Referentne kamatne stope bile su najviše u 2011. g., ali je ukupna prosječna kamatna stopa na kredite lokalnim jedinicama bila povoljna zbog čega su se lokalne jedinice zadužile za najveći iznos u promatranom razdoblju (v. tablicu 4.).

	LIBOR		EURIBOR			trezorski zapisi	
	1M	3M	1M	3M	6M	91 dan	182 dana
2010.		0,75	0,57	0,81	1,08	2,16	
2011.	1,12	1,34		1,4	1,64		
2012.				0,57	0,82	2,95	
2013.				0,22	0,34	0,91	
2014.				0,21	0,31		
2015.				-0,02	0,05	0,38	0,5

**Tablica 4.** Prosječne referentne kamate na koje su vjerovnici vezali svoje kamatne stope od 2010. do 2015. g. (u %)

Izvor: izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Povoljne kamatne stope na zaduživanje lokalnih jedinica poslovne banke i drugi vjerovnici održavali su niskom fiksnom kamatnom maržom koja je 2011. g. u prosjeku iznosila 2,84%. Značajan pad referentnih kamatnih stopa od 2012. g. potaknuo je vjerovnike da manje koriste varijabilni dio kamate i povećaju fiksne kamatne stope po kojima odobravaju kredite. Tako je, primjerice, prosječna fiksna kamatna stopa u 2013. g. iznosila 4,57%. Na taj su se način poslovne banke i drugi vjerovnici nastojali zaštititi od rizika promjene kamatnih stopa. Smanjena potražnja za kreditima u 2014. g. natjerala je vjerovnike da snize fiksne kamatne stope pa su one u 2015. g. u prosjeku iznosile 3,62%, što je uz niske referentne kamatne stope dovelo do najnižih ukupnih prosječnih kamatnih stopa u promatranom razdoblju (v. grafikon 2.).



**Grafikon 2.** Kretanje kamatnih stopa na kredite županija, gradova i općina od 2010. do 2015. g. (u %) *Izvor:* izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Županije su se zaduživale u prvoj polovici promatranog razdoblja, i to po prosječnim kamatnim stopama koje su bile više od onih po kojima su se zaduživali gradovi i općine. Prosječne kamatne stope na kredite općinama su varirale između 3,65% i 4,82%, dok su kamatne stope na kredite gradovima bile od 3,51% do 4,81%. Možemo reći da u promatranom razdoblju ne postoje značajne razlike u uvjetima zaduživanja lokalnih jedinica.

**Rokovi otplate.** Lokalne jedinice nisu se zaduživale kratkoročno. Od 2010. do 2015. g. Vlada je lokalnim jedinicama najčešće davala suglasnosti na zaduživanje s rokom otplate od pet do 10 godina, a prosječna kamatna stopa bila je 4,31% (v. tablicu 5.). Kredite uz nešto nižu kamatnu stopu vjerovnici su lokalnim jedinicama odobravali na srednji rok (dvije do pet godina), a ona je u prosjeku iznosila 4,26%. Vlada je suglasnosti na zaduživanje s rokom otplate dužim od 10 godina odobravala rijetko, a kamatna stopa na takve kredite iznosila je u prosjeku 3,97%.

Rok otplate	2-5 godina			5-10 godina			Više od 10 godina		
	Broj suglasnosti	Iznos	Kamata (%)	Broj suglasnosti	Iznos	Kamata	Broj suglasnosti	Iznos	Kamata (%)
2010.	7	186	3,74	13	66	5,03	2	58	4,36
2011.	9	183	4,52	20	280	3,87	6	102	3,49
2012.	10	179	4,85	13	75	4,36	6	173	3,86
2013.	7	190	4,35	25	209	4,84	3	80	4,28
2014.	8	229	4,66	9	54	4,03	3	23	3,54
2015	14	279	3,45	23	135	3,76	2	10	4,27
Ukupno	55	1.246	4,26	103	819	4,31	22	446	3,97

**Tablica 5.** Broj suglasnosti na zaduživanje i ukupan iznos zaduženja prema roku otplate kredita od 2010. do 2015. g. (u mil. kn)

Izvor: izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

*Prosječan rok otplate* kredita za promatrano razdoblje iznosio 8,1 godinu (v. tablicu 6.). Najveće odstupanje od prosječnog roka otplate kredita zabilježeno je 2010. g. u kojoj su se lokalne jedinice u prosjeku zadužile na 7,5 godina. Rok otplate kredita je od 2011. g. bio veći za godinu dana i do 2013. g. je u prosjeku bio 8,5 godina. Od 2014. g. lokalne se jedinice ponovno zadužuju s prosječno kraćim rokom otplate pa on 2015. g. iznosi 7,6 godina.

Godina	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2010.-15.
Prosječan broj godina otplate	7,5	8,5	8,5	8,5	7,7	7,6	8,1
Prosječan broj godina počka	1,6	1,4	1,4	1,7	1,3	1,4	1,5

**Tablica 6.** Prosječan broj godina otplate i godina počka na zaduživanja lokalnih jedinica od 2010. do 2015. g.

Izvor: izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Dio kredita lokalnim je jedinicama *odobren s počekom* od više od godinu dana. Početak je u prosjeku kroz cijelo razdoblje iznosio 1,5 godina, a kroz promatrane godine nije značajnije odstupao. Početak otplate kredita je bio najveći 2013. g. kada je zabilježena i najviša prosječna kamatna marža po kojoj su se lokalne jedinice zaduživale.

### 3.1. Glavni vjerovnici

Lokalne su jedinice, osim kod poslovnih banaka i HBOR-a, kredite uzimale i od privatnih poduzeća koja su uglavnom bila izvođači radova. Suglasnosti na zaduživanje lokalnih jedinica kod privatnih poduzeća Vlada je davala u svim godinama osim 2012. (tada su kredite odobrile poslovne banke i HBOR). Privatna poduzeća su u pojedinim godinama (2010., 2011. i 2013.) kreditirala lokalne jedinice besamatno – uz nultu



kamatnu stopu. Povoljnije uvjete zaduživanja lokalne jedinice mogle su dobiti uzimanjem kredita kod državne banke HBOR. HBOR dužnicima osigurava tzv. „meke kredite“ (engl. *soft loans*) uz niže fiksne kamatne stope (v. tablicu 7.).

Godina	Poslovne banke	HBOR	Ostali	Ukupno
2010.	306	3	1	310
2011.	562	0	3	565
2012.	311	116	0	427
2013.	450	9	20	479
2014.	293	9	4,5	316,5
2015.	323	99	2	424
Ukupno	2.245	236	30,5	2.511,5

**Tablica 7.** Iznosi kredita koje su odobrile poslovne banke, HBOR i ostali vjerovnici od 2010. do 2015. g. (u mil. kn)

*Izvor:* izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Od 2,5 mlrd. kuna najveći dio ukupnog zaduženja (89%) realiziran je kreditima kod poslovnih banaka (2,2 mlrd. kuna), HBOR-a (236 mil. kuna) 10% te kod izvođača radova, financijske *leasing*-institucije i lovačkog društva za 1% (30,5 mil. kuna).

**Kreditni po ročnosti.** Poslovne banke, HBOR i ostali vjerovnici su najčešće odobravali dugoročne kredite. HBOR je odobravao kredite s najdužim rokom otplate od 9,4 godine, poslovne banke 8, a ostali vjerovnici (izvođači radova i financijske *leasing*-kompanije) odobravale su kredite s prosječno najkraćim rokom otplate kredita od 7 godina (v. tablicu 8.).

Godina	2-5		5-10		Više od 10	
	HBOR	Banke	HBOR	Banke	HBOR	Banke
2010.		4,36	6	4,95		4,36
2011.		5,09		3,87		3,49
2012.		4,85	4	4,39	3,5	4,04
2013.		5,08	4	4,91		4,32
2014.		4,04	4	4,03	3	3,8
2015.	3,5	3,39	3,81	3,73		3,55

**Tablica 8.** Prosječne kamatne stope na zaduživanje lokalnih jedinica kod poslovnih banaka i HBOR-a s obzirom na ročnost kredita od 2010. do 2015. (u %)

*Izvor:* izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Prosječne kamatne stope obračunate na kredite lokalnim jedinicama bile su konstantno najniže na kredite s rokom povrata dužim od 10 godina. Prosječne kamatne stope na dugoročne kredite poslovnih banaka značajno su varirale, a najniže su bile 2015. g. Dugoročni krediti HBOR-a

su lokalnim jedinicama postali povoljniji jer su prosječne kamatne stope HBOR-a pale sa 6% u 2010. na 3,81% u 2015. g. Zaduživanje je lokalnim jedinicama bilo najpovoljnije 2015. g. kada su prosječne kamatne stope na kredite svih ročnosti kod poslovnih banaka i HBOR-a bile ispod 4%. HBOR je jedini veći kreditor lokalnih jedinica čija je prosječna kamatna stopa za cijelo promatrano razdoblje bila ispod 4%, a takve kamate su obračunavali izvođači radova i financijske *leasing*-kuće.

Iako je HBOR lokalnim jedinicama odobrio 0% ukupnog iznosa kredita, u prosjeku su ti krediti bili veliki. Krediti poslovnih banaka u prosjeku su iznosili 15,06 mil. kuna, a krediti ostalih vjerovnika 3,05 mil. kuna. Poslovne banke su kredite odobravale u svim godinama promatranoga razdoblja (v. tablicu 9.).

Banka	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	Ukupno
ZABA	219	348	159	177	210	1	1114
ERSTE	13	29	10	79	39	241	411
PBZ	24	72	87	94	22	9	308
HYP0	18	77	54	35			184
OTP				24	22	53	99
HPB		22		26		1	49
RBA	19	3					22
Croatia banka				12		4	16
Splitska banka						14	14
Istarska kreditna banka	12			1			13
Slatinska banka		10		2			12
Međimurska banka	1	1	1				3
Ukupno	306	562	311	450	293	323	2.244

**Tablica 9.** Iznosi kredita koje su odobrile poslovne banke od 2010. do 2015. g. (u mil. kn)  
Izvor: izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Tri najveće banke vlasnice su čak 82% duga lokalnih jedinica, a ostale banke 18%. Najveći iznos kredita poslovne su banke odobrile 2011. g., u kojoj je ujedno zabilježen i najveći ukupni iznos zaduženja lokalnih jedinica. PBZ je odobrila najveći broj kredita lokalnim jedinicama, čak 39, ali unatoč tome, po ukupnom je iznosu odobrenih kredita bila treća. Zagrebačka banka je u promatranome razdoblju odobrila 21 kredit s prosječnim iznosom od 53 mil. kuna po kreditu, što je u odnosu na ostale banke znatno veći prosječni iznos. HPB je, uz ZABA-u i ERSTE, odobravala prosječno najveće iznose kredita (četiri kredita s prosječnim iznosom od 12,3 mil. kuna). HBOR za navedenim bankama nije zaostajao pa je svojim dužnicima odobravao u prosjeku 11,2 mil. kuna po kreditu.

*Kreditni ostalih vjerovnika* sudjelovali su u kreditiranju sa samo 30,5 mil. kuna, što je u odnosu na kredite poslovnih banaka i HBOR-a gotovo zanemarivo. Najveći iznos kredita odobrilo je poduzeće Epsilon građenje d. o. o. u iznosu od 14 mil. kuna Gradu Sisku (v. tablicu 10.).

Godina	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	Ukupno
Epsilon građenje d. o. o.				14			14
Kapitel d. o. o.		3		6			9
Duropack Belišće d. o. o.					4	0,5	4,5
Tegra d. o. o.	1						1
RBA leasing d. o. o.						1	1
Impuls leasing d. o. o.					0,5		0,5
Lovačko društvo <i>Kuna</i>						0,5	0,5
<b>Ukupno</b>	<b>1</b>	<b>3</b>		<b>20</b>	<b>4,5</b>	<b>2</b>	<b>30,5</b>

**Tablica 10.** Iznosi kredita koje su lokalnim jedinicama odobrili ostali vjerovnici od 2010. do 2015. g. (u mil. kn)

Izvor: izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Grad Sisak se 2013. g. na temelju suglasnosti Vlade zadužio za financiranje izgradnje i uređenja dječjeg vrtića, što je kao izvođač radova realiziralo navedeno poduzeće. Osim za investicije u izgradnju infrastrukture, lokalne su se jedinice zadužile za nabavu vozila i traktora kod poduzeća Impuls Leasing d. o. o. i RBA Leasing d. o. o. koja su im svojim uslugama *leasing*-financiranja omogućile realizaciju investicija. Lovačko društvo *Kuna* je Općinu Vuka kreditiralo za kupnju lovačkoga doma čiji je ujedno i vlasnik.

### 3.2. Namjena zaduživanja

Od 2010. do 2015. g. lokalne jedinice uglavnom su se zaduživale za financiranje ekonomskih poslova (v. tablicu 11.). Gotovo polovica ukupnog kreditnog zaduživanja realizirana je upravo kroz ulaganja u kapitalne projekte na području prometa, goriva i energije i investiranja u nekretnine, koji prema funkcijskoj klasifikaciji proračunskih rashoda pripadaju ekonomskim poslovima. Najveći dio sredstava korišten je za izgradnju i obnovu prometnica. Čak 26 lokalnih jedinica zatražilo je suglasnost Vlade za zaduživanja s namjenom razvoja cestovnog prometa.

Osim za ekonomske poslove, lokalne su jedinice kredite koristile za ulaganja u usluge unaprjeđenja stanovanja i zajednice, obrazovanje te u rekreaciju, kulturu i sport, i to u svim godinama promatranoga razdoblja. Gotovo 150 mil. kuna uloženo je u razvoj lokalne zajednice kroz uređenje trgova, ulica, društvenih domova i slične projekte. Značajna sredstva utrošena su u unaprjeđenje obrazovanja, posebice predškolskog i

osnovnoškolskog obrazovanja, investiranjem u izgradnju i obnovu dječjih vrtića i osnovnih škola. Čest razlog zaduživanja lokalnih jedinica bio je razvoj i poboljšanje uvjeta za sport i rekreaciju kroz investicije u izgradnju sportskih dvorana.

Godina	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	Ukupno
Ekonomski poslovi	164	213,5	179	182,5	229	228,5	1.197
Usluge unaprjeđena stanovanja i zajednice	34,5	89	142	35	1,5	35	337
Obrazovanje	85	20	65,5	59,5	2	25,5	257,5
Rekreacija, kultura i religija	16,5	86	24,5	85	1,5	21	234,5
Opće javne usluge		138		30	30	30	228
Kapitalni projekti			16	19	42	81,5	158,5
Javni red i sigurnost				42		0,5	42,5
Zaštita okoliša	10	18,5		1			29,5
Socijalna zaštita				20		2	22
Zdravstvo				5			5
<b>Ukupno</b>	<b>310</b>	<b>565</b>	<b>427</b>	<b>479</b>	<b>306</b>	<b>424</b>	<b>2.511,5</b>

**Tablica 11.** Iznosi kredita lokalnim jedinicama o namjeni ulaganja od 2010. do 2015. g. (u mil. kn)

Izvor: izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Najmanji udio u ukupnom iznosu kredita uložen je u zdravstvo i socijalnu zaštitu stanovništva. U području zaštite okoliša najviše se ulagalo u projekte gospodarenja otpadnim vodama i gospodarenje otpadom (1,2% ukupnog kredita). Kapitalni projekti u području javnog reda i sigurnosti odnose se na ulaganja u razvoj usluga suda, protupožarne zaštite i usluga policije. Suglasnosti na zaduživanje često nisu sadržavale točnu namjenu. Takva zaduženja svrstana su u kategoriju ulaganja u *kapitalne projekte* koja čine 6,3% ukupnog iznosa kredita u promatranom razdoblju. Nešto manje od 10% ukupnog iznosa zaduženja lokalne su jedinice koristile za ulaganje u opće javne usluge u području financijskih i fiskalnih poslova. Treba napomenuti da su pojedini gradovi (Zadar i Split) primitke od zaduživanja koristili i za otplatu municipalnih obveznica.

#### 4. Zaduzivanja Grada Zagreba

Analiza zaduživanja lokalnih jedinica pruža drugačiju sliku kada se isključi Grad Zagreb. Grad Zagreb se kod poslovnih banka zaduživao godišnje u ukupnom iznosu većim od pojedinačnog zaduživanja ostalih lokalnih jedinica (v. tablicu 12.).

Godina	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	Ukupno
Gradovi	118	285	188	254	107	181	1.133
Grad Zagreb	150	150	150	150	190	208	998
Općine	27	104	39	75	9	35	289
Županije	15	26	50				91
<b>Ukupno</b>	<b>310</b>	<b>565</b>	<b>427</b>	<b>479</b>	<b>306</b>	<b>424</b>	<b>2.511</b>

**Tablica 12.** Suglasnosti na zaduživanje Grada Zagreba od 2010. do 2015. g. (u mil. kn)  
Izvor: izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Od ukupnoga iznosa kreditnih zaduženja u promatranome razdoblju 45% su realizirali gradovi, 40% Grad Zagreb, 11% općine te 4% županije. Grad Zagreb je od 2010. do 2015. g. od Vlade dobio sedam suglasnosti na zaduživanje i pritom ukupno realizirao gotovo milijardu kuna kredita (v. tablicu 13.). Svi su odobreni krediti bili na srednji rok i uz poček od godine dana. Međutim, podatke o zaduživanju sa suglasnostima treba usporediti s ukupnim primicima od zaduživanja. Takva usporedba pokazuje da se Grad Zagreb zadužio i bez formalne suglasnosti Vlade i Ministarstva financija ili takve suglasnosti nisu javno dostupne na stranicama Vlade.

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Broj kredita	1	1	1	1	1	2
<b>Ostvareni iznos kredita, u mil. kn</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>190</b>	<b>208</b>
Prosječna kamata, u %	5,23	5,84	7,04	5,7	4,77	2,87
Prosječan broj godina otplate	4	4	5	4	4	4,5
Prosječan broj godina otplate	1	1	1	1	1	1
<b>Primici od zaduživanja, mil. kn</b>	<b>200</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>1.152</b>	<b>190</b>

**Tablica 13.** Obilježja kreditnog zaduživanja Grada Zagreba od 2010. do 2015. g.  
Izvor: izračun autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja lokalnih jedinica.

Podaci o visini primitaka od zaduživanja se u 2010., 2014. i 2015. g. ne slažu s podacima o ostvarenim iznosima kredita. U 2010. i 2014. g. Grad Zagreb se zadužio u višem, a u 2015. g. u manjem iznosu od onoga koji je odobrila Vlada.

U prosjeku su kamatne stope na zaduživanje Grada varirale od 2,87% do 7,04% u 2012. g. Najpovoljnije zaduživanje Grad Zagreb je ostvario u 2015. g. dobivanjem kredita kod ERSTE banke i HBOR-a. U svim godinama je glavni kreditor Grada Zagreba bila ZABA s prosječnom kamatnom stopom od 5,72%, što je za 1,5% viša kamatna stopa od one koja je izračunata za cijelo razdoblje (4,22%). Varijabilni dio kamatne stope, obračunat na kredite Gradu Zagrebu, bio je vezan uz šestomjesečni EU-RIBOR kao referentnu kamatu, osim u 2015. g. na kredit koji je Zagrebu odobrio HBOR. ZABA je od 1,1 mlrd. odobrenih kredita lokalnim jedinicama Gradu Zagrebu odobrila ukupno 790 mil. kuna (70% od ukupnog

iznosa odobrenih kredita). Najveći dio kredita Grad Zagreb je realizirao u investicije u obnovu, izgradnju i razvoj prometnica. Ostala sredstva investirana su u nekretnine te povećanje energetske učinkovitosti.

## 5. Zaključak

Kreditno zaduživanje lokalnih jedinica siguran je instrument financiranja kapitalnih projekata jer one moraju zadovoljiti stroge uvjete zaduživanja kako bi mogle uredno izvršavati dospjele obveze. Vlada lokalnim jedinicama daje suglasnost i jamstvo na zaduživanje što povrat kredita čini sigurnim za vjerovnike. Analiza zaduživanja lokalnih jedinica od 2010. do 2015. g. pokazuje da se zaduživanje uglavnom događa kreditima na domaćem tržištu kapitala, kod domaćih poslovnih banka, HBOR-a i kod izvođača radova. Postoje razlike u uvjetima zaduživanja lokalnih jedinica kod različitih vjerovnika, ali one nisu velike. Većina lokalnih jedinica zadužila se na dugi rok (pet do 10 godina). Najveći vlasnici njihovog duga su domaće poslovne banke. HBOR je kredite odobravao po povoljnijim uvjetima. Krediti HBOR-a su uglavnom bili po nižim i fiksnim kamatnim stopama, što je lokalnim jedinicama omogućilo zaštitu od kamatnog rizika. Unatoč tomu što su se lokalne jedinice uglavnom zaduživale na dugi rok, najveći iznos kredita realiziran je u srednjem roku – od dvije do pet godina. Grad Zagreb najveći je pojedinačni dužnik. Grad zbog visokih godišnjih kreditnih zahtjeva krši godišnja proračunska ograničenja na zaduživanje koje utvrđuje Vlada. Analiza potvrđuje ranije nalaze iz sličnih studija koji upućuju na činjenicu da je zaduživanje Grada Zagreba potrebno regulirati odvojeno od ostalih lokalnih jedinica.

## Literatura:

- Bajo, A. (1998.): Financiranje lokalnih jedinica zaduživanjem, *Financijska teorija i praksa*, god. 22, br. 4-5, Zagreb, str. 469-490.
- Bajo, A. (2004.): Zaduzivanje lokalnih jedinica u Hrvatskoj: mogućnosti i ograničenja, *Financijska teorija i praksa*, god. 28, br. 2, Zagreb, str. 203-217.
- Bajo, A., Juričić, D. (2015.): Kada obveze iz ugovora o javno-privatnom partnerstvu i koncesijama postaju dio duga opće države?, *Newsletter*, god. 17, br. 101, Zagreb, str.1-7.
- Bajo, A., Primorac, M. (2010.): Local government borrowing practice in Croatia, *Financial theory and practice*, god. 34, br. 4, Zagreb, str. 379-406.
- NALAS (2011.): *Vodič za zaduživanje jedinica lokalne samouprave i najnovija događanja u državama jugoistočne Europe*, Skopje
- Pravilnik o postupku zaduživanja te davanja jamstava i suglasnosti jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, NN 55/2009
- Vlada Republike Hrvatske, Sjednice i odluke Vlade od 2010. do 2015. Zagreb.  
<<https://vlada.gov.hr/sjednice-i-odluke>>
- Zakon o izvršavanju državnog proračuna Republike Hrvatske za 2016. godinu, NN 26/2016
- Zakon o proračunu, NN 87/08, 136/12, 15/15





## TEORIJSKA PODLOGA ZA PROUČAVANJE UTJECAJA FISKALNE POLITIKE NA EKONOMSKI RAST: POSTKEJNEZIJSKI PRISTUP

### SAŽETAK

Predmet istraživanja u ovome radu je teorijski okvir na temelju kojega se proučava utjecaj fiskalne politike na ekonomski rast. Rad započinje objašnjenjem utjecaja koji fiskalna politika i javna potrošnja imaju na agregatnu potražnju, s argumentima u prilog pozitivnom, ali i negativnom utjecaju. Nastavlja se opisom uloge koju fiskalna politika i javni sektor imaju u endogenim modelima rasta. Rad se zaključuje kritičkim pregledom uloge koju fiskalna politika ima u starim i novim kejnzejjskim modelima, te posebno u postkejnzejjskim modelima.

**Ključne riječi:** fiskalna politika, javni rashodi, ekonomski rast,  
(post)kejnzejjski modeli

### 1. Uvod

Ima li javna potrošnja pozitivan ili negativan utjecaj na ekonomski rast, nije *a priori* poznato. Prema (neo)klasičnom gledištu, smanjenja javne potrošnje su opravdana uslijed niske produktivnosti i neefikasnosti državnih izdataka. (Post)kejnzejjski pristup smatra kako fiskalna politika ima važnu ulogu u ekonomskom razvoju osiguravajući javna dobra, potičući investicije i osiguravajući društveno poželjan smjer ekonomskog razvoja. Postoje argumenti za oba pristupa koje ćemo u ovome radu prikazati. Rezultati empirijskih istraživanja su također različiti i razlikuju se prema nizu kriterija, stoga ih je teško uspoređivati.

Teorijsku podlogu za proučavanje utjecaja fiskalne politike na ekonomski rast pružili su endogeni modeli rasta (Lucas (1988), Romer (1990)), koje ćemo prikazati u nastavku. Koristeći njihove zaključke, Barro (1990) je oblikovao mehanizam kojim fiskalna politika može utjecati na stopu rasta BDP-a. Endogeni modeli rasta pretpostavljaju teorijsku klasifikaciju javnih rashoda u dvije kategorije (Kneller *et al.*, 1999): produktivni rashodi i neproduktivni rashodi. Rashodi se klasificiraju u jednu od dvije navedene skupine prema njihovom doprinosu, proizvodnji i produktivnosti privatnog kapitala, a time i ekonomskom rastu (Zagler i Durnecker, 2003). Prema tome, rashodi koji utječu na proizvodnju i/ili produktivnost kapitala, povećavajući time stopu rasta, smatraju se produktivnim rashodima, dok su ostali rashodi neproduktivni.

Stoga je cilj ovoga rada pružiti teorijsku podlogu za proučavanje utjecaja fiskalne politike i javnih rashoda na ekonomski rast. Rad započinje kejnzejijanskim i nekejnzejijanskim efektima javne potrošnje, a nastavlja se ulogom fiskalne politike u endogenim modelima rasta. Umjesto zaključka kritički se obrazlaže položaj fiskalne politike u starim i novim kejnzejijanskim modelima.

## 2. Utjecaj javne potrošnje na agregatnu potražnju

### 2.1. Kejnzejijanski efekti javne potrošnje

Ako u gospodarskom sustavu postoje neiskorišteni resursi (nezaposlenost), tada prema postkejnzejijancima vlada i središnja banka; pomoću ekspanzivne fiskalne i monetarne politike mogu povećati efektivnu agregatnu potražnju, a preko nje zaposlenost i ekonomski rast. Prema tome, u razdoblju recesije koje obilježava manjak agregatne potražnje, ekonomska politika mora biti ekspanzivna (povećanje potrošnje i smanjenje poreza) kako bi imala anticikličke učinke. Keynesov multiplikator u tom je slučaju veći od 1, a multiplicirajući efekti povećanja državne potrošnje veći su od efekata smanjenja poreza. Ako je porast potrošnje jednak povećanju poreza, tzv. „uravnoteženi budžetski multiplikator“ jednak je 1. Ovakav jednostavni Keynesov model temelji se na socijalnom konsenzusu između radnika, poslodavaca i vlade. U socijalno-političkom konsenzusu između glavna „tri igrača“ u ekonomsko-političkoj sferi, cijene i plaće se zamrzavaju na određeno vrijeme. Zbog toga poduzeća na povećanu efektivnu potražnju ne mogu reagirati povećanjem cijena, nego povećanjem količine proizvedenih roba i broja zaposlenih radnika, što je cilj takve politike. To je, dakle, alternativno i kratkoročno količinsko prilagođavanje agregatne ponude i agregatne potražnje, a ne njihovo prilagođavanje (uravnoteživanje) preko oscilacije cijena u oba smjera, što zagovaraju predstavnici neoklasične (neoliberalne) škole. Međutim, rezultat povećanja javne potrošnje je i proračunski deficit; stoga fiskalna ekspanzija ovisi i o makroekonomskim efektima deficita te načinu njegova financiranja.

Ovakav jednostavni Keynesov model može se proširiti ako se u obzir uzme efekt istiskivanja koji nastaje promjenom kamatnih stopa i deviznog tečaja. Djelovanje fiskalnog multiplikatora povećava efekt istiskivanja, ali ne mijenja njegov predznak. Prema standardnom IS-LM modelu iz neoklasične sinteze odnos investicija i kamatne stope je obrnuto proporcionalan. Zbog toga fiskalna ekspanzija koja se financira zaduživanjem povećava kamatne stope i, posljedično, smanjuje investicije. U slučaju otvorene ekonomije efekt istiskivanja nastaje promjenom deviznog tečaja. Naime, veće kamatne stope privlače inozemni kapital što vodi deprecijaciji deviznog tečaja (ili aprecijaciji tečaja domaće valute)

i povećanju vanjskotrgovinskog deficita koji neutralizira porast domaće potražnje uslijed fiskalne ekspanzije.

Efekt istiskivanja je veći ako su investicije osjetljivije na promjenu kamatnih stopa. Međutim, ako se investicije promatraju kao funkcija tekućeg dohotka, fiskalni multiplikatori mogu biti značajni čak i u situaciji promjene kamatnih stopa.

Efekt istiskivanja koji djeluje preko kamatnih stopa temelji se na pretpostavci da je potražnja za novcem funkcija kamate stope i dohotka. Efekt će biti veći ako je novčana potražnja manje osjetljiva na promjenu kamatnih stopa, a više na promjenu dohotka. Međutim, porast kamatnih stopa uslijed fiskalne ekspanzije može se ublažiti popuštanjem monetarne politike, ali samo ako ne postoji zamka likvidnosti<sup>1</sup>.

U otvorenoj ekonomiji, veličina fiskalnog multiplikatora primarno će ovisiti o tome radi li se o fiksnom ili fleksibilnom deviznom tečaju. U situaciji fleksibilnog deviznog tečaja, kapitalni priljevi koji su potaknuti većim domaćim kamatnim stopama utjecat će na aprecijaciju tečaja. Ako postoji savršena mobilnost kapitala, efekt istiskivanja biti će potpun i fiskalna politika neće biti efikasna.<sup>2</sup> U situaciji fiksnog deviznog tečaja, fiskalna ekspanzija će kao posljedicu imati manji porast kamatnih stopa nego u zatvorenoj ekonomiji. Stoga će u situaciji kada postoji savršena mobilnost kapitala fiskalna politika biti vrlo efikasna jer će porast ponude novca ublažiti porast domaćih kamatnih stopa (tj. ostat će na istim razinama kao inozemne kamatne stope). Spomenimo ovdje kako su implikacije otvorenosti ekonomije i promjene deviznog tečaja na efikasnost monetarne politike potpuno suprotne. U situaciji fiksnog deviznog tečaja, kapitalni odljevi neutraliziraju smanjenje kamatnih stopa i čine monetarnu politiku neefikasnom, dok je u situaciji fleksibilnog deviznog tečaja utjecaj monetarne politike značajan, obzirom da je pad kamatnih stopa praćen deprecijacijom tečaja domaće valute.

Na efekt istiskivanja utječe i fleksibilnost cijena. Kejnezijanski modeli dopuštaju cjenovnu fleksibilnost, iako je nominalna rigidnost i dalje prisutna ako cijene ne osciliraju u oba smjera tako da „čiste“, tj. otklanjaju viškove ili manjkove roba na strani ponude i potražnje. Cjenovna fleksibilnost ograničit će djelovanje fiskalnog multiplikatora, a pogotovo će ograničiti utjecaj promjene tečajnog režima. U zatvorenoj ekonomiji, fiskalna ekspanzija će utjecati na povećanje cijena, što će djelomično neutralizirati povećanje potražnje u kratkom roku, pojačavajući tako efekt istiskivanja koji djeluje kroz kamatne stope. U otvorenoj ekonomiji s fleksibilnim de-

---

1 Situacija u kojoj je potražnja za novcem savršeno elastična na promjenu kamatnih stopa. U tom je slučaju monetarna politika potpuno neefikasna u djelovanju na BDP.

2 Ako ne postoji savršena mobilnost kapitala, fiskalni multiplikator će biti isti kao u zatvorenoj ekonomiji.

viznim tečajem, opseg efekta ovisit će o odgovoru domaćih cijena na promjenu deviznog tečaja. Ako se cijene promijene zajedno s tečajem, efekt istiskivanja bit će manji nego u situaciji rigidnosti cijena, obzirom da će aprecijacija tečaja smanjiti cijene. U situaciji fiksnog deviznog tečaja, vanjskotrgovinska bilanca će se pogoršati kao odgovor na porast cijena uslijed realne aprecijacije tečaja; stoga će efekt istiskivanja biti jači nego u situaciji cjenovne rigidnosti.

Promjene kamatnih stopa, deviznog tečaja i cijena mogu dodatno utjecati na istiskivanje kroz efekt bogatstva (tzv. „efekt Pigou“). To će posebno biti slučaj ako potrošnja ovisi o tekućem financijskom bogatstvu. Porast kamatnih stopa će općenito smanjiti nominalnu vrijednost financijske imovine, kao što će aprecijacija tečaja smanjiti vrijednost imovine u stranoj valuti. Za kućanstva i tvrtke koji su neto kreditori, te promjene će pojačati efekt istiskivanja i dodatno smanjiti fiskalne multiplikatore. Utjecaj porasta cijena nije jednoznačan obzirom da može imati različit utjecaj na nominalno i realno bogatstvo.

Moraju se razmotriti i dinamički efekti fiskalne politike<sup>3</sup>. Ako je za djelovanje efekta istiskivanja potrebno vrijeme, tada će utjecaj fiskalne ekspanzije, tj. fiskalni multiplikatori biti visoki u kratkom roku, ali će im se s vremenom vrijednost smanjivati. Odnos cijena i plaća koji određuje brzinu porasta cijena uslijed fiskalne ekspanzije, kao i promjene opsega trgovine koje će nastati zbog promjene cijena domaće valute, utjecat će na vrijednosti fiskalnog multiplikatora u kratkom roku.

Spomenimo još kako se u procjeni učinaka proračunskog deficita na ekonomski rast (post)kejnezijska teorija oslanja na pristup *funkcionalnih financija* koju je zagovarao Abba Lerner (Sawyer, 2009). Prema tom pristupu, ravnoteža državnog proračuna ne promatra se u jednoj kalendarskoj ili fiskalnoj godini, nego dinamički, tj. u nekoliko fiskalnih godina, što ovisi o fazama trajanja poslovnog ciklusa. To znači da je postojanje proračunskog deficita opravdano u stanju recesije, dok se u situaciji ekspanzije može ostvariti proračunski suficit iz kojega vlada vraća dugove (kredite) koje je uzela za financiranje prethodnih proračunskih deficita. Prema tome, fiskalna politika ne prosuđuje se prema visini deficita, nego prema efektima koje taj deficit ima na ekonomiju (BDP, zaposlenost, izvoz...). Zanimljivo je primijetiti kako do sličnih zaključaka<sup>4</sup>, ali uz bitno različite pretpostavke, dolaze i neki neoklasični ekonomisti (Barro, 1990).

3 Vidi Auerbach i Gorodnichenko, 2010, a za Hrvatsku Šimović i Deskar-Škrbić, 2013.

4 R. Barro se, po ovome pitanju, približava postkejnezijsancima kroz njegovu hipotezu o usklađivanju poreznih prihoda i poreznih rashoda.

## 2.2. Nekejezizijanski efekti javne potrošnje

Nekejezizijanski efekti fiskalne politike svoje uporište imaju u neoklasičnim modelima koji upozoravaju na mane kejezizijanskoga pristupa, posebno na nedostatak mikroekonomskog utemeljenja. Iako neoklasični modeli stavljaju poseban naglasak na efekte koje fiskalna politika ima na strani ponude, ovdje ćemo se osvrnuti na neke implikacije na strani potražnje.

Kejezizijanski modeli najčešće se oslanjaju na adaptivna očekivanja.<sup>5</sup> S druge strane, racionalna očekivanja prilagođavaju se budućim promjenama varijabli. Stoga će dugoročni efekti fiskalne politike biti važni i u kratkom roku, tako da razlika između privremene i stalne promjene politike posebno dolazi do izražaja. Dok privremena fiskalna ekspanzija koja nema dugoročne efekte neće utjecati na očekivanja, stalna ekspanzija može prouzročiti efekt istiskivanja čak do te mjere da fiskalni multiplikatori postanu negativni ako kućanstva i poduzeća očekuju trajan porast kamatnih stopa i aprecijaciju tečaja.

Neoklasični pristup temelji se na konceptu stalnog (permanentnog) dohotka prema kojemu potrošnja ovisi o raspoloživom permanentnom dohotku u dužem vremenskom razdoblju. Ako potrošači imaju racionalna poslovna očekivanja i ponašaju se na *rikardijanski* način, tj. tako da razmišljaju o budućim promjenama, i ako su svjesni intertemporalnog proračunskog ograničenja, oni će predvidjeti da današnje smanjenje poreza i/ili povećanje potrošnje (koje se financira zaduživanjem) izaziva buduće povećanje poreza iz kojega vlada vraća ranije dugove. Stalni (permanentni) dohodak potrošača je stoga nepromijenjen. Prema tome, ako nema ograničenja likvidnosti i u situaciji savršeno konkurentnog tržišta kapitala, ukupna potrošnja se neće promijeniti. R. Barro (1974) i drugi ekonomisti iz neoklasične škole dokazuju da, u dugom roku, postoji jednakost između kretanja poreza i kretanja državnog duga. Ovu koncepciju je razvio D. Ricardo, pa se ona u literaturi naziva Ricardovom ekvivalencijom poreza i duga. Savršena Ricardova ekvivalencija implicira da će smanjenje državne potrošnje zbog smanjenja poreza biti potpuno nadoknađeno povećanjem privatne štednje (iz povećanog dohotka koji nastaje zbog smanjenja poreza). Štednja se, preko banaka, brzo prelijeva u investicije koje povećavaju agregatnu potražnju. Zbog toga će agregatna potražnja ostati nepromijenjena. Vrijednost fiskalnog multiplikatora u tom je slučaju nula.

U literaturi o Ricardovoj ekvivalenciji naglasak je na efektima smanjenja paušalnih poreza<sup>6</sup> (engl. *lump-sum*) na državnu potrošnju. Bilo da se razmatraju proporcionalni (engl. *flat tax*) ili progresivni porezi, mora se uzeti

5 Iznimka je npr. potrošnja tijekom životnog ciklusa ili teorija o stalnom dohotku gdje se priznaje uloga racionalnih očekivanja.

6 Porez čiji je iznos neovisan o ponašanju pojedinca.

u obzir utjecaj koji efekti na strani ponude imaju na stalni dohodak uslijed smanjenja poreza. Ako se fiskalna ekspanzija postiže porastom potrošnje, utjecaj na stalni dohodak ovisit će o načinu financiranja deficita u budućnosti. Privremeni porast državne potrošnje koji će se neutralizirati smanjenjem potrošnje u budućnosti neće imati nikakav utjecaj. Međutim, porast potrošnje koji se financira povećanjem poreza u budućnosti vodi ka smanjenju stalnog dohotka i potrošnje te mogućim negativnim multiplikatorima, iako će točan efekt pada BDP-a ovisiti o produktivnosti (strukтури) državne potrošnje.

Važno je napomenuti da se Ricardova ekvivalencija temelji na jakim pretpostavkama. Stoga kraći vremenski horizont, nesavršeno predviđanje, djelomična ograničenja likvidnosti, nesavršeno konkurentno tržište kapitala mogu voditi prema značajnijem utjecaju fiskalne politike na potrošnju. Posljedično, praktična važnost Ricardove ekvivalencije nije velika, pogotovo u situaciji kada ne postoji potpuna konkurencija, već nepotpuna konkurencija s nizom nedostataka tržišnog mehanizma u kojemu se štednja ne prelijeva automatski u investicije. Unatoč tome, ovdje možemo postaviti pitanje postoje li uvjeti u kojima se Ricardova ekvivalencija može pojaviti. Ako je vlada ograničena fiskalnim pravilima koja zahtijevaju strogu kontrolu fiskalne ekspanzije, tada i oni pojedinci koji ne planiraju na dug vremenski horizont mogu prilagoditi svoju potrošnju (štednju) većim porezima u budućnosti. Slično tome, u situacijama u kojima je očigledno da je javni dug neodrživ i da se očekuje porast poreza, može doći do Ricardovog odgovora na fiskalnu ekspanziju, čak i u kejnzejanskim okvirima.

Ako fiskalna ekspanzija uzrokuje negativna očekivanja ili porast neizvjesnosti, ponašanje jednog dijela sektora kućanstva i poduzeća može također smanjiti fiskalne multiplikatore ili ih čak učiniti negativnima. Naime, kućanstva iz predostrožnosti mogu akumulirati štednju, dok će poduzeća odgoditi investicije ili odustati od njih (Blanchard i Perotti, 2002). U neizvjesnom okruženju povjerenje ima važnu ulogu. Potrošnja i investicije, između ostalog, ovise i o stavovima kućanstava i poduzeća o općem ekonomskom okruženju, a na njihovo povjerenje utječe ponašanje ekonomske politike.

Još jedan kanal preko kojega javni dug može utjecati na fiskalni multiplikator je premija rizika koja povećava kamatne stope. Kako se fiskalnom ekspanzijom javni dug povećava, premija rizika koju inozemni investitori očekuju raste. Stoga će efekt istiskivanja uzrokovan povećanjem kamatne stope biti dodatno pojačan (Skidelsky *et.al*, 1990). U takvim uvjetima, privremena fiskalna ekspanzija bit će efikasnija od stalne obzirom da predstavlja manji rizik održivosti javnog duga. U tom kontekstu, kredibilitet fiskalne politike je posebno važan. Ako kod zajmodavaca koji posuđuju novac vladi ne postoji povjerenje da vlada može kontrolirati javnu potrošnju, i ako se pokaže da je fiskalna ekspanzija koja je najavljena

kao privremena zapravo stalna (tj. da vlada u politici zaduživanja igra Ponzijevu igru), tada će kamatne stope na nove kredite (dugove) koje vlada uzima zasigurno uključivati premiju rizika. Prevelika premija rizika možda je i najvažniji razlog zbog kojega bi fiskalni multiplikatori mogli postati negativni, obzirom da privatna potrošnja reagira pozitivno na najavu smanjenja duga koja će sniziti premiju rizika.<sup>7</sup> Prema tome, dostizanje kritične razine javnog duga bitan je preduvjet za pojavu nekejnezijanskih učinaka fiskalne politike. Ovakav pristup predstavlja jedan od glavnih argumenata za ekspanzivnu fiskalnu kontrakciju.

### 3. Fiskalna politika i javni sektor u endogenim modelima rasta

Drugu polovicu 20. stoljeća obilježile su teorije endogenog rasta. Kao što naziv sugerira, dugoročna stopa rasta u modelu određena je endogenim faktorima, a razlika između kratkoročnog i dugoročnog postaje sve manje prisutna.<sup>8</sup> Važno je napomenuti kako teorije endogenog rasta koriste neoklasični model i nastavljaju tamo gdje se on zaustavio. Nemoguće je ukratko dati pregled kompletne literature i istraživanja koja su se na tom području provodila; stoga ćemo u nastavku opisati samo najvažnije doprinose.

Ključna pretpostavka neoklasičnoga modela, koja objašnjava zašto promjene štednje samo privremeno utječu na rast, je postojanje opadajućih prinosa na investicije. U kratkom roku porast štednje utječe na povećanje zaliha kapitala što ubrzava rast; međutim, tijekom vremena povrat na investicije se smanjuje. Kako se prinosi smanjuju, usporen je i rast, obzirom da određena količina štednje postaje sve manje produktivna, a opadajući prinosi sami po sebi obeshrabruju štednju i nove investicije. Stoga štednja ne može biti dugoročan izvor ekonomskog rasta, a zalihe kapitala se ne mogu povećavati brže od efektivne ponude rada koja ovisi o porastu stanovništva i efikasnosti rada.

Osnovna ideja teorije endogenog rasta izražena je u stavu da proizvodnja zahtijeva više od samih investicija u fizički kapital i korištenja rada. Posebno važne postaju investicije u znanje i ljudski kapital, istraživanje i razvoj (engl. *R&D*) te javnu infrastrukturu. U ovako proširenom konceptu kapitala postaje realno napustiti pretpostavku o opadajućim prinosima. Osnovni mehanizmi dugoročnog rasta u većini endogenih modela postaju konstantni (ili čak rastući) povrati na uložene faktore proizvodnje. Na taj način dugoročna stopa rasta postaje endogena varijabla koja ovisi o investicijskim odlukama koje se određuju unutar modela. Takav pristup ima nekoliko važnih implikacija.

<sup>7</sup> Pod pretpostavkom da ekonomski subjekti imaju povjerenja u vladu.

<sup>8</sup> Vidi Romer, 1990. i Lucas, 1988.

Prva je da su institucije unutar države važne za ekonomski rast. Mnogi autori su istraživali kako porezi i državna potrošnja utječu na dugoročnu stopu rasta. Kao i u neoklasičnom modelu, porezi smanjuju efikasnost ekonomije, ali ovaj je put efekt trajno negativan. Rezultati empirijskih istraživanja o tome koliko porezi ograničavaju rast kreću se od vrlo malih (Lucas, 1988) pa do značajnih efekata (Kneller *et al.*, 1999). Takva različitost nije osobito iznenađujuća uzme li se u obzir da različiti modeli stavljaju naglasak na različite mehanizme rasta, a time i na različitu ulogu poreza u modelima.

Međutim, u suprotnosti s neoklasičnim modelima, teorije endogenog rasta prihvaćaju da fiskalna politika može utjecati na alokaciju resursa, kako negativno tako i pozitivno. Istraživanja naglašavaju ulogu eksternalija: ako su društveni povrati na ulaganje u obrazovanje veći od privatnih, investicije u ljudski kapital su opravdane kao sredstvo kojim će se povećati dugoročna stopa rasta (Lucas, 1988). Stoga je smisleno subvencionirati obrazovanje na različitim razinama. Ostali autori naglašavaju važnost nesavršene konkurencije i ekonomije razmjera u sektoru istraživanja i razvoja (Romer, 1986). Kako bi se poticale inovacije i tehnološki razvoj, potrebna je intervencija države u smislu legislative vezane uz nova otkrića i koordinacije u određenim strateškim istraživačkim područjima. Sljedeća tema od javnog interesa je javna infrastruktura i uloga institucija. Javna potrošnja na transport i komunikacije, zaštita vlasničkih prava i osnovno obrazovanje mogu se smatrati produktivnim investicijama koje povećavaju dugoročnu stopu rasta (Barro, 1990). Neke analize bave se ulogom financijskih tržišta u procesu rasta (Minsky, 1990). Naime, olakšavanjem osnivanja i pravilnom kontrolom nad financijskim institucijama država može potaknuti investicije i tehnološke promjene.

Ovakav pristup podrazumijeva kako država, želeći maksimalizirati dugoročnu stopu rasta, mora riješiti problem optimizacije. To znači da se granični efekti javne intervencije koji doprinose rastu moraju balansirati s negativnim efektima koji će nastati kao posljedica porasta poreza ili javne potrošnje. Stoga je moguće da javni sektor bude preveliki ili premali, što samo po sebi ne određuje kakav će utjecaj imati na ekonomski rast. Ekonomije s visokim, kao i niskim udjelom javnog sektora mogu imati niske (ili čak negativne) stope rasta, u prvom slučaju zbog prevelikog poravnog klina, a u drugom zbog izostanka pozitivnih efekata koje uzrokuju javne investicije.

U stvarnosti, javni sektor podrazumijeva puno više od ispravljanja tržišnih nedostataka, investicija u infrastrukturu i prikupljanja poreza. Država utječe na redistribuciju dohotka, a javno izabrani predstavnici ljudi su od krvi i mesa koji zastupaju različite interesne grupe. Interakcija između ekonomskog rasta, redistribucije dohotka i ponašanja političara posebno su područje teorije endogenog rasta koje se razvija tek u posljednjih



nekoliko godina i koje je vrijedno spomenuti. Persson i Tabellini (2000) proučavaju kako demokratske institucije utječu na (re)distribuciju dohotka u modelima s endogenim rastom. U ekonomijama sa značajno nejednakom raspodjelom dohotka prije oporezivanja i javne potrošnje prosječni birač će uvijek glasati za visoke poreze koji redistribuiraju dohodak od bogatih ka siromašnijima. To može usporiti ekonomski rast. U ekonomijama s ujednačenom raspodjelom dohotka teret oporezivanja bit će manji, što vodi većim stopama rasta. Stoga je zanimljiv zaključak da bi demokracije s ravnomjernijom distribucijom dohotka prije oporezivanja trebale rasti brže od onih s nejednakom raspodjelom.

Obzirom na sve navedeno, ne iznenađuje da su u razdoblju prije ekonomske krize 2008. godine teorije endogenog rasta bile jedno od najvažnijih područja istraživanja u makroekonomiji. U usporedbi s egzogenim teorijama, neoklasične škole omogućuju puno bogatiju analizu procesa rasta. Veća količina modela endogenog rasta ostavlja mogućnost istraživaču da odabere onaj model koji je blizak njegovoj viziji ekonomije i koji je konzistentan s njegovim preferencijama o ulozi države u ekonomiji.

Istovremeno treba imati na umu kako se, unatoč teorijskim istraživanjima, empirijski rezultati među zemljama značajno razlikuju. Stoga se i neki centralni mehanizmi utjecaja na rast koji proizlaze iz endogenih modela trebaju promatrati kao preliminarne hipoteze koje još uvijek nemaju jasnu empirijsku potvrdu.<sup>9</sup>

## 4. (Post)kejnezijski modeli

### 4.1. Stari kejnezijski modeli

Najčešći neoklasični model koji koristi neke ideje iz Keynesove makroekonomije je IS-LM model koji je razvijen na temelju ideja J. Hicksa. IS-LM model generacijama je ostao dio udžbeničke literature na preddiplomskoj razini. Mnogi poznati pisci udžbenika posvetili su IS-LM modelu veliku pažnju (Mankiw i Taylor, 2008). Model još uvijek koriste analitičari financijskog tržišta kako bi procijenili utjecaj mjera ekonomske politike na proizvodnju.

Kao što je poznato, promjena fiskalne politike u IS-LM modelu prikazuje se pomakom IS-krivulje. *Output* se smanjuje ako se javna potrošnja smanjuje ili se povećavaju porezi, a povećava ako dolazi do porasta potrošnje ili smanjenja poreza. Utjecaj ovisi o razini kamatnih stopa. Ako su kamatne stope toliko niske da povećanje novčane ponude neće izazvati investitore da povuku svoje zajmove, fiskalna politika će biti učinkovita. Pritom je učinak porasta državne potrošnje učinkovitiji od smanjenja poreza.

---

<sup>9</sup> Npr. manje-više je prihvaćeno da su investicije u visoko obrazovanje i razvoj kompetencija dobre za rast, što većina modela i prikazuje. Međutim, postoje modeli prema kojima ljudski kapital nema važnu ulogu za ekonomski rast (Aschauer, 1989).

IS-LM dobro opisuje smjer djelovanja fiskalne politike, a također pokazuje da je fiskalna politika efikasnija u slučaju kada su kamatne stope blizu nule (zamka likvidnosti). Međutim, model ne govori ništa o interakciji između režima deviznog tečaja i ekonomske politike ostalih zemalja. Također zanemaruje pitanje solventnosti i ne predviđa nikakve pozitivne efekte fiskalne ekspanzije na investicije u privatnom sektoru. Zaključke modela o efikasnosti promjene javnih rashoda i prihoda ne podupiru empirijski podaci. No, također nije najjasnije koliko je na takvo kretanje makroekonomskih agregata uzrokovanih promjenom državne potrošnje i poreza utjecala reakcija monetarne politike.

Interakciju domaće ekonomije sa sektorom inozemstva proučava Mundell-Flemingov prošireni IS-LM model. Tu se agregatnoj potražnji pridružuje neto izvoz kao funkcija domaće potražnje, inozemne potražnje i realnog deviznog tečaja. Dodana je i krivulja bilance plaćanja s kapitalnim tokovima osjetljivima na promjene kamatnih stopa. Na taj način, korištenjem Mundell-Flemingovog modela, dolazi se do sličnih zaključaka kao i IS-LM modelom: smanjenje javne potrošnje i povećanje poreza smanjuju proizvodnju, a time i stopu rasta, dok intenzitet utjecaja ovisi o elastičnosti funkcije novčane potražnje na promjenu kamatnih stopa. Proširenje modela sektorom inozemstva pruža i neke dodatne uvide. Fiskalna politika postaje manje efikasna u slučaju male otvorene ekonomije. Nadalje, fiskalna politika je efikasnija u slučaju fiksnog deviznog tečaja. Ako je devizni tečaj fleksibilan, smanjenje javne potrošnje vodi prema deprecijaciji domaće valute i porast neto izvoza koji u tom slučaju nastaje biva neutraliziran s manjkom domaće potražnje. U slučaju Mundell-Flemingovog modela s dvije zemlje, može se pokazati kako je koordinirana fiskalna politika efikasnija od fiskalnih poticaja koje poduzima samo jedna zemlja.

Uspoređujući takva predviđanja s empirijskim podacima, možemo vidjeti kako Mundell-Flemingov model vrlo dobro opisuje efekte fiskalne politike koji nastaju u otvorenoj ekonomiji. Model točno predviđa smjer djelovanja promjene državne potrošnje, a isto tako točno opisuje posljedice izbora režima deviznog tečaja. Međutim, nedostaci IS-LM modela u predviđanju domaćih efekata fiskalne politike (solventnost i povjerenje investitora) vrijede i za prošireni Mundell-Flemingov model.

#### 4.2. Prva generacija neokejnezijanskih modela

Pojavom teorije racionalnih očekivanja (Lucas, 1972) u ekonomskoj znanosti naglasak je s modela koji su opisivali odnose između makroekonomskih agregata prešao na modele čiji su temelji mikroekonomski. Novost je, između ostalih, bila i pojava teorije realnih poslovnih ciklusa (engl. *RBC - Real Business Cycle*) koja se temeljila na radovima Kydlanda i Prescottta (1982). Prema toj teoriji ekonomija predstavlja zbroj iden-

tičnih racionalnih ekonomskih subjekata koji se promatraju u beskonačnom vremenskom horizontu. Ti subjekti maksimaliziraju vlastitu funkciju korisnosti varirajući količinu rada, potrošnje i štednje tijekom životnog ciklusa. Fluktuacije poslovnih ciklusa uzrokovane su slučajnim šokovima produktivnosti i reakcijom subjekata na šokove. Ključni mehanizam preko kojega šokovi produktivnosti utječu na fluktuacije BDP-a je promjena realnih nadnica do koje dolazi uslijed promjene produktivnosti, nakon koje subjekti prilagođavaju vlastitu ponudu rada nastalim promjenama. Obzirom da modeli pretpostavljaju kako se tržište rada uvijek i trenutno čisti, promjene u ponudi rada izravno utječu na promjene agregatne razine proizvodnje. Prema tome, fluktuacije poslovnih ciklusa objašnjavaju se preko intertemporalne supstitucije između rada i dokolice s kojom se suočava pojedinac, a koja ovisi o tekućoj i očekivanoj realnoj nadnici.

Takve modele možemo opisati kao antikeynezijanske, obzirom da je uloga fiskalne i monetarne politike potpuno zanemarena, a fluktuacije u ekonomiji se objašnjavaju isključivo šokovima na strani ponude. Obzirom da poslovni ciklus nastaje reakcijom pojedinaca na vanjske šokove, svaki pokušaj stabilizacije negativno će utjecati na blagostanje. U modelu se ne uzima u obzir eventualno postojanje nedobrovoljne nezaposlenosti; prema tome, ako nezaposlenost postoji, ona je dobrovoljna.

Nova keynezijanska ekonomija 90-ih godina 20. stoljeća pokušavala je neke elemente teorije racionalnih očekivanja uključiti u vlastite modele. Jedan od takvih istraživačkih pravaca pokušao je proširiti RBC modele i primijeniti ih na tržištu dobara i tržištu rada. Rezultat je bio tzv. „dinamičko stohastički model opće ravnoteže“ (engl. *DSGE - Dynamic Stochastic General Equilibrium model*), koji se nazivao i *optimizirajućim IS-LM modelom* ili *novom neoklasičnom sintezom* da bi se naglasili njegovi keynezijanski elementi.

Dok su ti modeli zadržali osnovnu ideju da se makroekonomske fluktuacije mogu objasniti agregiranjem mikroekonomskih reakcija pojedinih racionalnih ekonomskih subjekata, naknadno su dodani neki važni elementi kao što su monopolistička konkurencija ili određivanje cijena (Mankiw i Taylor, 2008). Takvi modeli nazivaju se *neokejnezijanskim modelima* u smislu u kojemu monetarnu politiku ne tretiraju neutralnom i dopuštaju postojanje tržišnih nesavršenosti koje se mogu pokazati ključnima u objašnjenju makroekonomskih fluktuacija. Ubrzo su postali standardni makroekonomski modeli za analizu monetarne politike, sve do izbijanja krize 2008. g., kada nisu imali odgovor na rastuće probleme na financijskom tržištu.

DSGE modeli su se rijetko koristili u analizi fiskalne politike. Mehanizam djelovanja fiskalne politike u tim modelima bio je bitno drugačiji od ranijih modela. Naime, deficitno financiranje državne potrošnje povećava proizvodnju i zaposlenost, ali ne preko multiplikatora kakav postoji u tra-

dicionalnim kejnzejijanskim modelima. Umjesto toga, modeli predviđaju pad osobne potrošnje kao reakciju na porast javne potrošnje. Mehanizam je sljedeći: obzirom da su ekonomski subjekti racionalni i suočeni s intertemporalnim budžetskim ograničenjem, svako deficitno financiranje budžetske potrošnje vodi prema povećanju poreza u budućnosti, što za pojedinca predstavlja pad diskontiranog životnog dohotka. Kako bi kompenzirali pad dohotka, subjekti se odlučuju smanjiti potrošnju, te u izboru između rada i dokolice povećavaju količinu rada, što rezultira povećanjem zaposlenosti i proizvodnje, ali i padom osobne potrošnje.

Iako podržava korištenje DSGE modela, Mankiw (2006) naglašava da se modeli suočavaju s ozbiljnim nedostacima kada je u pitanju njihova primjenjivost na probleme koji postoje u realnoj ekonomiji: „Činjenica da se suvremena makroekonomska istraživanja ne koriste često u praktičnoj primjeni ekonomske politike dokaz je njihove male korisnosti.“

Iz postkejnzejijanske perspektive, dodatni problem DSGE modela je tretman nezaposlenosti. Fluktuacije u stopama zaposlenosti/nezaposlenosti potječu od pojedinačnih odluka o količini ponuđenog rada. Stoga i u ovim (tzv. „neokejnzejijanskim“) modelima nema prostora za nedobrovoljnu nezaposlenost.

#### 4.3. Postkrizni novi kejnzejijanski modeli

Čak i prije početka krize 2008. godine, ekonomisti su se trudili u DSGE modele uključiti analizu fiskalne politike. Jedan od prvih ciljeva bio je u modelu isključiti mogućnost postojanja Ricardove ekvivalencije te definirati efekte promjene fiskalne politike na osobnu potrošnju. Stoga su dvije glavne promjene uvedene u model: tzv. *nerikardijanski* potrošači (engl. *rule-of-thumb consumers*) i *preklapajuće* (engl. *overlapping*) generacije.

U modelu s nerikardijanskim potrošačima pretpostavka je da određeni dio populacije nema pristup financijskim tržištima. Takvi pojedinci i dalje maksimaliziraju vlastitu funkciju životne korisnosti putem intertemporalnih varijacija u količini ponuđenog rada (radnih sati), dok s druge strane, uvijek troše sav raspoloživi tekući dohodak obzirom da ne mogu ni štedjeti ni pozajmljivati na financijskom tržištu. Ako je udio takvih pojedinaca na tržištu velik, rezultati modela približavaju se kejnzejijanskom zaključku prema kojemu osobna potrošnja i BDP rastu ako se poveća javna potrošnja (Gali *et.al*, 2007). U modelu s preklapajućim generacijama pojedinci nisu sigurni hoće li troškove financiranja povećane javne potrošnje snositi njihova ili buduće generacije. U tom slučaju, deficitno financirana javna potrošnja povećava potražnju više nego što iznosi smanjenje osobne potrošnje koje nastaje radi potrebe plaćanja povećanih poreza u budućnosti. Opisani mehanizmi predstavljaju kanale preko kojih se kejnzejijanski rezultati integriraju u DSGE modele.

Nakon izbijanja krize, DSGE su žestoko kritizirani iz razloga što ne pružaju dovoljan uvid u financijski sektor i stoga zanemaruju sve nelinearne veze koje se javljaju u pojedinim fazama poslovnih ciklusa. Iako su ekonomisti proučavali ulogu financijskih posrednika i posljedice šokova na bilance poduzeća i banaka (Gali *et.al*, 2007), ta istraživanja nisu imala veliku važnost unutar DSGE modela. Postojeći modeli podcijenili su razmjere i intenzitet krize (Sawyer, 2009); stoga je postalo jasno da je nužno preispitati ulogu financijskog posredništva unutar modela.

Jedan od najvažnijih pokušaja da se financijski elementi ugrade u okvir DSGE-a je onaj Međunarodnoga monetarnoga fonda koji je razvio *Globalno integrirani monetarni i financijski model* (engl. *GIMF - Global Integrated Monetary and Financial Model*) koji u postojeći DSGE model integrira elemente kao što su monopolistička konkurencija i određivanje cijena. Model se sastoji od nekoliko segmenata koji uključuju tekuće račune i bilancu plaćanja. U svakom segmentu postoje proizvođači sirovina, kapitalnih dobara i potrošačkih dobara, kao i uvoznici, distributeri, maloprodavači i sindikati.

Za tretman fiskalne politike unutar modela važnije je modeliranje sektora kućanstva, gdje GIMF dopušta postojanje preklapajućih generacija i nerikardijanskih potrošača. Model uključuje i financijski sektor u kojemu banke kreditiraju poduzeća koja kupuju dobra od proizvođača kapitalnih dobara. U slučaju bankrota, banke mogu samo djelomično naplatiti svoje zajmove, što znači da u modelu postoji upravo proporcionalna veza između premije na eksterno financiranje i omjera duga i kapitala poduzeća. Drugim riječima, što je niža premija na eksterno financiranje, u ekonomiji će se više investirati u fizički kapital. Sve u svemu, GIMF predstavlja iznimno kompleksan model koji može simulirati promjene velikog broja varijabli (Kumhof *et.al*, 2010).

Uvođenje financijskog akceleratora i promjene sektora kućanstva omogućile su preciznije praćenje efekata fiskalne politike.<sup>10</sup> Model omogućava precizno razlikovanje između općih (svim pojedincima) i ciljanih transfera (onima koji nemaju pristup financijskom tržištu i koji stoga troše dodatni dohodak u tekućem vremenu), upućujući na to kako ciljani transferi imaju puno izraženiji efekt.

Financijski akcelerator omogućuje proučavanje efekta istiskivanja privatnih investicija uslijed povećanja javne potrošnje. To se odvija kroz dva kanala (Kumhof i dr., 2010). Državna potrošnja povećava agregatnu potražnju, što uzrokuje povećanje stope iskorištenosti fizičkog kapitala u ekonomiji. Na koncu dolazi do povećanja tržišne vrijednosti postojećeg fizičkog kapitala (kapitalnih dobara) što doprinosi jačanju kapitalne osno-

---

<sup>10</sup> Npr. ako je u modelu udio nerikardijanskih potrošača velik, povećanje deficitno financirane državne potrošnje vodi ka porastu proizvodnje, zaposlenosti i osobne potrošnje.

ve korporativnog sektora. Drugi kanal utjecaja predstavlja smanjenje realne vrijednosti korporativnog duga koji nastaje uslijed porasta inflacije zbog povećanja agregatne potražnje. Oba navedena kanala smanjuju omjer duga i kapitala za poduzeće, a time i premiju na eksterno financiranje, što potiče privatne investicije.

Mogu se promatrati i različiti utjecaji fiskalne politike u ovisnosti o vrsti monetarne politike koja se provodi. Kao što je MMF (2010) pokazao u svojoj studiji, može se pretpostaviti da monetarna politika ne reagira na promjene inflatornih očekivanja u određenom vremenskom razdoblju. Ako su kamatne stope blizu nule, a ekonomski uvjeti zahtijevaju dodatne stimulacije u gospodarstvu, središnja banka neće mijenjati politiku čak i ako stopa inflacije poraste. U tom slučaju je fiskalna politika efikasnija od monetarne, obzirom da može stvoriti inflatorne pritiske i time dodatno smanjiti realne kamatne stope. To je još jedan rezultat koji ide u prilog empirijskim dokazima koji potvrđuju kako je fiskalna politika efikasnija u situacijama kada je monetarna politika ograničena u svom djelovanju.

Obzirom da se GIMF model može istovremeno primijeniti na veći broj zemalja, moguće je simulirati koordinirane i nekoordinirane poteze u fiskalnoj politici među zemljama. Fiskalna politika jedne zemlje ima utjecaja u ostalim zemljama. Općenito, koordinirana fiskalna politika u grupi zemalja ima veće učinke nego izolirani paketi poticaja samo jedne ekonomije. To isto tako znači da će koordinirane fiskalne uštede (smanjenja javne potrošnje) imati pojačane efekte obzirom da će svaka pojedina zemlja biti pogođena ne samo vlastitim mjerama štednje, nego i smanjenjem javne potrošnje drugih zemalja.

## Literatura:

- Aschauer, D. A. (1989.), Is Public Expenditure Productive?, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 23, str. 177-200.
- Auerbach, J. A., Gorodnichenko, Y. (2010.), Measuring the Output Responses to Fiscal Policy, NBER Working Paper, No 16311, Washington, DC: National Bureau of Economic Research
- Barro, R. (1990.), Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, str. 103-125.
- Barro, R. (1974.), Are Governments Bonds Net Wealth?, *Journal of Political Economy*, 82(6), str. 1095-1117.
- Blanchard, O., Perotti, R. (2002.), An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 4, str. 1329-1368.
- Gali, J., Lopez Salido, D., Valles, J. (2007), Understanding the Effects of Government Spending on Consumption, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, No. 1, str. 227-270.
- Kneller, R., Bleaney, M. F., Gemmel, N. (1999.), Fiscal Policy and Growth: Evidence from OECD Countries, *Journal of Public Economics* 74, str. 171-190,
- Kydland, F., Prescott, E. C. (1982.), Time to Build and Aggregate Fluctuations, *Econometrica*, Vol. 50, No. 6, str. 1345-1370.
- Kumhof, M., Laxton, D., Muir, D., Mursula, S. (2010.), The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) - Theoretical Structure, IMF Working Paper 10/34
- Lucas, R. E. (1988.), On the Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, No. 1, str. 3-42.
- Lucas, R. E. (1972.): Expectations and the Neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, Vol. 4, str. 103-124.
- Mankiw, N. G., Taylor, M. P. (2008.), *Economics*, Andover, South Western
- Mankiw, N. G. (2006.), The Macroeconomist as Scientist and Engineer, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, Br. 4, str. 29-46.
- Minsky, H. P. (1990.), Schumpeter: Finance and Evolution, u Heertje, A., Perlman, M.: *Evolving Technology and Market Structure*, University of Michigan Press, str. 51-74.
- MMF (2010.), Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis, IMF Staff Position Note, June, International Monetary Fund, Washington DC, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0913.pdf> (pregledano 2. 11. 2016.)

- Persson, T., Tabellini, G. (2000.), *Political Economics – Explaining Economic Policy*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England
- Romer, P. M. (1990.), *Endogenous Technological Change*, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, Br. 5, str. 71-102.
- Sawyer, M. (2009.), *The Continuing Relevance of Fiscal Policy*, u Creel, J., Sawyer, M. (urednici)- *Current Thinking on Fiscal Policy*, Palgrave Macmillan, London
- Skidelsky, R., Miller, M., Weller, P. (1990.), *Fear of Deficit Financing – Is it Rational*, u Dornbusch, R., Draghi, M. (urednici)- *Public Debt Management – Theory and History*, Cambridge University Press, Cambridge, New York, str. 293-310.
- Šimović, H., Deskar-Škrbić, M. (2013.), *Dynamic Effects of Fiscal Policy and Fiscal Multipliers in Croatia*, *Zbornik radova Ekonomskoga fakulteta u Rijeci*, Vol. 31, No. 1, str. 55-78.
- Zagler, M., Durnecker, G. (2003.), *Fiscal Policy and Economic Growth*, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 17, No. 3, str. 397-418.



prof. dr. sc. Mira Dimitrić  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: mira.dimitric@efri.hr

doc. dr. sc. Dunja Škalamera Alilović  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: dunja.skalamera-alilovic@efri.hr

Stefan Spasić, mag. oec.  
The London School of Economics and Political Science  
E-mail: stefan.s788@yahoo.com

## **FINANCIJSKO VREDNOVANJE I ANALIZA AKVIZICIJE – PRIMJER: ATLANTIC GRUPA d. d. I DROGA KOLINSKA d. d.<sup>1</sup>**

### **SAŽETAK**

Popularnost akvizicije kao poslovne prakse očituje se u uzlaznom, iako cikličnom trendu u posljednjih tridesetak godina. Kao najbrži način rasta sublimira sve prednosti suvremenog poslovanja i u fokusu je istraživačkog interesa različitih ekonomskih disciplina i u okvirima različitih teorijskih koncepata, od strateškog menadžmenta, industrijske organizacije, mikroekonomike, teorije igara, pa do financija. Teorijska podloga akvizicije u užem smislu, odnosno preuzimanja, i akvizicije u širem smislu, odnosno spajanja, zajedno obuhvaćenih sintagmom *Mergers & Acquisitions*, je razmatranje motiva među kojima se unutar racionalnog koncepta prepoznaje nekoliko razina sinergije koje se ostvaruju ovim poslovnim kombinacijama te razmatranje elemenata koji prethode odluci o akviziciji, kao i vrednovanje uspješnosti ostvarene akvizicije. Vrednovanje očekivane sinergije, određivanje cijene i načina preuzimanja spadaju u aktivnosti koje prethode odluci o akviziciji dok je naknadno vrednovanje uspješnosti utemeljeno na usporedbi vrijednosti spojene tvrtke nakon akvizicije s vrijednošću tvrtki prije akvizicije. Vrednovanje analiziranoga primjera preuzimanja ilustrira primjenu odabranih metoda i različitih aspekata procjene uspješnosti preuzimanja uz naznačena ograničenja. Jednoznačna ocjena uspješnosti konkretne akvizicije nije ostvarena, ali kretanje vrijednosti Atlantic Grupe i analiza poslovanja nakon akvizicije ukazuju na uspješnost strateškog vođenja tvrtke.

**Ključne riječi:** akvizicija, sinergija, financijsko vrednovanje akvizicije

---

<sup>1</sup> Ovaj rad je nastao uz potporu Sveučilišta u Rijeci, u okviru projekta *Koncepti i metode troškovnog i upravljačkog računovodstva u javnom sektoru Republike Hrvatske* (broj projekta: 13.02.1.2.09.) i uz potporu Hrvatske zaklade za znanost, u okviru projekta *Business and Personal Insolvency – the Ways to Overcome Excessive Indebtedness/Poslovna i osobna insolventnost – putevi izlaska iz prezaduženosti* (broj projekta: IP-2013-11-6558).

## 1. Uvod

U ovome radu je, uz obrazloženje teorijske podloge akvizicije, u širem smislu istražena financijska isplativost i ekonomska opravdanost naslovljene akvizicije koja je inače čestim predmetom analiza u stručnim i specijalističkim radovima mladih istraživača. Primijenjeno je nekoliko metoda vrednovanja sinergijskog učinka i čiste sadašnje vrijednosti akvizicije uz obrazloženje ograničenja zbog kojih se navedeni rezultati mogu smatrati samo dijelom ilustracije primjene metoda na konkretnim javno dostupnim podacima iz financijskih izvještaja i s tržišta kapitala. Prevladavanje svih ograničenja ovakve primjene metoda financijskog vrednovanja i analize akvizicije prelazi okvire zadanih ciljeva i mogućnosti ovoga rada.

U radu su prezentirani: pojam, vrste i motivi akvizicije, akvizicijski trendovi i uspješnost te problematika cijene akvizicije i postakvizicijske cijene. Predstavljene su metode financijskog vrednovanja sinergije i financijske analize akvizicije te su odabrane metode primijenjene na konkretnom slučaju.

## 2. Pojam, vrste i motivi akvizicije

Akvizicije (engl. *Mergers & Acquisitions*), odnosno spajanja i preuzimanja su poslovni poduhvati kojima se vrši reorganizacija trgovačkih društava tzv. „eksternim rastom“, odnosno investiranjem u poslovne kapacitete i poslovne aktivnosti drugog poduzeća. Akvizicija je jedna od tri temeljne vrste poslovnih kombinacija, uz alijanse kompanija i *holding*-kompanije. Alijanse su kooperativni ugovori i razni interkorporativni poslovni aranžmani koji ne rezultiraju formalnim kombiniranjem uključenih poslovnih subjekata ni podređivanjem na temelju *holding*-odnosa (Orsag i Gulin, 1997, str. 20-21). *Holding*-kompanije su one koje drže dionice drugih tvrtki koje im omogućuju njihovu kontrolu poslovanja na način koji se može označiti podređivanjem uz formalnu samostalnost podređene tvrtke. Akvizicija u užem smislu je stjecanje (preuzimanje) vlasništva nad imovinom ili glavnicom drugog subjekta, a u širem smislu i udruživanje (spajanje) koje može biti fuzija i konsolidacija. Fuzija je stopostotno udruživanje vlasničkih interesa dva ili više poduzeća u fuzioniranu tvrtku kojoj su se druga poduzeća pripojila, dok je konsolidacija spajanje u sasvim novu jedinku. Obzirom da akvizicija u užem smislu (preuzimanje) najčešće prerasta u udruživanje (spajanje), predstavlja ujedno i nadpojam koji uključuje sve poslovne kombinacije osim alijansi i *holding*-kompanija. Stoga sintagma *Mergers & Acquisitions* predstavlja akviziciju u širem smislu.

Akvizicija predstavlja najbrži način rasta jer poduzeće preuzimanjem poslovnih aktivnosti drugog poduzeća eliminira vrijeme potrebno za investicijski poduhvat, kadrovsku obuku i stjecanje ugleda na tržištu. Brža ekspanzija, smanjenje rizika i ekonomija razmjera osnovne su prednosti akvizicije kao eksternog rasta u odnosu na interni. Akvizicije se, obzirom

na vrste, najčešće razmatraju sa stajališta načina ostvarivanja tržišnih prednosti, i to kao: vertikalne – spajanje s kupcem ili dobavljačem, horizontalne – spajanje kompanija iste ili srodnih djelatnosti i konglomeratne – spajanje kompanija različitih djelatnosti (Shim i Siegel, 2007, str. 458).

Osnovni motiv akvizicije je sinergijski efekt kao povećanje vrijednosti kombiniranog poduzeća iznad zbroja pojedinačnih vrijednosti poduzeća koja ulaze u poslovnu kombinaciju. Sinergijski efekt kao dodatna vrijednost nastala združivanjem tvrtki nastaje kroz financijsku i ekonomiju razmjera, kroz veću efikasnost menadžmenta ili povećanje tržišne snage kombiniranog poduzeća. Potencijalni izvori sinergije najčešće se kategoriziraju u dvije grupe (Damodaran, 2010, str. 541-543):

- a) Operativne sinergije, koje su primarno usmjerene na povećanje operativne dobiti i rasta kroz: veću efikasnost korištenja imovine (ekonomija obujma), veću cjenovnu moć (više marže zbog većeg tržišnog udjela), kombinaciju različitih dotadašnjih funkcionalnih prednosti (npr. snažnijih marketinških vještina jedne tvrtke s boljom proizvodnom linijom druge tvrtke u akviziciji), te širenje postojećeg i osvajanje novog tržišta.
- b) Financijske sinergije, koje su primarno usmjerene na povećanje neto novčanih tijekova i (ili) sniženje troškova financiranja kroz povećanu sposobnost povoljnog zaduživanja, učinkovito angažiranje viškova gotovine, porezne prednosti i povećanu diversifikaciju poslovnih aktivnosti uz posljedično sniženje rizika i povećanje vrijednosti.

Različiti teorijski aspekti istraživanja akvizicija konceptualiziraju pet razina sinergije kojima pridružuju odgovarajuće aspekte planiranja koji su prezentirani u sljedećoj tablici:

<i>Razina sinergije</i>	<i>Temeljna disciplina i teorijski okvir</i>	<i>Temeljni cilj i aspekt planiranja</i>
ekonomija razmjera	mikroekonomika – ekonomiziranje resursima i operacijama	korištenje materijalnih resursa – efekt poslovne poluge, degresija jediničnih troškova, uštede – maksimalizacija uspješnosti
ekonomija opsega	industrijska organizacija	proizvodna diversifikacija (raznolikost) – transmisija znanja i tehnologije – maksimalizacija uspješnosti
ekonomiziranje konkurentskim pozicioniranjem	strategija konkurentnosti – teorija igara	jačanje pregovaračke moći s dobavljačima, širenje prodajnog tržišta – maksimalizacija učinkovitosti
ekonomiziranje korporativnim pozicioniranjem	korporativna strategija – teorija transakcijskih troškova	kontrola dobavljača, kontrola tržišta, korporativno integriranje – maksimalizacija učinkovitosti
ekonomiziranje financijskom strategijom	financije – teorija portfolija	sniženje troškova financiranja, poreznih troškova, povećanje dostupnosti izvora financiranja, sniženje rizika

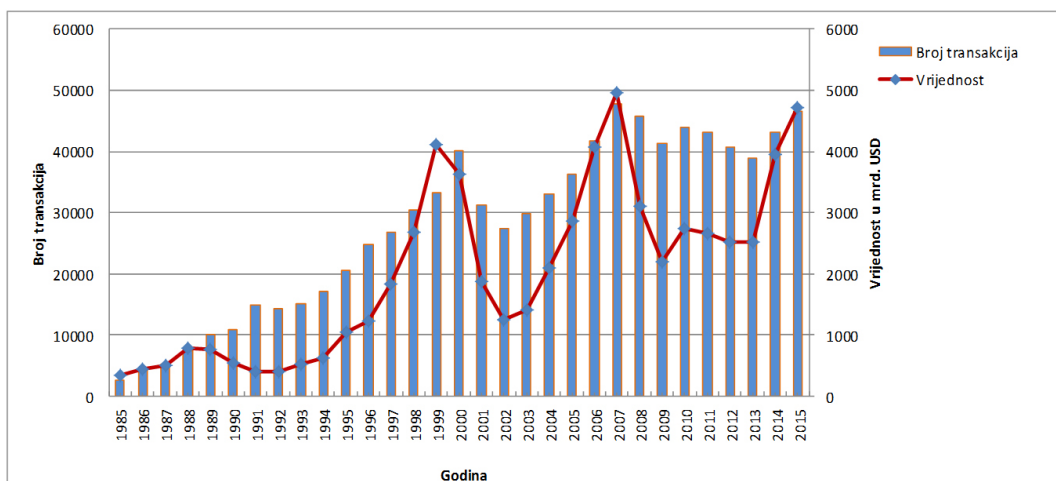
**Tablica 1.** Odrednice razina sinergije

Izvor: obrada autora prema: Sankaran i Vishwanath, 2008, str. 1-23.

Navedeni ciljevi i motivi proizlaze iz hipoteze o učinkovitom tržištu i koncepta „homo economicusa“, prema kojemu se racionalni investitor uvijek rukovodi korisnošću, koja kroz navedene sinergije povećava vrijednost, a time i bogatstvo vlasnika kompanije. No, istraživanja u okviru tzv. „bihevioralnih financija“ su pokazala da motivi ne moraju uvijek biti racionalni, što potvrđuju brojne neuspješne akvizicije, posebno u tranzicijskim ekonomijama.<sup>2</sup>

### 3. Akvizicijski trendovi i uspješnost

O važnosti spajanja i preuzimanja najbolje govore podaci prema kojima je u 2015. godini u svijetu izvršeno oko 46,5 tisuća akvizicija ukupne vrijednosti oko 4.700 milijardi američkih dolara, što je najviša ikada ostvarena vrijednost nakon 2007. godine. U nastavku su prikazane akvizicije prema vrijednosti i broju transakcija na svjetskoj razini u posljednjih trideset godina:



Slika 1. Akvizicije u razdoblju od 1985. do 2015. godine

Izvor: prema podacima IMAA-e – Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (<https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/>)

Iz prikaza se zamjećuje cikličnost ovih poslovnih kombinacija u promatranome razdoblju, ali je ona općenita karakteristika akvizicija od kraja 19. stoljeća kada je svaki veliki akvizicijski val donio određeno obilježje suvremenom gospodarstvu, od prvobitne koncentracije u glavnim industrijama, stvaranja trustova i monopola, preko oligopola i konglomerata, pa do suvremene globalizacije i pratećeg jačanja investicijskog bankarstva i konzultantske industrije. Gospodarske grane u kojima su vrijed-

<sup>2</sup> Istraživanje na primjeru Republike Slovenije pokazalo je da su pretjerani optimizam, pohlepa i prevelika samouvjerenost menadžmenta doveli do propasti poduzeća nakon preuzimanja, za što su se naknadno krivili isključivo vanjski uzroci (Žvipelj 2011).

nosno prevladavala spajanja i preuzimanja mijenjale su se od početka 20. stoljeća kada je prevladavao sektor prometa i prerade nafte i plina, do financijske industrije koja sa 16,5% prevladava u posljednjih trideset godina, prema podacima IMAA-e<sup>3</sup>, ali je 2015. godine počela zaostajati za energetikom, farmaceutskom industrijom i biotehnologijom<sup>4</sup>.

Iako spajanja i preuzimanja predstavljaju vrlo čestu praksu, brojnim empirijskim istraživanjima je ukazano na njihovu dvojbenu uspješnost (Papadakis i Thanos, 2010). Koristeći računovodstvene indikatore, npr. ROA<sup>5</sup>, za koje se smatra da najbrže reflektiraju sinergijske efekte, u 60% istraženih slučajeva na uzorku britanskih poduzeća pokazalo se da je došlo do porasta profitabilnosti u prvoj, ali i pada u sljedećih pet godina nakon preuzimanja. Istraživanje na uzorku grčkih kompanija pokazalo je neuspješnost u 50-60%. Različiti su i rezultati ispitivanja čimbenika od utjecaja na uspješnost akvizicije. Neka su istraživanja (Filipović, 2012) pokazala da je veća uspješnost spajanja poduzeća podjednake veličine, a ponekad su uspješnija preuzimanja manjeg od strane većeg poduzeća, te da su općenito uspješnija spajanja manjih poduzeća. Potvrđene su i razlike u uspješnosti spajanja po pojedinim gospodarskim granama, kao i s obzirom na prethodne veze između preuzimatelja i ciljanog poduzeća (Lahovnik i Malenković, 2011). Na uzorku hrvatskih poduzeća iz nefinancijskog sektora potvrđeno je da je manja koncentracija u industrijskoj grani ciljanog poduzeća povezana s višom uspješnošću (Kandžija; Filipović i Kandžija, 2014).

Prema brojnim analizama slučajeva, glavnim uzrocima neuspjeha smatraju se: nepostojanje detaljnih postakvizicijskih integracijskih planova, nedovoljno poznavanje industrije ciljane kompanije, kulturološke razlike, nepoznato tržište i nedovoljno iskustvo menadžmenta, ali i eksterni čimbenici i promjene u poslovnom okruženju. Zato za većinu akvizicija vrijedi da je sinergija „često obećana, a rijetko isporučena“ (Damodaran, 2010, str. 573).

#### 4. Problem cijene akvizicije i postakvizicijske cijene dionica

Cijena akvizicije ovisi o nizu čimbenika, od kojih su najvažniji: procijenjena vrijednost ciljane tvrtke, procijenjeni sinergijski učinak od akvizicije i način preuzimanja.

Polazište za određivanje cijene akvizicije je fer tržišna vrijednost dionica ciljane tvrtke u trenutku preuzimanja ili na drugi način procijenjena vrijednost tvrtke koja ne kotira na tržištu kapitala. Tekuća tržišna cijena dionica može

3 Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, <https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries>

4 Prema podacima Statista Research & Analysis, <https://www.statista.com/statistics/245949/value-of-global-m-and-a-in-h1-2012-by-industry>

5 ROA = *Return on Assets*, prinos na imovinu

se smatrati minimalnom cijenom jer se ponuda ispod te cijene ne bi mogla realizirati. Zbog očekivane sinergije nakon akvizicije, cijena akvizicije, osim fer tržišne vrijednosti ciljanog poduzeća, uvećava se za akvizicijsku premiju koja, osim kompenzacije za buduće povećanje vrijednosti, služi i kao faktor motivacije na samu prodaju. Maksimalna cijena je sadašnja vrijednost inkrementalnih novčanih tokova akvizicije jer bi ponuđena viša cijena smanjila vrijednost dioničarima akviziterske tvrtke. Dok je minimalna cijena lako utvrdiva, procjena maksimalne cijene je područje budžetiranja kapitala povezano s nizom više ili manje realnih procjena.

Akvizicijska premija je, uz troškove akvizicije, izvor razvodnjavanja zarada i razvodnjavanja kapitala akviziterske tvrtke ako se ne ostvare očekivani sinergijski učinci, a stjecanje se vrši razmjenom dionica. Navedeno je povezano s kretanjem postakvizicijske cijene dionica. Kako se kod stjecanja za novac ne povećava broj dionica, dolazi do povećanja zarade po dionici i bez sinergijskog učinka ako akvizicijska premija ne prelazi vrijednost zarada preuzetog poduzeća. U slučaju entropije u poslovnoj kombinaciji (Orsag, 1997, str. 118-120), koja označuje smanjenje vrijednosti kombiniranog poduzeća u odnosu na zbroj vrijednosti poduzeća prije akvizicije, razvodnjavanje kapitala je još intenzivnije i više pri novčanoj akviziciji nego pri stjecanju razmjenom dionica. Ako je predakvizicijska premija koja se pri stjecanju razmjenom dionica očituje u povoljnijem odnosu razmjene prema paritetu tržišnih cijena dionica dovoljna da nadoknadi vrijednost entropije, tada dioničari preuzetoga poduzeća nemaju nikakav gubitak.

Način preuzimanja poduzeća može biti u različitim financijskim paketima i njihovim kombinacijama, ali se razmatranje utjecaja načina preuzimanja u teoriji razmatra usporedbom novčanog preuzimanja i preuzimanja razmjenom dionica, kao najčešćih oblika. Za dioničare preuzimatelja preuzimanje razmjenom dionica je uz istu predakvizicijsku premiju manje povoljno od novčanog preuzimanja. Razlog ovome je participiranje dioničara preuzete tvrtke u budućim sinergijskim efektima, što se naziva postakvizicijskom premijom koja izostaje kod novčane akvizicije (Orsag, 1997, str. 111-115). Da bi dioničari akviziterske tvrtke bili obeštećeni za dio postakvizicijske premije koja pripada dioničarima preuzete tvrtke, omjer razmjene dionica treba biti niži od onoga koji bi zahtijevala definirana akvizicijska premija kod novčanog preuzimanja.

Iako se može očekivati da potencijalni preuzimatelji uvijek nastoje minimizirati cijenu preuzimanja čekajući što povoljnije okolnosti za preuzimanje, prema nekim istraživanjima, akvizicijske cijene su precijenjene. Prema tzv. „Hubrisovoj hipotezi“<sup>6</sup>, koja se također ubraja u biheviornalne financije, ova činjenica povećava vrijednost dioničarima ciljane tvrtke,

---

6 Uvjerenje menadžmenta da će boljim upravljanjem resursima ciljane tvrtke u preuzimanju ostvariti značajan sinergijski učinak, koje izaziva spremnost na ponudu visoke akvizicijske premije.

a smanjuje vrijednost dioničarima preuzimatelja. Navedeno ukazuje na činjenicu da povećanje vrijednosti ciljane tvrtke proizlazi iz prijenosa vrijednosti s preuzimatelja, a ne samo iz implicitne očekivane vrijednosti sinergije. Brojna su istraživanja navedenu hipotezu potvrdila, ali i opovrgnula (Bradley, Dessay i Kim, 1988; Roll, 1986).

Postakvizicijska cijena dionica nedvojbeno ovisi o uspjehu akvizicije, odnosno realizaciji sinergije i njenom odnosu prema akvizicijskoj premiji. Iako je već navedeno da pri novčanoj akviziciji cijena dionica može rasti i bez sinergije, jer ako nema entropije, povećana se ukupna vrijednost zarada odnosi na nepromijenjeni broj dionica, trajno samo sinergija omogućuje postakvizicijsko povećanje cijena dionica.

## 5. Metode vrednovanja sinergije i financijske analize akvizicije

Financijska analiza akvizicije jedno je od najkompleksnijih područja financijske analize jer uključuje problematiku vrednovanja, portfolio-analizu instrumenata financiranja poduzeća koja ulaze u poslovnu kombinaciju, budžetiranje kapitala, analizu financijskih izvještaja te analizu pokazatelja investiranja (DPS i P/E<sup>7</sup>). Analiza akvizicije za novac uglavnom je orijentirana na tehnike budžetiranja kapitala, a nenovčane akvizicije na analizu pokazatelja investiranja.

### 5.1. Vrednovanja sinergije *ex ante*

Postoje dva oprečna stava ili škole mišljenja (Damodaran 2010, str. 543) oko toga može li se i kako vrednovati sinergija *ex ante* obzirom na ogroman broj pretpostavki koje se moraju uključiti u vrednovanje. Prema jednome, takav je posao besmislen, dok je prema drugome nužno učiniti najbolju procjenu usprkos svim ograničenjima – jer se odluka o akvizicijskoj cijeni treba temeljiti na takvoj procjeni.

Sinergija *ex ante* se vrednuje prvenstveno kroz odgovor na pitanje o obliku, odnosno oblicima sinergije koji se mogu očekivati, te njihovom strukturiranju, npr. na uštedama u troškovima, potencijalu rasta i nižim troškovima financiranja, višoj novčanoj raspoloživosti, poreznoj dobrobiti, te kvantificiranju svakoga od njih, a zatim i kroz odgovor na pitanje kada će sinergija i kojom dinamikom početi utjecati na buduće novčane tijekove. U tom su smislu temeljni koraci vrednovanja sinergije:

- 1) odvojeno vrednovanje akviziterske i ciljane tvrtke i zbrajanje tih vrijednosti i
- 2) ugrađivanje očekivanih efekata sinergije i vrednovanje spojene tvrtke.

7 DPS (*dividend per share*) – dividenda po dionici  
P/E (*price/earning*) – odnos cijene i zarade po dionici

Razlika između vrijednosti spojene tvrtke sa sinergijom i bez sinergije jest vrijednost sinergije.

Pri izradi elaborata o vrednovanju sinergije zahtijeva se odvajanje vrijednosti sinergije od tzv. „vrijednosti kontrole“ (Damodaran, 2010). Vrijednost kontrole proizlazi iz efikasnijeg vođenja ciljane tvrtke koje će omogućiti ostvarenje sinergije. Vrednovanjem kontrole se implicira da bi ciljana tvrtka vrijedila više da je imala sposobniji menadžment te da dio očekivane sinergije ne bi bio stvoren bez boljeg menadžmenta koji će uspostaviti preuzimatelj – što stvara prostor za fleksibilnost u oblikovanju akvizicijske ponude i cijene, odnosno premije za dioničare ciljane tvrtke. Kontrola, odnosno promjena uprave se vrednuje dokazivanjem nepovoljnog odnosa stopa reinvestiranja, povrata na financiranje i troškova financiranja, kao i samog stupnja zaduženja u odnosu na usporedne tvrtke i one koje bi bile uz efikasniju upravu. Iz navedenih odnosa proizlaze i promijenjene stope rasta i vrijednosti imovine te se samim time dio očekivane buduće povećane vrijednosti kombinirane tvrtke pripisuje vrijednosti kontrole.

Poželjno je također da se u vrednovanje sinergije uključi i vrednovanje realnih opcija obzirom da se realizacijom akvizicije ponekad otvaraju potencijalne mogućnosti koje je teško prevesti u očekivane novčane tokove. Sve navedeno čini vrednovanje akvizicije izuzetno kompleksnim postupkom, a kompetentne procjenitelje jednom od najcjenjenijih specijalizacija u financijskoj struci.

Ono što je dvojbenu u *ex ante* procjeni uspješnosti akvizicije su tzv. „povećavajuće akvizicije“ koje zahtijevaju preuzimanje kompanija koje imaju niži P/E pokazatelj od preuzimatelja. Kod takvih preuzimanja će zbog povećanja zarade po dionici rasti i cijene dionice neposredno nakon akvizicije jer se pretpostavlja da tržište ne mijenja P/E omjer nakon akvizicije. Drugim riječima, pretpostavka je da tržište ne prepozna razloge zbog čega je zapravo akvirirana tvrtka s nižim P/E omjerom koji je vjerojatnije posljedica nižeg rasta i višeg rizika ciljane tvrtke nego posljedica tržišnog neprepoznavanja njezine stvarne vrijednosti. Slična dvojbenuost se uočava kod akvizicije tvrtke s brzim rastom u odnosu na preuzimatelja. I ovdje je uspješnost u smislu povećanja vrijednosti kombinirane tvrtke u odnosu na zbroj njihove vrijednosti prije akvizicije u kratkoročnom smislu sigurna ako rast ciljane tvrtke nije preplaćen kroz akvizicijsku premiju. Ovakvi efekti, iako pozitivni, nisu posljedica sinergije, te ih je kao takve nužno prepoznavati.

## 5.2. Vrednovanje ostvarene sinergije i financijska analiza akvizicije

Vrednovanje tvrtki prije akvizicije, kao i vrednovanje spojenih tvrtki nakon akvizicije, predmetom su različitih pristupa i mnogobrojnih metoda vrednovanja poduzeća. Obzirom da vrijednost utemeljuju tri komponente: vrijednost imovine, sposobnost zarađivanja i jedinstvenost, i metode



vrednovanja se često svrstavaju u metode temeljene na imovini, metode temeljene na profitnoj snazi i kombinirane metode (Orsag, 1997). Navedenome treba dodati i pristup tzv. „relativne valuacije“ kojim se vrijednost procjenjuje temeljem usporedbe sličnih poduzeća, i to: temeljem usporedive imovine sa sličnim novčanim tijekovima, rizikom i potencijalom rasta ili temeljem usporedive cijene dionica. U novije vrijeme razvija se i opcijski pristup pogodan kada imovina koja se stječe ima opcijska svojstva. Ipak, i uz prebogat instrumentarij vrednovanja, ostaje zaključak: „Valuacija nije objektivna disciplina i svako prejudiciranje i pristranost koju analitičar donosi u proces naći će svoj put u vrijednost.“ (Damodaran, 2010, str. 23).

Metode vrednovanja primijenjene u ovome radu na analizi slučaja akvizicije Atlantic Grupa i Droga Kolinska su metoda knjigovodstvene vrijednosti, metoda toka zarade i metoda jednostavne sredine. Knjigovodstvena metoda spada u metode temeljene na imovini, a kako je knjigovodstvena vrijednost kao razlika između ukupne imovine i ukupnih obveza eksplicitno razvidna u financijskim izvještajima, predstavlja polazište u vrednovanju. U primjeni ove metode na konkretnom primjeru isključena je vrijednost nematerijalne imovine<sup>8</sup>.

Metoda toka zarade spada u grupu metoda temeljenih na profitnoj snazi te se prema toj metodi vrijednost poduzeća određuje kao omjer EBITDA-e<sup>9</sup> i diskontne stope prilagođene riziku poduzeća<sup>10</sup>. Za javno kotirajuća dionička društva ta se stopa utvrđuje kao ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC<sup>11</sup>), dok je za ostala poduzeća podložna subjektivnoj procjeni, pri čemu se mogu primijeniti različiti pristupi (Orsag, 1997, str. 112-114). U analiziranome primjeru primijenjena je diskontna stopa od 20% kao referentna za nizak rizik ulaganja (Orsag, 1997, str. 114)

Metoda jednostavne sredine spada u kombinirane metode koje predstavljaju srednji put između oslanjanja na imovinu i na profitnu snagu. Kombinirane metode mogu biti metode srednje vrijednosti između vrijednosti imovine i profitne snage, integrativne metode koje integriraju te dvije vrijednosti putem određene poveznice, odnosno postavljenih standarda profitabilnosti, procjene *goodwill* ili sposobnosti imovine da se

---

8 Procjena bruto vrijednosti trebala bi se oslanjati samo na opipljivu materijalnu imovinu jer nematerijalna imovina u pravilu nema realno utvrdivu utrvu vrijednost. U konkretnome slučaju nije poznata struktura nematerijalne imovine, pa se ne može procijeniti bi li dio njezine vrijednosti ipak ušao u postupak vrednovanja. Kada bi se u konkretnom slučaju ukupna vrijednost nematerijalne imovine Droge Kolinska uključila u vrijednost poduzeća, tada bi ta vrijednost bila viša od bruto vrijednosti transakcije, pa se može sa sigurnošću utvrditi da je preuzimatelj iz vrednovanja isključio dio nematerijalne imovine.

9 EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – bruto dobit uvećana za kamate i amortizaciju – koristi se kao aproksimacija novčanog toka

10 U ovome radu korištena je diskontna stopa od 20%, za nizak rizik, prema: Orsag 1997, str. 114.

11 WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) – suma umnožaka troškova pojedinačnih komponenti izvora financiranja i njihovih udjela u ukupnim izvorima.

transformira u novac te metode indirektnog kombiniranja čija je logika procjena alternativnih troškova uz koje se može „kopirati“ poslovanje poduzeća, pa se profitna snaga procjenjuje indirektno. Obzirom da je u analiziranome slučaju vrijednost poduzeća temeljena na imovini nešto viša od vrijednosti temeljene na toku zarada, primijenjena je upravo jednostavna sredina jer nema osnove za „vaganje“ veće važnosti profitne snage kada je vrijednost prema njoj ionako niža od vrijednosti imovine.

Aspekti relativnog vrednovanja prezentirani su u analizi poslovanja Atlantic Grupe u postakvizicijskom razdoblju.

## 6. Analiza slučaja akvizicije: Atlantic Grupa i Droga Kolinska

Atlantic Grupa d. d. je multinacionalna kompanija čiji je rast i razvoj obilježen nizom akvizicija: Cedevita 2001. godine, Neva 2003. godine, Interchem 2004. godine, Haleko 2005. godine, Sports Direct 2006. godine, Fidifarm/Dietpharm 2007. godine, nekoliko ljekarničkih ustanova 2008. godine, Kalničke Vode Bionatura i Droga Kolinska 2010. godine, Prodis 2014. godine i Foodland 2015. godine. Riječ je o strateškim akvizicijama kojima se kompanija profilirala u jednu od vodećih regionalnih kompanija u distribuciji brendova široke potrošnje.

U primjeni odabranih metoda financijskog vrednovanja akvizicije u ovakvim uvjetima učestalih akvizicija i kombiniranja sinergijskih efekata pouzdanije je utvrditi premiju ugrađenu u akvizicijsku cijenu jer se ona zasniva na razlici između akvizicijske cijene i vrijednosti ciljane tvrtke nego postakvizicijski efekt, odnosno ostvarenu sinergiju. Mjerenje ostvarene sinergije pojedinačne akvizicije zahtijeva prilagođavanja podataka iz financijskih izvještaja i druge podatke koji nisu javno dostupni, što prelazi postavljene ciljeve i mogućnosti ovoga rada.

Akvizicija Droge Kolinska iz 2010. godine posebno je zanimljiva zbog toga što predstavlja primjer akvizicije veće tvrtke od strane manje. Vrijednost ukupne aktive Droge Kolinska 2009. godine iznosila je 415 milijuna eura, a Atlantic Grupe 243 milijuna eura. Akvizicija je izvršena prema ukupnoj vrijednosti transakcije od 382 milijuna eura, od kojih je vlasnicima isplaćeno 243.109 milijuna eura, a ostatak čini preuzeti neto dug. Nakon akvizicije, bruto knjigovodstvena vrijednost preuzimatelja iznosila je u 2010. godini 689 milijuna eura<sup>12</sup>, što je za 31 mil. eura ili za 4,7% više od zbroja bruto vrijednosti tvrtki prije preuzimanja.

Budući da Droga Kolinska od 2. kolovoza 2007. godine više nije bila uvrštena na tržište kapitala, obzirom da je Istrabenz otkupljivao manjinske udjele, te je krajem 2009. godine bio u 89%-nom vlasništvu (*Letno poročilo skupine Droga Kolinska za 2009.*, str. 18-19), nije moguće akvizicijsku cijenu promatrati u odnosu na tržišnu vrijednost tvrtki u vrijeme

<sup>12</sup> Prema srednjem tečaju na dan 31. prosinca 2010. – 1 EUR = 7,4 kn

preuzimanja. Prosječna cijena dionice Atlantic Grupe u 2009. godini, posljednjoj prije akvizicijske godine, iznosila je 544,53 kn, što prema tadašnjem broju dionica čini 1.344.986.377 kn, što je skoro dvostruko više od knjigovodstvene vrijednosti glavnice. U kontekstu takvog omjera prema knjigovodstvenoj vrijednosti može se promatrati i realizirana vrijednost prema vlasnicima za Drogu Kolinska koja je za samo 27% viša od knjigovodstvene vrijednosti glavnice, što upućuje na zaključak da je preuzimatelj fer tržišnu poziciju ciljane tvrtke znatno podcijenio u odnosu na svoju tržišnu poziciju.

## 6.1. Ocjena uspješnosti akvizicije odabranim metodama vrednovanja

Vrijednost ukupne transakcije akvizicije je iznosila 2.746.580 tisuća kn ili 382 mil. eura<sup>13</sup>, od kojih je vlasnicima isplaćeno 243.109 mil. eura ili 1.747.954 tisuće kn. U nastavku je prikazana vrijednost obiju tvrtki prije akvizicije i vrijednost spojene tvrtke nakon akvizicije primjenom odabranih metoda:

<i>Tvrtka / razdoblje procjene</i>	<i>Knjigovodstvena metoda – neto</i>	<i>Knjigovodstvena metoda</i>	<i>Metoda toka zarada</i>	<i>Metoda sredine</i>
Atlantic Grupa 2009. g.	757.807	1.325.910	985.895	1.155.903
Droga Kolinska 2009. g.	1.393.414	1.958.662	1.707.582	1.833.122
<b>Ukupno 2009. g.</b>	<b>2.151.221</b>	<b>3.284.572</b>	<b>2.693.477</b>	<b>2.989.025</b>
Atlantic Grupa 2010. g.	1.455.466	3.242.356	1.100.605	2.171.481
Atlantic Grupa 2011. g.	1.512.324	3.399.051	2.625.585	3.012.318
Atlantic Grupa 2012. g.	1.461.366	3.278.546	3.121.040	3.199.793
Atlantic Grupa 2013. g.	1.674.495	3.231.737	3.184.590	3.208.164
Atlantic Grupa 2014. g.	1.755.064	3.469.738	3.065.225	3.267.482
Atlantic Grupa 2015. g.	1.945.308	3.496.778	3.257.815	3.377.297

Tablica 2. Vrijednost tvrtki primjenom odabranih metoda vrednovanja (u tis. kn)

Kako proizlazi iz prethodne procjene, vlasnicima je isplaćeno za 355 mil. kn više od knjigovodstvene vrijednosti glavnice Droge Kolinska u godini prije preuzimanja. Ukupna je vrijednost transakcije ujedno viša za 788 mil. kn od bruto vrijednosti preuzete tvrtke ne računajući vrijednost nematerijalne imovine. Prema metodi toka zarada procijenjena vrijednost Droge Kolinska niža je od procijenjene vrijednosti njezine imovine, pa se može uzeti da je premija ugrađena u ukupnu vrijednost transakcije razlika između srednje vrijednosti ciljane tvrtke i vrijednosti bruto transakcije, a ona iznosi 913.5 mil. kn<sup>14</sup>. Dodavanjem te vrijednosti na zbroj vrijednosti tvrtki prije akvizicije, dobije se vrijednost od 3.902.483 tis. kn<sup>15</sup>. Iz prethodno prezentirane procjene vrijednosti preuzimatelja nakon akvizicije, u razdoblju do 2015. godine nije dostignuta ta vrijednost, što ukazuje na

<sup>13</sup> Prema srednjem tečaju na dan 1. srpnja 2010. kada je zaključen ugovor o akviziciji – 1 EUR=7,19 kn

<sup>14</sup> 2.746.580 – 1.833.122 = 913.458

<sup>15</sup> 2.989.025 + 913.458 = 3.902.483

još uvijek negativnu čistu sadašnju vrijednost preuzimanja. Navedenoj konstataciji nužno je postaviti ograde u smislu izuzimanja ukupne vrijednosti nematerijalne imovine iz vrednovanja i u smislu neuvažavanja akvizicijskih transakcija preuzimatelja nakon 2010. godine.

Uzimajući u obzir relativnost procijenjene premije, a promatrajući kretanje vrijednosti Atlantic Grupe nakon akvizicije, može se zaključiti da je u kontinuitetu ta vrijednost veća od zbroja vrijednosti tvrtki prije akvizicije u posljednje dvije promatrane godine, a prema pristupu vrednovanja profitne snage u posljednje četiri promatrane godine. Navedeno ukazuje da kretanje vrijednosti opravdava poduzetu poslovnu kombinaciju.

## 6.2. Ocjena uspješnosti akvizicije ocjenom financijskih omjera i ekonomskih kategorija

U sljedećoj fazi ocjene uspješnosti akvizicije izračunati su financijski omjeri poslovanja Atlantic Grupe u razdoblju od 2008. godine do 2015. godine, pri čemu je razdoblje od 2011. do 2015. godine uspoređeno s razdobljem prije 2010. godine. U sljedećoj tablici prezentirano je kretanje omjera na način da je njihova povoljnija, odnosno nepovoljnija vrijednost u odnosu na predakvizicijsko razdoblje u barem tri od analiziranih pet godina ocijenjeno kao pozitivno, odnosno negativno.

<i>R. br.</i>	<i>Pokazatelj</i>	<i>Pozitivno</i>	<i>Negativno</i>
1.	pokazatelj tekuće likvidnosti		X
2.	pokazatelj ubrzane likvidnosti	X	
3.	novčana likvidnost		X
4.	omjer ukupne zaduženosti		X
5.	omjer financiranja		X
6.	pokriće kamata		X
7.	bruto profitna marža	X	
8.	neto profitna marža		X
9.	ROA		X
10.	ROE		X
11.	koeficijent obrtaja ukupne imovine		X
12.	koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	X	
13.	koeficijent obrtaja potraživanja	X	
14.	prosječno vrijeme naplate	X	
15.	zarada po dionici (EPS)	X	
16.	odnos cijene i zarade po dionici (P/E)		X
17.	dividenda po dionici (DPS)	X	
18.	prinos od dividendi (DPS/PPS)	X	
19.	odnos isplate dividendi (DPS/EPS)		X

**Tablica 3.** Ocjena kretanja omjera poslovanja Atlantic Grupe u razdoblju 2011. do 2015. godine u odnosu na predakvizicijsko razdoblje

Može se ocijeniti da se likvidnost (pokazatelji 1-3) kretala pretežno negativno, zaduženost (pokazatelji 4-6) negativno, profitabilnost (pokazatelji

7-10) pretežno negativno, učinkovitost (pokazatelji 11-14) pozitivno, te pokazatelji investiranja (15-19) pretežno pozitivno.

U nastavku su prezentirane vrijednosti Altmanovog *Z-score* skupnog pokazatelja<sup>16</sup> u analiziranome razdoblju, kao i vrijednosti P/E pokazatelja, uključujući relativne promjene cijena i zarada po dionici:

Pokazatelj	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
<i>Z-score</i>	2,599	3,045	1,178	1,685	1,852	2,089	2,173	2,139
P/E	24,6	15,8	21,7	47,9	16,1	11,2	14,7	12,1
Indeks relativne promjene EPS-a		1,24	0,98	0,41	2,18	1,92	1,03	1,21
Indeks relativne promjene PPS-a		0,80	1,35	0,91	0,73	1,33	1,35	1,00

**Tablica 4.** *Z-score* i analiza P/E pokazatelja Atlantic Grupe u razdoblju 2008.-2015. godine

Najniža vrijednost *Z-scorea* zabilježena je u godini akvizicije, nakon čega pokazatelj raste s izuzetkom zadnje promatrane godine, ali ne dostiže referentnu vrijednost za dugoročno stabilna i financijski zdrava poduzeća. Ta je vrijednost ostvarena jedino u godini koja je prethodila akviziciji Droge Kolinska.

P/E pokazatelj je u promatranom razdoblju značajno oscilirao, a njegove promjene nisu dosljedno odražavale kretanje cijena i zarada po dionici. Najvišu vrijednost je dostigao 2011. godine, nakon akvizicije Droge Kolinska, a tada je došlo i do najvećeg pada zarade po dionici. Povećanja, odnosno smanjenja nakon toga posljedica su različitog kretanja cijena i zarada, iako su zarade po dionici od 2012. godine u stalnom povećanju.

Prezentirana analiza i ocjena financijskih omjera ne ukazuje na nedvojbenu uspješnost akvizicije, no treba uzeti u obzir sva ograničenja prezentirane analize i činjenicu da naknadne poslovne kombinacije nisu zasebno razmatrane. Analiza se odnosi na ukupno poslovanje Atlantic Grupe te se zaključci ne mogu pripisivati samo predmetnoj akviziciji, kao ni podaci i usporedba u nastavku prezentiranih vrijednosti odabranih temeljnih ekonomskih kategorija prije akvizicije i danas:

<i>Kategorija</i>	<i>2009.</i>	<i>2015. (2016. za vrijednost dionice)</i>	<i>Indeks</i>
Prihod iz poslovanja (u tis. kn)	2.221.815	5.450.955	2,45
Ukupna imovina (u tis. kn)	1.775.324	5.294.569	2,98
Glavnica (u tis. kn)	775.807	1.945.309	2,51
Neto dobit (u tis. kn)	97.329	242.523	2,49
Prosječna vrijednost dionice	544	814	1,50

**Tablica 5.** Odabrane ekonomske kategorije Atlantic Grupe 2009. i 2015. (2016.) godine

16 Prvi model (iz 1968. godine) u kojemu se primjenjuje multivarijatan pristup u procjeni rizika poslovanja i predviđanju bankrota. Referentne vrijednosti pokazatelja su:  $Z > 2.99$  – za financijski zdrava i dugoročno stabilna poduzeća;  $1.81 < Z < 2.99$  – za poduzeća koja su ušla u zonu rizika od bankrota, te su nužne mjere restrukturiranja i  $Z < 1.81$  – za poduzeća u velikim financijskim teškoćama i visokom riziku od bankrota ([https://en.wikipedia.org/wiki/Altman\\_Z-score](https://en.wikipedia.org/wiki/Altman_Z-score)).

Usporedbom vrijednosti odabranih kategorija može se zaključiti da sve pokazuju značajno višu vrijednost u odnosu na predakvizicijsku godinu. To naznačuje pozitivnu ocjenu uspješnosti poslovanja, čiji je značajan element razmatrana akvizicija Droge Kolinska.

## 7. Zaključak

Predstavljeni teorijski aspekti akvizicije kao vrste poslovnih kombinacija ukazuju na više razina sinergije kao osnovnog motiva akvizicije čiji se izvori najčešće kategoriziraju kao operativni i financijski. Relativno visoka zastupljenost neuspješnih akvizicija i brojna istraživanja čimbenika od utjecaja na uspješnost ukazuju i na prisutnost neracionalnih motiva poduzimanja ovih poslovnih poduhvata, kao i na nerealne procjene akvizicijske cijene. Analizirani slučaj akvizicije Droge Kolinska od strane Atlantic Grupe, uz u radu naznačena ograničenja u primjeni odabranih metoda vrednovanja, pokazuje složenost donošenja ocjene o uspješnosti, koja nije jednoznačna. Time je potvrđen Damodaranov zaključak da valuacija nije objektivna disciplina, osobito *ex ante* vrednovanje sinergije. S druge strane, ona je nužna za donošenje odluke o akvizicijskoj cijeni, koja uz uspješnost vođenja poslovanja tvrtke potvrđuje ili opovrgava stratešku opravdanost poduzimanja akvizicije.

## Literatura:

- Bradley, M., Desai, A. i Kim, H. E., (1988.), Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Divisions Between the Stockholders of Target and Acquiring Firm, *Journal of Financial Economics*, 1 (21), str. 3-40.
- Damodaran, A., (2010.), Damodaran o valuaciji, Mate, Zagreb
- Filipović, D., (2012.), Impact of company's size on takeover success, *Economic Research*, 2 (25), str. 435-444.
- Financijski izvještaji Atlantic Grupe za razdoblje 2009.-2015. Godine  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Altman\\_Z-score](https://en.wikipedia.org/wiki/Altman_Z-score) (pregledano 20. 10. 2016.)
- Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, <https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries> (pregledano 20. 10. 2016.)
- Kandžija, V., Filipović, D. i Kandžija, T., (2014.), Impact of Industry Structure on Success of Mergers and Acquisitions, *Tehnički vjesnik*, 21, 1, str. 17-25.
- Lahovnik, M., Malenković, V., (2011.), Corporate acquisition strategies and economic performance – A case of Slovenia, *Zbornik radova Ekonomskoga fakulteta u Rijeci*, I (29), str. 33-50.
- Letno poročilo skupine Droga Kolinska za 2009, <https://www.google.hr/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q=Letno+poro%C4%8Dilo+droga+kolinska> (pregledano 25. 10. 2016.)
- Orsag, S., (1997.), Vrednovanje poduzeća, Informator, Zagreb
- Orsag, S., Gulin, D., (1997.), Poslovne kombinacije, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb
- Papadakis, V. M., Thanos, I. C., (2010.), Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria, *British Journal of Management*, 4 (21), str. 859-873.
- Podaci o kretanju cijena dionice Atlantic Grupe, Zagrebačka burza, <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=ATGR-R-A> (pregledano 25. 10. 2016.)
- Računovodsko poročilo SDK 2009, file:///D:/Users/Mira/Downloads/racunovodsko%20porocilo%20SDK%202009%20SLO%20(2).pdf (pregledano 25. 10. 2016.)
- Roll, R., (1986.), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *The Journal of Business*, 2(59), str. 197-216.
- Sankaran, K., Vishwanath, S. R., (2008.), Diversification via Acquisition u: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, Chandrashekar Krishnamurti Vishwanath S. R., str. 1-23.

Shim, J. K., Siegel, J. G., (2007.), Upravljačke financije, Zgombić & Partneri, Zagreb

Statista Research & Analysis, <https://www.statista.com/statistics/245949/value-of-global-m-and-a-in-h1-2012-by-industry> (pregledano 20. 10. 2016.)

Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever, S., Žager, L., (2008.), Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb

Žvipelj, G., (2011.), Racionalnost managerskih odkupov z vidika vedenjske ekonomije, *Management*, 2 (6), str. 191-204.



izv. prof. dr. Roberto Ercegovac  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
Societe Generale Splitska banka d. d.  
E-mail: roberto.ercegovac@splitskabanka.hr

Zrinka Buljan, univ. bacc. oec.  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
E-mail: zbuljan@efst.hr

## POSLOVANJE BANKARSKOGA SEKTORA U UVJETIMA NEKONVENCIONALNE MONETARNE POLITIKE

### SAŽETAK

Potaknute globalnom financijskom krizom pojedine središnje banke počele su primjenjivati nekonvencionalnu monetarnu politiku s ciljem intenzivnog oporavka nacionalnih gospodarstava. Sadržaj nekonvencionalne monetarne politike temelji se na politici dugoročno niskih kamatnih stopa te dostupnog i olakšanog refinanciranja kod središnjih banaka. Novi uvjeti poslovanja utječu na mogućnosti upravljanja imovinom i obvezama banaka, izloženost rizicima te na očekivane performanse poslovanja bankarskog sustava. Iako je nekonvencionalna monetarna politika još uvijek u tijeku i srednjoročno se ne nazire njezin kraj, izvjesni učinci na bankarski sustav vidljivi su i mjerljivi. Bankovne tvrtke suočavaju se s nedovoljnom profitabilnošću, kvalitativno restrukturiranje bilančne strukture se odgađa, alokativna efikasnost kreditnog potencijala se umanjuje, pri čemu se izloženost bankovnim rizicima povećava. Pozitivni efekti rasta profitabilnosti zbog smanjenja troškova financiranja iscrpljuju se na negativnim razinama kamatnih stopa zbog uobičajenog limitiranja negativnih vrijednosti kamatnih stopa na primljene depozite klijenata. Upravljanje strukturnim bankarskim rizicima biva otežano te banke alociraju svoj kreditni potencijal prema vrijednosnim papirima u izbjegavanju troškova likvidne imovine dok banke prisutne na međunarodnim tržištima provode valutno restrukturiranje bilance u potrazi za zadovoljavajućim profitom. Stoga će inicijalna namjera o uključivanju banaka u agresivno kreditiranje investicijskih i potrošačkih deficita u promociji rasta i razvoja gospodarstva izostati u potrebnom volumenu, traženom vremenu i prihvatljivom riziku.

**Ključne riječi:** financijska kriza, nekonvencionalna monetarna politika, negativna kamatna stopa

### 1. Primijenjena monetarna politika tijekom posljednje financijske krize

Strukturna globalna financijska i gospodarska kriza uzrokovala je promjenu ciljeva i instrumenata politika pojedinih središnjih banaka odstupajući od standardnih mehanizama. Nekonvencionalna politika središnjih banaka izravno i neizravno potiče investicijsku aktivnost i promjene

bilančnih struktura sudionika financijskog i gospodarskog sustava. Ne-konvencionalnoj monetarnoj politici prethodi racionalni bijeg sudionika tržišta iz vlastitih financijskih položaja uslijed negativnih raspoloživih informacija, prodaja imovina, povlačenje štednje i uspostava novih niskih razina tržišne ravnoteže. Nepovjerenje u institucije tržišta dodatno urušava stabilnost financijskog sustava te potiče prodaju imovina, pad cijena, pad kreditnih aktivnosti bankarskoga sektora te poskupljenje svih oblika duga. Ciljevi nekonvencionalne monetarne politike su poticanje kreditne politike, olakšavanje investicija smanjenjem troška financiranja, pružanje likvidnosti gospodarskom sustavu, a sve u svrhu podrške gospodarskom rastu i razvoju.

Najčešće mjere nekonvencionalne monetarne politike su (Gertler, Keradi, 2011.):

- politikantske i negativne kamatne stope
- olakšavanje financiranja kreditnih institucija temeljem diskonta državnih obveznica
- pružanje dodatne likvidnosti u cilju poticanja kreditnih aktivnosti
- diskont korporativnih i drugih obveznica u posjedu ili izdanih od strane kreditnih institucija (bankarske obveznice ili hibridni dužnički instrumenti).

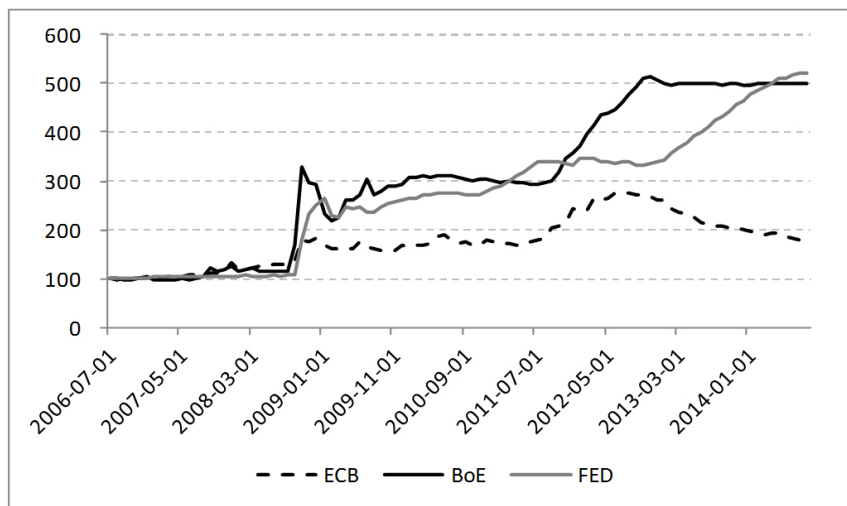
Svaka nekonvencionalna monetarna politika primjenjuje se u kratkom i srednjem roku isključivo u slučaju strukturnog poremećaja financijskog sustava. Opće nepovjerenje u solventnost velikih financijskih institucija i nefunkcionalnost međubankarskog tržišta (Ercegovac, Kundić, 2011) inicijalni su uzrok novih poticajnih mjera središnjih banaka. Model nekonvencionalne monetarne politike ovisi o strukturi poremećaja financijskog sustava, karakteru financijskog sustava te željenim realnim i monetarnim ciljevima.

U prvoj fazi primjene nekonvencionalne monetarne politike tijekom posljednje financijske krize najvažnija mjera je pružanje dodatnih izvora likvidnosti financijskom sustavu da gospodarstvo može funkcionirati te da financijske institucije izbjegnu rizik nesolventnosti uzrokovan manjkom likvidnosti. U SAD-u, zbog karaktera financijskog sustava, pružanje podrške u financiranju potreba za likvidnošću od strane monetarnih autoriteta prošireno je na ostale financijske institucije osim kreditnih, financijske institucije za trgovinu vrijednosnih papira te investicijske fondove da bi se zaustavila prisilna rasprodaja i dodatni pad tržišnih cijena vrijednosnih papira (Brunnermeier, Pedersen, 2009). Nadalje, osnova financiranja kreditnih institucija repo ugovorima proširena je i na komercijalne zapise te sekuritizirane vrijednosne papire uz mogućnost dugoročne vremenske strukture duga unaprjeđujući njihov likvidni profil. Kao dodatna podrška krizom najviše pogođenom tržištu potrošačkih kredita u SAD-u uvodi se program refinan-

ciranja vrijednosnih papira izvedenih iz studentskih kredita, autokredita i kredita po debitnim i kreditnim karticama (engl. *term asset-backed securities loan facility – TALF*), pri čemu je kolateralni vrijednosni papir trebao biti najvećeg kreditnog ranga. Kako bi omogućio refinanciranje dolarske imovine, FED unaprjeđuje tržište ugovora o zamjeni kamatnih stopa između središnjih banaka smanjujući cijenu dolarske likvidnosti na međunarodnim novčanim tržištima (Mancini-Griffoli, Ranaldo, 2010).

Europska središnja banka – ESB pokreće dugoročne operacije refinanciranja bankarskoga sektora zemalja eurozone (engl. *long term refinancing operations – LTRO*) po niskim kamatnim stopama i uz zalag državnih vrijednosnih papira. Cilj programa je povećati likvidnost bankarskog sustava i smanjiti prinos na državni dug. ESB razvija privremeni program otkupa državnih i privatnih vrijednosnih papira (engl. *securities markets programme – SMP*) koji mijenja dugoročnom politikom nekonvencionalnih novčanih transakcija (engl. *outright monetary transactions – OMT*).

Engleska središnja banka (engl. *Bank of England – BoE*) uvodi povoljne izvore kreditnim institucijama za financiranje prvenstveno malih i srednjih poduzeća te kućanstava kako bi se kreditna aktivnost i potrošnja u Velikoj Britaniji (VB) zadržale na potrebnoj razini (engl. *funding for lending scheme – FLS*). Ekspanzivna monetarna politika kroz programe pružanja likvidnosti financijskom sustavu uzrokovala je povećanje bilanci središnjih banaka zemalja koje su takve aktivnosti provodile.

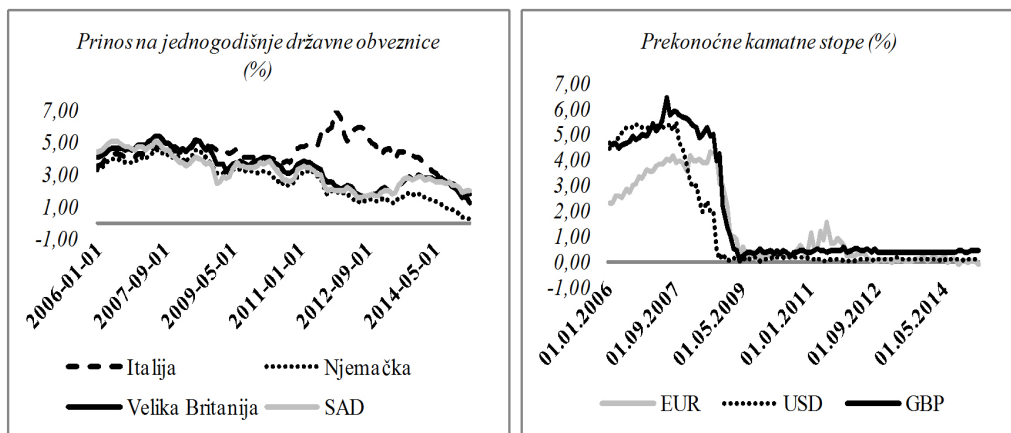


**Slika 1.** Indeks kretanja imovine izabranih središnjih banaka (vrijednost dana 30. 6. 2006 = 100)

Izvor: Federal Reserve Bank of St. Louis

Visoki rast imovina središnjih banaka potvrđuje intenzivnih programa pružanja likvidnosti u uvjetima snažnog pada kreditne aktivnosti i nepovjerenja u stabilnost bankarskog sustava u izabranim zemljama kako bi

se dugoročne posljedice kratkoročnih strukturnih poremećaja eliminirale. Uz spomenutu mjeru većina središnjih banaka provodi politiku niskih kamatnih stopa, što bi se trebalo odraziti na tržište međubankovnih depozita i dodatno motivirati bankarski sektor na kreditne aktivnosti. Povijesni podaci prinosa na državne obveznice i prekonocnih kamatnih stopa s tržišta međubankovnih depozita potvrđuju učinkovitost mjera izabranih središnjih banaka na ciljane kategorije novčanog tržišta i tržišta kapitala.



**Slika 2.** Učinci nekonvencionalne monetarne politike na prinos državnih obveznica i prekonocne kamatne stope na tržištu međubankovnih depozita  
Izvor: REUTERS

Ekspanzivna monetarna politika uz niske kamatne stope središnjih banaka uzrokovala je smanjenje tržišnih kamatnih stopa do negativnih vrijednosti (na međubankarskom tržištu eurskih depozita). Dakako, niske kamatne stope mogu doprinijeti rastu i razvoju gospodarskog sustava zbog smanjenja troška financiranja, ali isto tako izlažu bankarski sustav riziku strukturnih poremećaja i dugoročnom smanjenju volumena raspoloživog financijskog potencijala, o čemu će se detaljnije govoriti u nastavku.

## 2. Sažeti pregled primijenjenih mjera nekonvencionalne monetarne politike

Intenzivnu nekonvencionalnu monetarnu politiku tijekom posljednje financijske krize primjenjuju ekonomije značajnih apsorpcijskih kapaciteta i dovoljno efikasnih transmisijskih kanala. Karakter primijenjenih mjera i njihova dinamika različiti su po zemljama. U tablici koja slijedi dat će se kronološki prikaz mjera središnjih banaka SAD-a, Velike Britanije i Europske središnje banke tijekom posljednje financijske krize.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Nekonvencionalnu monetarnu politiku provode i središnje banke u Švicarskoj, Danskoj i Švedskoj.

Država	Datum	Mjera
SAD	25. 11. 2008.	FED otkupljuje 100 milijardi američkih dolara duga agencija za financiranje nekretnina te 500 milijardi američkih dolara sekuritiziranih vrijednosnih papira. Inicijalni program se proširuje, pri čemu Federalni odbor za operacije na otvorenom tržištu (engl. <i>Federal Open Market Committee – FOMC</i> ) 18. 3. 2009. g. najavljuje otkup 100 milijardi američkih dolara agencijskog duga te 750 milijardi američkih dolara sekuritiziranih vrijednosnih papira.
	18. 3. 2009.	FOMC je najavio kupnju dugoročnih državnih obveznica u vrijednosti od 300 milijardi američkih dolara u roku od šest mjeseci.
	3. 11. 2010.	FOMC je najavio namjeru dodatnog otkupa dugoročnih državnih obveznica u vrijednosti od 600 milijardi američkih dolara do sredine 2011. godine.
	21. 9. 2011.	FOMC je najavio namjeru dodatnog otkupa državnih vrijednosnih papira roka dospjeća od šest do 30 godina u vrijednosti od 400 milijardi američkih dolara do sredine 2012. godine.
	13. 9. 2012.	FOMC otkupljuje dodatnih 40 milijardi američkih dolara sekuritiziranih vrijednosnih papira.
	12. 12. 2012.	FOMC je najavio dodatni otkup dugoročnih državnih obveznica u mjesečnom iznosu od 45 milijardi američkih dolara.
	Velika Britanija	5. 3. 2009.
6. 10. 2011.		MPC najavio dodatnu ekspanziju otkupa financijskih imovina u iznosu od 75 milijardi britanskih funta. Ovaj iznos dopunjen je do 5. 7. 2012. s dodatnih 100 milijardi britanskih funta.
12. 7. 2012.		Engleska središnja banka najavljuje mogućnosti refinanciranja korporativnih kredita i kredita stanovništva (engl. <i>funding for lending scheme – FLS</i> ). Do 30. 6. 2016. financijske institucije u Velikoj Britaniji iskoristile su 60 milijardi britanskih funta u okviru prethodnog programa.
EU (eurozona)	9. 8. 2007.	ESB je najavila pružanje dodatne likvidnosti bankarskome sustavu eurozone u iznosu od 335 milijardi eura. Navedena mjera je provedena do 14. 8. 2007.
	12. 12. 2007.	ESB poduzima zajedničke aktivnosti s FED-om za dolarsko refinanciranje financijskih institucija u eurozoni.
	9. 5. 2010.	ESB potiče dubinu i likvidnost tržišta državnih vrijednosnih papira (engl. <i>Security Market Programme – SMP</i> ).
	20. 12. 2011.	ESB najavljuje dva trogodišnja programa dugoročnog refinanciranja bankarskoga sektora u zemljama eurozone (program LTRO).
	6. 9. 2012.	ESB u okviru programa Europskoga stabilizacijskoga mehanizma najavljuje tehničke uvjete za program otkupa državnih obveznica na sekundarnom tržištu (engl. <i>outright monetary transactions – OMT</i> ).
	22. 1. 2015.	ESB najavljuje prošireni program otkupa financijskih aktiva (engl. <i>Expanded Asset Purchase Programme</i> ) s prosječnim volumenom mjesečnog otkupa pokrivenih obveznica, sekuritiziranih vrijednosnih papira, državnih i korporativnih u iznosu od 60 milijardi eura. Ukupan iznos otkupljenih imovina u okviru prethodnog programa do rujna 2016. godine je 1,1 milijardu eura.

**Tablica 1.** Kronološki pregled izabраниh mjera monetarno-kreditnih autoriteta u SAD-u, EU-u i VB-u<sup>2</sup>  
Izvor: FED, ESB, BoE.

<sup>2</sup> Iz analize smo izuzeli Japan, iako je prva zemlja koja je primijenila mjere nekonvencionalne monetarne politike kakve danas poznajemo uz tada snažne kritike zapadnih ekonomista zbog nefunkcionalnosti mjera u poticanju gospodarskog rasta i razvoja. Zbog dugoročne deflacije i stagnacije, Japan primjenjuje mjere nekonvencionalne monetarne politike, najprije 2001. godine uz njezin intenzivan nastavak 2013. godine. Vidjeti više u: Schnabl, G. (2015), *Monetary Policy and Structural Decline: Lessons from Japan for the European Crisis*, Asian Economic Papers, p. 124-150.

Osim navedenih mjera, pojedine središnje banke zbog opasnosti od deflatornih utjecaja i kontrole inflatornih očekivanja primjenjuju i politiku negativnih kratkoročnih kamatnih stopa. Negativne kamatne stope u teorijskim očekivanjima potiču deprecijaciju valuta, kreditna zaduživanja, ali s druge strane umanjuju profite na razini financijskog sustava, otežavaju financiranje kreditnih aktivnosti te povećavaju udjele rizičnih imovina. U srpnju 2012. g. Danska narodna banka prva je počela s primjenom negativnih kamatnih stopa da bi ograničila kapitalne priljeve uslijed prijetnji stabilnosti europske zajedničke valute nakon krize državnog duga u nekoliko zemalja članica eurozone. Europska središnja banka s politikom negativnih kamatnih stopa za primljene prekonodne depozite počela je u lipnju 2014. g. (-0,1%) da bi tijekom sljedećih godina spustila njezinu vrijednost do -0,4% (u ožujku 2016. g.).<sup>3</sup> Politika negativnih kamatnih stopa, uz aktivnosti središnjih banaka u poticanju likvidnosti financijskoga sustava, usmjerila je kretanje prinosa državnog duga pri čemu je i prinos na kratkoročne državne zapise izdane od strane Njemačke, Danske, Nizozemske, Austrije i Švicarske bio negativan tokom 2015. godine. Negativni prinosi na obveznice najvećeg kreditnog ranga spustili su prinose i na ostale dužničke vrijednosne papire na tržištu. Unatoč negativnom prinosu, investitori su u svojim portfeljima zadržali vrijednosne papire iz špekulativnih ili arbitražnih razloga, regulatornih zahtjeva ili nemogućnosti alternativnih investicija s većom koristi.

Iskustvo govori da učinci nekonvencionalne monetarne politike neće uvijek u cijelosti dati rezultate sukladne očekivanjima pošto njezina učinkovitost ovisi o ostalim faktorima i sudionicima nacionalnog i globalnog gospodarskog sustava.

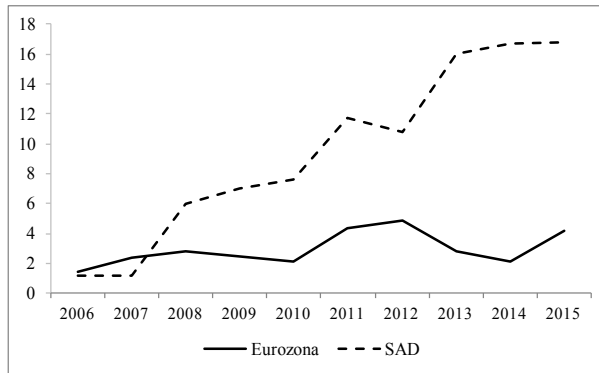
### 3. Učinci u pojedinim financijskim sustavima

Mjerenje učinaka nekonvencionalne monetarne politike na njezine ciljeve složen je proces koji zahtijeva poznavanje posebnosti pojedinih ekonomskih sustava da bi primijenjeni modeli i tumačenja njihovih rezultata bili valjani. Ako je inicijalni cilj monetarnih politika bio stabilizacija financijskih sustava i vraćanje povjerenja u funkcionalnost međubankovnog tržišta te očuvanje cijena imovina i sprječavanje rasprodaja u potrazi za potrebnom likvidnošću, konačni učinak trebao bi biti poticaj rastu kreditiranja proizvodnih i potrošačkih deficita kao nužnog uvjeta za potrebni

---

3 Švicarska narodna banka s primjenom negativne kamatne stope na primljene depozite počela je u siječnju 2015. g. (-0,75%), dok je Švedska narodna banka s politikom negativnih kamatnih stopa na primljene depozite počela u srpnju 2014. g. (-0,5%). FED i BoE nisu provodili politiku negativnih kamatnih stopa zbog izvjesnih ograničenja primjene i bojazni od negativnog učinka (uz napomenu da provode politiku niskih kamatnih stopa).

gospodarski rast.<sup>4</sup> Ako su mjere monetarne politike usmjerene prema otkupu obveznica iz portfelja financijskih institucija urodile zadovoljavajućim učinkom vraćanja povjerenja u funkcionalnost financijskog sustava te uvećanje njegove likvidnosti iznad zakonom zahtijevanih minimuma, politika negativnih kamatnih stopa trebala bi zaustaviti razduživanje gospodarstva te potaknuti novi kreditni ciklus.



Slika 3. Udio likvidne imovine u ukupnoj imovini banaka (%)  
Izvor: ESB, FED.

Neka je ciljna i zavisna varijabla volumen kredita privatnom sektoru u nacionalnom gospodarstvu koji se pokušava uvećati slobodnim kanalima transfera likvidnosti od središnje banke prema sudionicima financijskog sustava te politikom niskih ili negativnih kamatnih stopa. Varijabla koja opisuje intenzitet aktivnosti središnje banke u transferu likvidnosti može se izraziti udjelom aktive središnje banke u odnosu na bruto društveni proizvod, dok se politika niskih ili negativnih kamatnih stopa u složenom izrazu opisuje razlikom Taylorove modelske kamatne stope središnje banke (Taylor, 1993) te stvarne kamatne stope. Taylorova očekivana vrijednost kamatne stope središnje banke funkcija je prirodne kamatne stope te razlike između stvarne i očekivane stope inflacije, odnosno stvarnog i očekivanog bruto društvenog proizvoda:

$$CBR_t = \alpha CBR_{t-1} + (1-\alpha)[r_t + i_t] + 1.5(i_t - E(i_t)) + \rho G_t \quad (1)$$

gdje je:

$CBR_t$  – modelska kamatna stopa središnje banke izračunata primjenom Taylorovog pravila

$CBR_{t-1}$  – veličina prethodnog razdoblja

$\alpha$  – parametar prilagodbe,  $r_t$  – prirodna kamatna stopa

4 Iznimno povećanje likvidne imovine banaka uzrokovano je nesigurnošću poslovanja i novim standardima upravljanja likvidnošću, nefunkcionalnošću međubankarskog sustava te novim regulatornim zahtjevima. Sadržaj novih regulatornih zahtjeva vidjeti u: *Basel Committee on Banking Supervision (2014), Basel III: The Net Stable Funding Ratio*, *Basel Committee on Banking Supervision (2010), Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*.

$i_t$  – mjera stope inflacije

$E(i_t)$  – ciljane stopa inflacije

$G_t$  – razlika između stvarnog i potencijalnog BDP-a

$\rho$  – parametar utjecaja na vrijednost zahtijevane kamatne stope, pri čemu je očekivana vrijednost utjecaja odstupanja između stvarne i ciljane inflacije jednaka 1,5.

Veza između volumena kredita privatnom sektoru i izabраниh mjera monetarne politike bit će potvrđena metodom višestruke regresije definiranom u izrazu koji slijedi:

$$LOAN = \beta_0 + \beta_1 CBA + \beta_2 (CB - CBR) + \epsilon \quad (2)$$

gdje su:

$LOAN$  – volumen kredita privatnom sektoru na razini pojedinačnog bankarskog sustava

$CBA$  – udio imovine središnje banke u ukupnom bruto društvenom proizvodu

$(CB - CBR)$  – razlika između stvarne i zahtijevane kamatne stope središnje banke

$\epsilon$  – slučajna varijabla.

Rezultati regresijske analize na financijskim tržištima SAD-a, Velike Britanije i EU-a (uključujući samo zemlje eurozone) prikazani su u sljedećoj tablici:

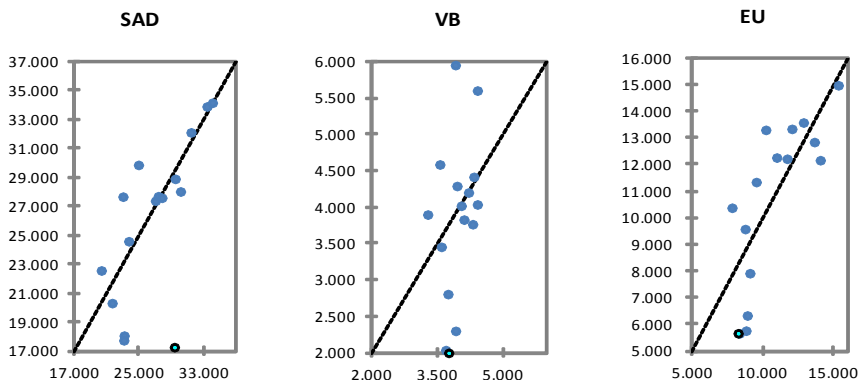
Država/Rezultati		SAD	EU (eurozona)	Velika Britanija
Procjena parametara ( $t$ – testna veličina)	$\beta_0$	20.923 (13,507)	5.817 (4,425)	2.965 (3,281)
	$\beta_1$	791 (5,019)	4.963 (3,844)	78 (1,146)
	$\beta_2$	2.484 (2,074)	-813 (2,738)	362 (0,821)
Koeficijent determinacije		0,5919	0,5930	0,1060
F-omjer		13,634	8,737	0,711

Tablica 2. Rezultati regresijske analize

Izvor: Svjetska banka, ESB, FED, Engleska središnja banka, izračun autora.

Ako je uz razinu značajnosti procjene od 95% tablična vrijednost t-testa jednaka 1,761, a tablična vrijednost F-testa na istoj razini značajnosti u uzorku od 16 uzastopnih godina (od 2000. do 2015. g.) volumena kreditnih aktiva banaka jednaka 3,68, uočavamo najsnažniju značajnost regresijskoga modela na financijskom tržištu SAD-a uz statističku značajnost svih regresorskih varijabli. Značajnost regresijskoga modela u zemljama EU-a jest značajna, ali je uočljiv nedovoljan doprinos politike kamatnih stopa na kretanje volumena kredita. U Velikoj Britaniji regresijski model nije značajan, kao ni njegovi parametri. Brojčanu analizu potvrđuju nam grafovi rasipanja stvarnih od modelskih vrijednosti, gdje je u financijskom sustavu SAD-a naročito izražena učinkovitost monetarne politike u razdoblju financijske krize.





**Slika 4.** Dijagram rasipanja stvarnih i modelskih vrijednosti volumena kredita  
*Izvor:* Svjetska banka, ESB, FED, Engleska središnja banka, izračun autora.

Rezultati regresijskoga modela mogu biti slučajni, izvan konteksta strukture i karaktera financijskog i ukupnog ekonomskog sustava izabranih zemalja. Instrumenti monetarne politike u SAD-u bili su koordinirani s ostalim instrumentima poticanja ekonomskog rasta i razvoja tako da je u razdoblju financijske krize od 2009. do 2015. godine bruto društveni proizvod porastao 24%, stopa nezaposlenosti pala na nisku razinu od 5,3%, a napomenimo da je u istom razdoblju ostvaren i porast kredita privatnom sektoru od 4%. U Velikoj Britaniji rast društvenog bruto proizvoda u istom razdoblju financijske krize je značajan (23%), ali se istovremeno dogodio veliki pad kredita privatnom sektoru (31%). U zemljama eurozone zabilježen je pad društvenog bruto proizvoda od 11% te pad kredita privatnom sektoru od 10% pokazujući tako duboki strukturni poremećaj i najlošije rezultate na razini promatranih ekonomija.

Posebnost financijskog i bankarskog sustava Velike Britanije donekle objašnjava prethodne rezultate.<sup>5</sup> Globalna financijska kriza oduzela je primat Londonu kao financijskom središtu gdje su dvije vodeće banke na razini globalnoga bankarskoga sustava izgubile značajne vrijednosti aktive u razdoblju od 2010. do kraja 2015. godine, Royal Bank of Scotland 65%, a Barclays 39% vrijednosti aktive kao posljedica promijenjenih regulatornih uvjeta, krize globalnoga bankarskoga sustava, odljeva značajnog volumena depozita i redukcije strukturiranih bankarskih proizvoda karakterističnih za dominantne globalne bankarske grupacije u razdoblju koje je prethodilo posljednjoj financijskoj krizi. Istovremeno se aktiva najvećih bankarskih grupacija uvećala, banke JP Morgan Chase za 13%, a Bank of America 20%. U isto vrijeme, dominantne europske banke gube imovinu, UniCredit Milano 32%, Deutsche banka 31%, ING Grupa 47% te BNP Paribas 11%. Posljednji rezultati javne objave upućuju na

<sup>5</sup> Prema službenim podacima ESB-a, u 2014. godini odnos imovine banaka u ukupnom bruto društvenom proizvodu Velike Britanije bio je veći od 450%.

dodatne probleme bankarskih grupa u Italiji i Njemačkoj što uvelike ograničava učinke politike Europske središnje banke i potrebnog doprinosa bankarskoga sustava u financiranju razvoja. U takvim uvjetima mjere poticaja kreditnih aktivnosti iscrpljuju se u stabilizaciji samoga bankarskoga sustava i očuvanju njegove funkcionalnosti.

Hrvatski bankarski sustav izravno je izložen posljedicama nekonvencionalne monetarne politike Europske središnje banke, kako zbog dominantnog vlasništva od strane prvoklasnih europskih banaka, tako i zbog volumena eurske štednje i plasmana. Iako je u razdoblju financijske krize između 2008. i 2015. godine volumen bruto društvenog proizvoda u Hrvatskoj opao gotovo za 22%, volumen kredita povećan je za 8%, prvenstveno zbog tradicionalnog karaktera bankarskoga sustava u kontekstu upravljanja i usluga ponuđenih klijentima.

#### 4. Rizici nekonvencionalne monetarne politike

Nekonvencionalna monetarna politika može prouzročiti neočekivane negativne posljedice na funkcionalnost financijskog sustava (Lambert, Kenichi, 2014). Prvenstveno mislimo na politiku negativnih kamatnih stopa koja urušava temelje vremenske vrijednosti novca i ulogu financijskog posredništva. Negativne kamatne stope mogu dovesti do značajnog pada profitabilnosti kod tradicionalnih bankarskih posrednika (Hannoun, 2015) zbog smanjenja neto kamatnih marža. Bankarski financijski posrednici na depozite obično ograničavaju donju razinu kamatne stope na ništicu, dok kod kreditnih plasmana u strukturi kamatnog prihoda participira i negativni dio tržišne kamatne stope. Negativne kratkoročne kamatne stope izravno utječu i na strukturu krivulje prinosa i naknadu rizika likvidnosti kod ročne transformacije financijskih imovina. Pojavljuje se nesklad između ponude i potražnje vremenske strukture depozita te pojave prelijevanja oročenih depozita u nestabilne depozite po viđenju ili sredstva na transakcijskim računima. Dio štednje će se odliti prema drugim sudionicima financijskog sustava ili prema instrumentima novčanog tržišta ili tržišta kapitala slabeći tako kreditni potencijal bankarskoga sektora. Banke se posebno destimuliraju u prihvatu velikih depozita što izravno može negativno utjecati na investicijske odluke zbog nedostatka financijsko-tehničke podrške njihovoj realizaciji. Da bi nadoknadili izgubljeni prinos, bankarski i ostali financijski posrednici se izlažu većem kreditnom riziku što dovodi do rasta cijena financijskih imovina iznad njihove objektivne vrijednosti (Dell’Ariccia, Laeven, Suarez, 2013).

Spomenute nefunkcionalnosti mogu uzrokovati bježanje sudionika financijskog tržišta prema papirnom novcu dajući novčanoj masi i novčanim multiplikatorima karakter nepredvidljivosti i nestabilnosti što otežava provođenje monetarne politike. Prijetnja svemu je pojava disintermedijacije

sa svim njezinim negativnim učincima u mobilizaciji neuposlenog novca prema proizvodnim ili potrošačkim deficitima.

Bankarski sektor se izlaže velikim troškovima u upravljanju gotovinom, a s druge strane, potiče se na održavanje nedovoljno kvalitetnih kreditnih imovina u bilancama. Općeprisutno je razduživanje sektora gospodarstva, što ne mogu spriječiti negativne kamatne stope. Posjednici štednje dugoročno gube njezinu realnu vrijednost, ali sklonost prema potrošnji neće biti značajno uvećana zbog uvećane neizvjesnosti.

Hrvatske banke su također izložene svim negativnim efektima negativne kamatne stope zbog dodatnih troškova upravljanja imovinom i obvezama. Destimulira se rastuća štednja, umanjuje kreditni potencijal, prihvaća dodani rizik poslovanja, što može dugoročno negativno utjecati na ulogu bankarskoga sektora u podršci razvoju.

## 5. Zaključak

Koliko je pozitivna aktivnost poticanja likvidnosti bankarskoga sustava da nedostatak likvidnih sredstava ne uzrokuje nesolventnost financijskih institucija, toliko je osjetljiva politika negativnih kamatnih stopa. Gotovo identičan učinak ima politika nultih kamata jer, iako značajna, kamatna stopa nikada nije bila presudan faktor u kreditnoj aktivnosti bankarskoga sustava. S druge strane, poremećaj tradicionalnih mehanizama tržišta, redizajniranje strukture i karaktera financijskih imovina, vrjednovanje novčanih tokova, problemi su čija rješenja zahtijevaju vrijeme i trošak. Stoga bi selekcija primjene negativnih kamatnih stopa trebala postojati, prvenstveno u njezinoj primjeni na rezerve likvidnosti bankovnog sustava. Prethodni podaci nam govore da su gospodarstva koja nisu primjenjivala instrument negativne kamatne stope bilježila značajan rast (SAD i Velika Britanija). Negativna kamatna stopa postupno razara temeljne odnose u financijskom i gospodarskom sustavu onemogućavajući njihovo kvalitativno restrukturiranje. Stoga bi Europska središnja banka trebala raditi na izlaznoj strategiji postojećih instrumenata koji nisu u svim segmentima dali očekivane učinke.

## Literatura:

- Benmelech, E. (2012.), An Empirical Analysis of the Fed's Term Auction Facility, *Cato Papers on Public Policy*, p. 57-91.
- Brunnermier, M. K., Pedersen, L. (2009.), Market Liquidity and Funding Liquidity, *Review of Financial Studies*, p. 2201-2238.
- Dell'Ariccia, G., Laeven, L., Suarez, G. (2013.), Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel: Evidence from the United States, *IMF Working Paper No. 13/143*.
- Ercegovac, R., Kupid, A. (2011.), Interbank Deposit Market Relevance for Croatian Banking System Sustainability, *Ekonomski pregled*, p. 48-66.
- Gertler, M., Keradi, P. (2011.), A model of unconventional monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, p. 17-34.
- Hannoun, H. (2015.), Ultra-low or negative interest rates: what they mean for financial stability and growth, *Bank for International Settlements*.
- Lambert, F., Kenichi, U. (2014.), The Effects of Unconventional Monetary Policies on Bank Soundness, *IMF Working Paper No. 14/152*.
- Mancini-Griffoli, T., Ranaldo, A. (2010.), Limits to Arbitrage During the Crisis: Funding Liquidity Constraints and Covered Interest Parity, *Swiss National Bank Working Paper No. 2010-14*.
- Schnabl, G. (2015.), Monetary Policy and Structural Decline: Lessons from Japan for the European Crisis, *Asian Economic Papers*, p. 124-150.
- Taylor, J (1993.), Discretion versus policy rules in practice, *CarnegieRochester Conference Series on Public Policy No. 39*, p. 195-214.

## Prilog:

Godina	SAD			EU (eurozona)			Velika Britanija		
	LOAN	CBA	CB – CBR	LOAN	CBA	CB – CBR	LOAN	CBA	CB – CBR
2000	17.278	4,84	1,8616	5.402	0,34	-0,9085	2.001	3,50	1,3883
2001	18.079	5,05	-0,7088	5.672	0,26	-1,5390	2.038	3,69	1,1578
2002	17.749	5,41	-0,8390	5.769	0,29	-1,9160	2.303	3,98	1,7177
2003	20.324	5,67	-1,5013	6.341	0,33	-1,7500	2.808	3,91	1,2520
2004	22.578	5,69	-2,0445	7.926	0,29	-2,2080	3.458	4,27	0,7555
2005	24.596	5,63	-0,6654	9.587	0,24	-2,1085	3.901	4,48	-0,1454
2006	27.394	5,56	0,6907	10.383	0,20	-1,2285	4.588	5,29	0,4441
2007	29.868	5,29	-0,0711	11.352	0,22	-3,2075	5.954	6,38	1,1822
2008	27.674	5,39	-0,8752	13.308	0,55	-2,0020	5.604	10,77	1,6181
2009	27.703	8,71	-0,1776	14.983	0,62	-7,8770	4.418	16,27	0,2024
2010	28.036	12,41	-0,2442	13.346	0,86	-2,4085	4.204	15,37	0,0691
2011	27.602	14,70	-1,9027	12.850	0,97	-3,6440	4.293	19,13	-1,4760
2012	28.902	15,89	-1,6185	13.586	0,99	-2,6200	4.039	24,13	-1,2785
2013	32.117	18,86	-1,7810	12.223	1,10	-0,5310	3.767	23,17	-1,3677
2014	33.905	22,99	-2,2986	12.271	1,16	0,7705	4.022	22,31	-1,8986
2015	34.164	23,12	-2,0697	12.170	1,71	0,3100	3.832	22,31	-1,7297

**Tablica 3.** Volumen kredita privatnom sektoru (milijarde kuna), udio imovine središnje banke u ukupnom društvenom bruto proizvodu (%), razlika između stvarne i zahtijevane kamatne stope središnje banke (%)

Izvor: Svjetska banka, ESB, FED, Bank of England, izračun autora.



doc. dr. sc. Maja Grdinić  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: maja.grdanic@efri.hr

Tomislav Korenić, mag. oec.  
E-mail: korenictomislav@gmail.com

prof. dr. sc. Helena Blažić  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: helena.blazic@efri.hr

## ULOGA EKOLOŠKIH POREZA U POLITICI ZAŠTITE OKOLIŠA DRŽAVA ČLANICA EUROPSKE UNIJE <sup>1 2</sup>

### SAŽETAK

Smanjenje štetnog utjecaja globalnog onečišćavanja na okoliš ostvaruje se primjenom načela „onečišćivač plaća“ i uvođenjem raznih instrumenata zaštite okoliša. Razni fiskalni instrumenti poput ekoloških poreza uvode se upravo u cilju zaštite okoliša, ali i kao instrumenti koji generiraju značajne prihode za državni proračun. U radu se neće detaljnije analizirati „porezi na energente“ tj. trošarine na energente i električnu energiju, već će se istraživanje usredotočiti na ostale vrste ekoloških poreza („poreze na transport“ i „poreze na onečišćenja i prirodne izvore“), kako u EU-u, tako i u RH.

**Ključne riječi:** ekološki porezi, zaštita okoliša, fiskalna politika, Europska unija

### 1. Uvod

Različite svjetske organizacije i integracije u fokusu svoga djelovanja imaju politiku zaštite okoliša. U uvjetima koje karakterizira porast svjetskog stanovništva, rast srednje klase s visokim potrošačkim potrebama, brzi gospodarski rast u novorastućim gospodarstvima, stalni porast potražnje za energijom te pojačana svjetska potražnja za resursima, Europska unija se susreće s izazovima koji su izvan njene izravne kontrole. Međutim, Europska unija kao primjer velike ekonomske integracije razvija svoju politiku zaštite okoliša te pomaže državama članicama da pokušaju ostvariti održivi rast i razvoj promicanjem učinkovitijeg upravljanja okolišem. Jedan od najvažnijih fiskalnih instrumenata kojim se utječe na ponašanje gospodarskih subjekata i fizičkih osoba, a koji bi trebao rezultirati poboljšanjem

1 Ovaj rad nastao je na temelju diplomskog rada koji je Tomislav Korenić izradio pod mentorstvom prof. dr. sc. Helene Blažić i sumentorstvom dr. sc. Maje Grdinić.

2 Ovaj rad je sufinancirala Hrvatska zaklada za znanost (projekt: *Tax Policy and Fiscal Consolidation in Croatia*, IP-2013-11-8174) i Sveučilište u Rijeci (projekt: *Porezni sustav i ekonomsko-socijalni odnosi hrvatskog društva*, 13.02.1.2.02).

čovjekova okoliša i sprječavanjem njegova daljnjeg zagađenja su ekološki porezi. Sukladno ekološkim promjenama u svijetu, od kojih su najveće globalno zatopljenje i zagađenje vode i zraka, potrebne su intervencije putem fiskalnih instrumenata od kojih ekološki porezi imaju značajnu ulogu. Potrebno ih je konstantno nadograđivati i usavršavati kako bi pozitivni efekti na okoliš bili što izraženiji. Zaštita okoliša je jedan od glavnih prioriteta Europske unije. Zeleni rast predstavlja razvoj integriranih politika kojima se promiče održivi okvir za zaštitu okoliša. Sukladno tome, ekološki porezi doprinose ekološkoj održivosti, čime Europska unija postaje konkurentnija, a istovremeno se povećava kvaliteta života.

Ekološki porezi ne utječu samo pozitivno na okoliš već se njima generira i značajan izvor javnih prihoda. Dodatni javni prihodi prikupljeni ekološkim porezima omogućuju potencijalno smanjenje stopa drugih poreza kako bi se očuvala ravnoteža između ukupnih državnih prihoda i ukupne državne potrošnje. Svrha istraživanja je analizirati ulogu ekoloških poreza, njihovu primjenu i značaj u politici zaštite okoliša Europske unije s posebnim naglaskom na Republiku Hrvatsku.

Stoga se u prvom poglavlju iznose njihove teorijske odrednice, zatim prednosti ovakvih fiskalnih instrumenata, dok se u središnjem dijelu rada analiziraju ekološki porezi u Europskoj uniji s posebnim osvrtom na poreze na transport i poreze na onečišćenja i prirodne izvore (njihovi oblici i rezultirajući prihodi), dok se na kraju rada daje detaljni osvrt na ovu problematiku (posebice vrste analiziranih poreza) u Republici Hrvatskoj.

## 2. Teorijske odrednice ekoloških poreza

Europska unija je iznijela koncept održivog razvoja kojim se uvodi sustavno rješavanje pitanja zaštite okoliša kao ključne političke paradigme promicanjem održive potrošnje i proizvodnje, upravljanja okolišem na ekološki prihvatljiv način i procesa informiranja javnosti o negativnim utjecajima te proizvodnje ekološki prihvatljivih proizvoda (Kajfež, 2008).

Jedan od najvažnijih i najefikasnijih instrumenata kojima se vlade i pojedinci mogu potaknuti na očuvanje okoliša i usvajanje koncepta održivog razvoja svakako su ekološki porezi. Ekološki porezi pojavljuju se i kao sinonimi „zeleni porezi“, „ekološko povezani porezi“ i „porezi za zaštitu okoliša“.

Cilj ekoloških poreza kao oblika indirektnog oporezivanja je utjecati na ponašanje nositelja ekonomske politike, organizacija i pojedinaca u iskorištavanju prirodnih resursa, reguliranju emisija štetnih plinova, unaprjeđenju kvalitete okoliša i zdravlja ljudi.

U literaturi postoji mnogo različitih definicija ekoloških poreza, ali ona koja stavlja naglasak na učinak određenog poreza u smislu njegovog utjecaja na troškove aktivnosti i cijene proizvoda koji imaju negativan



utjecaj na okoliš je definicija Eurostata i ona je u skladu s Uredbom (EU) br. 691/2011: „Ekološki porezi su porezi čija je porezna osnovica fizička jedinica (ili njezina zamjena) nečega što ima dokazan, specifičan negativan učinak na okoliš (Eurostat, 2013)“.

Ekološke poreze je moguće promatrati i kao dopunu sustavu tržišnih cijena, i to onda kada se njima žele utvrditi cijene dobara koja čine okoliš (to je slučaj stoga što se okoliš promatra kao javno dobro koje zbog toga i nema cijenu) ili kad oni predstavljaju dodatno opterećenje za proizvodnju i potrošnju koje za okoliš imaju štetne posljedice, a koje, naravno, nisu uračunate u cijenu. Ekološki porezi i ekološka davanja se isto tako mogu svrstati, odnosno promatrati kao upravne kazne ako one olakšavaju provođenje i ostvarenje standarda očuvanja okoliša (Jelčić, 2000).

Prema metodologiji Eurostata, ekološki porezi dijele se u tri osnovne skupine (Eurostat, 2016):

- a) porezi na energente
- b) porezi na transport
- c) porezi na onečišćenje i prirodne izvore.

Upravo ta podjela koristit će se u ovome radu prilikom analize ekoloških poreza<sup>3</sup> u Europskoj uniji s posebnim naglaskom na Republiku Hrvatsku. U radu se neće detaljnije analizirati „porezi na energente“ tj. trošarine na energente i električnu energiju, već će se problem istraživanja usredotočiti na ostale vrste ekoloških poreza („porezi na transport“ i „porezi na onečišćenja i prirodne izvore“).

### **3. Prednosti fiskalnih instrumenata u politici zaštite okoliša i energije**

U usporedbi s regulatornim instrumentima (standardima, kvotama, zabranama proizvodnje) glavna prednost poreza i drugih tržišnih instrumenata je učinkovitost. Ekološki porezi potiču onečišćivače na smanjenje zagađenja do točke gdje je marginalni trošak smanjenja onečišćenja jednak porezu. Na ovaj način su troškovi postizanja određenog cilja u zaštiti okoliša svedeni na minimum (statična učinkovitost). Nadalje, zagađivači su fleksibilniji pri odabiru razine i načina smanjenja onečišćenja. Uvođenje poreza i pristojbi obično zahtijeva manje detaljne informacije od regulacije, a time, posljedično, i niže administrativne troškove.

Tržišni instrumenti postavljaju cijenu za svaku jedinicu onečišćenja/emisije i na taj se način poduzeća (zagađivače) potiče na kontinuirano traženje novih mogućnosti smanjenja onečišćenja i ulaganja u tehnologije koje manje zagađuju okoliš. To je snažan poticaj za inovacije (dinamička učinkovitost).

<sup>3</sup> Detaljnije objašnjenje može se pronaći u poglavlju 4.1.

Porezi i naknade su također učinkoviti instrumenti za promjenu ponašanja potrošača u ekološki održivom smjeru. Oni pružaju cjenovne signale koji mijenjaju relativne cijene "prljavih" i "čistih" potrošačkih dobara i navode potrošača na odabir ekološki prihvatljivih dobara. Međutim, isplativost poreza i drugih cjenovnih instrumenata može biti smanjena kada se uzimaju u obzir fiskalne interakcije, odnosno učinci oporezivanja okoliša na tržištima faktora (posebice faktora rada):

U literaturi postoje simulacije koje ukazuju na činjenicu da zelene porezne reforme mogu poboljšati zapošljavanje i kvalitetu okoliša u isto vrijeme, pod uvjetom da su porezni prihodi „reciklirani“ u obliku smanjenja plaćanja doprinosa za socijalno osiguranje od strane poslodavaca. *Ex-post* dokazi za države Europske unije, koje su provele porezne reforme u smjeru većeg korištenja ekoloških poreza, pokazuju da takve reforme imaju povoljne učinke i s ekonomskog stajališta i iz perspektive zaštite okoliša. Projekt COMETR, kojim su se proučavali učinci zelenih poreznih reformi u Danskoj, Njemačkoj, Finskoj, Nizozemskoj, Švedskoj i Velikoj Britaniji, pokazao je kako su sve države imale višu razinu gospodarske aktivnosti i niže razine korištenja goriva i emisije stakleničkih plinova od onih u hipotetskom scenariju u kojemu reforma nije provedena. Poreznim reformama ostvareni su neutralni prihodi u svim slučajevima, a prihodi od viših poreza na energiju iskorišteni su uglavnom za smanjenje poreza na dohodak i doprinosa za socijalno osiguranje poslodavaca i posloprimaca (COMETR, 2007).

Unatoč prednostima, ekološki porezi nisu uvijek najbolje sredstvo za rješavanje problema zaštite okoliša. U nekim se slučajevima izravnom regulacijom može postići veći pozitivan učinak na okoliš. To je slučaj u situacijama kada su zagađenja okoliša usko vezana za neko područje i mijenjaju se s izvorom zagađenja; tada je potrebno više ciljanih instrumenata od općih ekoloških poreza. S druge strane, količinski utemeljeni instrumenti, kao što su emisijske kvote, često pogoduju korištenju na terenu jer pružaju više sigurnosti u postizanju danih ciljeva zaštite okoliša od cjenovno utemeljenih instrumenata poput poreza. Kombinacije ekoloških poreza i drugih instrumenata mogu biti mnogo učinkovitije rješenje od korištenja samo poreznog oblika (Kosonen, Nicodème, 2009).

U smislu definiranja porezne osnovice ekoloških poreza, one trebaju biti usmjerene na zagađivača ili ponašanje koje zagađuje okoliš. Ekološke poreze općenito treba ubirati što je izravnije moguće od samog zagađivača ili aktivnosti kojima se nanosi šteta okolišu. Upotreba poreza povećava troškove zagađivačkih aktivnosti na tržištu te pomaže u poticanju cijelog niza mogućih opcija za smanjenje emisija: čišćeg proizvodnog procesa; tehnologije *end-of-pipe* (tj. mjere za „hvatanje“ i neutraliziranje emisije prije nego što ode u okoliš); usvajanja postojećih proizvoda koji uzrokuju manje zagađenja, razvoja novih, manje zagađujućih proizvoda,

te smanjenja proizvodnje ili potrošnje. Nadalje, porezne stope bi u pravilu trebale biti postavljene na način da odražavaju društvenu vrijednost štete u okolišu, drugih negativnih učinaka prelijevanja aktivnosti, kao i potrebu za povećanjem javnih prihoda. Porez mora biti vjerodostojan i njegova stopa predvidljiva kako bi se potaknula ekološka poboljšanja. Politika zaštite okoliša, a posebno porezna politika, može utjecati na smanjenje emisije kroz kratkoročna i strukturna rješenja. U kratkom roku, poduzeća mogu smanjiti proizvodnju i potrošači mogu usvojiti manje štetna ponašanja kao odgovor na promjene cijena, uključujući i one izazvane poreznim promjenama. Ako se promjene brzo izmjenjuju, gospodarski subjekti mogu lako nastaviti dosadašnje ponašanje bez puno troškova ili napora.

Strukturna rješenja su temeljne promjene s dugoročnim posljedicama, kao što su promjene u odlukama koje se odnose na kapitalna ulaganja, inovacijske programe ili kupnju stambenih i potrošnih dobara. Ove promjene ovise o stanovništvu, tvrtkama i investitorima s dugoročnim stavovima i očekivanjima, a posebno o cijenama. Da bi ekološki porezi potaknuli strukturne promjene smanjenja emisije štetnih plinova uz inovacijske napore, politika mora biti vjerodostojna. Javnost mora biti uvjerenjena da vlada "radi svoj posao" te se zalaže za provedbu poreza. Također, jedna od prednosti ekoloških poreza je u tome što mogu pružiti veću predvidljivost troškova sudionicima na tržištu u odnosu na druge instrumente. Predvidljivost se postiže uz pomoć jasnih postupaka utvrđivanja porezne stope. Ponekad je korisno ekološke poreze uvoditi postupno, po fazama, a porezne stope postupno povećavati do "zrele" razine u skladu s prethodno utvrđenim rasporedom. Time se različitim gospodarskim subjektima omogućuje više vremena za prilagodbu. Jednom postavljene i dobro definirane porezne stope trebale bi nastaviti utjecati na niz čimbenika koji prvenstveno uključuju inflaciju i realni gospodarski rast, promjenu preferencija građana u vidu zaštite okoliša te učinak inovacija na troškove smanjenja onečišćenja.

## 4. Ekološki porezi u Europskoj uniji

### 4.1. Oblici ekoloških poreza u Europskoj uniji

Ekonomski instrumenti za kontrolu onečišćenja i upravljanja prirodnim resursima sve su važniji dio politike zaštite okoliša u zemljama članicama Europske unije. Raspon instrumenata koji su na raspolaganju uključuje, između ostalog: ekološke poreze, pristojbe i naknade, utržive dozvole, sustav povrata pologa i subvencija. Europska unija takve instrumente sve više preferira jer oni pružaju fleksibilan i troškovno učinkovit način za jačanje principa *onečišćivač plaća* i za postizanje ciljeva politike zaštite okoliša. Ovi instrumenti, a posebno povrati pologa i subvencije, općenito imaju veći stimulativni učinak od poreza jer industrije koje najviše zaga-

đuju investiraju sve više u ekološku tehnologiju kako bi s jedne strane ostvarili pravo na subvencije, a s druge strane djelomično umanjili plaćanje poreza (Grdinić, Klun i Kotnik, 2015). Ekološki porezi se sve više koriste u namjeri utjecanja na ponašanje gospodarskih subjekata, bilo proizvođača ili potrošača (Eurostat, 2015). Najčešće korišteni porezni instrumenti su porezne olakšice i povlastice, posebni porezi i pristojbe za onečišćenja (tzv. „ekološki porezi“), ubrzana amortizacija stalnih sredstava za zaštitu okoliša, izuzimanja od plaćanja carine na uvoz ekološki prihvatljive opreme, povećanje javne nabave ekoloških proizvoda i slično (Šverko, Črnjar i Šverko-Grdić, 2006).

Prema metodologiji Eurostata i statistici, definicija ekoloških poreza glasi: „Ekološki porezi su porezi čija je porezna osnovica fizička jedinica (ili njezina zamjena) nečega što ima dokazan, specifičan negativan učinak na okoliš“ (Eurostat, 2016).

Kao što je već spomenuto, Eurostat (2016) razlikuje tri osnovne kategorije ekoloških poreza, a to su porezi na energente (trošarine), porezi na transport te porezi na zagađenja i prirodne izvore. U nastavku će se detaljnije objasniti porezi na transport i porezi na zagađenja i prirodne izvore s posebnim naglaskom na Republiku Hrvatsku.

*Porezi na transport* uključuju poreze povezane s vlasništvom nad motornim vozilima i njihovom upotrebom. Porezi na drugu prijevoznu opremu (npr. avione) i povezane prijevozne usluge (npr. porez na čarter-letove ili redovite letove) također su ovdje uključeni kada odgovaraju općoj definiciji ekoloških poreza. Porezi na transport također mogu biti „jednokratni“ porezi povezani s uvozom ili prodajom opreme ili stalni porezi kao što je godišnji porez za ceste. Porezi na benzin, dizel i druga goriva za transport uključeni su u poreze na energente (DZS, 2016).

Dakle, prema Eurostatu (2016), u poreze na transport ubrajaju se porezi na:

- registraciju i korištenje motornih vozila
- uvoz i prodaju motornih vozila
- korištenje cesta i autocesta
- osiguranje luksuznih jahta, te
- buku i putnike u zračnom prometu (porez na letove i karte).

*Porezi na onečišćavanje (zagađenje)* uključuju poreze na izmjerena ili procijenjena ispuštanja u zrak i vodu, gospodarenje krutim otpadom i buku. Iznimka su porezi na CO<sub>2</sub>, koji su uključeni u poreze na energente.

*Porezi na prirodne resurse* uključuju poreze koji se odnose na vađenje ili korištenje prirodnih resursa poput vode, šuma, divlje flore i faune. Te aktivnosti iscrpljuju prirodne resurse (DZS, 2016).

Porezi na zagađenje i prirodne izvore obuhvaćaju sljedeće poreze (Eurostat, 2016):

- na pesticide i umjetna gnojiva (zaštita voda)
- na pakiranje metala, plastike, stakla, keramike
- na otpad (deponije)
- na zagađenje zraka (CO<sub>2</sub>, SO<sub>2</sub>, NO<sub>2</sub>)
- na baterije, gume, raspoložive kontejnere
- na otpadne vode (kućanske i industrijske)
- na plastične vrećice
- na CFC, HFC, PFAC i SF6 (onečišćivači ozona) i nuklearnu energiju, te
- na promjenu izgleda okoliša i sječu stabala.

U cilju zaštite okoliša države koriste vrlo velik broj različitih fiskalnih i para-fiskalnih instrumenata koji mogu stvarati značajne prihode. U sljedećem dijelu analizirat će se prihodi od ekoloških poreza u Europskoj uniji.

#### 4.2. Analiza prihoda od ekoloških poreza u Europskoj uniji

U posljednja dva desetljeća, a posebno u razdoblju nakon početka financijske krize, većina država članica Europske unije provela je reforme svojih poreznih sustava. Za dio porezne reforme koja se odnosi na ekološke poreze može se reći da joj je cilj rasteretiti porezno opterećenje rada te povećati porezno-opterećenje potrošnje, uz istovremeno širenje porezne osnovice. Takve reforme su vrlo važne, osobito zbog očekivanih promjena u državama članicama koje se ne odnose samo na okoliš te su povezane i s ostalim porezima. Snažnije oporezivanje rada bila bi prepreka za stvaranje dodatnih radnih mjesta, pogotovo niskokvalificiranih radnih mjesta. Pozitivni učinci ekoloških poreznih reformi na zaposlenost ipak se razlikuju po sektorima. Naprimjer, povećanje cijene energije može potaknuti proizvodnju energetski učinkovitijih proizvoda koja zahtijeva zapošljavanje više visokoobrazovane radne snage.

Prihodi ostvareni kroz naplatu ekoloških poreza mogu se koristiti i na druge načine za dobrobit okoliša, gospodarstva ili oboje. Prvo, države bi izdvajale dio poreznih prihoda za posebne namjene za zaštitu okoliša, kao što su financiranje eko-efikasnosti i eko-inovacijskih ulaganja. Drugo, porezni prihodi se također mogu koristiti za kompenzaciju kućanstvima i tvrtkama koje su podložne visokom oporezivanju. Kompenzacija može biti u obliku smanjenja poreza na dohodak ili poreznih olakšica usmjerenih na specifične skupine. Financiranje poreznih kredita za energetske učinkovitost predstavlja način smanjenja regresivnosti poreza na energiju i istovremeno poboljšanje energetske učinkovitosti.

Međutim, bez obzira na provedene porezne reforme i sve veće pritiske od strane europskoga zakonodavstva na države članice da se više opozrežu proizvodni procesi, proizvodi i usluge koje imaju negativan utjecaj na okoliš i zdravlje, ne može se zaključiti da je to rezultiralo (značajnim) povećanjem u području prihoda od ekoloških poreza. U tablici 1. prikazan je udio prihoda od ekoloških poreza u BDP-u za sve države članice Europske unije u razdoblju od 2005. do 2014. godine.

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Austrija	2,59	2,45	2,39	2,37	2,37	2,35	2,43	2,42	2,4	2,43
Belgija	2,45	2,27	2,22	2,14	2,18	2,21	2,25	2,15	2,06	2,05
Bugarska	2,9	2,81	3,17	3,27	2,85	2,79	2,7	2,68	2,8	2,73
Cipar	3,34	3,11	3,16	3,05	2,81	2,8	2,79	2,57	2,73	3,08
Češka	2,48	2,38	2,32	2,26	2,31	2,29	2,35	2,24	2,14	2,12
Danska	4,92	4,68	4,74	4,18	4,01	4,04	4,05	3,99	4,2	4,08
Estonija	2,27	2,19	2,19	2,32	2,94	2,93	2,73	2,72	2,55	2,67
Finska	2,97	2,91	2,66	2,6	2,53	2,68	3,02	2,98	2,93	2,88
Francuska	2	1,95	1,87	1,84	1,87	1,89	1,92	1,96	2,03	2,05
Njemačka	2,42	2,35	2,17	2,14	2,26	2,13	2,17	2,12	2,04	2
Grčka	2,08	1,97	2,02	1,91	1,94	2,54	2,77	3,16	3,55	3,68
Hrvatska	3,85	3,77	3,69	3,44	3,37	3,66	3,31	3,19	3,51	3,86
Mađarska	2,75	2,79	2,77	2,68	2,62	2,76	2,64	2,71	2,59	2,6
Irska	2,48	2,42	2,45	2,3	2,27	2,46	2,42	2,38	2,45	2,43
Italija	2,9	2,86	2,72	2,56	2,79	2,79	3,05	3,49	3,42	3,6
Latvija	2,53	2,24	1,93	1,85	2,31	2,44	2,47	2,45	2,45	2,67
Litva	2,29	1,8	1,75	1,63	2,02	1,83	1,69	1,64	1,64	1,7
Luksemburg	3	2,67	2,59	2,62	2,57	2,42	2,41	2,38	2,16	1,99
Malta	3,08	3,19	3,57	3,27	3,17	2,91	3,04	2,83	2,68	2,89
Nizozemska	3,56	3,62	3,4	3,48	3,51	3,53	3,46	3,28	3,31	3,36
Poljska	2,69	2,66	2,74	2,66	2,53	2,56	2,51	2,49	2,39	2,51
Portugal	2,89	2,79	2,74	2,48	2,44	2,42	2,31	2,16	2,21	2,25
Rumunjska	1,98	1,92	2,04	1,75	1,86	2,09	1,93	1,98	2,05	2,42
Slovačka	2,34	2,23	2,07	2	1,92	1,83	1,81	1,73	1,73	1,79
Slovenija	3,15	2,96	2,95	2,95	3,49	3,62	3,46	3,83	3,97	3,89
Španjolska	1,9	1,83	1,77	1,63	1,61	1,63	1,58	1,57	1,9	1,85
Švedska	2,72	2,61	2,52	2,57	2,68	2,59	2,41	2,4	2,36	2,21
UK	2,38	2,29	2,35	2,35	2,49	2,53	2,49	2,48	2,49	2,48
EU-28	2,51	2,43	2,36	2,29	2,36	2,37	2,4	2,44	2,45	2,46

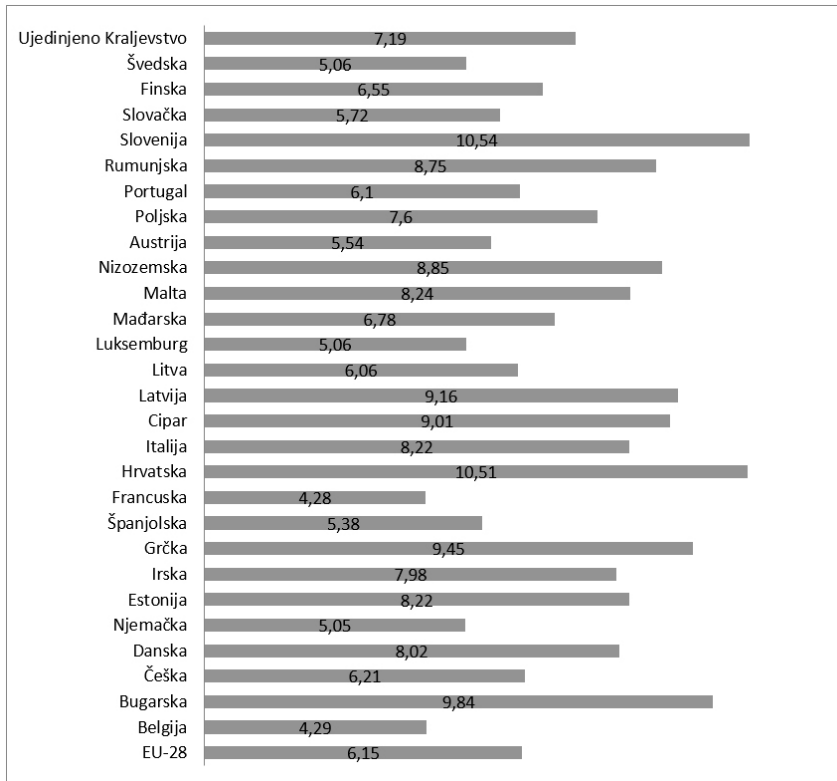
Tablica 1. Udio ukupnih prihoda od ekoloških poreza u BDP-u u državama Europske unije (2005.-2014.)

Izvor: Eurostat (2016a) <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction>. do (pregledano 10. 11. 2016.)

U tablici 1. prikazani su prihodi od sve tri skupine ekoloških poreza (porezi na energente, porezi na transport i porezi na onečišćenje i prirodne izvore). Iz tablice 1. vidljivo je da u svim državama članicama u promatranom razdoblju udio prihoda od ekoloških poreza u BDP-u iznosi između

2% i 4%, dok je prosjek EU-28 oko 2,5%. Najveći udio prihoda od ekoloških poreza u BDP-u u 2014. godini imale su Danska, Slovenija, Hrvatska i Grčka, dok je najniži udio vidljiv u Litvi, Slovačkoj i Španjolskoj. Također, može se vidjeti da u promatranom razdoblju države uglavnom nisu povećavale udio prihoda od ekoloških poreza u BDP-u (povećanje je vidljivo samo u Grčkoj, Rumunjskoj i Sloveniji).

Na sljedećem grafikonu 1. prikazan je udio sve tri grupe ekoloških poreza u ukupnim poreznim prihodima (uključujući doprinose) u državama članicama u 2014. godini.



**Grafikon 1.** Udio ekoloških poreza (% ukupnih poreza i doprinosa) u državama članicama EU-a u 2014. godini

Izvor: Eurostat (2016b) <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> (obradili autori) (pregledano 10. 11. 2016.)

Prema podacima na grafikonu 1. vidljivo je da su jedine dvije države čiji udio prihoda od ekoloških poreza u ukupnim poreznim prihodima prelazi 10% Slovenija i Hrvatska. Također, vidljivo je da nove države članice (EU-13) imaju znatno veći udio u usporedbi sa starim državama članicama (EU-15), dok najmanji udio imaju Francuska i Belgija. Obzirom da je jedan od ciljeva strategije *Europa 2020* postizanje udjela prihoda od ekoloških poreza u ukupnim poreznim prihodima barem od 10%, može se zaključiti

da su do 2014. godine jedino Hrvatska i Slovenija već ispunile taj cilj, dok je taj udio u svim ostalim državama članicama znatno niži te je evidentno da će morati uložiti znatne napore kako bi ispunile taj cilj do 2020. godine.

## 5. Ekološki porezi u Republici Hrvatskoj

Kako bi se sredstva od ekoloških poreza mogla adekvatno prikupljati, a kasnije i koristiti, u Republici Hrvatskoj uspostavljen je institucionalni okvir za upravljanje i kontrolu korištenja tih sredstava. Institucionalni okvir čini Fond za zaštitu okoliša i energetske učinkovitost (FZOEU) koji je osnovan 2004. godine s ciljem jačanja financiranja za potrebe okoliša, očuvanja, održivog korištenja, zaštite i poboljšanja stanja okoliša i za financiranje energetske učinkovitosti i obnovljivih izvora energije (Gospodarska komisija Ujedinjenih naroda za Europu, 2014).

Osim FZOEU-a, institucionalni okvir čine i Hrvatske vode koje upravljaju vodama, odnosno vode brigu o čistoći i dostupnosti voda te brigu o zaštiti svih građana od poplava. Vodne naknade koje se uplaćuju Hrvatskim vodama su (Hrvatske vode, 2016.):

- vodni doprinos koji se plaća na gradnju građevina ili za građevine koje su izgrađene bez akta o dopuštenju građenja za koje se podnosi zahtjev za izdavanje akta kojim se potvrđuje izvedeno stanje nezakonito izgrađene građevine. Osnovica za plaćanje vodnog doprinosa iskazuje se u m<sup>3</sup> (volumna gradnja), m<sup>2</sup> (površinska gradnja) i m (linijska gradnja). Vodni doprinos je prihod gradova i općina.
- Naknada za uređenje voda plaća se na poslovni prostor koji je namijenjen obavljanju gospodarskih i drugih djelatnosti, uključujući djelatnosti neprofitnih osoba te tijela Republike Hrvatske i jedinica područne i lokalne samouprave. Plaća se i na stambeni prostor, uključujući kuće za odmor i garažni prostor, izgrađeno i neizgrađeno građevinsko zemljište, objekte komunalne infrastrukture, sportske objekte i druge nekretnine u javnoj upotrebi, zemljište pod prometnicama te pod dalekovodima i produktovodima, kao i na šume i šumsko zemljište te zemljište koje pripada pomorskom dobru na koje je izdana koncesija.
- Naknada za korištenje voda se plaća za zahvaćanje i korištenje voda iz njihova prirodna ležišta i za njihovo korištenje za različite namjene. Naknada se plaća i za korištenje vodnih snaga radi proizvodnje električne energije i za pogon različitih uređaja. Naknadu plaćaju i korisnici u melioracijskom sustavu za navodnjavanje
- Naknada za zaštitu voda plaća se za onečišćenja voda. Ovu naknadu plaćaju sve osobe koje ispuštaju otpadne vode, uključujući i kućanstva. Naknadu plaćaju i osobe koje stavljaju u promet ili za vlastite potrebe uvoze mineralna gnojiva i sredstva za zaštitu bilja (detaljnije vidjeti kasnije u radu).



U Republici Hrvatskoj plaćaju se i porezi koji se po svojim obilježjima klasificiraju kao porezi na transport, a to su:

- porez na osobne automobile, ostala motorna vozila, plovila i zrakoplove koji se plaća u postotku od porezne osnovice (cijena vozila) i u postotku porezne osnovice (prosječna emisija ugljičnog dioksida (CO<sub>2</sub>) izražena u gramima po kilometru ovisno o vrsti goriva koje se koristi) i prihod je Državnoga proračuna RH.
- Posebna ekološka naknada za motorna vozila plaća se u trenutku registracije za sva motorna vozila, tj. na mjestu certifikacije kada je vozilo u ispravnom voznom stanju. Posebna naknada se obračunava i plaća u skladu s vrstom vozila (osobni automobil ili motocikl), vrstom motora i motornog goriva, stupnjem snage motora i starošću vozila. To je drugi najveći važan izvor prihoda za Fond za zaštitu okoliša i energetska učinkovitost.
- Županijski porez na cestovna motorna vozila plaća bilo koja fizička ili pravna osoba koja je vlasnik registriranog osobnog automobila (do 10 godina starosti) ili motocikla. Prihodi od tog poreza ne koriste se u svrhu zaštite okoliša.
- Županijski porez na plovila plaćaju pravne i fizičke osobe koje posjeduju plovila, a visina poreza ovisi o duljini plovila izraženoj u metrima, starosti broda, o tome ima li kabinu ili nema i o snazi motora iskazanoj u kW.

Osim poreza na transport, u Republici Hrvatskoj plaća se i niz poreza i naknada na onečišćavanje i prirodne izvore, a obuhvaćaju: naknade za onečišćenje zraka, naknade za korištenje voda i naknade u gospodarenju otpadom.

Naknade za onečišćenje zraka se naplaćuju za emisije ugljičnog dioksida (CO<sub>2</sub>) u iznosu od 14 kn/t, sumpornog dioksida (SO<sub>2</sub>) u iznosu od 310 kn/t i dušikovih oksida u obliku dušičnog dioksida (NO<sub>2</sub>) u iznosu od 310 kn/t. Oko 1.200 zagađivača dužno je platiti naknade za onečišćenja zraka u korist Fonda za zaštitu okoliša i energetska učinkovitost (FZOEU).

Naknada za zaštitu voda je naknada za onečišćenja voda koje plaćaju ekonomske jedinice koje ispuštaju otpadne vode ili se bave proizvodnjom ili uvozom mineralnih gnojiva i stavljaju ih na tržište. Tarifu za zaštitu voda izračunavaju Hrvatske vode. Naknada po količini mineralnih gnojiva proizvedenih u Hrvatskoj ili uvezenih u Hrvatsku plaća se po toni mineralnog gnojiva u iznosu od 1 kn. Osnovica za obračun naknade za zaštitu voda za ispuštanje otpadnih voda je složenija i ovisi o količini i kvaliteti ispuštene vode. Naime, osnovna naknada se obračunava prema ukupnoj količini ispuštenih otpadnih voda određenoj mjerenjem ili stručnom analizom i procjenom.

Za kućanstva i poslovne subjekte, količina ispuštenih otpadnih voda se izračunava na temelju količine isporučene vode. Za kućanstva koja koriste vodu iz vlastitih bunara ili pumpe propisan je osnovni volumen od 40 m<sup>3</sup> vode godišnje. Osnovne tarife su 1,35 kn/m<sup>3</sup> za ispuštene otpadne vode te 0,00135 kn/m<sup>3</sup> za ispuštene rashladne vode. Svi subjekti plaćaju tu osnovnu tarifu na temelju volumena pražnjenja. Dobiveni iznos naknade se množi s koeficijentom (*k1*) onečišćenja voda u slučaju subjekata koji ispuštaju tehnološki zagađene vode ili vode s promijenjenim svojstvima (npr. razlikom u temperaturi.). Koeficijent korekcije *k1* izražava sastav otpadnih voda kroz pokazatelje onečišćenja vode i prisutnost opasnih i drugih onečišćujućih tvari u otpadnim vodama. Izračun se temelji na posebnim vodopravnim dozvolama ili propisima kojima se određuju granice ispuštanja.

Naknada za subjekte čije se otpadne vode tretiraju prije ispuštanja smanjuje se koeficijentom *k2* koji iznosi 0,70 za poslove gdje se otpadne vode ispuštaju već nakon prve faze industrijske obrade vode; 0,30 za poslove gdje se otpadne vode ispuštaju nakon druge faze industrijske obrade otpadnih voda te 0,20 za poslove gdje se otpadne vode ispuštaju preko treće faze industrijske obrade te ako su pronađena rješenja za gospodarenje i odlaganje mulja.

Treći *kf* koeficijent primjenjuje se u slučajevima ispuštanja otpadnih voda u količinama većim od 30 m<sup>3</sup> dnevno. Fiksni koeficijent *kf* iznosi 1.2 (Gospodarska komisija Ujedinjenih naroda za Europu, 2014).

Kod *naknada u gospodarenju otpadom* razlikujemo naknade za:

- komunalni i industrijski otpad
- ambalažni otpad
- otpadne gume
- vozila na kraju vijeka trajanja
- električnu i elektroničku opremu
- otpadne baterije i akumulatore
- otpadna ulja.

*Naknada za komunalni i industrijski otpad* plaća se godišnje od strane vlasnika ili korisnika dozvoljenih odlagališta za komunalni i neopasni tehnološki otpad prema težini zbrinutog otpada. Naknada za opasni otpad izračunava se prema težini generiranog i neobrađenog, neizvezenog opasnog otpada i karakteristikama takvog otpada, dok se naknada za komunalni i/ili neopasni tehnološki otpad plaća na temelju rješenja Fonda, a jedinična naknada za jednu tonu odloženog komunalnog i/ili neopasnog tehnološkog otpada iznosi 12,00 kn.

*Naknada za ambalažni otpad* plaća se u korist FZOEU-a od strane proizvođača ili uvoznika za pokrivanje troškova prikupljanja, upotrebe i zbr-

njavanja ambalažnog otpada. Takve naknade naplaćuju se po vrsti građe i težini proizvoda. Proizvođač ili uvoznik plaća povratnu naknadu kao stimulativnu mjeru kojom se potiče posjednik da otpadnu ambalažu od pića preda prodavatelju koji u svojoj ponudi ima pića ili osobi koja upravlja reciklažnim dvorištem i za to primi propisani iznos povratne naknade. Struktura naknada za zbrinjavanje otpada iznosi (FZOEU, 2015):

- ✓ PET ambalaža i aluminijske limenke: 410 kn/t
- ✓ konzerve: 225 kn/t
- ✓ papir, karton: 375 kn/t
- ✓ plastične vrećice: 1.500 kn/t
- ✓ drvo, tekstil i staklo: 150 kn/t
- ✓ ostali polimerni materijali: 750 kn/t
- ✓ višeslojno pakiranje s dominantnim kartonskim komponentama
  - za pića: 410 kn/t
  - za ostale namjene: 750 kn/t.

Naknadu za otpadne gume plaćaju proizvođači i uvoznici guma u korist FZOEU-a u cilju pokrivanja troškova zbrinjavanja i obnavljanja. Za uvezene i proizvedene gume naknada se plaća u iznosu od 1.100,00 kn/t, dok se za gume koje su sastavni dio uvezenih vozila i zrakoplova obračunavaju na sljedeći način:

- ✓ za osobne automobile po stopi od 10 kn/guma
- ✓ za profesionalna vozila do 3,5 t i traktore po stopi od 10 kn/guma
- ✓ za kamione, autobuse i viličare po stopi od 65 kn/guma
- ✓ za strojeve za građevinske radove, po stopi od 180 kn/guma
- ✓ za zrakoplove i druge letjelice, po stopi od 1800 kn/guma.

Naknada za vozila na kraju vijeka trajanja plaća se FZOEU-u od strane proizvođača ili uvoznika prilikom stavljanja vozila na tržište za pokrivanje troškova zbrinjavanja i uporabe otpadnih vozila. Jedinična naknada za otpadna vozila iznosi 0,85 kn/kg. Naknada koju Fond isplaćuje u obliku kompenzacije za prikupljanje i recikliranje vozila na kraju vijeka trajanja je postavljena na 1,65 kn/kg.

Naknada za električnu i elektroničku opremu uglavnom se plaća od strane proizvođača i uvoznika koji stavljaju relevantne proizvode na tržište. Sredstvima se pokrivaju troškovi odvojenog skupljanja, obrade i recikliranja ove vrste otpada. Plaća se 2,25 kn/kg. Maksimalna masa za povrat kompenzacije postavljena je na 500 kg. Naknada iz FZOEU-a za skupljače postavljena je na 2,60 kn/g EE otpada (PDV uključen) dostavljenoga obrađivaču otpada. Kompenzirajuća naknada za obrađivače je postavljena na 1,40 kn/kg za prvu kategoriju EE otpada (veliki kućanski aparati) i 60 kn/kg za druge kategorije (Gospodarska komisija Ujedinjenih naroda za Europu, 2014).

Naknadu za otpadne baterije i akumulatore plaćaju uvoznici i/ili proizvođači baterija/akumulatora koji ih stavljaju na tržište u korist FZOEU-a sa svrhom pokrivanja troškova skupljanja, obrade i recikliranja otpadnih baterija i akumulatora, uključujući troškove podizanja javne svijesti o recikliranju baterija. Naknada se plaća po količini uvezenih i proizvedenih baterija i akumulatora na sljedeći način:

- ✓ starteri po stopi od 0,45 kn/kg
- ✓ prienosne baterije i akumulatori po jednoj stopi od 8,40 kn/kg
- ✓ industrijske baterije i akumulatori po jednoj stopi od 0,70 kn/kg.

Naknada FZOEU-a ovlaštenim skupljačima za otpadne baterije i akumulatore iznosi:

- ✓ 12,00 kn/kg prienosnih baterija otpada dobivenih od posjednika
- ✓ 0,50 kn/kg otpadnih startera dobivenih od posjednika
- ✓ 0,50 kn/kg primljenih otpadnih industrijskih baterija i akumulatora.

Naknada koju Fond isplaćuje oporabiteljima za recikliranje koji ih industrijski obrađuju ili recikliraju iznosi (Gospodarska komisija Ujedinjenih naroda za Europu, 2014):

- ✓ 100 kn/t za industrijsku obradu i/ili recikliranje otpadnih startera i industrijskih otpadnih baterija i akumulatora
- ✓ 7,50 kn/kg za industrijsku obradu i/ili recikliranje otpadnih prienosnih baterija i akumulatora.

Naknade za odlaganje otpadnog ulja plaćaju proizvođači i uvoznici ulja FZOEU-u kada se ti proizvodi plasiraju na tržište za pokrivanje troškova zbrinjavanja i recikliranja. Naknada kompenzacije isplaćene ovlaštenim skupljačima ulja je 1 kn/l. Ovlašteni objekti za uporabu i/ili zbrinjavanje ne smiju naplaćivati naknadu za primanje otpadnih ulja od ovlaštenih sakupljača (Gospodarska komisija Ujedinjenih naroda za Europu, 2014).

## 6. Zaključak

Temeljem provedene analize u radu, može se zaključiti da su procesi fiskalne konsolidacije te poreznih reformi u državama članicama Europske unije koji se provode od sredine 2013. godine rezultirali povećanjem neizravnih i smanjenjem izravnih poreza. Petnaest država članica povećalo je ekološke poreze (uključujući trošarine na energente i električnu energiju). Povećanje ekoloških poreza u EU-28 rezultiralo je povećanjem prihoda u ukupnim poreznim prihodima. Obzirom da je glavni cilj uvođenja ekoloških poreza zapravo utjecaj na ponašanje gospodarskih subjekata i fizičkih osoba u kontekstu poboljšanja i/ili sprječavanja negativnih utjecaja na okoliš, potrebno je i dalje provoditi aktivnu politiku zaštite

okoliša, i to ne samo u području poreza, kako bi se štetna ponašanja subjekata svela na najmanju moguću razinu.

Kada je riječ o Republici Hrvatskoj, poduzete su određene korisne mjere u primjeni politike oporezivanja (npr. električna vozila nisu obuhvaćena posebnim porezom na cestovna vozila) što predstavlja poticajan korak prema zelenim inicijativama. Vlada je osnovala Fond za zaštitu okoliša i energetska učinkovitost (FZOEU) kako bi se osigurala izvanproračunska sredstva za financiranje zelenih inicijativa i projekata zaštite okoliša. Također, Republika Hrvatska ima i najviši udio prihoda od ekoloških poreza među državama članicama Europske unije. Međutim, potrebno je povećati udio zelenih horizontalnih potpora u tim sredstvima koji je trenutno relativno nizak i ne potiče dovoljno korištenje obnovljivih izvora energije. Jasno se može zaključiti kako su naknade za onečišćenje zraka ograničene samo na emisije CO<sub>2</sub>, SO<sub>2</sub> i NO<sub>2</sub>, pa bi se u budućnosti trebalo razmišljati o uvođenju i drugih osnovica za oporezivanje. Vlada treba preispitati svoju politiku naknada za onečišćenje zraka kako bi se potaknulo poduzeća na provedbu okolišnih poboljšanja, posebno kroz uvođenje mehanizma za automatsku indeksaciju stopa te prilagodbu razina naknada regionalnim posebnostima. Sveukupno gledano, cjenovna struktura obeshrabruje inovacije u pogledu energetske učinkovitosti i uštede energije.

## Literatura:

- COMETR, (2007.), Competitiveness Effects of Environmental Tax Reforms, Final report to the European Commission, DG Research and DG Taxation and Customs Union
- DZS, (2016.): Priopćenje: Porezii naknade za okoliš u 2014., godina LIII, broj 6.1.6., Zagreb, [http://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2016/06-01-06\\_01\\_2016.htm](http://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2016/06-01-06_01_2016.htm) (pregledano 10. 11. 2016.)
- Eurostat, (2013.), Environmental taxes - A statistical guide, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5936129/KS-GQ-13-005-EN.PDF> (pregledano 10. 4. 2016.)
- Eurostat, (2015.), Environmental tax statistics, [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Environmental\\_tax\\_statistics](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Environmental_tax_statistics) (pregledano 5. 4. 2016.)
- Eurostat, (2016.), Environmental taxes by economic activity (NACE Rev. 2) (env\_ac\_taxind2), [http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/env\\_ac\\_taxind2\\_esms.htm](http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/env_ac_taxind2_esms.htm) (pregledano 9. 5. 2016.)
- Eurostat, (2016a.), <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> (pregledano 10. 11. 2016.)
- Eurostat (2016b.) <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> (obradili autori) (pregledano 10. 11. 2016.)
- FZOEU, (2015.), Pravilnik o ambalaži i otpadnoj ambalaži i Uredba o gospodarenju otpadnom ambalažom, [http://www.fzoeu.hr/docs/detaljnije\\_informacije\\_o\\_obvezama\\_proizvodaca\\_sukladno\\_odredbama\\_pravilnika\\_o\\_ambalazi\\_i\\_otpadnoj\\_ambalazi\\_i\\_uredbe\\_o\\_gospodarenju\\_otpadnom\\_ambalazom\\_06listopada\\_2015\\_v1.pdf](http://www.fzoeu.hr/docs/detaljnije_informacije_o_obvezama_proizvodaca_sukladno_odredbama_pravilnika_o_ambalazi_i_otpadnoj_ambalazi_i_uredbe_o_gospodarenju_otpadnom_ambalazom_06listopada_2015_v1.pdf) (pregledano 16. 5. 2016.)
- Gospodarska komisija Ujedinjenih naroda za Europu, (2014.), Ocjene provedbe zaštite okoliša- Hrvatska - druga ocjena, United Nations publication [http://www.mzoip.hr/doc/druga\\_ocjena\\_provedbe\\_zastite\\_okolisa\\_za\\_rh\\_izvjesce\\_1.pdf](http://www.mzoip.hr/doc/druga_ocjena_provedbe_zastite_okolisa_za_rh_izvjesce_1.pdf) (pregledano 9.5. 2016.)
- Grdinić, M., Klun, M., Kotnik, Ž. (2015.): Environmental Taxation: New Evidence for Energy Taxes, Mednarodna revija za javno upravo/ International Public Administration Review, str. 101-115.
- Hrvatske vode, (2016.), Vodne naknade, <http://www.voda.hr/hr/vodne-naknade> (pregledano 10. 4. 2016.)
- Jelčić, B. (2000.), Koliko su ekološki porezi – ekološki?, Zbornik radova Tendencije u razvoju financijske aktivnosti države, Znanstveni skup povodom 100. obljetnice tiskanja knjige Stjepana Posilovića «Financijalna znanost», HAZU, Zagreb, str. 200.

- Kajfež - Bogataj, L.(2008.), Kaj nam prinašajo podnebne spremembe?, Pedagoški institut, Ljubljana
- Kosonen, K., Nicodème, G. (2009.), The Role of Fiscal Instruments in Environmental Policy, Cesifo working paper No. 2719, Category 10: energy and climate economics
- Šverko, M., Črnjar, M., Šverko-Grdić, Z. (2006.), Ekonomski instrumenti u zaštiti mora od onečišćenja. Ekonomski pregled, str. 490-517.





doc. dr. sc. Sabina Hodžić  
Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu u Opatiji Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: sabinah@fthm.hr

Sabina Arnautović, studentica  
Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu u Opatiji Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: sab.arnautovic@gmail.com

## PERSPEKTIVA EKOLOŠKIH POREZA U EUROPSKOJ UNIJI

### SAŽETAK

Mnoge zemlje članice Europske unije koriste različite fiskalne instrumente za zaštitu okoliša. Dio tih instrumenata su ekološki porezi koji imaju pozitivan utjecaj na okoliš. Osim pozitivnog utjecaja na okoliš, ekološki porezi mogu biti instrumenti za povećanje eko-inovacija, što bi moglo dovesti do razvoja novih tehnologija u okviru zelene ekonomije te rasta zaposlenosti. Cilj je ovoga rada prikazati perspektivu ekoloških poreza uzimajući u obzir ozbiljnost ekoloških problema kako u Europskoj uniji tako i u svijetu. U financijskom učinku prosjek udjela prihoda od ekoloških poreza u razdoblju od 2009.-2014. g. je najviše zabilježen u Danskoj (4,08%), Sloveniji (3,85%) te Hrvatskoj (3,51%). Osim toga, korelacija između ukupnih poreznih prihoda i ukupnih ekoloških prihoda u Europskoj uniji pokazala je jaku pozitivnu statističku vezu, čime se dokazuje važnost i jačina financijskog učinka na proračun država zemalja članica.

**Ključne riječi:** ekološki porezi, Europska unija, instrumenti ekološke politike, klimatski i energetske okvir 2030

### 1. Uvod

Procesima urbanizacije i industrijalizacije stvoren je problem zagađenja i onečišćenja okoliša, koji je i danas sve prisutniji u svijetu. Stoga je jedan od problema za opstanak čovječanstva zaštita okoliša. Rješenje ovoga problema može se riješiti samo vrlo učinkovitom koordinacijom većeg broja država u svijetu, usvajajući zajedničke mjere i postupke u zaštiti okoliša. Te mjere podrazumijevaju angažman državnih tijela i sredstava za njihovo provođenje. Tako su u porezne sustave država uvedeni ekološki porezi kojima je, osim cilja očuvanja bioraznolikosti, cilj i razvoj gospodarskog sustava. Obzirom na ciljeve, nazivaju se još ekološkim ili eko-porezima te katkada i „zelenim“ porezima. Osim mjere ekoloških poreza, veliku ulogu ima i mjera smanjenja emisije stakleničkih plinova. Veće količine emisije plinova dovode do prirodnog efekta staklenika i globalnog zagrijavanja. Upravo ova ekološka pitanja postala su važan element ekonomske i poslovne okoline unutar i izvan Europske unije.

Europska unija je donošenjem okvira za klimatsku i energetska politiku pod nazivom „Klimatski i energetski okvir 2030“ postala predvodnik u borbi protiv klimatskih promjena. Ovome okviru prethodio je energetsko-klimatski paket poznat pod nazivom paket „20/20/20“. Tim paketom željeli su se ostvariti ciljevi poput smanjenja emisije stakleničkih plinova za 20% u odnosu na razinu iz 1991. godine; postizanje udjela obnovljivih izvora u potrošnji energije od 20% te ostvarivanje 20% ušteda u potrošnji energije, tj. povećanja energetske učinkovitosti. Najvažniji ekološki ciljevi unutar i izvan Europske unije podrazumijevaju zaustavljanje klimatskih promjena, očuvanje flore i faune, uštedu energije te rad na poboljšavanju okoliša u kojemu živimo i radimo.

Cilj ovoga rada je prikazati perspektivu ekoloških poreza i njihovih programa za očuvanje okoliša. Rad je podijeljen u tri poglavlja. Nakon uvida, opisani su glavni programi na razini Europske unije te koji su glavni instrumenti i vrste ekoloških poreza prisutni u zemljama članicama Europske unije. Drugo poglavlje prikazuje analizu financijskog učinka ekoloških poreza te korelaciju između ukupnih poreznih prihoda te ukupnih prihoda od ekoloških poreza na razini Europske unije, a treće poglavlje donosi pregled značajnih ciljeva Europske komisije u postizanju energetske i klimatske politike za razdoblje do 2030. i 2050. g. U posljednjem dijelu rada prikazana su zaključna razmatranja.

## 2. Programi ekološke politike na razini Europske unije

*Prvim ekološkim programom* (1973.-1976. g.) definirani su principi te ciljevi ekološke politike u Europskoj uniji. Ciljevi su se temeljili na smanjenju zagađenja, poboljšanju kvalitete života te na poboljšanju međunarodne suradnje u zaštiti životne sredine. Osim ciljeva, principima je određen pravac djelovanja na području zaštite životne sredine. Neki od principa definiranih prvim ekološkim programom su da zagađivanje i negativne posljedice zagađivanja trebaju biti spriječeni na samom izvoru, da treba predvidjeti negativne ekološke efekte, znanje treba poboljšavati, a istraživanje poticati, da aktivnosti u jednoj zemlji članici ne smiju uzrokovati ekološku štetu drugoj zemlji članici, da javnost mora biti informirana i obrazovana o zaštiti životne sredine, da nacionalne ekološke politike moraju biti usklađene i koordinirane, te ostali.

U razdoblju od 1977. do 1981. g., djelovanje *Prvoga ekološkog programa* nastavio je *Drugi ekološki program*. U njemu je poseban naglasak stavljen na racionalno upravljanje resursima te se više fokusirao na sprječavanje zagađenja vode, zraka i šuma. *Trećim ekološkim programom* (1982.-1986. g.) uspostavljena je suradnja i sa zemljama u razvoju s ciljem rješavanja nastalih problema u zaštiti životne sredine. Ovaj program prednost je dao politici zaštite životne sredine, smanjenju buke, uprav-

ljanju otpadom te promoviranju ekoloških tehnologija. U politiku o zaštiti životne sredine, *Četvrti ekološki program* (1987.-1992. g.) uvrstio je područje poljoprivrede i prometa. S *Petim ekološkim programom* (1993.-2000. g.) prvi put je definiran koncept održivog razvoja. *Šesti ekološki program* (2001.-2010. g.) definirao je pet budućih prioriteta u strateškim aktivnostima. To su unaprjeđenje postojećih zakona, bliža suradnja na tržištu, integracija tijela uključenih u ekološku politiku, pomoć ljudima u promjeni ponašanja te planiranje u zaštiti životne sredine. Za današnju situaciju na području Europske unije najvažniji je *Sedmi ekološki program* koji obuhvaća niz programa za djelovanje do 2020. godine. Ciljevi koji su definirani ovim programom, a koje treba slijediti Europska unija, a time i Republika Hrvatska su (Europska komisija, 2013):

1. zaštititi, očuvati i povećati prirodni kapital Unije
2. pretvoriti Uniju u resursno učinkovito, zeleno i konkurentno gospodarstvo s niskom razinom emisije CO<sub>2</sub>
3. zaštititi građane Unije od pritisa u vezi s okolišem i opasnosti za njihovo zdravlje i blagostanje
4. povećati koristi zakonodavstva Unije u području okoliša boljom provedbom istih
5. povećati znanje o okolišu i proširiti bazu dokaza za bolju utemeljenost politika
6. osigurati ulaganja u politiku okoliša i klimatsku politiku te rješavati popratne troškove povezane s okolišem u svim društvenim aktivnostima
7. povećati uključenost pitanja u vezi s okolišem u druga politička područja i osigurati koherentnost prilikom stvaranja novih politika
8. poboljšati održivost gradova na području Unije te
9. povećati djelotvornost Unije u rješavanju međunarodnih izazova povezanih s okolišem i klimom.

Unutar ovih ciljeva, *Sedmi ekološki program* je utvrdio tri prioriteta područja za aktivnije djelovanje po pitanju zaštite prirode i okoliša, povećanje resursno učinkovitog rasta s niskom razinom emisije CO<sub>2</sub> i smanjenje opasnosti po zdravlje i blagostanje čovjeka vezanih uz kemijske tvari i klimatske promjene. Prvo se akcijsko područje odnosi na „prirodni kapital“. Tu se Europska unija obvezala zaustaviti gubitak bioraznolikosti i poboljšati stanje voda i pomorskog okoliša. Drugo akcijsko područje odnosi se na resursno učinkovito gospodarstvo s niskom razinom emisije CO<sub>2</sub>. Za postizanje toga cilja potrebna je potpuna provedba klimatsko-energetskoga paketa za postizanje „ciljeva 20-20-20“ i dogovor o daljnjim koracima za klimatsku politiku nakon 2020. godine, značajna poboljšanja u ekološkoj izvedbi proizvoda tijekom njihovog životnog ciklusa te smanjenje u ekološkom učinku potrošnje. Treće akcijsko područje dje-

lovanja obuhvaća zdravlje i blagostanje čovjeka. Osim ova tri, dodatna dva prioritetna cilja su pomoć gradovima u ostvarivanju veće održivosti te širi globalni izazov.

## 2.1. Instrumenti ekološke politike

Prema Jelčić B. i Ba. (1998, str. 371) instrumenti zaštite okoliša mogu se podijeliti na one koji djeluju izvan tržišta i na one koji djeluju unutar tržišta. Instrumenti koji djeluju izvan tržišta usmjereni su na određivanje dopuštene količine zagađenja, a tu ubrajamo administrativne mjere – razne dozvole, ograničenja i zabrane usmjerene na reguliranje emisija i sl. Oni instrumenti koji djeluju unutar tržišta karakterizirani su činjenicom da cijenom mogu utjecati na potencijalne zagađivače. U tu skupinu instrumenata spadaju ekološka davanja, subvencije, sustav povratnih depozita, ekološki certifikati te mjere kojima se osigurava poštivanje propisa.

Četiri glavne skupine instrumenata za zaštitu okoliša su regulacijski, ekonomski, samoregulacijski i institucionalni mehanizmi. Najčešće korišteni instrument za zaštitu okoliša je regulativa. Njome se uključuje pokušaj vlade da utječe na ponašanje poslovnih subjekata ili građana neke zemlje. Tako, primjerice, okolišni standardi utvrđuju granice ukupne koncentracije onečišćivača dopuštene na nekom području. Ekonomski instrumenti pomažu u internalizaciji troškova okoliša, povećavaju prihode za ulaganja u zaštitu okoliša, odnosno za javne rashode te imaju pozitivne učinke na inovacije i konkurentnost. Oni su efikasniji od regulatornih jer se njima utječe na cijene proizvođača povećanjem ili smanjenjem poreznih obveza, pružanjem financijske podrške te odobravanjem ekoloških dozvola. Za bolju i kvalitetniju primjenu bilo kojih od navedenih instrumenata, onečišćivače okoliša potrebno je ponajprije informirati i educirati o sustavu zaštite okoliše na nekom području. Ekonomski instrumenti imaju tri glavna cilja u zaštiti okoliša (UNEP, 2004, str. 25):

1. ispraviti probleme s vlasničkim pravima koji doprinose zagađenju ili lošu kontrolu resursa
2. uspostaviti i provesti cijene za korištene resurse i ekološke štete nastale proizvodnjom
3. poticati promjene za prioritetno ponašanje za očuvanje okoliša.

Funkcionalni ciljevi ekonomskih instrumenata su (UNEP, 2004, str. 25):

1. uspostaviti i poboljšati vlasnička prava
2. osigurati da korisnici resursa plate cijenu za ono što koriste
3. poticati čišću alternativu u očuvanju zaštite okoliša
4. proizvesti prihode za državu.

U ekonomske instrumente zaštite okoliša ubrajaju se tako ekološke pristojbe, ekološki polog, ekološke dozvole (trgovanje emisijama), subvencije (poticaji) i ekološko osiguranje. U porezne instrumente ubrajaju se porezna oslobođenja i olakšice, posebni porezi i doprinosi na onečišćenja (ekološki porezi), ubrzana amortizacija trajnih sredstava namijenjenih zaštiti okoliša i dr. Tako u ekološke pristojbe spadaju pristojbe za emisije, pristojbe za potrošnju, proizvodne pristojbe te administrativne pristojbe. Ekološki polog predstavlja polaganje jamčevine koja se vraća ako je izbjegnuto onečišćenje, dok ekološke dozvole služe za kontrolu onečišćenja i za očuvanje prirodnih resursa, a njime se utvrđuje dopustiva odnosno prihvatljiva razina onečišćenja (Šverko, Črnjar i Šverko-Grdić, 2006, str. 495).

## 2.2. Vrste ekoloških poreza

Prema metodologiji i statistici Eurostata (2010), ekološki su porezi oni porezi čija je osnovica fizička jedinica (ili njezina zamjena) nečega što ima dokazan, negativan učinak na okoliš. Unutar ekoloških poreza osnovne podskupine su: porezi na energiju / energente (uključujući CO<sub>2</sub>), na transport, na onečišćenje i na prirodne resurse. Porezi na energente uključuju poreze na energetske proizvode koji se koriste za transport i u stacionarne svrhe. Najvažniji energetske proizvodi za transport su benzin i dizel. Porezi na transport uključuju poreze povezane s vlasništvom nad motornim vozilima i njihovom upotrebom. Oni mogu biti povezani s uvozom ili prodajom opreme ili u obliku stalnog poreza kao što je godišnji porez na ceste. Porezi na onečišćavanje su skupina koja uključuje poreze na izmjerena i podcijenjena ispuštanja u zrak i vodu, gospodarenje krutim otpadom i buku. Porezi na prirodne resurse, međutim, donose određene probleme. Mišljenja su različita oko pitanja je li vađenje prirodnih resursa štetno za okoliš samo po sebi jer to može dovesti do ekoloških problema kao što su onečišćenje i erozija tla. Osnovna svrha ekoloških poreza je smanjenje štete okolišu povećanjem troškova štetnih akcija. Svim vrstama ekoloških poreza zajedničko je načelo „onečišćivač plaća“ koje govori da onečišćivač treba snositi troškove koje stvara zagađenjem okoliša, ali i troškove za kontrolu onečišćenja koju provodi država.

Prema Jelčić B. i Ba. (1998, str. 373), ekološki se porezi dijele u tri osnovne grupe:

- Pigou porezi ili specifični porezi – to je skupina poreza kod kojih se visina poreznog opterećenja mjeri u izravnom odnosu prema jedinici emitiranog zagađenja. Cilj takvih poreza je smanjenje emisije štetnih tvari pojedinog onečišćivača te optimalna internalizacija negativnih eksternalija. To znači da bi subjekte koji onečišćuju okoliš trebalo u potpunosti opteretiti onim troškovima koji nastaju za cijelu zajednicu zbog njihove aktivnosti, i to putem odgovarajućih korekcija u sustavu cijena.

- Para-Pigou porezi – to su indirektni porezi koji su specifični zbog prilagodljive stope, odnosno primjenjuju se više stope za ona dobra i usluge čija proizvodnja i upotreba negativnije utječu na okoliš.
- Dvostrano korisni porezi su strogo namjenski porezi kojima je cilj prikupljanje prihoda koji će se usmjeriti na aktivnosti povezane sa zaštitom okoliša, odnosno na mjere za smanjenje zagađivanja okoliša.

U tablici 1. prikazan je pregled primjene pojedinih vrsta ekoloških poreza u zemljama Europske unije u 2016. godini.

ZEMLJA	POREZ NA CO <sub>2</sub>	POREZ NA KORIŠTENJE MOTORNIH VOZILA	POREZ NA OTPADNE VODE	POREZ NA EKSPLOATACIJU SIROVIH MATERIJALA
AUSTRIJA	-	+	-	+
BELGIJA	-	+	+	+
BUGARSKA	-	+	-	+
HRVATSKA	+	+	+	+
CIPAR	-	+	-	+
ČEŠKA REPUBLIKA	-	+	+	+
DANSKA	+	+	+	+
ESTONIJA	+	+	+	+
FINSKA	+	+	-	-
FRANCUSKA	+	+	+	+
NJEMAČKA	-	+	+	+
GRČKA	-	+	-	-
MAĐARSKA	-	+	+	+
IRSKA	+	+	-	-
ITALIJA	-	+	-	+
LATVIJA	+	+	+	+
LITVA	-	+	+	+
LUKSEMBURG	-	+	+	-
MALTA	-	+	-	+
NIZOZEMSKA	-	+	+	-
POLJSKA	+	+	+	+
PORTUGAL	+	+	+	-
RUMUNJSKA	-	+	+	+
SLOVAČKA	-	+	+	-
SLOVENIJA	+	+	+	+
ŠPANJOLSKA	-	+	+	-
ŠVEDSKA	+	+	-	+
VELIKA BRITANIJA	+	+	-	+

**Tablica 1.** Pregled primjene ekoloških poreza u zemljama Europske unije

*Izvor:* obradile autorice prema EEA izvještaju, br. 17, 2016.

Napomena: - označava da se ne primjenjuju, dok + označuje primjenu

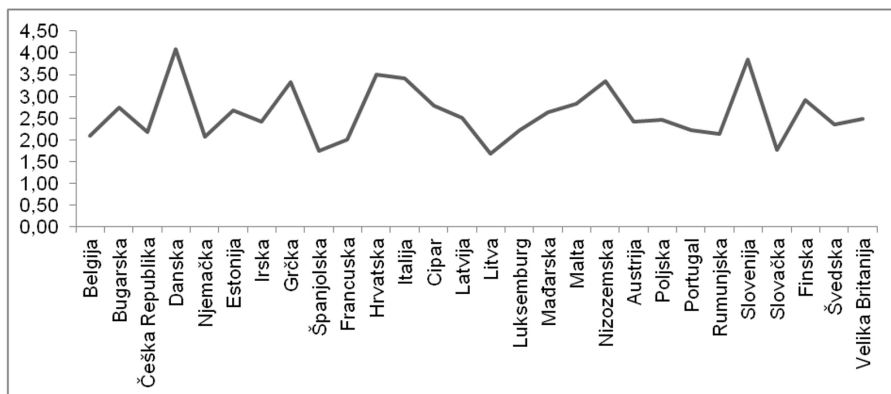
Iz navedene tablice se može zaključiti da porez na emisiju ugljičnog dioksida (CO<sub>2</sub>) ne primjenjuju zemlje poput Austrije, Belgije, Bugarske,

Cipra, Češke Republike, Njemačke, Grčke, Mađarske, Italije, Litve, Luksemburga, Malte, Nizozemske, Rumunjske, Slovačke i Španjolske pa time možemo zaključiti da većina europskih zemalja ne primjenjuje ovu vrstu poreza, iako su neke od njih potpisnice raznih ugovora o zaštiti okoliša (poput Protokola iz Kyota, Ugovora u Riju i sl.). U skupini poreza na transport sve zemlje primjenjuju porez na korištenje motornih vozila, dok u skupini poreza na zagađenje, točnije porez na otpadne vode, ne primjenjuju Austrija, Bugarska, Cipar, Finska, Grčka, Irska, Italija, Malta, Švedska te Velika Britanija. Porez na eksploataciju sirovih materijala kao podskupina poreza na prirodne resurse ne primjenjuje se u Finskoj, Grčkoj, Irskoj, Luksemburgu, Nizozemskoj, Portugalu, Slovačkoj te Španjolskoj. Promatrajući navedenu tablicu možemo zaključiti da, iako mnoge zemlje ne primjenjuju određene vrste ekoloških poreza, ostavlja im se prostor da ga uvedu i time dodatno pojačaju svoje aktivnosti u vezi zaštite okoliša, na svom i širem području. Učinkovitost ekoloških poreza na području Europske unije i izvan nje tako su istraživali autori Grossman i Krueger (1995), Ekins i Speck (1999), Bosquet (2000), Nakata i Lamont (2001), Deacon i Norman (2006), Morley (2012), Miller i Vela (2013). Grossman i Krueger (1995) su empirijski utvrdili nelinearnu vezu između dohotka po stanovniku i zagađenja koju su nazvali „ekološka Kuznets krivulja“. Nakon njih, Ekins i Speck (1999) su u svojim istraživanjima došli do zaključka da svojstva zemalja članica u Europskoj uniji imaju važnu ulogu u učinkovitosti tih poreza, kao i za troškove blagostanja gospodarstva. Bosquet (2000) je nadalje utvrdio da povećanje ekoloških poreza i ekološke porezne reforme imaju djelotvoran učinak na okoliš u pojedinoj zemlji. Nakata i Lamont (2001) su na primjeru Japana utvrdili da su upravo ekološki porezi odgovarajući instrument za smanjenje emisije CO<sub>2</sub>. Morley (2012) je u svom empirijskom istraživanju, koristeći metodu analize *panel data* utvrdio da uvođenje ekoloških poreza u Europskoj uniji ima značajan negativan efekt na zagađenje, ali isto tako i ograničen efekt na korištenje prirodnih resursa. Miller i Vela (2013) su na uzorku od 50 zemalja koje primjenjuju ekološke poreze utvrdili da su zemlje s višim prihodima od ekoloških poreza također izložene većem smanjenju emisije CO<sub>2</sub> te potrošnji energije i proizvodnji od fosilnih izvora.

### 3. Analiza financijskog učinka ekoloških poreza u EU-28

Osim što ekološki porezi imaju ulogu internalizacije eksternih troškova i odgojnu ulogu, zadnja, a ujedno i najvažnija uloga za svaku zemlju članicu je financijski učinak. Prihodi od ove skupine poreza su u pojedinim zemljama toliko izdašni da sredstva prikupljena od te vrste poreza mogu sama financirati zaštitu okoliša. Prema Hodžić i Bratić (2015, str. 562) najveći broj ove vrste poreza u 2013. godini zabilježen je u Danskoj (čak 21), zatim Italiji (10), Švedskoj i Velikoj Britaniji (9) te u Hrvatskoj

(8)<sup>1</sup>. Financijski učinak prihoda od ekoloških poreza u bruto društvenom proizvodu u 2013. g. najviše je zabilježen u Danskoj (4,23%), Sloveniji (3,87%) te Italiji (3,49%). U grafikonu 1. prikazan je prosjek udjela prihoda od ekoloških poreza u Europskoj uniji (% u BDP-u) u razdoblju od 2009. do 2014. g.



**Grafikon 1.** Prosjek udjela prihoda od ekoloških poreza u Europskoj uniji u % BDP-a, 2009.-2014. g.

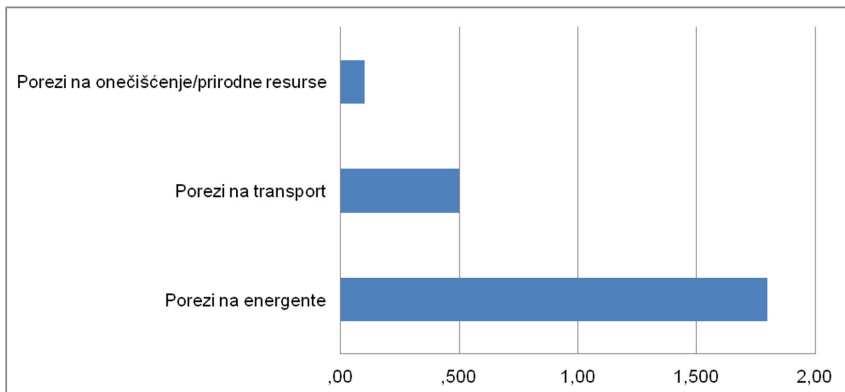
Izvor: izračun autorica.

Ukupni prihodi od ekoloških poreza u zemljama članicama Europske unije u 2014. godini iznosili su 343,6 milijarde eura, što je činilo 2,5% u bruto društvenom proizvodu te 6,3% u ukupnim poreznim prihodima proizašlim iz poreza i socijalnih doprinosa. Promatrajući grafikon 1. možemo zaključiti da je prosjek udjela prihoda od ekoloških poreza u razdoblju od 2009. do 2014. g. najviši u Danskoj (4,08%), Sloveniji (3,85%) te Hrvatskoj (3,51%). Najniži prosjek zabilježen je u Litvi (1,68%), Španjolskoj (1,75%) te Slovačkoj (1,76%). Ekološki porezi prvi put su uvedeni ranih 90-ih godina u nordijskim zemljama poput Finske, Švedske i Danske koje su do danas ostale među vodećim zemljama u prihodima od ekoloških poreza i zaštiti okoliša. Tako je 1990. godine Finska prva uvela porez na ugljični dioksid po stopi od 30 \$ za tonu emisije CO<sub>2</sub> te Švedska koja je ovaj porez primijenila 1991. godine, ali po stopi od 105 \$ za tonu emisije CO<sub>2</sub>. Nakon toga je i Danska primijenila ovu vrstu poreza u svoje porezne sustavu. Zanimljiva je situacija u Hrvatskoj, gdje samo s osam različitih vrsta ekoloških poreza, naknada za okoliš i trošarina, prosjek udjela ekoloških poreza u razdoblju od 2009. do 2014. g. čini 3,51% bruto društvenog proizvoda. To je jedan od dokaza da, osim što od takvih vrsta naknada imamo odgovarajuće prihode u općem proračunu države, itekako vodimo brigu o stanju i zaštiti okoliša. Slična situacija

1 Hrvatska ima ukupno osam vrsta ekoloških poreza i naknada. To su: posebni porez na motorna vozila, trošarina na električnu energiju, trošarina na prirodni plin, trošarina na kruta goriva, naknada onečišćivača okoliša, naknada korisnika okoliša, naknada na opterećenje okoliša otpadom i posebna naknada za okoliš za vozila na motorni pogon.



je i u Sloveniji, gdje je pak s pet različitih vrsta ekoloških poreza, naknada i trošarina financijski učinak još veći i izraženiji (3,85%). Koje su pojedine vrste ekoloških poreza od kojih zemlje članice Europske unije prikupljaju najviše prihoda od ekoloških poreza možemo vidjeti u grafikonu 2.

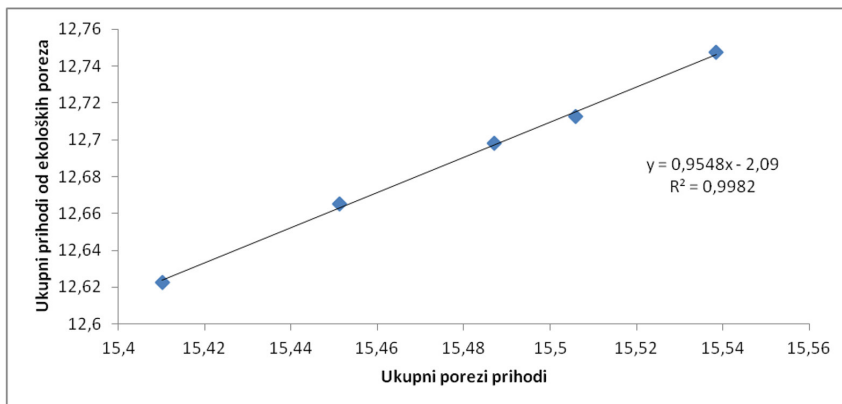


**Grafikon 2.** Prosjek udjela prihoda od ekoloških poreza po vrstama u EU-28, % BDP-a, 2010.-2014. g.

Izvor: izračun autorica.

Iz navedenoga grafikona 2. možemo zaključiti da, od vrsta ekoloških poreza u razdoblju od 2010. do 2014. godine, prosječno sve zemlje članice Europske unije najviše prihoda imaju od poreza na energente (1,8%) te zatim poreza na transport (0,5%) u bruto društvenom proizvodu.

U grafikonu 3. prikazana je korelacijska veza između ukupnih poreznih prihoda (uključuju i socijalne doprinose) i ekoloških prihoda u zemljama članicama Europske unije za razdoblje 2010.-2014. g.



**Grafikon 3.** Korelacija između ukupnih poreznih prihoda i ukupnih prihoda od ekoloških poreza u EU-28 (% BDP-a), 2010.-2014. g.

Izvor: izračun autorica.

Korelacija iz grafikona 3. prikazuje jaku pozitivnu statističku vezu između ukupnih poreznih prihoda te ukupnih prihoda od ekoloških poreza u

zemljama članicama Europske unije, što dokazuje da je ta vrsta poreza veoma značajna za sâm proračun pojedinih zemalja članica te ujedno i za zaštitu okoliša. Prihodi od ovakve vrste poreza se svake godine u proračunima zemalja članica povećavaju (u razdoblju od 2002. do 2014. g. povećali su se za 2,2% godišnje), što ukazuje na daljnju perspektivu razvoja i unaprijeđenja ovakve vrste poreza, ne samo u zemljama članicama, već i šire.

#### 4. Klimatski i energetska okvir EU 2030

Nakon što je Europska unija donijela svoj prvi paket klimatskih i energetska mjera 2008. godine, nastavljene su aktivnosti u vezi ostvarivanja ciljeva za energiju iz obnovljivih izvora energije te smanjenja emisije stakleničkih plinova. Stoga, nakon energetska-klimatskog paketa poznatog pod nazivom „20/20/20“, uslijedio je novi pod nazivom „klimatski i energetska okvir 2030“. Cilj ovoga okvira je pomoći Europskoj uniji do 2030. godine u rješavanju pitanja vezanih uz smanjenje emisija stakleničkih plinova, obnovljivih izvora energije, ovisnosti Europske unije o uvozu energije te njezine energetska uštede i učinkovitosti. Na temelju ovoga dokumenta, Europska komisija je u siječnju 2014. godine predložila sljedeće ciljeve (Europska komisija, 2014., str. 4):

1. smanjenje emisije stakleničkih plinova za 40% u odnosu na razinu iz 1990. godine do 2030. godine. Za postizanje toga cilja, sektori pokriveni sustavom trgovanja emisijskim jedinicama trebaju smanjiti svoje emisije za 40% u odnosu na 2005. godinu. Same emisije izvan sektora Europske unije trebaju biti smanjene za 30% u odnosu na 2005. godinu te bi se zajednički napor trebao raspodijeliti među državama članicama
2. povećanje udjela obnovljivih izvora energije u ukupnoj potrošnji energije za 27% do 2030. godine. Taj je cilj obvezujući samo na razini Europske unije gdje Komisija namjerava uspostaviti novi sustav upravljanja koji se temelji na nacionalnim planovima za konkurentnu, sigurnu i održivu energiju
3. poboljšati energetska učinkovitost od najmanje 27% te dopuniti nacionalne napore ambicioznijim normama za energetska učinkovitost uređaja, opreme i zgrada te normama o emisijama stakleničkih plinova za motorna vozila. Time bi se ujedno pomoglo i proizvođačima da održe tehnološko vodstvo
4. stvaranje rezerve za stabilnost tržišta početkom sljedećeg razdoblja trgovanja emisijskim jedinicama. Tom rezervom bi se obuhvatio višak emisijskih jedinica koji se stvorio posljednjih godina te poboljšala otpornost sustava na nagle promjene automatskim prilagođavanjem ponude emisijskih jedinica za prodaju na dražbi

5. poboljšati ključne pokazatelje procjene napretka tijekom vremena kako bi se stvorio temelj za mogući politički odgovor. S tim pokazateljima, politikama će se osigurati konkurentan i siguran energetski sustav do 2030. godine koji će se i dalje temeljiti na integraciji tržišta, diversifikaciji opskrbe, pojačanom tržišnom natjecanju, razvoju domaćih izvora energije te pružanju podrške istraživanjima, razvoju i inovacijama. Upravo je visoka razina tržišnog natjecanja na unutarnjem energetskom tržištu ključna za napredak prema ciljevima energetske politike do 2030. godine te
6. novi uvjeti upravljanja temeljeni na nacionalnim planovima za konkurentnu, sigurnu i održivu energiju. Ove planove će pripremati države članice na temelju zajedničkog pristupa, čime će se povećati sigurnost ulagača i transparentnost te ujedno dosljednost, usklađenost i nadzor. Tržišno natjecanje, posebno na energetskim tržištima, mora ojačati zahvaljujući većoj liberalizaciji i uspostavi unutarnjeg energetskog tržišta.

Osim navedenih ciljeva, Komisija smatra da je potrebno pojednostaviti i racionalizirati odvojene postupke izvješćivanja o energiji iz obnovljivih izvora, energetskoj učinkovitosti i smanjenju stakleničkih plinova. Kako će to pojedine zemlje članice napraviti, ponajprije ovisi o njihovoj politici te kombinaciji izvora energije i prioritetima. Temelji za ciljeve europskog energetskog sustava za 2050. godinu predstavljeni su u dokumentu *Energy Roadmap 2050* gdje se emisija stakleničkih plinova nastoji smanjiti za 80% do 2050. godine u odnosu na razinu emisije iz 1990. godine. Na samu tu realizaciju smanjenja emisije stakleničkih plinova utjecat će čimbenici poput naprednog tehnološkog razvoja, tehnoloških rješenja za nuklearnu energiju, energiju fosilnih goriva, za obnovljive izvore, za promet te za prijenos i distribuciju energije i razvoj novih materijala, nanostruktura, informatičkih i komunikacijskih tehnologija.

## 5. Zaključak

Problem zagađenja okoliša i potrebe za održivošću u posljednjih nekoliko godina postaje vrlo složen. Društvo je prisiljeno uskladiti svoje obrasce ponašanja s održivošću u svakom kontekstu, od promjene svijesti, promjene ponašanja, pa sve do strukture svakodnevne upotrebe resursa, električne energije i vode. Inercijom poduzeća, ista bi se mogla pronaći u situaciji iz koje je nemoguće izići ako se ne implementiraju obrasci socijalne odgovornosti u vizijama i misijama, a u konačnici i strategijama. Budući da se rješenje ovoga problema ogleda u učinkovitoj koordinaciji država u svijetu, usvajajući zajedničke mjere i postupke u zaštiti okoliša, u današnje vrijeme Europska unija vrši značajne pritiske te tako motivira poduzeća na smanjenje stakleničkih plinova i globalnog zagađenja okoliša. Države članice paralelno uvode i niz propulzivnih mjera putem koje bi iste kontrolirala u svrhu anuliranja već nastalih šteta po okoliš.

Prve aktivnosti na međunarodnoj razini koje su poduzete u svrhu smanjenja posljedica antropoloških aktivnosti na okoliš sročene su *Prvim ekološkim programom* 1973. godine, dok je danas najrelevantniji *Sedmi ekološki program* koji obuhvaća niz smjernica za djelovanje do 2020. godine. Ovaj program stavlja naglasak na zaštitu prirodnog kapitala Unije, povećanje znanja o okolišu kao temeljne pretpostavke napretka, ali i povećanje koristi zakonodavstva Unije u području okoliša boljom provedbom istog.

U teoriji i praksi postoje četiri glavne skupine instrumenata za zaštitu okoliša, a iste čine regulacijski, ekonomski, samoregulacijski i institucionalni instrumenti. Dok se najviše prakticira upotreba instrumenata regulative, ekonomski i porezni su se instrumenti dokazali najučinkovitijima u internalizaciji troškova okoliša i povećanju prihoda, čiji se rezultat istovremeno ogleda u inovacijama i konkurentnosti. U ekonomske instrumente svrstavaju se ekološke pristojbe, ekološki polog, ekološke dozvole, subvencije i ekološko osiguranje, a na porezne instrumente stavlja se poseban naglasak budući da isti igraju presudnu ulogu u kontroli zagađenja i zaštiti okoliša. Od poreznih instrumenata najznačajniji su ekološki porezi. Na temelju analiziranih podataka zaključili smo da velik dio zemalja ne primjenjuje pojedine vrste ekoloških poreza, gdje se ostavlja prostor da će te zemlje te poreze implementirati u svrhu jačanja aktivnosti usmjerenih ka zaštiti okoliša. Najveći se broj ekoloških poreza prepoznaje u Danskoj koja ima čak 21, zatim u Italiji i Velikoj Britaniji, ali i u Hrvatskoj koja broji osam vrsta ekoloških poreza, naknada i trošarina. Analizirajući financijski učinak ekoloških poreza u zemljama članicama Europske unije, najveći udio prihoda od ekoloških poreza u bruto društvenom proizvodu imaju Danska (4,08%), Slovenija (3,85%) te Hrvatska (3,51%). Upravo je to jedan od pokazatelja da se, osim što se od takvih vrsta naknada bilježe odgovarajući prihodi u općem proračunu države, itekako vodi briga o stanju i zaštiti okoliša. Na temelju korelacije između poreznih prihoda i prihoda od ekoloških poreza u Europskoj uniji utvrđena je jaka pozitivna statistička povezanost, što dokazuje da je navedena vrsta poreza vrlo relevantna, ne samo u sferi proračuna, već i u sferi zaštite okoliša. S obzirom na iznesenu činjenicu, perspektiva razvoja i unaprjeđenja ove vrste poreza poprima sve pozitivnije karakteristike i sve veći značaj. Pretpostavi li se da su antropogene aktivnosti postale fluktuabilnije te da okoliš kao takav ne posjeduje apsorpcijsku sposobnost, s vremenom će ekološki problemi biti sve istančaniji te će aktivnosti usmjerene prema smanjenju pritiska postati značajan postulat u realizaciji očuvanja temeljne pretpostavke života na zemlji – okoliša.

## Literatura:

- Bosquet, B. (2000.), Environmental tax reform: does it work? A survey of the empirical evidence, *Ecological Economics*, str. 19-32.
- Deacon, R., Norman, C. (2006.), Does the Environmental Kuznets Curve describe how individual countries behave?, *Land Economics*, str. 291-315.
- EEA, (2016.), Environmental taxation and EU environmental policies, Report No. 17, Publication Office of the European Union.
- Ekins, P., Speck, S. (1999.), Competitiveness and exemptions from environmental taxes in Europe, *Environmental and Resource Economics*, str. 369-396.
- Europska komisija, (2014.), A policy framework for climate and energy in the period from 2020.-2030., <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0015&from=EN> (pregledano 17. 10. 2016.)
- Europska komisija, (2013.), Odluka o Općem programu djelovanja Unije za okoliš do 2020., <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013D1386&from=HR>, (pregledano 15. 10. 2016.)
- Eurostat, (2010), Environmental Statistics and Accounts in Europe, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5723037/KS-32-10-283-EN.PDF/22a4889d-e6c9-4583-8d17-fb5104e7eec0> (pregledano 25.10.2016.)
- Grossman, G., Krueger, A. (1995.), Economic growth and the environment, *Quarterly Journal of Economics*, str. 353-377.
- Hodžić, S., Bratić, V. (2015.), Comparative analysis of environmental taxes in EU and Croatia, *Economic Thought and Practice*, str. 555-577.
- Jelčić, Ba., Jelčić, B. (1998.), Porezni sustav i porezna politika, *Informator*, Zagreb.
- Miller, S., Vela, M. (2013.), Are Environmentally Related Taxes Effective?, IDB Working Paper Series No. IDB-WP-467, Inter-American Development Bank, Washington D.C.
- Morley, B. (2012.), Empirical evidence on the effectiveness of environmental taxes, *Applied Economics Letters*, str. 1817-1820.
- Nakata, T., Lamont, A. (2001.), Analysis of the Impacts of Carbon Taxes on Energy Systems in Japan, *Energy Policy*, str. 159-166.
- Šverko, M., Črnjar, M., Šverko Grdić, Z. (2006.), Ekonomski instrumenti u zaštiti mora od onečišćenja, *Ekonomski pregled*, str. 490-517.
- UNEP, (2004.), The Use of Economic Instruments in Environmental Policy: Opportunities and Challenges, <http://unep.ch/etb/publications/EconInst/econInstOppChnaFin.pdf> (pregledano 23. 10. 2016.)



doc. dr. sc. Domagoj Karačić  
Ekonomski fakultet Sveučilišta J. J. Strossmayera u Osijeku  
E-mail: karacic@efos.hr

Mario Raič, mag. oec.  
Deloitte d.o.o., Sarajevo, Bosna i Hercegovina  
E-mail: marioraic1@gmail.com

## UPRAVLJANJE DRŽAVNOM IMOVINOM U OKVIRIMA FISKALNE ODGOVORNOSTI

### SAŽETAK

Svaka država u svom vlasništvu ima određene raznorodne oblike imovine. Tako i Republika Hrvatska ima vlasništvo nad velikim brojem poduzeća iz različitih područja djelovanja te druge oblike imovine. Prvi je puta javno objavljen *Registar državne imovine Republike Hrvatske 2014.* godine. Kada je riječ o imovini države, u obzir se uzimaju nekretnine, dionice i udjeli u poduzećima koje država posjeduje. Republika Hrvatska, kada je riječ samo o nekretninama, sudjeluje u vlasništvu više od 400.000 nekretnina kroz različite oblike vlasništva. Kada je riječ o popisu dionica u trgovačkim društvima, prema posljednjim podacima, Republika Hrvatska posjeduje dionice u 386 trgovačkih društava. Potrebno je navesti i činjenicu da Republika Hrvatska posjeduje i poslovne udjele, odnosno udjele u poslovanju poduzeća koji proizlaze iz temeljnog uloga, odnosno kapitala, u velikom broju trgovačkih društava. Prema Registru državne imovine iz 2014. godine, Republika Hrvatska posjeduje poslovni udio u 217 trgovačkih društava. Upravljanje državom, kao i državnom imovinom, podrazumijeva visoku razinu odgovornosti, posebice fiskalne odgovornosti i poštivanja fiskalnog pravila. Ovaj rad istražuje oblike državne imovine i načine upravljanja u skladu s propisanim oblicima koji polaze od fiskalnih načela, ali i fiskalne odgovornosti.

**Ključne riječi:** imovina, državna imovina, upravljanje, fiskalna odgovornost, državna poduzeća.

### 1. Uvod

Od početaka ljudske vrste postojao je netko tko se brinuo za dobrobit svih članova zajednice. Nekada su to bili najjači članovi zajednice ili netko koga je zajednica odredila za vođu. Tu je ulogu u suvremenome svijetu odavno preuzela država. Država određuje pravila, propisuje zakone, ali, što je najbitnije – država treba društvu osigurati egzistenciju, sredstva potrebna za djelovanje na tržištu, javna dobra i javne usluge po pristupačnim cijenama. Potrebno je uspostaviti takvu ekonomiju javnog sektora koja neće biti teret stanovništvu, koja će ga poticati na potrošnju i djelovanje na tržištu, a istovremeno će stvoriti jaku, ekonomski i

gospodarski stabilnu i konkurentnu državu. Sukladno tome, država treba kreirati svoju ekonomiju, ekonomiju javnoga sektora, porezni sustav i sve popratne sustave na temelju kojih će uspješno funkcionirati, gdje se državni novac neće trošiti nekontrolirano i neodgovorno, gdje će svaki rashod biti učinjen na određenoj razini odgovornosti, stručnosti i pod kontrolom. Proračunom se, kao osnovnim financijskim instrumentom, prikupljaju sredstva potrebna za financiranje svih rashoda koje država čini tijekom jedne proračunske godine. Praksa svjedoči kako veliki broj država godinu završava s proračunskom deficitom, a taj je slučaj prisutan i u Republici Hrvatskoj. Sukladno tome, potrebno je kontinuirano analizirati stavke proračuna i vidjeti postoje li davanja koja bi trebalo ukinuti ili smanjiti, odnosno pronaći prostor za smanjivanje proračunskih rashoda. Već u samim razmišljanjima o potrošnji državnih sredstava i o stalnim zaduživanjima može se postaviti pitanje stručnosti te odgovornosti osoba zaduženih za upravljanje državnim financijama, kao i državnim imovinom. Veliki broj zemalja propisao je i zakonsku regulativu koja se odnosi na pitanje fiskalne odgovornosti, pa tako i u Republici Hrvatskoj postoji Zakon o fiskalnoj odgovornosti. No, pitanje je – je li dovoljno propisati zakone i očekivati da će ih se svi pridržavati? Bez obzira na to postoje li zakonska određenja ili ne, upravljanje državnim imovinom nije podložno konkretnim fiskalnim odgovornostima.

## **2. Imovina i aktivnosti upravljanja imovinom Republike Hrvatske**

Republika Hrvatska u svome vlasništvu kroz javni i lokalni sektor ima imovinu koja nije bila vrijednosno evidentirana, ponajviše sa stajališta upravljačkih aktivnosti državnim imovinom i činjenice da postojeći strateški okviri, kao i oblici upravljanja državnim imovinom, nisu adekvatno sudjelovali u kreiranju ekonomskih politika Republike Hrvatske. Prema Zakonu o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske (*Narodne novine* 94/13, 18/16) neki od pojavnih oblika državne imovine su: poljoprivredna zemljišta, turistička i ostala građevinska zemljišta, šume, šumska zemljišta i objekti kojima u skladu s posebnim propisima upravljaju Hrvatske šume, stanovi u vlasništvu Republike Hrvatske, poslovni prostori u vlasništvu Republike Hrvatske, ceste, autoceste, željezničke pruge i mostovi zajedno s pripadajućim zemljištem, nekretnine koje se u zemljišnim knjigama vode kao društveno vlasništvo i općenarodna imovina, zgrade u vlasništvu subjekata javnoga sektora, rezidencijalne nekretnine, nekretnine koje koriste diplomatska i konzularna predstavništva, a koje su državno vlasništvo, sportski objekti koji su vlasništvo Republike Hrvatske, pokretnine te imovina u obliku dionica i poslovnih udjela u trgovačkim društvima i potraživanja u istima kao i određene neprocijenjene nekretnine u vlasništvu Republike Hrvatske. *Registar državne imovine Republike Hrvatske* je prvi put javno objavljen



15. siječnja 2014. godine. Kada je riječ o imovini države, u obzir se uzimaju nekretnine, dionice i udjeli u poduzećima koje država posjeduje. Republika Hrvatska, kada je riječ samo o nekretninama, sudjeluje u vlasništvu više od 400.000 nekretnina kroz različite oblike vlasništva, što je vidljivo u tablici 1.

	Isključivo vl.	Suvt.	Udio u vl.u sl. suvt.	Udio u vl.u sl. zaj. vl.	Izvanaknjižno vl.	Zajedničko vl.	UKUPNO
Građevinsko zemljište i građevina	13.589	452	78	2	287	18	<b>14.426</b>
Javno vodno dobro	49.997	2	0	0	0	1	<b>50.000</b>
Nekretnina koju koristi tijelo državne uprave	1.042	88	16	18	22	1	<b>1.187</b>
Poljoprivredno zemljište	1.433	836	260	0	10	4	<b>2.543</b>
Poslovni prostor	2.143	2.967	78	11	497	7	<b>5.703</b>
Rezidencijalni objekt ili vila	48	0	1	0	0	0	<b>49</b>
Stambeni objekt	21.171	767	14	3	2.599	2	<b>24.556</b>
Šuma i šumsko zemljište	301.881	16.096	11	0	8	1.528	<b>319.524</b>
<b>UKUPNO</b>	<b>391.304</b>	<b>21.208</b>	<b>458</b>	<b>34</b>	<b>3.423</b>	<b>1.561</b>	<b>417.988</b>

Tablica 1. Nekretnine u vlasništvu Republike Hrvatske u 2014. godini

Prema podacima iz tablice 1., nekretnine su podijeljene prema broju i oblicima vlasništva koje posjeduje Republika Hrvatska. Republika Hrvatska, od svih oblika nekretnina, najviše posjeduje šuma i šumskog zemljišta – 319.524, zatim javnih vodnih dobara, i to 50.000, a potom slijede stambeni objekti, građevinska zemljišta i građevine, poslovni prostori, poljoprivredna zemljišta te u najmanjim količinama nekretnine koje koriste tijela državne uprave i rezidencijalni objekti, odnosno vile. Od ukupnoga broja, odnosno od 417.988 nekretnina, najveći broj ih je u isključivom vlasništvu, 391.304, zatim u suvlasništvu 21.208 nekretnina, dok su ostali oblici vlasništva nešto manje zastupljeni. Kada je riječ o popisu dionica u trgovačkim društvima, prema posljednjim podacima, Republika Hrvatska posjeduje dionice u 386 trgovačkih društava<sup>1</sup>, a u nastavku je izdvojeno samo nekoliko trgovačkih društava unutar kojih država ima najveće udjele. Naglasak se svakako treba staviti i na poduzeća koja su u vrijeme objave Registra bila u stečaju, a u kojima je država vlasnik velikog udjela.

<sup>1</sup> Određeni broj trgovačkih društava, pri samom kreiranju popisa, bio je u stečajnom postupku.

Naziv d. d.-a ili pravne osobe	Oznaka vrijednosnih papira	Dionice države	% u vlasništvu države
3. Maj Tibo d. d. *	TIBO-R-A	78.901	100,00
Borovo d. d.	BRVO-R-A	2.262.262	99,99
Imota d. d.	IMTA-R-A	93.459	98,46
Institut za sigurnost Zagreb d. d.	INSZ-R-A	40.259	95,60
Panex d. d.	PANX-R-A	122.716	80,14
Petrokemija d. d.	PTKM-R-A	10.277.975	79,85
Slavonija MK d. d. *	SLMK-R-A	269.133	74,87
Kaštelanski staklenici d. d. *	KSST-R-A	84.683	74,55
Dalmacijavino d. d. *	DLVN-R-A	548.224	70,51
Jadran d. d. Crikvenica	JDRN-R-B	33.313.211	67,88
Meiso d. d.	/	38.965	62,85
Riz-Odašiljači d. d.	RIZO-R-A	206.427	55,17
Konoplja d. d.	KNPL-R-A	13.321	53,11
Sloga IMK d. d. *	SLGI-R-A	49.721	52,85
Modra Špilja d. d. *	MDSP-R-A	27.452	44,53
HPB d. d.	HPB-R-A	859.035	42,43
Olt d. d. *	/	216.163	41,92
SKDD d. d.	SDA-R-A	37.380	40,85
Đuro Đaković Holding d. d.	DDJH-R-A	3.091.138	40,69
Tempera d. d. *	/	335	37,02
Lički krovovi d. d.	/	28.305	34,14
Transadria d. d. Rijeka *	TNSA-R-A	8.033	27,94
Pounje d. d.	PUNT-R-B	580.340	26,22
Velepromet Vukovar d. d.	VPRV-R-A	103.703	25,35
Ventilator d. d. *	VTLR-R-A	3.211	24,27
Švarča d. d.	SVRC-R-A	8.603	22,13
Sunčani Hvar d. d.	SUNH-R-A	4.280.817	22,04
Poljoopskrba-Bilogora d. d. *	/	582	18,68
Zvijezda d. d.	ZVZD-R-A	16.995	16,95
Vranjica Belvedere d. d.	VBLV-R-A	27.438	15,07
<b>* poduzeća u stečajnom postupku pri objavi registra</b>			

Tablica 2. Popis dionica Republike Hrvatske u odabranim trgovačkim društvima

U tablici 2. izdvojeno je 30 trgovačkih društava u kojima je Republika Hrvatska tijekom 2014. godine imala značajan vlasnički udio. Bitno je napomenuti da je čak 11 od 30 značajnijih društava tada bilo u postupku stečaja. Samim time, dovodi se u pitanje sposobnost vlasti za pravi izbor

investicija jer je veliki broj poduzeća završio u stečaju. Je li problem u lošem i nekvalificiranom timu koji vodi i donosi investicijske odluke ili pak u njihovoj nezainteresiranosti pri obavljanju vlastitog posla, teško je definirati, no vidljiva je nesposobnost u upravljanju jer je 11 od 30 promatranih poduzeća završilo u stečaju. Potrebno je spomenuti da Republika Hrvatska posjeduje i poslovne udjele, odnosno udjele u poslovanju poduzeća koji proizlaze iz temeljnog uloga, odnosno kapitala, u velikom broju trgovačkih društava. Prema Registru državne imovine iz 2014. godine, Republika Hrvatska posjeduje poslovni udio u 217 trgovačkih društava. U nastavku je tablicom 3. prikazano nekoliko trgovačkih društava u kojima država ima najveći poslovni udio.

Društvo	Temeljni kapital	Vlasništvo države	% u vlasništvu države
3. Maj STM d. o. o.	20.000	20.000	100,00
Agencija Alan d. o. o.	1.305.000	1.305.000	100,00
Brodarski institut d. o. o.	74.265.200	74.265.200	100,00
Club Adriatic d. o. o.	120.947.400	120.947.400	100,00
Gavrilović mala privreda d. o. o.	142.300	142.300	100,00
Koksar d. o. o. **	288.317.938	288.317.938	100,00
Veletržnica Opuzen d. o. o.	2.520.000	2.508.000	99,52
HOC Bjelolasica d. o. o. *	66.625.900	50.648.600	76,02
Orljava d. o. o.	23.521.700	17.630.500	74,95
Agencija za komercijalnu djelatnost d. o. o.	232.000.000	171.749.700	74,03
Brijuni rivijera d. o. o.	4.500.000	3.000.000	66,67
Agroduhan d. o. o.	25.437.200	16.176.600	63,59
Apis IT d. o. o.	238.800.000	121.788.000	51,00
Izomont d.o.o.	1.472.600	729.640	49,55
Autocesta Zagreb-Macelj d. o. o.	84.440.400	43.335.600	49,00
Restoran Grand d. o. o.	1.999.100	884.400	44,24
Veterinarska stanica Sinj *	1.073.600	424.080	39,50
Transport d. o. o.	3.269.100	976.000	29,86
DIP Pilana Gomirje d. o. o. *	2.781.600	729.600	26,23
Investprojekt d. o. o.	2.309.700	558.700	24,19
Bračanka Trading d. o. o. *	8.652.900	1.932.539	22,33
Tiskara d. o. o.	1.012.400	207.500	20,50
Slavonija d. o. o. *	2.417.600	301.600	12,48
<b>* poduzeća u stečaju; ** poduzeća u likvidaciji</b>			

Tablica 3. Poslovni udio Republike Hrvatske – odabrani d. o. o.-i

Od 23 odabrana izdvojena društva s ograničenom odgovornošću u kojima Republika Hrvatska ima poslovni udio, nekoliko je bilo u trenutku objave Registra državne imovine u postupku stečaja, pa čak i likvidacije. U ovu tablicu nisu uvrštena poduzeća poput HAC-a, Hrvatske lutrije, Hrvatske kontrole zračne plovidbe, Hrvatskih cesta, Hrvatskih šuma i ostalih poduzeća. S druge strane, u vlasništvu Republike Hrvatske su i poduzeća od strateškog interesa i posebnog značaja za Republiku Hrvatsku koja se mogu podijeliti u tri skupine poduzeća, a to su:

- trgovačka društva i druge pravne osobe od strateškog interesa
- trgovačka društva od posebnog interesa u kojima Republika Hrvatska ima većinski udio te
- trgovačka društva od posebnog interesa u kojima Republika Hrvatska ima vlasništvo manje od 50% i čije dionice kotiraju na uređenom tržištu kapitala.

Iz godine u godinu, popis tih trgovačkih društava od strateškog interesa i posebnog značaja za državu podložan je promjenama te je teško doći do konkretnih podataka za nešto novija razdoblja. Prema odluci Vlade Republike Hrvatske, na sjednici održanoj 2. srpnja 2015. godine, u popisu trgovačkih društava i drugih pravnih osoba od strateškog interesa i posebnog značaja nalazilo se ukupno 56. U tablici 4. su prikazani poslovni rezultati trgovačkih društava od strateškog interesa, a u sljedećim tablicama rezultati društava od posebnog interesa u kojima je država većinski vlasnik te poslovni rezultati društava u kojima država ima udio manji od 50%.

Trgovačka društva i druge pravne osobe od strateškog interesa	Poslovni rezultat (bruto, u 000 HRK)			
	2011.	2012.	2013.	2014.
Hrvatske ceste d. o. o.	0	0	0	0
Hrvatske autoceste d. o. o.	0	0	6.602	0
Autocesta Rijeka - Zagreb d. d.	-370.679	-239.356	20.207	75.998
HŽ infrastruktura d. o. o.	-75.000	-245.488	-806.453	-26.410
Plovput d. o. o.	9.377	6.908	8.787	1.685
Odašiljači i veze d. o. o.	-17.402	17.402	17.361	12.653
Hrvatska kontrola zračne plovidbe d. o. o.	15.578	5.989	3.110	25.204
HŽ putnički prijevoz d. o. o.	-77.802	-563.500	-342.824	3.561
Agencija za komercijalnu djelatnost d. o. o.	32.945	39.236	42.891	32.191
Janaf d. d.	75.715	101.847	113.250	118.228
Podzemno skladište plina d. o. o.	46.923	48.601	52.447	74.896

Trgovačka društva i druge pravne osobe od strateškog interesa	Poslovni rezultat (bruto, u 000 HRK)			
	2011.	2012.	2013.	2014.
Hrvatski operator tržišta energije d. o. o.	4.636	3.185	-5.035	273
Hrvatska elektroprivreda d.d.	96.095	64.294	1.562.863	3.077.543
Plinacro d. o. o.	70.080	84.660	152.797	131.811
Hrvatske šume d. o. o.	9.261	20.800	114.160	151.144
Hrvatska lutrija d. o. o.	4.907	-18.637	15.675	22.039
SKDD d. d.	8.035	7.703	7.775	8.759
Pomorski centar za elektroniku d. o. o.	-6.029	-9.087	-5.216	-4.966
Agencija Alan d. o. o.	2.370	19.130	109.989	99.671
<b>UKUPNO</b>	<b>-170.990</b>	<b>-656.313</b>	<b>1.068.386</b>	<b>3.804.280</b>

**Tablica 4.** Bruto poslovni rezultat trgovačkih društava od strateškog interesa za državu od 2011. do 2014. godine

Prema podacima iz tablice 4., vidljivo je da od svih trgovačkih društava samo dva posluju u minusu u 2014. godini. Taj broj se smanjio u odnosu na prethodne godine, primjerice 2011. godinu, kada su u minusu poslovala četiri trgovačka društva, u 2012. godini pet trgovačkih društava, a u 2013. godini također četiri u minusu. U posljednjoj promatranoj godini deficit su ostvarili Pomorski centar za elektroniku d. o. o. i HŽ infrastruktura d. o. o. Kada se ova trgovačka društva promatraju zajednički unutar portfelja države, u prve dvije promatrane godine njihov ukupni, zajednički poslovni rezultat bio je negativan, dok je 2013. godine taj trend promijenjen te se zadržao i u 2014. godini, kada je porastao i za tri puta u odnosu na godinu ranije. Društvo s najvećim suficitom tijekom sve četiri promatrane godine je Hrvatska elektroprivreda, čiji su prihodi puno veći u odnosu na rashode, posebice u 2013. i 2014. godini. Također, potrebno je postaviti pitanje „važnosti“ trgovačkih društava koja nemaju pozitivne rezultate u poslovanju, kao što su npr. Hrvatske autoceste. Svakako je važno riješiti i pitanje HŽ infrastrukture te Pomorskog centra za elektroniku jer oba navedena trgovačka društva tijekom cijeloga promatranoga razdoblja bilježe kontinuitet deficita. Nakon prikaza trgovačkih društava od strateškog interesa, prikazani su i poslovni rezultati trgovačkih društava od posebnog interesa u kojima država ima većinski udio te društava u kojima država ima manje od 50% vlasništva.

Trgovačka društva od posebnog interesa u kojima Republika Hrvatska ima većinski udio	Poslovni rezultat (bruto, u 000 HRK)			
	2011.	2012.	2013.	2014.
ACI d. d.	31.022	24.776	4.968	33.456
Croatia Airlines d. d.	-112.852	-487.656	1.596	8.916
Jadrolinija Rijeka	2.714	4.422	1.655	8.177
Luka Rijeka d. d.	133.046	6.547	5.123	-6.067
Zračna luka Osijek d. o. o.	-3.633	125	23	5
Zračna luka Pula d. o. o.	1.776	-2.137	-1.724	105
Zračna luka Rijeka d. o. o.	845	-2.844	-1.114	1.152
Zračna luka Zadar d. o. o.	3.838	7.373	8.171	3.625
Zračna luka Split d. o. o.	40.006	46.495	47.414	64.318
Zračna luka Dubrovnik d. o. o.	26.740	25.656	34.991	43.034
HŽ Cargo d. o. o.	3.129	-267.155	-268.550	-110.905
HP - Hrvatska pošta d. d.	21.194	-23.047	32.919	84.765
Luka Vukovar d. o. o.	295	1.116	265	-1.478
Brodarski institut d. o. o.	58	0	121	186
Croatia banka d. d.	-13.929	-126.362	-24.644	5.136
Hrvatska poštanska banka d. d.	80.389	101.901	36.368	-630.362
Croatia osiguranje d. d.	158.277	166.263	-214.727	-556.580
APIS IT d. o. o.	18.450	19.869	20.838	17.895
Zrakoplovno-tehnički centar d. d.	-3.701	-5.689	355	479
Narodne novine d. d.	10.215	9.464	15.738	12.157
Hrvatska brodogradnja - Jadranbrod d. d.	255	4.658	4.926	255
Imunološki zavod d. d.	11	-13.275	-21.659	-21.087
Club Adriatic d. o. o.	459	-11.660	92	-24.142
Brijuni Rivijera d. o. o.	4	1.803	2.891	2.070
<b>UKUPNO</b>	<b>398.608</b>	<b>-510.357</b>	<b>-313.964</b>	<b>-1.064.890</b>

Tablica 5. Bruto poslovni rezultat trgovačkih društava od posebnog značaja za Republiku Hrvatsku u kojima ima većinski udio

Prema tablici 5., ukupni poslovni rezultat trgovačkih društava od posebnog značaja za Republiku Hrvatsku u kojima ima većinski udio tijekom promatranog razdoblja bio je pozitivan samo u 2011. godini, dok je taj isti pokazatelj bio negativan tijekom iduće tri godine. Veliki broj društava je tijekom analiziranoga razdoblja završavao poslovnu godinu u minusu, dok je u 2014. godini negativan poslovni rezultat imalo sedam trgovačkih društava – Club Adriatic d. o. o., Imunološki zavod d. d., Croatia osiguranje d. d., Hrvatska poštanska banka d. d., Luka Vukovar d. o. o., Luka

Rijeka d. o. o. te HŽ Cargo d. o. o. Najlošiji poslovni rezultat zabilježile su u 2014. godini Croatia osiguranje i Hrvatska poštanska banka koje su imale deficit viši od 500 milijuna kuna. U tablici 6. prikazano je poslovanje trgovačkih društava od posebnog interesa u kojima država ima manje od 50% vlasništva tijekom razdoblja od 2011. do 2014. godine.

Trgovačka društva od posebnog interesa u kojima Republika Hrvatska ima manje od 50% vlasništva	Poslovni rezultat (bruto, u 000 HRK)			
	2011.	2012.	2013.	2014.
Petrokemija d. d.	106.548	-184.665	-330.152	-363.362
INA - Industrija nafte d. d.	2.376.000	1.067.000	-1.816.000	-2.334.000
Đuro Đaković Holding d. d.	1.451	-5.673	-124.285	-96.149
Končar - Elektroindustrija d. d.	210.819	200.019	179.343	176.083
Podravka d. d.	59.677	30.114	69.823	104.322
Sunčani Hvar d. d.	954	-17.353	-172.688	22.276
<b>UKUPNO</b>	<b>2.755.449</b>	<b>1.089.442</b>	<b>-2.193.959</b>	<b>-2.490.830</b>

Tablica 6. Poslovni rezultat trgovačkih društava od posebnog interesa u kojima država ima manje od 50% vlasništva za razdoblje od 2011. do 2014. godine

U analiziranome razdoblju ovu skupinu činilo je šest trgovačkih društava, od kojih je uvjerljivo najlošije poslovne rezultate imala INA – industrija nafte d. d., slijedili su Petrokemija d. d. te Đuro Đaković Holding d. d. Ukupno je ova skupina poduzeća bilježila dobre poslovne rezultate tijekom prve dvije promatrane godine; međutim, u 2013. godini i 2014. godini poduzeća bilježe negativne financijske rezultate. Postavlja se logično pitanje – zašto sudjelovati u trgovačkim društvima koja ne posluju dobro već duži niz godina te zašto financirati društva koja kontinuirano bilježe deficit na kraju godine. Odlukom Vlade Republike Hrvatske, sa sjednice održane u svibnju 2016. godine, s popisa trgovačkih društava i drugih pravnih osoba od strateškog i posebnog interesa obrisana su sljedeća trgovačka društva: ACI d. d., Croatia Airlines d. d., Luka Rijeka d. d., Croatia banka d. d., Petrokemija d. d., Končar elektroindustrija d. d., Podravka d. d., te Croatia osiguranje d. d. (*Narodne novine* 94/13, 18/16).

## 2.1. Subjekti koji upravljaju državnom imovinom

Obvezu kontroliranja i djelovanja nad državnom imovinom ima državno tijelo pod nazivom *Državni ured za upravljanje državnom imovinom*. Državni ured za upravljanje državnom imovinom osnovan je krajem 2011. godine s ciljem upravljanja i koordiniranja djelovanjem i ciljevima državne imovine te poduzeća u državnom vlasništvu. Djeluje pod uređenjem nekoliko zakona, propisa i pravilnika, a to su:

1. Zakon o ustrojstvu i djelokrugu ministarstava i drugih središnjih tijela državne uprave

2. Zakon o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu Republike Hrvatske
3. Uredba o unutarnjem ustrojstvu Državnoga ureda za upravljanje državnom imovinom i
4. Pravilnik o unutarnjem redu Državnoga ureda za upravljanje državnom imovinom.

Osim Državnoga ureda za upravljanje državnom imovinom postojala je i Agencija za upravljanje državnom imovinom, koja je nastala spajanjem Hrvatskoga fonda za privatizaciju i Središnjega državnoga ureda za upravljanje državnom imovinom, čijim je ukidanjem proširena prvotna zamisao djelovanja Državnoga ureda za upravljanje državnom imovinom. Sukladno svemu prethodno navedenom i prikazanom, Državni ured za upravljanje državnom imovinom ima zadaće raspolaganja, upravljanja, koordinacije i harmonizacije državnom imovinom, kao i izrade smjernica i strateških okvira radnih aktivnosti te upravljanja svim nekretninama u vlasništvu države. Međutim, i ovaj Ured djeluje pod Republikom Hrvatskom, odnosno koristi sredstva državnoga proračuna te je potrebno prikazati i podatke njegovog poslovanja tijekom određenog vremenskog razdoblja.

(u HRK)	2013.	2014.	2015.
<b>PRIHODI</b>	<b>3.550.945</b>	<b>17.358.200</b>	<b>30.522.853</b>
Prihodi iz državnoga proračuna	3.550.945	17.351.922	30.461.776
Prihodi od upravnih i administrativnih pristojbi, pristojbi po posebnim propisima i naknada, prihodi od imovine	0	6.278	61.077
<b>RASHODI</b>	<b>3.409.147</b>	<b>18.225.415</b>	<b>30.431.270</b>
Rashodi za zaposlene	2.249.754	9.198.654	12.478.841
Materijalni rashodi	715.642	7.972.667	17.776.996
Financijski rashodi	937	13.337	30.533
Naknade građanima i kućanstvima na temelju osiguranja i druge naknade	0	7.520	144.900
Rashodi za nabavu nefinancijske imovine	442.814	1.033.237	715.003
<b>REZULTAT</b>	<b>141.798</b>	<b>-867.215</b>	<b>91.853</b>

Tablica 7. Prihodi i rashodi DUUDI-ja za razdoblje od 2013. do 2015. godine

U tablici 7. prikazani su prihodi i rashodi Državnoga ureda za upravljanje državnom imovinom tijekom 2013., 2014. i 2015. godine, gdje je vidljiv značajan porast i jedne i druge stavke, iako je stavka rashoda porasla više od stavke prihoda tijekom 2014. godine u odnosu na 2013. godinu. Naime, rezultat je ukidanje prethodno spomenute Agencije te je DUUDI preuzeo njihove plaće, odnosno rashode za zaposlene, materijalne i financijske te sve druge rashode, ali i prihode. Iako je 2013. godina zavr-



šena s određenim suficitom od 141.798 kuna, 2014. je bila deficitarna, odnosno zabilježen je deficit poslovanja od 867.215 kuna. Godinu 2015. završili su u suficitu od 91.853 kune. Indeks kretanja prihoda 2014. godine u odnosu na 2013. godinu iznosio je 488,83, što prikazuje porast stavke za 388,83%, dok je u 2015. godini u odnosu na 2014. godinu taj indeks iznosio 175,84, odnosno prihodi su porasli za 75,84%. Rashodi su također značajno rasli. U 2015. godini ukupni rashodi su porasli za 66,97%, gdje je najveći porast zabilježen na stavci materijalnih rashoda koji su porasli za skoro 10 milijuna. Međutim, jako je bitno spomenuti jedinu vrijednu stavku prihoda Državnoga ureda, a to su prihodi iz državnoga proračuna. Davanja države ovoj instituciji su 2015. godine u odnosu na 2014. godinu porasla za približno 13 milijuna kuna, dok je projekcija plana za 2016. godinu predlagala prihode od 49 milijuna kuna iz državnoga proračuna. Tu bi se državna vlast svakako trebala pozabaviti stavkom rashoda za zaposlene unutar DUUDI-ja, koji kontinuirano rastu. Veliki broj zaposlenika javnoga sektora, odnosno tijela javne vlasti uvijek je aktualna tema, odnosno pitanje kojim bi se napokon netko trebao pozabaviti jer je jasno da na pojedinim poslovima nije potreban toliki broj zaposlenika. Zsigurno takva situacija postoji i unutar Državnoga ureda za upravljanje državnom imovinom.

### *2.1.1. Učinci upravljanja državnom imovinom kroz procese privatizacije*

Nije strogo zabranjeno ni loše da država ima vlasništvo nad trgovačkim društvima i drugim pravnim osobama ili drugim oblicima imovine. Međutim, u slučaju Republike Hrvatske je problem u tome što ta imovina ne donosi pozitivne financijske učinke za državu, odnosno veći su rashodi od prihoda, točnije gubici svake poslovne godine trgovačkih društava koja su u njezinom određenom obliku vlasništva. Primjer za to su svakako dvije gospodarski razvijene zemlje – Njemačka i Švedska. U nastavku je prikazano nad kojim brojem društava imaju vlasništvo navedene države te kako ona posluju i što donose tim državama. Njemačka, bilo kroz vlasništvo države ili vlasništvo općina, federalne vlasti, u svom vlasništvu je tijekom 2012. godine imala ukupno 15.186 poduzeća, a ukupno su sva poduzeća zajedno ostvarila prihode od 516 milijardi eura te rashode u iznosu od 495 milijardi eura. Kada bi se ta 21 milijarda eura preračunala u hrvatske kune, to bi za državni proračun značilo „financijsku injekciju“ od preko 157 milijardi kuna godišnje. Kada je riječ o Švedskoj, ukupan broj javnih poduzeća, odnosno poduzeća pod upravljačkom palicom države, tijekom 2013. godine iznosio je 2.563 poduzeća. Od 2.563 društva, u vlasništvu općina bilo je 69% društava, županije su imale vlasništvo nad 5%, a središnja država nad 26% društava. Ono što je jako bitno napomenuti je da su sva društva zajedno tijekom 2013. godine javnoj vlasti donijele ukupne prihode od 569 milijardi švedskih kruna, što bi u kunama

iznosilo preko 440 milijardi.<sup>2</sup> Kada se to uspoređi s pokazateljima poslovanja trgovačkih društava koja su od strateškog interesa i posebnog značaja za Republiku Hrvatsku, vidljivo je zbog čega je potrebno izvršiti reviziju društava te određeni broj tih društava poslati u postupak privatizacije. Od samog dolaska nove Vlade početkom 2016. godine počelo se pričati o rasprodaji državne imovine i poduzeća. Sastavljen je popis društava koja je potrebno prodati te je Vlada taj popis predala Centru za restrukturiranje i prodaju (CERP) koji je zadužen za obavljanje takvih poslova. Prvi na toj listi našao se Končar – Elektroindustrija d. d. Uskoro je i izvršena prodaja državnoga dijela vlasništva u društvu Končar. Kako teče svaki postupak prodaje vlasničkog udjela, takav je bio slučaj i s društvom Končar – Elektroindustrija d. d., gdje je prvo prikupljeno više ponuda potencijalnih kupaca, a u svibnju 2016. godine CERP je sastavio alokaciju dionica ponuditeljima i u nekoliko dana je izvršena prodaja. Prema službenim podacima Centra za restrukturiranje i prodaju, u državnici je proračun prodajom državnog udjela dospjelo 360.025.460,00 kuna. Iako ovo predstavlja jednokratni, odnosno trenutni priljev novca, svakako je bolje imati sredstva, nego iz godine u godinu držati udio u vlasništvu te ostvarivati minimalan ili nikakav profit od vlasništva. Prvotno je bilo namijenjeno dobivena sredstva iskoristiti za smanjenje državnoga duga; međutim, nije isključena ni drugačija namjena. Bitno je prikazati da je vlast napokon shvatila važnost svoje imovine, ali i da je dobila uvid u mogućnost prodaje onoga što ne koristi državi u dovoljnom opsegu. Sukladno tome, potrebno je vidjeti što država još treba privatizirati i po kojem modelu, odnosno kojom bi državnom imovinom bolje upravljali privatni investitori i tako se smanjio udio države po pitanju financijskih potpora i bespovratnih sredstava. Nakon prodaje udjela u Končaru, uskoro su na red došla i nova trgovačka društva – država je prodala svoje udjele u društvima Imperial Rab i Sunčani Hvar. Kupac državnih dionica društva Imperial je tvrtka iz Nikozije s Cipra, dok je kupac državnih dionica društva Sunčani Hvar bilo hrvatsko društvo Valamar Riviera iz Poreča. No, zabrinjavaju i vijesti vezane za društva Badel i Petrokemiju, kao i za veliki broj brodogradilišta. Većina navedenih poduzeća se već godinama, zahvaljujući upravljačkim aktivnostima države, nalazi u okvirima poduzeća od posebne državne skrbi. Godinama je država „poklanjala“ novce i opraštala porezne i slične obveze, provodila predstečajne i slične aktivnosti investirajući proračunske novce te tako neučinkovito upravljala državnom imovinom. U svojim istraživanjima vezanim za javna poduzeća, Europska komisija dala je mišljenje i o državnim poduzećima za koje je izneseno nekoliko činjenica – društva u vlasništvu države izvor su fiskalnih rizika; imaju znatno slabiju produktivnost u odnosu na privatna poduzeća; ne posjeduju adekvatnu upravljačku strukturu te je supervizija

---

<sup>2</sup> Detaljnije na: <https://www.pwc.com/gx/en/psrc/publications/assets/pwc-state-owned-enterprise-psrc.pdf>

istih fragmentirana; ne postoje srednjoročni ciljevi, a kao najzanimljivija se navodi činjenica da se članovi uprave i nadzornih odbora postavljaju netransparentno, odnosno da je u velikom opsegu prisutan nepotizam. Kakav je odnos privatnih i javnih poduzeća, iz perspektive financijskih rezultata, plaća zaposlenika i slično, prikazano je unutar ovoga poglavlja. Prema Vizek (2015), Republika Hrvatska je 2013. godine u vlasništvu imala 1420 poduzeća, od kojih 831 poduzeće u 100%-nom vlasništvu, 589 poduzeća u mješovitom vlasništvu te 191 poduzeće u većinskom vlasništvu. Ono što je, prema istome autoru, karakteriziralo ta poduzeća u 2013. godini su dvije bitne činjenice:

- 30% niža produktivnost u državnim poduzećima u odnosu na privatna poduzeća i
- 40% veća plaća u državnim poduzećima u odnosu na privatna poduzeća.

Možda je ohrabrujuća činjenica i da će se, kao posljedica privatizacije državnih poduzeća koja se provodi u posljednje vrijeme, javiti dodatne promjene u strukturi zaposlene radne snage po pitanju sektora rada. Osim poduzeća, svakako je u Republici Hrvatskoj uvijek aktualno i pitanje broja državnih službenika, kojih u državi definitivno ima više nego što bi ih trebalo biti. Naravno da bit svega nije smanjiti broj zaposlenika, nego osloboditi državni proračun potrošnje sredstava za plaće zaposlenika u državnim poduzećima, koja ima znatan udio u rashodima države.

### *2.1.2. Fiskalna odgovornost državnih poduzeća*

Državne financije uvijek su osjetljiva tema, a njima treba upravljati na najbolji i najodgovorniji mogući način s ciljem napredovanja države u ekonomskom i gospodarskom pogledu. Svi članovi državne vlasti trebaju obavljati svoje dužnosti uz visoku razinu odgovornosti, posebice fiskalne odgovornosti. Postoji i Zakon o fiskalnoj odgovornosti u Republici Hrvatskoj, koji propisuje odgovornosti i u segmentu upravljanja državnim imovinom. Prvotno su definirani zakon i njegove karakteristike, a nakon toga je utvrđeno gdje čelnici Republike Hrvatske ruše fiskalnu odgovornost. U skladu s tim, potrebno je poslove vezane uz državne financije obavljati s potpunom odgovornošću te je zbog toga u Republici Hrvatskoj propisan i Zakon o fiskalnoj odgovornosti. Kao svaki zakon, tako i ovaj ima svoje prednosti, ali i nedostatke, no prije svega ga je potrebno definirati. Ovim se Zakonom „određuju pravila kojima se ograničava državna potrošnja, jača odgovornost za zakonito, namjensko i svrhovito korištenje proračunskih sredstava te jača sustav kontrola i nadzora radi osiguranja fiskalne odgovornosti.“ (Zakon o fiskalnoj odgovornosti, čl. 1., NN 139/10, 19/14). Temeljni je cilj održati i osigurati fiskalnu odgovornost te transparentnost dugoročne i srednjoročne održivosti javnih financija

države. Čelnici, odnosno osobe koje upravljaju državnim tijelima, poduzetima i slično, prema Zakonu o fiskalnoj odgovornosti, odgovaraju za dva temeljna zadatka, a to su, prema članku 7. navedenoga Zakona:

- zakonito, namjensko i svrhovito korištenje sredstava te
- učinkovito i djelotvorno funkcioniranje sustava financijskog upravljanja i kontrola u okviru proračunom, odnosno financijskim planom utvrđenih sredstava.

Zakonom je propisano potpisivanje izjave o fiskalnoj odgovornosti, a ona je „godišnja izjava kojom čelnik proračunskog i izvanproračunskog korisnika državnog proračuna i proračuna jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave i čelnik jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave te predsjednik uprave trgovačkog društva u vlasništvu Republike Hrvatske, odnosno jedne ili više jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, čelnik druge pravne osobe kojoj je osnivač Republika Hrvatska, odnosno jedna ili više jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave potvrđuje da je u radu osigurao zakonito, namjensko i svrhovito korištenje sredstava te učinkovito i djelotvorno funkcioniranje sustava financijskog upravljanja i kontrola.“ (Zakon o fiskalnoj odgovornosti, čl. 4., NN 139/10, 19/14). Osim prethodno spomenute izjave koja se koristi samo u slučajevima bez ikakvih nepravilnosti i slabosti, postoji i posebna izjava ako su primijećene određene nepravilnosti i slabosti. Izjava o fiskalnoj odgovornosti daje se na temelju upitnika o fiskalnoj odgovornosti, raspoloživih informacija, vlastite procjene i rezultata rada unutarnje i vanjske revizije. Osim izjave, čelnik treba predati i sljedeće dokumente: Upitnik o fiskalnoj odgovornosti, Plan otklanjanja slabosti i nepravilnosti, Izvješće o otklonjenim slabostima i nepravilnostima te mišljenje unutarnjih revizora o sustavu financijskog upravljanja i kontrola za područja koja su bila revidirana prethodne godine. Obveznici primjene Zakona o fiskalnoj odgovornosti u Republici Hrvatskoj su svakako državni proračun, jedinice regionalne i lokalne uprave i samouprave, proračunski i izvanproračunski korisnici proračuna države ili proračuna lokalne/regionalne samouprave, kao i sve jedinice koje se nalaze unutar Registra proračunskih i izvanproračunskih korisnika. Navedeni dokumenti predstavljaju zakonodavnu formu; pitanje je predstavljaju li činjenično utvrđivanje fiskalne odgovornosti nad osobama koje upravljaju državnim imovinom. U nastavku su tablično prikazani primjeri nepravilnosti, odnosno primjeri narušavanja fiskalne odgovornosti.

<p><b>Primjer 1.</b> Odluku o zaduživanju grada u 2012. godini u iznosu od 10.000.000,00 potpisao je predsjednik gradskog vijeća, iako je utvrđeno da sjednica gradskog vijeća nije održana, iz čega proizlazi da navedenu odluku nije donijelo gradsko vijeće.</p>	<p><b>Primjer 2.</b> Korisnik je preuzeo obveze od 15.000.000,00 kuna po investicijskom projektu. Obveze nisu bile predviđene u proračunu i projekcijama, financijskom planu. Nije bilo provedeno stručno vrednovanje i ocjena opravdanosti te učinkovitosti investicijskog projekta.</p>
<p><b>Primjer 3.</b> Upravno vijeće ustanove utvrđivalo je dodatke na plaću nekih zaposlenika od 20%, odnosno 40% zbog izuzetnog zalaganja te istovremenog obavljanja poslova na više radnih mjesta. Navedeno je u suprotnosti s odredbama važećeg granskog Kolektivnog ugovora. Zapisnici dostavljeni radi otklanjanja nepravilnosti ustanovama – subjektima nadzora i nadležnim ministarstvima.</p>	<p><b>Primjer 4.</b> Umjesto provedbe propisanoga postupka javne nabave, poslovi se dodjeljuju izravno određenom izvođaču radova ili dobavljaču roba (žurnost, tajnost i sl.). Dijeljenje predmeta nabave kako bi se izbjegla provedba postupka javne nabave. Nakon zaključenja ugovora, ugovaraju se dodatni radovi u vrijednosti koja je 50%, a u nekim ekstremnim slučajevima i 400% veća u odnosu na vrijednost osnovnoga ugovora, čime se izbjegava provedba postupka javne nabave i pogoduje određenom naručitelju.</p>

**Tablica 8.** Primjeri nepravilnosti / kršenja fiskalne odgovornosti

U tablici 8. prikazani su primjeri kršenja odgovornosti, a za svako kršenje fiskalne odgovornosti zakonom je propisana i odgovornost za povredu zakona. Ako se utvrdi da je čelnik kojemu je na raspolaganju državni proračun prekršio odredbe Zakona o fiskalnoj odgovornosti, on svoj mandat stavlja na raspolaganje Vladi države, dok čelnik koji na raspolaganju ima proračun jedinice lokalne ili regionalne uprave/samouprave svoj mandat stavlja na raspolaganje tijelu koje ga je postavilo na poziciju. Također su propisane i prekršajne odredbe u vidu novčanih kazni. Prema Zakonu o fiskalnoj odgovornosti novčanom kaznom u rasponu od 5.000,00 kuna do 25.000,00 kuna kaznit će se čelnika u sljedećim slučajevima:

1. „ako ne sastavi i dostavi Izjavu o fiskalnoj odgovornosti sukladno članku 7. stavcima 2., 3., 4., 5., 6., 7. i 8. ovoga Zakona
2. ako Ministarstvo financija, nadležna ministarstva i jedinice lokalne i područne (regionalne) samouprave prilikom provjere sadržaja Izjave o fiskalnoj odgovornosti iz članka 7. ovoga Zakona uoče da je dokumentacija temeljem koje se daje Izjava o fiskalnoj odgovornosti nevjerođostojna.“ (Zakon o fiskalnoj odgovornosti, članak 11.a, NN 139/10, 19/14).

Međutim, već se tu mogu primijetiti određeni nedostaci, odnosno moglo bi se reći kako su donositelji Zakona ili državni i drugi čelnici djelovali pri kreiranju istoga tako da, unatoč kršenju odredbi, prođu samo s novčanim kaznama koje nemaju utjecaj na negativne efekte lošeg upravljanja državnom imovinom. Rijetko će bilo koja vlast izići u javnost s podacima o nepoštivanju Zakona i imenima osoba koje ga se nisu pridržavale te će ih

samo novčano kazniti. Također je problem u tome što, i onda kada ih se barem novčano kazni, javnost ni s time neće biti upoznata. U Republici Hrvatskoj, prema Registru trgovačkih društava i drugih pravnih osoba obveznika davanja Izjave o fiskalnoj odgovornosti, ažuriranom 1. ožujka 2016. godine, navedenu izjavu treba dati 35 trgovačkih društava u državnom vlasništvu, 34 druge pravne osobe čiji je osnivač država te 669 trgovačkih društava i drugih pravnih osoba u vlasništvu jedinica lokalne i regionalne samouprave<sup>3</sup>. Poštuje li se fiskalna odgovornost u Republici Hrvatskoj te u kojoj mjeri prikazano je u nastavku rada kao najvažnija cjelina promatrane tematike. Prema članku 5., hrvatskoga Zakona o fiskalnoj odgovornosti – „Fiskalno pravilo“, postoji osnovno pravilo koje se mora ispuniti – *međugodišnja stopa rasta rashoda državnog, odnosno općeg proračuna ne smije biti veća od međugodišnje stope rasta procijenjenog bruto domaćeg proizvoda u tekućim cijenama*, a pod tim se podrazumijeva i sljedeće:

- međugodišnje smanjenje strukturnog salda mora iznositi najmanje 0,5% BDP-a
- manjak općeg proračuna ne smije biti veći od 3% bruto domaćeg proizvoda te javni dug ne smije biti veći od 60% bruto domaćeg proizvoda.

<b>Rashodi općeg proračuna (u 000 HRK)</b>	<b>2014.</b>	<b>2015.</b>
Rashodi proračuna opće države za izračun fiskalnoga pravila	144.631.561	139.441.278
Nominalni BDP koji je korišten prilikom izrade izmjena i dopuna državnog proračuna za 2014. godinu	328.430.545	332.696.790
<b>Međugodišnja stopa rasta rashoda (%)</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,6</b>
<b>Međugodišnja stopa rasta procijenjenog nominalnog BDP-a (%)</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,3</b>
Rashodi proračuna opće države za izračun fiskalnoga pravila	144.631.561	139.441.278
Ostvareni nominalni BDP	328.926.761	334.218.701
<b>Međugodišnja stopa rasta rashoda (%)</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,6</b>
<b>Međugodišnja stopa rasta ostvarenog nominalnog BDP-a(%)</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,8</b>
<b>ZADOVOLJENJE FISKALNOGA PRAVILA</b>	<b>NE</b>	<b>DA</b>

Tablica 9. Zadovoljenje fiskalnoga pravila u Republici Hrvatskoj

<sup>3</sup> Trgovačka društva, kao i pravne osobe kojima su isključivi vlasnici odnosno osnivači jedna ili više jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, obvezni su dati Izjavu i u slučaju da nisu navedeni u Registru. Isto vrijedi i za trgovačka društva te pravne osobe kojima je isključivi vlasnik, odnosno osnivač Republika Hrvatska.

Obzirom na činjenicu da je pravilo izmijenjeno te u prikazanom obliku doneseno 2014. godine, prema tome su i podaci u tablici 9. prikazani samo za 2014. i 2015. godinu. Sukladno podacima, vidljivo je da fiskalno pravilo u 2014. godini nije bilo zadovoljeno, dok je u 2015. godini ono ipak bilo zadovoljeno. Tijekom 2014. godine manji pad bilježili su rashodi nego projicirani nominalni BDP, ali i u odnosu na smanjenje ostvarenog nominalnog BDP-a. Prema tome je vidljivo kako fiskalno pravilo nije zadovoljeno jer su rashodi smanjeni za 0,1%, dok je BDP (u obje stavke) smanjen za 0,3%. Za razliku od 2014. godine, tijekom 2015. godine hrvatska vlast zadovoljila je osnovno fiskalno pravilo gdje je došlo do smanjivanja rashoda za 3,6%, dok je procijenjeni nominalni BDP porastao za 1,3%, odnosno ostvareni nominalni BDP porastao je za 1,8%. Međutim, bilo fiskalno pravilo zadovoljeno ili ne, potrebno je istražiti detaljnije djelovanje državnih vlasti, odnosno čelnika u skladu sa Zakonom o fiskalnoj odgovornosti. Sama ta činjenica ukazuje na postojanje fiskalne neodgovornosti. Primjeri očite fiskalne neodgovornosti državne vlasti u Republici Hrvatskoj ili lošeg upravljanja u vidu provođenja financijskih aktivnosti u ovome segmentu uočljivi su kod: rashoda za zaposlene i nagomilanih obrazaca kolektivnih ugovora, subvencija i bespovratnih sredstava prema poduzećima privatnog i javnog sektora, evidencije mirovina i nejasne mirovinske politike, javne nabave, loših investicijskih aktivnosti poduzeća javnog sektora te fleksibilnih okvira stečajnih i predstečajnih aktivnosti.

### 3. Zaključak

Državna imovina i upravljanje državnom imovinom sa stajališta izučavanja funkcija i aktivnosti države predstavljaju jedno od važnijih gospodarskih i ekonomskih pitanja. Dosadašnja politika upravljanja državnom imovinom nekoordinirana je i ne postoji suglasje između strateških smjernica i učinaka upravljanja državnom imovinom sukladno planiranju i ostvarivanju financijskih koristi koje država može imati sa stajališta financijskih perspektiva i pozitivnih učinaka na fiskalnu politiku. Aktivnosti upravljanja državnom imovinom najčešće su usmjerene na sanacijske aktivnosti, od raznih oblika pomoći do otpisa potraživanja, što se iz godinu u godinu ponavlja i zaključno ne predstavlja rješenje koje bi bilo korisno, niti za državu niti za poduzeće ili neki drugi oblik imovine u vlasništvu države. Neuspješno upravljanje državnom imovinom nije utvrđeno određenim oblicima odgovornosti ili evaluacijskim kriterijima, pa su procjene odluka oko upravljanja poduzećima ili provedenim pojedinim privatizacijskim postupcima u vidu analiza i fiskalnih učinaka prepuštene političkim analizama i prosudbama. Odgovornosti oko odluka u segmentu aktivnosti upravljanja državnom imovinom su nejasne i ne definiraju kazne ili nagrade, pri čemu je teško napraviti slojevitiju analizu

iskoristivosti potencijala državne imovine. Uvođenjem Zakona o fiskalnoj odgovornosti pokušalo se utjecati na racionalnije korištenje sredstava te učinkovitije i kvalitetnije funkcioniranje financijskog upravljanja glede korištenja proračunskog novca. Fiskalna odgovornost koja determinira ulogu menadžera koji upravljaju subjektima državne imovine ili su odabrani političkim putem i upravljaju na lokalnoj, regionalnoj i državnoj razini vlasti, predstavlja daljnji razvoj društvene odgovornosti, koji treba dodatno nadograđivati u skladu s financijskim rezultatima i kroz evaluaciju učinaka i utjecaja na proračunske prihode ili uštede. Fiskalna odgovornost nije samo vezana uz kažnjavanje ili nagrađivanje pojedinaca, nego bi se trebala povezati s kapacitetima državne imovine i iskoristivošću istih, neovisno o tome bila ona privatizirana, dana u koncesiju ili se njome upravlja kroz državno vlasništvo. Uštede ostvarene kroz dosadašnje pomoći, subvencije ili vidove kratkoročnih pozajmica predstavljaju značajno opterećenje u strukturi rashoda proračuna te ovu stavku treba planirati u sljedećoj višegodišnjoj proračunskoj projekciji racionalizacije javnih rashoda u smislu ušteta. Zakonski okvir fiskalne odgovornosti treba proširiti te je području upravljanja državnom imovinom nužno pristupiti ozbiljnije i bolje koordinirati sve razine vlasti radi brže i konkretnije aktivnosti, obzirom da je tržište splet prilika i mogućnosti u određenom trenutku. Daljnje preporuke su usmjerene na: poboljšavanje kvalitete menadžerskih potencijala, povezivanje i primjenu realnijih strateških smjernica fiskalnih politika u segmentu upravljanja državnom imovinom, bolju pripremu državnih poduzeća i ostalih oblika imovine za prodaju ili određene oblike javno-privatnog odnosa sa stajališta investicijskih projekata te osnaživanje regulatornog okvira fiskalne odgovornosti kroz upravljanje državnom i imovinom, a ne samo fokusa usmjerenog na odgovornosti subjekata koji upravljaju državnom imovinom.



## Literatura:

- Barać, M., (2012): Obilježja i specifičnosti državnog proračuna Republike Hrvatske i proračuna Europske unije, *Pravni vjesnik*, 28 (1), str. 206-223.
- Gavez, H., (2009): Odgovornost lokalnih službenika i namještenika za teške povrede službene odnosno radne dužnosti, *Hrvatska i komparativna javna uprava*, 9(2.), str. 341-353.
- Jakir-Bajo, I., Maletić, I., (2011), Sadržaj, značenje i primjena Zakona o fiskalnoj odgovornosti, *Javne financije*, 1/2011, str. 35-45.
- Jurlina Alibegović, D., (2007), Strateško planiranje i programski proračun: put do razvojnih rezultata na lokalnoj i regionalnoj razini?, *Hrvatska i komparativna javna uprava*, 7(2), str. 395-420.
- Knezić, Ž., (2013), Postupanje i izvješćivanje o nepravilnostima u upravljanju sredstvima proračuna, proračunskih i izvanproračunskih korisnika, <http://slidegur.com/doc/1156458/%C5%BEeljka-knezi%C4%87---udruga-gradova>, (pregledano 10. 11. 2016.)
- Kožar Perez, K., (2012), Fiskalna odgovornost korisnika državnog proračuna, *Zbornik veleučilišta u Karlovcu*, 2(1), str. 137-143.
- Petrović, S., Šonje, V., (2016), Je li privatizacija državnih poduzeća nužan uvjet njihovog uspješnog poslovanja u Hrvatskoj?, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 25 (1(138)), str. 37-88.
- Vizek, M., (2015), Poslovanje javnih poduzeća i njihov značaj za ekonomsku aktivnost u RH, [http://www.manjiporezi.hr/wp-content/uploads/2015/03/Prezentacija\\_Lipa\\_5\\_3\\_2015.pptx](http://www.manjiporezi.hr/wp-content/uploads/2015/03/Prezentacija_Lipa_5_3_2015.pptx), (pregledano 8. 11. 2016.)
- Zakon o fiskalnoj odgovornosti, <http://www.zakon.hr/z/425/Zakon-o-fiskalnoj-odgovornosti>, (pregledano 15. 11. 2016.)



doc. dr. sc. Iris Lončar  
Odjel za ekonomiju i poslovnu ekonomiju Sveučilišta u Dubrovniku  
E-mail: iris.loncar@unidu.hr

mr. sc. Zrinka Golemac, asistentica  
Odjel za ekonomiju i poslovnu ekonomiju Sveučilišta u Dubrovniku  
E-mail: zrinka.golemac@unidu.hr

Ana Arapović, studentica  
Odjel za ekonomiju i poslovnu ekonomiju Sveučilišta u Dubrovniku  
E-mail: arapovic.ana91@gmail.com

## **REZULTIRA LI SREDNJOŠKOLSKO OBRAZOVANJE ZADOVOLJAVAJUĆOM RAZINOM FINACIJSKOG ZNAJANJA?**

### **SAŽETAK**

Financijska pismenost, koja implicira financijska znanja, sposobnosti, vještine, te iz toga proizlazeća ponašanja, primarno se razvija redovitim obrazovanjem, te je u prvom redu utemeljena na znanjima usvojenima tijekom obrazovnih procesa. Ista se potom nadograđuje suočavanjem s financijskim izazovima života i profesionalnim napredovanjima pojedinaca, no često je ta nadogradnja popraćena nepotrebnim pogreškama i problemima koji su posljedica nepostojanja nužnog, formalno stečenog predznanja. Cilj ovoga rada je ispitati pruža li postojeći srednjoškolski obrazovni sustav u Hrvatskoj potrebnu ili barem osnovnu razinu financijskog znanja učenicima kako bi na temelju toga znanja mogli odgovorno upravljati financijama i donositi kvalitetne financijske odluke. U tu svrhu je koncipiran anketni upitnik koji je strukturiran u suglasju s najboljom međunarodnom praksom. Pomoću njega je provedeno empirijsko istraživanje realne razine financijskog znanja skupa od 4.601 srednjoškolca iz Dubrovačko-neretvanske županije. Odgovarajućim statističkim metodama analizirani su prikupljeni podaci te je utvrđena zabrinjavajuće niska razina financijskog znanja anketirane populacije. Dobivena slika financijskog (ne)znanja kongruentna je s utvrđenim globalnim trendovima i ukazuje na nužnost jačanja financijskog znanja i financijske pismenosti mladih, i to prvenstveno uključivanjem ekonomskih/financijskih sadržaja u srednjoškolske nastavne programe čime bi se učenici osposobili za uključivanje u sve kompleksnije globalne ekonomske i financijske tokove.

**Ključne riječi:** obrazovanje, financijsko znanje, srednjoškolci, empirijsko istraživanje

**JEL klasifikacija:** A21, D12, D14

## 1. Uvod

Tematika financijskog znanja u užem, odnosno financijske pismenosti u širem smislu, postala je predmetom sveopćeg interesa tek tijekom nedavne globalne financijske krize, i to uslijed ekstremne neizvjesnosti koja je zavlдалa u svim sferama gospodarskog i društvenog života. Naime, globalne društveno-gospodarske mijene uzrokovale su spoznavanje važnosti financijske pismenosti kako u razvijenim, tako i u onim manje razvijenim zemljama. Postalo je razvidno da su upravo razina financijskog znanja svakog pojedinca, te na tom temelju uspostavljeni stavovi vezani uz financijska pitanja i posljedična ponašanja, osnovni prediktori kvalitetnijeg života pojedinaca i relevantan čimbenik u oblikovanju gospodarskih kretanja i usmjeravanju gospodarskog razvitka u nacionalnim razmjerima. Sposobnost pojedinaca da donose odgovorne financijske odluke pozitivno je korelirana s učinkovitom raspodjelom financijskih resursa i sa stupnjem financijske stabilnosti gospodarstava (Lončar i Golemac, 2015, str.148). Istaknutoj važnosti financijske pismenosti u prilog govore i postojeća istraživanja aktualnih gospodarskih kretanja čiji rezultati ukazuju na činjenicu da je nedovoljna financijska pismenost stanovništva bila jedan od neposrednih okidača financijske krize, osobito u Sjedinjenim Američkim Državama (Chlouba, Šimková-Němcová, 2011, str. 371).

Odsutnost primjerenih aktivnosti, ne samo od strane pojedinaca suočenih s financijskom nesigurnošću i potrebom njezinog prevladavanja, već i nacionalnih i međunarodnih financijskih regulatornih tijela ili institucija koje bi mogle i trebale biti nositelji financijskog opismenjavanja, rezultirali su izuzetnom ranjivošću i nesnalaženjem pojedinaca, kao i cjelokupnih gospodarstava u odnosu na kriznu situaciju s kojom su bili suočeni. U kontekstu prevladavanja novonastalih uvjeta postignut je opći konsenzus svih meritornih aktera: znanstvene zajednice, vlada, Svjetske banke, OECD-a i ostalih institucija da je nužno poduzeti sveobuhvatne mjere koje bi ojačale osviještenost o važnosti financijskog znanja te kontinuirano unaprjeđivale financijsku pismenost počevši od najranije dobi.

Poseban naglasak stavljen je na populaciju mladih, posebice populaciju srednjoškolaca koja se nalazi na prijelazu iz položaja potpune financijske ovisnosti prema djelomičnoj ili potpunoj financijskoj autonomiji. Riječ je o populaciji koja će se u bliskoj budućnosti intenzivno suočavati s financijskim obvezama i sve sofisticiranijim financijskim proizvodima i uslugama, a uspješnost u rješavanju njihovih financijskih dvojbi i/ili poteškoća ovisit će prvenstveno o financijskom znanju koje su stekli tijekom prethodnog obrazovanja, obzirom da ne posjeduju životno i poslovno iskustvo koje bi im pomoglo u kreiranju financijskih stavova i ponašanja.

Budući su odgojno-obrazovni procesi prepoznati kao odlučujuća odrednica financijskog znanja mladih, cilj ovoga rada bio je istražiti rezultira

li postojeći sustav srednjoškolskog obrazovanja u Republici Hrvatskoj zadovoljavajućom razinom financijskog znanja učenika. Rad je konceptijski podijeljen u tri dijela. U prvome dijelu se teorijski određuju pojmovi financijskog znanja i financijske pismenosti mladih. Potom se ukratko iznose zaključci relevantnih znanstvenih istraživanja o pojedinim aspektima povezanosti i međuovisnosti financijskog znanja i obrazovnih procesa. U trećem se dijelu rada prezentiraju rezultati provedenoga empirijskoga istraživanja o financijskom znanju populacije srednjoškolaca Dubrovačko-neretvanske županije. Osim što se želi ukazati na nužnost kontinuirane edukacije sukladno recentnim trendovima, u zaključnom dijelu će se sugerirati smjernice za unaprjeđenje i modernizaciju sustava srednjoškolskog obrazovanja, što bi trebalo doprinijeti rastu njegove učinkovitosti.

## 2. Definiranje koncepta financijskog znanja srednjoškolaca

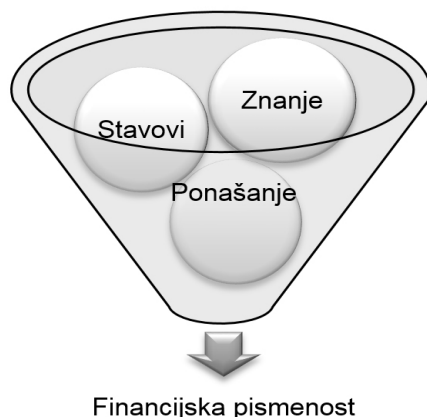
Usprkos činjenici da je fenomen financijske (ne)pismenosti i financijskog (ne)znanja postao središnja tema znanstvene i stručne javnosti pri razmatranju financijskih problema tek početkom ovoga stoljeća, do danas su se pojavile brojne nejasnoće, jer se pojmovi financijska pismenost, financijsko znanje i financijska edukacija često upotrebljavaju kao istoznačnice, kako u literaturi, tako i u brojnim medijima (Huston, 2010, str. 296). Različiti autori (Hilgert-Hogarth-Beverly (2003), FINRA (2003), Moore (2003), NCEE (2005), Mandell (2008), Lusardi-Mitchell (2007), Lusardi-Tufano (2008), ANZ Banking Group (2008), Lusardi (2008)) pokušavaju unutar svojih pristupa što preciznije konceptualizirati ove pojmove te dimenzionirati njihove sastavne elemente.

Temeljem postojećih, različitih platformi promatranja, i iz njih proizašlog širokog spektra definicija, iskristalizirao se zajednički okvir prema kojemu je financijska pismenost određena kao najširi pojam koji uključuje tri temeljne komponente: znanje, ponašanje i stavove (slika 1). Istaknute tri komponente mogu se pobliže definirati na sljedeći način:

- dimenzija financijskog znanja uključuje stečena znanja o temeljnim financijskim konceptima
- dimenzija financijskih stavova implicira odnose prema određenim financijskim temama
- dimenzija financijskog ponašanja odnosi se na načine na koje se pojedinci ponašaju u odnosu prema financijskim pitanjima.

Promatraju li se različite populacije stanovništva, uočiti će se i različit naglasak koji pojedina sastavnica u okviru financijske pismenosti ostvaruje, tj. različitost ostvarenih kombinacija. U slučaju populacije srednjoškolaca bitna odrednica definicije je nepostojanje ili barem pretežiti izostanak di-

menzije primjene stečenih znanja u konkretnim financijskim situacijama, pa je u tom slučaju opravdano i prihvatljivo izjednačavanje pojmova financijskog znanja i financijske pismenosti. No, općenito se može zaključiti da je upravo simultanost i koherentnost djelovanja sve tri sastavnice osnovni preduvjet za donošenje informiranih i utemeljenih financijskih odluka od strane pojedinaca.



Slika 1. Koncept financijske pismenosti

Nakon provedene deskriptivne analize pojma financijske pismenosti, induktivnom se metodom, provedenom na temelju doprinosa proučavanja različitih autora, kao zaključak otvara pitanje financijskog obrazovanja kao temeljne pretpostavke posjedovanja financijskog znanja. Financijsko obrazovanje definira se kao proces tijekom kojeg potrošači/investitori unaprijeđuju svoje razumijevanje financijskih proizvoda i koncepata; te s pomoću informacija, naputaka i/ili objektivnih savjeta stječu sposobnost i samopouzdanje da postanu svjesni financijskih rizika i mogućnosti, da donose informirane odluke, da znaju gdje se obratiti za pomoć te da poduzimaju učinkovite aktivnosti za poboljšanje financijskog blagostanja (OECD, 2005, str.13). Definicijom se naglašava nužnost uspostave financijskog obrazovanja te posebno apostrofiraju potreba mjerenja financijske pismenosti. Stoga ona predstavlja polazište temeljem kojeg OECD *International Network of Financial Education* (OECD INFE) definira financijsku pismenost kao kombinaciju svijesti, znanja, vještina, stavova i ponašanja nužnih za donošenje razumnih odluka, a u konačnici za postizanje individualnog financijskog blagostanja (OECD INFE, 2011, str.3).

Međutim, isto kao što postoje različite definicije pojmova financijske pismenosti i znanja, ne postoji ni jedinstvena metoda mjerenja stupnja pismenosti i znanja (Lončar i Golemac, 2014, str.150). U nastavku će stoga biti prezentirani najznačajniji pristupi i njima polučeni rezultati do kojih se došlo analiziranjem razine financijske pismenosti / financijskog znanja srednjoškolaca.

### 3. Temeljna obilježja postojećih istraživanja

Teorijski je dokazano da je razina financijskog znanja mlađih osoba samo dijelom korelirana sa socijalnim porijeklom i mikrodrštvenim odrednicama života svakog pojedinca, dok je ipak u najvećoj mjeri predodređena kvalitetom obrazovnog sustava. Međutim, empirijska istraživanja pokazuju da obrazovni sustavi ne pružaju mladima dostatne mogućnosti stjecanja prijeko potrebnih znanja i vještina za njihovu kvalitetnu socijalnu uključenost. U okviru istaknutoga problema konstatirano je da se u globalnim razmjerima kroz srednjoškolske, ali i kroz nastavne planove i programe ostalih razina obrazovanja, ne podržavaju izgradnja i unaprjeđenje financijskih kompetencija učenika. Primjerice, Bowen (2002) je temeljem istraživanja provedenog 1993. godine na Sveučilištu u Pennsylvaniji uočio da 84% ispitanih srednjoškolaca nije educirano o financijskim pitanjima, tj. da teme vezane uz osobne financije i novac nisu obuhvaćene sadržajem nijednog kolegija tijekom njihovog obrazovanja. Obzirom na tu činjenicu, nije iznenadio ni ostvareni rezultat procjene njihovog znanja o upravljanju novcem. Naime, ispitan je uzorak od 64 nadarena i od strane profesora preporučena srednjoškolca pomoću upitnika koncipiranoga na bazi 19 pitanja zatvorenog tipa s mogućnošću odabira između unaprijed definiranog popisa ponuđenih odgovora. Većina (87%) ih je točno odgovorila na pitanja vezana uz raspolaganje neto dohotkom, dok su u ostale financijske teme obuhvaćene pitanjima bili potpuno neupućeni. Samo je 3% ispitanika znalo točno odgovoriti na pitanje vezano uz neovlašteno korištenje kreditnim karticama, tek 10% ih je bilo u mogućnosti točno identificirati financijske troškove, a 22% nije moglo raspoznati osnovne načine koji im stoje na raspolaganju za smanjenje troškova osiguranja. Najviše zabrinjava podatak da 28% ispitanih srednjoškolaca ne poznaje koncept godišnje kamatne stope ni u kreditiranju, kao ni u kontekstu investiranja.

Do sličnih se rezultata došlo i u ostalim istraživanjima. Jump\$tart Coalition je u razdoblju od 1997. do 2006. g. svake druge godine provodio opsežnu nacionalnu anketu za mjerenje financijske pismenosti mladih Amerikanaca koja je uključivala srednjoškolce i maturante, a od 2008. godine i studente. Upravo je istraživanje iz 2008. godine bilo i najopsežnije te je obuhvatilo rekordan broj od 6.856 srednjoškolaca. Ono se temeljilo na Mandellovom anketnom upitniku kojim se propitivalo šest aspekata financijske pismenosti: financijska odgovornost pri donošenju odluka, stjecanje dohotka kroz razvoj karijere, financijsko planiranje i upravljanje novcem, servisiranje kredita i ostalih oblika dugova, upravljanje rizikom i osiguranjem te odluke o štednji i ulaganjima. Kao granica između financijske nepismenosti i pismenosti u izvještaju Jump\$tart-a postavljen je rezultat od 60% točnih odgovora, dok je Mandell (2008) ovu granicu podigao na 75%. Međutim, rezultati istraživanja su ukazali na

alarmantnu situaciju, obzirom da je prosječna razina financijske pismenosti mladih iznosila ispod 50 posto, što je ujedno bila i najniža zabilježena razina otkada se provodi ovo istraživanje.

Paralelno s prethodnim, istraživanje koje su proveli Danes i Haberman (2007) na uzorku od 5.329 učenika ukazalo je na pozitivan učinak financijske edukacije na razinu financijskog znanja. Premda to nije bila inicirana namjera provedbe ovoga istraživanja, već je u fokusu bilo spoznavanje razlike u financijskom znanju i ponašanju između različitih spolova, istraživanjem se došlo do zanimljivih zaključaka. Na četiri postavljena pitanja o financijskom znanju (kupnja na kredit, ugovaranje osiguranja, investiranje u vrijednosne papire te razlikovanje potreba i želja) svi su učenici odgovorili lošije prije provedene edukacije nego nakon nje, što dovoljno govori u prilog pozitivnom utjecaju koji obrazovni procesi imaju na poboljšanje financijskog znanja. Naravno, kao idealno rješenje je sugerirano da se znanja stečena u školama proširuju i konstruktivnim razgovorom unutar obitelji, ali primarno je ipak istaknuta uloga škola kao optimalnih, institucionalnih edukatora.

Situacija u Hrvatskoj je podjednako loša. Centar *Programme for International Student Assessment* (PISA) je u suradnji s OECD-om 2012. godine prvi put proveo testiranje financijske pismenosti na uzorku sastavljenom od 1.145 petnaestogodišnjaka iz 163 srednje škole. Njihova pismenost procjenjivana je kroz ispitivanje poznavanja instrumenata plaćanja te stavova i ponašanja prema štednji i trošenju. Ostvareni rezultati svrstali su hrvatske srednjoškolce na 14. mjesto na ukupnoj skali financijske pismenosti. Detaljnija analiza rezultata ukazala je na ekstremnu polarizaciju: 15,5% srednjoškolaca nije uspjelo dosegnuti ni razinu 2 na cjelokupnoj skali od pet razina znanja i kompetencija, a nešto više od 10% ostvarilo je najvišu razinu financijske pismenosti – razinu 5. Uočeni problem nejednakih obrazovnih postignuća pripisuje se djelovanju socijalnih, društvenih i/ili kulturnih čimbenika koji predodređuju različite mogućnosti pristupa obrazovanju te izostanku formalne financijske edukacije. Sumirajući rezultate istraživanja Braš Roth i suautori (2014) ističu da su hrvatski srednjoškolci općenito na niskoj razini financijske pismenosti, a Hrvatsku svrstavaju u skupinu zemalja sa statistički značajno nižim rezultatom od prosjeka zemalja OECD-a obuhvaćenih istraživanjem.

#### **4. Analiza razine financijskog znanja srednjoškolaca**

Nakon sistematizacije i prezentiranja spoznaja proizašlih iz postojećih, uglavnom inozemnih istraživanja fenomena financijskog znanja i financijske pismenosti, pristupilo se empirijskom istraživanju. Cilj istraživanja je bio, uz pomoć znanstvenih metoda, prikupiti podatke i njihovom analizom spoznati razinu financijskog znanja populacije srednjoškolaca te



izvesti znanstveno utemeljen zaključak o (ne)adekvatnosti postojećeg srednjoškolskog sustava u Hrvatskoj s aspekta stjecanja kompetencija neophodnih za suočavanje s financijskim izazovima svakodnevnog života. U nastavku su prezentirani detalji istraživanja i rezultati analize prikupljenih podataka.

#### 4.1. Definiranje skupa i metode istraživanja

Populaciju obuhvaćenu istraživanjem razine financijskog znanja sačinjavali su učenici uključeni u srednjoškolsko obrazovanje na području Dubrovačko-neretvanske županije. Riječ je o konačnom i realnom statističkom skupu koji je pojmovno, prostorno i vremenski definiran. Prema službenim podacima Upravnog odjela za obrazovanje, kulturu, znanost i šport Dubrovačko-neretvanske županije on je u školskoj 2014./2015. godini brojio 5.473 srednjoškolca. Prema službenom popisu postojećih srednjih škola u Republici Hrvatskoj (*Narodne novine*, 70/11.) na području Dubrovačko-neretvanske županije djeluje šesnaest srednjih škola, i to:

1. Biskupijska klasična gimnazija Ruđera Boškovića – Dubrovnik
2. Dubrovačka privatna gimnazija – Dubrovnik
3. Ekonomska i trgovačka škola Dubrovnik – Dubrovnik
4. Gimnazija Dubrovnik – Dubrovnik
5. Gimnazija Metković – Metković
6. Medicinska škola Dubrovnik – Dubrovnik
7. Obrtnička i tehnička škola Dubrovnik – Dubrovnik
8. Pomorsko-tehnička škola Dubrovnik – Dubrovnik
9. Srednja poljoprivredna i tehnička škola Opuzen – Opuzen
10. Srednja škola Blato – Blato
11. Srednja škola fra Andrije Kačića Miošića – Ploče
12. Srednja škola Metković – Metković
13. Srednja škola Petra Šegedina – Korčula
14. Srednja škola Vela Luka – Vela Luka
15. Turistička i ugostiteljska škola Dubrovnik – Dubrovnik
16. Umjetnička škola Luke Sorkočevića – Dubrovnik

te su učenici svih škola bili obuhvaćeni istraživanjem. Kako bi se izbjegle mogućnosti pogrešaka do kojih bi moglo doći uzorkovanjem (*sampling error*), odlučeno je da se, usprkos relativno velikom opsegu osnovnoga statističkoga skupa obuhvaćenoga istraživanjem i zahtjevnosti istraživanja koja iz toga proizlazi, prikupe podaci o svim jedinicama skupa. Poželjnost upravo ovakvog istraživanja zbog njegove maksimalne točnosti i izbjegavanja svake vrste pristranosti ističe Šošić (2004, str. 189).

Istraživanje je provedeno pomoću primarnih podataka prikupljenih anketnim upitnikom. Upitnik su konstruirale autorice temeljem teorijskih spoznaja, zaključaka postojećih, uglavnom inozemnih istraživanja, te osobnih iskustava u financijskoj edukaciji studenata. On se sastojao od dva dijela:

- prvog dijela s otvorenim pitanjima koja su bila postavljena kako bi se spoznala socio-demografska obilježja ispitanika te
- drugog dijela sa zatvorenim pitanjima koja nude mogućnost odabira jednoga s popisa ponuđenih odgovora kako bi se spoznala razina financijskog znanja ispitanika.

Za opisnu analizu srednjoškolaca korišteni su demografski pokazatelji: dob, spol, razred i obrazovni program. Drugi, fundamentalni dio upitnika strukturiran je prema OECD INFE upitniku (2011) i sastojao se od osam pitanja. U svakom je pitanju, osim jednog točnog i jednog ili više netočnih odgovora, ponuđena i opcija „ne znam“. Pri sastavljanju upitnika vodilo se računa o prostornim i vremenskim odrednicama životnog okruženja srednjoškolaca, pa su izvršene određene prilagodbe u pitanjima u odnosu na originalni OECD INFE upitnik. Pritom se posebna pažnja posvetila stvarnim mogućnostima ispitanika, njihovom pomanjkanju praktičnog iskustva u donošenju financijskih odluka i provedbi financijskih transakcija, a nije se zanemarila i zamijećena nedovoljna informiranost populacije mladih o pojedinim financijskim temama. Sukladno istaknutom, a s ciljem izbjegavanja situacija izostanka odgovora, tj. dobivanja pseudoodgovora, postavljena pitanja su sadržajno oblikovana u skladu s očekivanom (realnom) razinom poznavanja istaknute problematike od strane odabrane populacije. Osam postavljenih pitanja je grupirano u četiri kategorije:

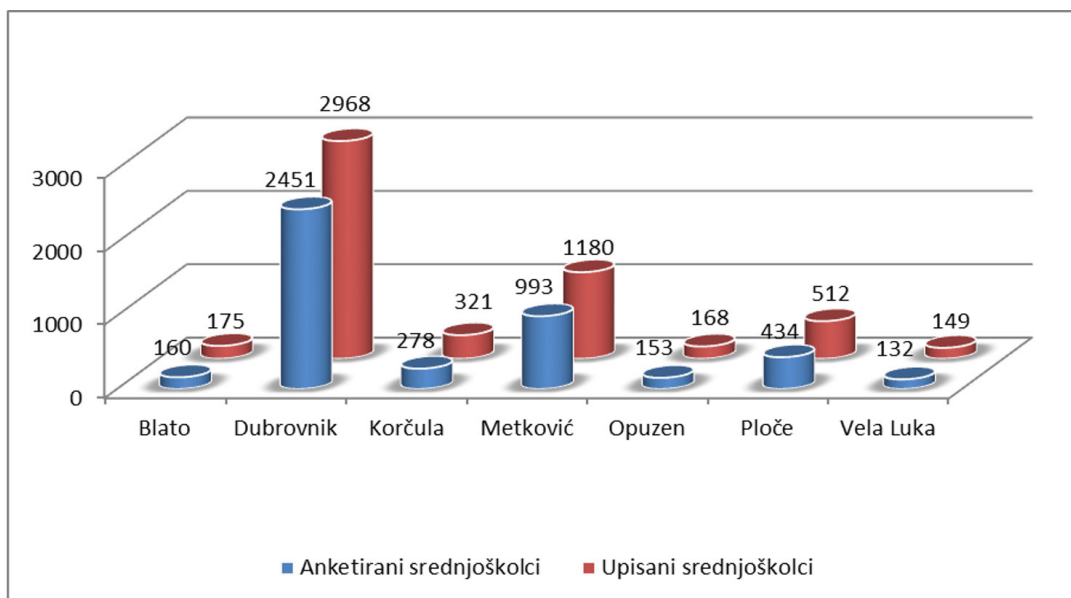
- pitanja o vremenskoj vrijednosti novca, jednostavnom i složenom ukamaćivanju
- pitanja o utjecaju inflatornih kretanja na financijske kategorije
- pitanja o utjecaju rizika na investiranje financijskih sredstava i
- pitanja o deviznom tečaju.

#### 4.2. Obilježja ispitanika iz odabrane populacije

Empirijsko istraživanje financijskog znanja srednjoškolaca iz Dubrovačko-neretvanske županije provedeno je u razdoblju od listopada 2014. do svibnja 2015. godine. Osnovni skup obuhvaćen anketiranjem sastojao se od 5.473 srednjoškolca, dok je u obradu uključen 4.601 pravilno popunjeni upitnik (84% cjelokupnoga skupa). Do odstupanja je došlo uslijed izostanka dijela učenika s nastave u vremenu provođenja anketiranja, odnosno zbog ništavnosti dijela prikupljenih upitnika koji nisu udovoljavali postavljenim kriterijima pa nisu ušli u obradu. Prikupljeni podaci

obrađeni su pomoću statističkog programskog paketa IBM SPSS Statistics (verzija 21.0).

Analizom prostorne strukture ispitivane populacije uočava se da prevladavaju srednjoškolci iz Dubrovnika (53,3%), što odgovara strukturi mreže lokacija srednjih škola Dubrovačko-neretvanske županije prema kojoj u gradu Dubrovniku djeluje 56% ukupnoga broja srednjih škola. Detalji prostorne distribucije i disperzije anketiranih srednjoškolaca prikazani su grafikonom 1.



**Grafikon 1.** Struktura srednjoškolaca prema prostornom obuhvatu  
Izvor: izradile autorice prema podacima iz empirijskoga istraživanja

Ostala demografska obilježja ispitanika prikazana su u tablici 1. U anketiranoj populaciji podjednaki je udjel srednjoškolki (51%) i srednjoškolaca (49%). Najveći je udio učenika strukovnih četvorogodišnjih srednjih škola (49%), dok je udio učenika koji pohađaju umjetničku srednju školu svega 1%.

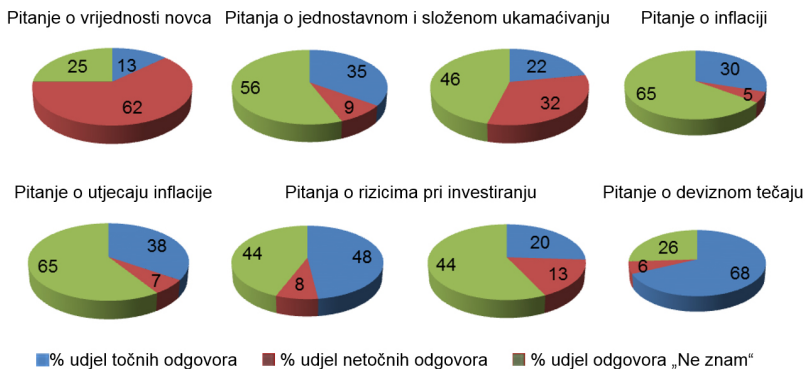
Struktura učenika po razredima srednjih škola je uravnotežena. Naime, po 25-27% ukupnog broja učenika pohađa prve, druge i treće razrede, dok je udio učenika u četvrtim razredima nešto niži (22%), što je i logično obzirom da oko 17% od ukupnog broja srednjoškolaca pohađa strukovne škole u kojima se obrazovni proces okončava završetkom trećeg razreda.

DEMOGRAFSKA OBILJEŽJA ISPITANIKA		FREKVENCIJA (N)	UDIO (%)
SPOL	ženski	2.340	51
	muški	2.261	49
	<b>UKUPNO</b>	<b>4.601</b>	<b>100</b>
SREDNJOŠKOLSKI OBRAZOVNI PROGRAM	gimnazija	1.520	17
	strukovna trogodišnja škola	769	49
	strukovna četvorogodišnja škola	2.245	1
	umjetnička škola	67	33
	<b>UKUPNO</b>	<b>4.601</b>	<b>100</b>
RAZRED SREDNJE ŠKOLE	prvi razred	1.161	25
	drugi razred	1.231	27
	treći razred	1.185	26
	četvrti razred <sup>1</sup>	1.024	22
	<b>UKUPNO</b>	<b>4.601</b>	<b>100</b>

**Tablica 1.** Demografska obilježja srednjoškolaca  
Izvor: podaci iz empirijskoga istraživanja

### 4.3. Rezultati istraživanja

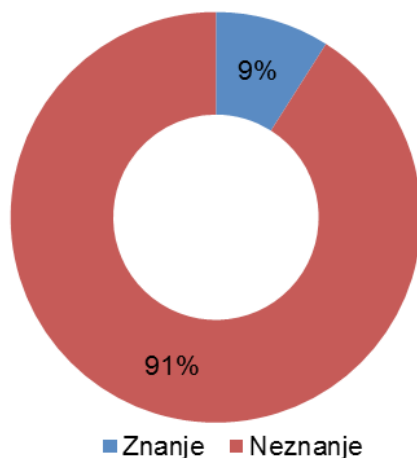
Neovisno o odabranom profesionalnom usmjerenju, budućem poslu ili mjestu života, financijska znanja, kao nužan preduvjet kvalitetnih financijskih odluka i ponašanja, prije ili kasnije postat će temeljni dio života svakog pojedinca. Kako značajan dio učenika već po završetku srednjoškolskog obrazovanja ulazi u „stvarni svijet“ u kojemu se susreće s problemima stjecanja i upravljanja novcem, neophodno je da bude educiran za savjesno i optimalno vođenje osobnih financija. Stoga se, nakon uvida u demografske karakteristike srednjoškolaca, pristupilo ispitivanju njihovog stečenog financijskog znanja. Dobiveni rezultati su prikazani na grafikonu 2.



**Grafikon 2.** Financijsko znanje srednjoškolaca prema tematskim cjelinama  
Izvor: izradile autorice prema podacima iz empirijskoga istraživanja

<sup>1</sup> Prema strukovnom kurikulumu za stjecanje kvalifikacije medicinska sestra / tehničar opće njege predviđeno trajanje srednjoškolskog obrazovanja je pet godina (MZOS, 2011). Budući je riječ o samo jednom razrednom odjeljenju, u nastavku istraživanja i pri interpretaciji rezultata, podaci o tim učenicima objedinjeni su s podacima dobivenima ispitivanjem učenika četvrtih razreda srednjih škola.

Može se uočiti da je najlošiji rezultat zabilježen na prvom pitanju. Naime, svega 13% anketiranih srednjoškolaca poznaje temeljni financijski koncept vremenske vrijednosti novca. Najbolji rezultat srednjoškolci su pokazali na pitanju kojim je razmatrana tematika deviznih tečajeva gdje je točan odgovor ponudilo čak 68% anketiranih srednjoškolaca. Čak 65% anketiranih srednjoškolaca izjasnilo se da ne zna odgovoriti na pitanja koja tretiraju tematiku inflatornih kretanja. Povrh toga, zabrinjava činjenica da i u slučaju osnovnih financijskih pitanja, poput izračuna jednostavnih i složenih kamata, te diversifikacije ulaganja u cilju smanjenja rizika, u prosjeku 50% ispitane populacije ne zna odabrati točan odgovor



**Grafikon 3.** Sveukupno financijsko znanje srednjoškolaca

Izvor: izradile autorice prema podacima iz empirijskoga istraživanja

Sukladno preuzetoj OECD-ovoj metodologiji, financijsko znanje ocijenjeno je temeljem prebrojavanja i sumiranja točnih odgovora na postavljena pitanja. Zadovoljavajućom razinom znanja smatrala se ona koja je implicirala šest ili više točnih odgovora na postavljena pitanja. Kao zabrinjavajući rezultat provedenoga istraživanja utvrđeno je da samo 9% anketiranih srednjoškolaca posjeduje osnovno znanje i spoznaje o ključnim financijskim konceptima. Dakle, samo je 421 srednjoškolac točno odgovorio na šest ili više postavljenih pitanja (grafikon 3.).

Distribucija ukupno ostvarenih točnih/netočnih odgovora obzirom na razred srednje škole koji učenici pohađaju prikazana je tablicom 2.

RAZRED SREDNJE ŠKOLE	1.	2.	3.	4.
UDIO UČENIKA KOJI POSJEDUJU ZADOVOLJAVAJUĆE FINACIJSKO ZNANJE	6%	8%	10%	13%

**Tablica 2.** Distribucija točnih odgovora obzirom na razred srednje škole

Izvor: podaci iz empirijskoga istraživanja

Iz podataka prikazanih u tablici koji su dobiveni deskriptivnim statističkim prikazivanjem odabranih kategorija moglo bi se zaključiti da je prelazak na višu razinu školovanja praćen povećanjem razine financijskog znanja. No, znajući da obrazovni programi uglavnom ne uključuju financijske kolegije, niti se bave izučavanjima financijskih tema, produbljena je analiza kroz ispitivanje postojanja korelacije između dosegnute razine obrazovanja i razine stečenog financijskog znanja. Stoga je temeljem podataka izračunan Spearmanov koeficijent korelacije, a rezultati izračuna prikazani su u tablici 3.

Izračunati pokazatelji govore u prilog tvrdnji da pri razini signifikantnosti od 10% postoji **slaba** pozitivna veza između razreda srednje škole koji učenici pohađaju i razine njihovog financijskog znanja. Međutim, postoji otvoreno pitanje postojanja tzv. „skrivenih varijable“ (obiteljske financijske situacije ili sl.) koju bi također trebalo staviti u odnos s promatrane dvije kako bi se ispravno protumačio uzročno-posljedični odnos, no ona u ovoj fazi istraživanja nije uključena i ispitivana.

			Ukupno znanje
<i>Spearman's rho</i>	Razred srednje škole	<i>Correlation Coefficient</i>	,083
		<i>Sig. (2-tailed)</i>	,000
		N	4601

**Tablica 3.** Koeficijent korelacije između razine srednjoškolskog obrazovanja i razine financijskog znanja

Izvor: izračun autorica prema podacima iz empirijskoga istraživanja

Zaključci doneseni temeljem rezultata istraživanja kongruentni su sa zaključcima proizašlim iz relevantnih nacionalnih i međunarodnih istraživanja istovrsnih ciljanih skupina. Primjerice, istraživanje Hrvatske narodne banke (HNB-a) i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA-e) iz 2015. godine rezultiralo je spoznajom da najlošije financijsko znanje posjeduje upravo populacija osoba mlađih od 19 godina koja je prema postavljenim parametrima istraživanja ostvarila svega 3,6 od ukupno mogućih 7 bodova. Ni rezultati međunarodnih istraživanja nisu optimističniji. Istraživanje, koje je u razdoblju od siječnja 2012. do kolovoza 2013. proveo *National Financial Educators Council* (NFEC 2013) u SAD-u, ukazalo je na činjenicu da svega 27% mladih, točnije svega 357 od ukupno 1.309 anketiranih osoba starosti između 15 i 18 godina zna točno odgovoriti na 70% postavljenih pitanja iz upitnika. Time je naglašen zaključak da u edukacijskim procesima nisu u dovoljnoj mjeri obuhvaćeni praktični financijski sadržaji koji bi mladim osobama olakšali razumijevanje suvremenih financijskih trendova i upravljanje novcem.

## 5. Zaključak

Neosporne su činjenice da kamen temeljac financijske pismenosti djece postavljaju roditelji, odnosno okruženje u kojemu djeca rastu, te da se početna znanja stječu opservacijski u najranijoj životnoj dobi u kojoj djeca, promatrajući svoje roditelje kako zamjenjuju novac za robu na blagajnama prodavaonica, uče o novcu mnogo prije nego što progovore (McNeal & Yeh, 1993, Buckingham & Tingstad 2010 i ostali). Međutim, isključivo ovakav oblik edukacije u pravilu je dostatan samo u početnoj fazi razvoja, dok odrastanjem, približavanjem vremenu osamostaljivanja i suočavanja s realnim financijskim problemima, te tzv. „financijskom socijalizacijom“, institucionalni angažman postaje ključna karika procesa financijskog opismenjavanja. Kvalitetan sustav obrazovanja je odlučujuća odrednica financijskog znanja i ima presudnu ulogu u njegovom kontinuiranom unaprjeđivanju (Bartholomae & Fox, 2002, Danes & Haberman, 2007 i ostali). Kroz proces obrazovanja bi se trebala osigurati relativna početna jednakost, bolja mogućnost integracije u život, odnosno unaprjeđenje kompetencija bitnih za zapošljavanje, što posebice dobiva na važnosti u današnjem vremenu kada se gotovo dnevno identificiraju nove potrebe za specifičnim financijskim znanjima. No, ispunjavanje ovoga cilja zahtijeva adekvatan ustroj obrazovnog sustava u kojemu bi financijske teme bile uključene u nastavne planove i programe svih obrazovnih usmjerenja. Europske i ostale razvijene zemlje već su unapredovale po pitanju uključivanja financijskih kolegija u svoje obrazovne sustave, dok lošije razvijene zemlje, pa tako i Hrvatska, nastoje pratiti ove reformske procese.

Ovim istraživanjem i iz njega proizašlim zaključcima nastojalo se ukazati na postojeći problem niske razine financijskog znanja srednjoškolaca i time doprinijeti ideji razvoja formalnog financijskog obrazovanja u Hrvatskoj. Početne pretpostavke za sustavnije financijsko opismenjavanje mladih stvorene su kroz donošenje programa međupredmetnih i interdisciplinarnih sadržaja Građanskog odgoja i obrazovanja za osnovne i srednje škole (*Narodne novine*, 104/14). Međutim, istraživanjem se željela pružiti znanstvena i empirijska potpora za buduće pravce djelovanja tijekom osmišljavanja i implementacije samostalnih programa u području financijskog obrazovanja na srednjoškolskoj razini, uz naglasak na ulogu obrazovnih institucija koje bi trebale biti glavni nositelji edukacije.

Međutim, kako uspješnost edukacijskih programa ne ovisi samo o njihovoj kvaliteti, već i o benevolentnosti onih kojima su programi namijenjeni da se u njih aktivno uključe, procjenjuje se iznimno zanimljivim i korisnim utvrditi koje su preferencije mladih po pitanju programskog sadržaja i načina izvedbe programa namijenjenih unaprjeđenju njihovog financijskog znanja, pa bi u tom smjeru trebalo provesti buduća istraživanja ove tematike.

## Literatura:

- ANZ Banking Group, (2008.), Survey of Adult Financial Literacy in Australia, The Social Research Centre, [http://www.anz.com/Documents/AU/Aboutanz/AN\\_5654\\_Adult\\_Fin\\_Lit\\_Report\\_08\\_Web\\_Report\\_full.pdf](http://www.anz.com/Documents/AU/Aboutanz/AN_5654_Adult_Fin_Lit_Report_08_Web_Report_full.pdf) (pregledano 20. 10. 2016.)
- Bartholomae, S., Fox, J.J. (2002.), Teacher versus parent influence on financial efficacy and behavior, U: Lown, Jean (ur.), Proceedings of the 2002 Annual Conference of the Association of Financial, AZ: Association for Financial Counseling and Planning, Scottsdale, str.148-154.
- Bowen, F.C. (2002.), Financial Knowledge of Teens and Their Parents, *Financial Counseling and Planning*, 13, 2, str. 93-102.
- Braš Roth, M., Gregurović, M., Markočić Dekanić, A., Ružić, D. (2014.), *PISA 2012: Financijska pismenost*, Nacionalni centar za vanjsko vrednovanje obrazovanja - PISA centar, Zagreb
- Buckingham, D., Tingstad, V. (ur.), (2010.), *Childhood and Consumer Culture*, Palgrave Macmillan, Hampshire
- Chlouba, T., Šimková, M., Němcová, Z. (2011.), Application for education of financial literacy, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 28, str. 370-373.
- Danes, M. S., Haberman, R.H. (2007.), Teen financial knowledge, self-efficacy, and behavior: A gendered view, *Journal of Financial Counseling and Planning*, 18, 2, str. 48-60.
- FINRA – Financial Industry Regulatory Authority, Inc., (2003.), NASD investor literacy research: Executive summary, Applied Research & Consulting LLC, New York, [http://www.finrafoundation.org/web/groups/foundation/@foundation/documents/foundation/p1\\_8411.pdf](http://www.finrafoundation.org/web/groups/foundation/@foundation/documents/foundation/p1_8411.pdf) (pregledano 20. 10. 2016.)
- Hilgert, A. M., Hogarth, M. J., Beverly, G. S. (2003.), Household financial management: the connection between knowledge and behavior, *Federal Reserve Bulletin*, str. 309-322.
- HNB – Hrvatska narodna banka i HANFA - Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2015.), Mjerenje financijske pismenosti i financijska uključenost u Hrvatskoj, Ipsos, Zagreb, [http://potrosac.mingo.hr/slike/dokumenti\\_3/g2016/m02/x1415483098985550.pdf](http://potrosac.mingo.hr/slike/dokumenti_3/g2016/m02/x1415483098985550.pdf) (pregledano 15. 11. 2016.)
- Hung A. A., Parker M. A., Yoong K. J. (2009.), *Defining and Measuring Financial Literacy*, RAND Corporation, Santa Monica
- Huston, J. S. (2010.), Measuring Financial Literacy, *The Journal of Consumer Affairs*, 44, 2, str. 296-316.



- Lusardi, A., Mitchell, S.O. (2007.), Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education, *Business Economics*, 42, 1, str. 35-44.
- Lusardi, A. (2008.), Household saving behavior: The role of financial literacy, information, and financial education programs, NBER Working Paper 13824, National Bureau of Economic Research, Cambridge
- Lusardi, A., Tufano, P. (2008.), Debt literacy, financial experiences, and over-indebtedness, Working Paper, [https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ecb\\_cfs\\_conf/Lusardi\\_Tufano.pdf?40d069a94630281b0e94c79181b71737](https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ecb_cfs_conf/Lusardi_Tufano.pdf?40d069a94630281b0e94c79181b71737) (pregledano 20. 10. 2016.)
- Lončar, I., Golemac, Z. (2014.), Changing Students' Financial Knowledge Through Different Levels of Economic University Education, *Journal of Educational and Social Research*, 4, 4, str. 150-157.
- Lončar, I., Golemac, Z. (2015.), Važnost ekonomskog obrazovanja za unapređenje financijskog znanja, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 13, 1, str. 147-163.
- Mandell, L. (2008.), Financial Literacy of High School Students, U: Xiao Jing Jian (ur.), *Handbook of Consumer Finance Research*, Springer, New York, str. 163-183.
- McNeal, U.J., Yeh, C-H. (1996.), Consumer Behaviour Patterns Among Chinese Children, *Asia Pacific Journal of Marketing and Logistics*, 8, 1, str. 3-20.
- Moore, L. D. (2003.), Survey of Financial Literacy in Washington State: Knowledge, Behavior, Attitudes, and Experiences, Technical Report (Washington State University. Social and Economic Sciences Research Center), 03-39, Olympia, WA: Washington State Department of Financial Institutions
- MZOS – Ministarstvo znanosti, obrazovanja i sporta, (2011.), Strukovni kurikulum za stjecanje kvalifikacije: Medicinska sestra opće njege/medicinski tehničar opće njege, Agencije za odgoj i obrazovanje, Zagreb
- Narodne novine (2011.), Odluka o donošenju mreže osnovnih i srednjih škola, učeničkih domova i programa obrazovanja, *Narodne novine*, 70/2011
- NCEE – National Council for Economic Education, (2005.), What American teens & adults know about economics, Harris Interactive Inc., [http://www.councilforeconed.org/cel/WhatAmericans KnowAboutEconomics\\_042605-3.pdf](http://www.councilforeconed.org/cel/WhatAmericans KnowAboutEconomics_042605-3.pdf) (pregledano 20. 10. 2016.)
- NFEC – National Financial Educators Council, (2013.), Youth Financial Literacy Statistics Demonstrate Need for Programs, National Life Skills Education Council, LLC dba National Financial Educators Council, Santa Monica, <https://www.financialeducatorsCouncil.org/youth-financial-literacy-statistics/> (pregledano 16. 11. 2016)

OECD – Organisation for Economic Co-Operation and Development, (2005.), Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies, OECD, Paris

OECD INFE – Organisation for Economic Co-Operation and Development International Network on Financial Education, (2011.), Measuring Financial Literacy: Core Questionnaire in Measuring Financial Literacy: Questionnaire and Guidance Notes for conducting an Internationally Comparable Survey of Financial Literacy, OECD, Paris

Šošić, I. (2004.), Primijenjena statistika, Školska knjiga, Zagreb

## POLITIKA BUDUĆIH SMJERNICA SREDIŠNJIH BANAKA

### SAŽETAK

Politika budućih smjernica (engl. *forward guidance policy*) podrazumijeva poseban oblik komunikacijske politike središnjih banaka kojim se nastoji povećati transparentnost njihova djelovanja ili pak ojačati učinkovitost postojećih mjera monetarne politike. Sastoji se u davanju implicitnih i eksplicitnih izjava od strane središnje banke o očekivanim budućim mjerama monetarne politike zajedno s objavama o trenutnim mjerama koje se poduzimaju. Politikom budućih smjernica središnja banka nastoji upravljati očekivanjima javnosti koja postaju sve značajnija karika u transmisijskom mehanizmu monetarne politike. Učinci na očekivanja ovisit će o tome kako javnost interpretira izjave središnje banke.

U radu je prikazana evolucija politike budućih smjernica kroz povijest, od isključivo delfske do one s elementima odisejske. Krički su sagledane mogućnosti i ograničenja politike budućih smjernica te njeni učinci na financijska tržišta i gospodarstvo. Politika budućih smjernica je, s jedne strane, poželjna s aspekta povećanja transparentnosti i kredibiliteta središnje banke jer je tada politiku središnje banke lakše predvidjeti. Osobito je važna u slučaju niskih službenih kamatnjaka središnje banke jer može poslužiti za dodatno labavljenje monetarnih uvjeta. Međutim, s druge strane, kroz smanjivanje nesigurnosti može doprinijeti podcjenjivanju rizika od strane sudionika na financijskim tržištima te narušiti financijsku stabilnost. Također, u slučaju pojave nepredviđenih događaja, središnja banka može promijeniti svoje projekcije kamatnih stopa ili pak odustati od prethodno danog obećanja o provođenju monetarne politike, što može ugroziti njen kredibilitet i percepciju u javnosti.

**Ključne riječi:** nekonvencionalna monetarna politika, politika budućih smjernica, transparentnost središnje banke, očekivanja

### 1. Uvod

Financijska kriza iz 2008. g. ukazala je na činjenicu da financijski sektor ima puno snažniji utjecaj na cjelokupnu gospodarsku aktivnost nego što se prethodno vjerovalo. Monetarna politika usmjerena na stabilnost cijena nije ujedno osigurala i financijsku stabilnost, već ju je, prema mišljenju nekih znanstvenika, i ugrozila jer su sudionici na financijskom tržištu u tako stabilnom okruženju bili skloni preuzimanju prekomjernih rizika. Kriza se iz financijskog sektora SAD-a vrlo brzo prelila na ostale sektore američkoga gospodarstva, a onda i na gotovo cijelo svjetsko gospodarstvo.

Otada središnje banke najrazvijenijih država svijeta provode izrazito ekspanzivnu monetarnu politiku. Nakon što su središnje banke kao odgovor na financijsku krizu 2008. g. snizile službene kamatnjake na razine blizu nule, upustile su se u nekonvencionalne mjere monetarne politike kojima su htjele dodatno olakšati monetarne uvjete. Obzirom na činjenicu da svjetsku ekonomiju ovako snažna kriza nije pogodila još od Velike depresije, ne iznenađuje da su se središnje banke upustile u svojevrsan monetarni eksperiment za koji još uvijek nije jasno kako će završiti. Nekonvencionalne mjere koje su središnje banke uvele podrazumijevaju kvantitativno i kvalitativno labavljenje te politiku budućih smjernica.

Kvantitativno labavljenje podrazumijeva značajno povećanje *veličine* bilance središnje banke, tj. primarnog novca pri čemu se struktura aktive bilance središnje banke značajno ne mijenja (primarni novac se kreira konvencionalnim tokovima – odobravanjem kredita bankama i operacijama na otvorenom tržištu uz kolateral kratkoročnih državnih vrijednosnica). S druge strane, kvalitativno labavljenje odnosi se na promjenu *strukture* aktive bilance središnje banke, tj. promjenu načina kreiranja primarnog novca pri čemu ne mora nužno doći do promjene ukupnog iznosa primarnog novca. U tom slučaju središnje banke kreiraju primarni novac provodeći za njih neuobičajene rizičnije operacije poput dugoročnih operacija (s rokovima dospijeca i do četiri godine) te kupnje dugoročnih državnih vrijednosnica, kao i vrijednosnica privatnih izdatelja.<sup>1</sup> Središnje banke razvijenih zemalja primjenjivale su od 2008. g. kombinaciju kvantitativnog i kvalitativnog labavljenja mijenjajući u značajnoj mjeri i veličinu i strukturu svoje bilance kako bi putem oporavka cijena na financijskim tržištima te poticanjem pozitivnih očekivanja javnosti utjecale na porast potrošnje i investicija te u konačnici rast zaposlenosti i BDP-a.

Kako bi ojačale učinkovitost ovih mjera, središnje banke su promijenile i način komunikacije s javnošću. Osim informiranja javnosti o stanju gospodarstva i postojećim mjerama monetarne politike, počele su davati informacije i o budućim mjerama monetarne politike, posebice o kretanju službene kamatne stope. U radu se analizira korištenje politike budućih smjernica u teoriji te u praksi središnjih banaka. Nakon uvoda, u drugom dijelu rada prikazana je evolucija te motivacija za uvođenje politike budućih smjernica. U trećem dijelu rada analizirane su vrste politike budućih smjernica s aspekta stupnja obvezivanja središnje banke te ograničenja sadržanih u njenim izjavama. Pregled politike budućih smjernica izabranih središnjih banaka nakon financijske krize iz 2008. g. dan je u četvrtom dijelu rada. U petom dijelu rada sistematizirani su učinci politike budućih smjernica na financijska tržišta i gospodarstvo, kao i njena ograničenja. Na kraju rada dan je zaključak.

---

<sup>1</sup> Ovakvo razlikovanje pojmova kvantitativnog i kvalitativnog labavljenja predložio je Buiter (2008).

## 2. Pojmovno određenje i evolucija politike budućih smjernica

Politika budućih smjernica središnjih banaka (engl. *forward guidance policy*) podrazumijeva davanje implicitnih i eksplicitnih izjava od strane središnje banke o očekivanim budućim mjerama monetarne politike zajedno s objavama o trenutnim mjerama koje se poduzimaju. (Nakić 2015: 123) Politika budućih smjernica dolazi u mnogo različitih oblika – od davanja procjena središnjih banaka o očekivanim mjerama monetarne politike do obvezivanja središnje banke na provođenje specifičnih mjera kroz određeno razdoblje ili uvjetovano određenim kretanjima u gospodarstvu.

Politika budućih smjernica nije novost u monetarnoj politici. Naime, Središnja banka Novoga Zelanda prva je počela davati informacije o kretanju službenog kamatnjaka u budućnosti 1997. g., nakon čega su uslijedile Središnja banka Norveške (2005. g.)<sup>2</sup>, švedska Riksbank (2007. g.) te Češka središnja banka (2008. g.). Njihova politika budućih smjernica sastoji se u objavljivanju vlastite *prognoze*, tj. *procjene* putanje kretanja službenog kamatnjaka te predstavlja dio komunikacijske politike središnje banke.

Promatrajući politiku budućih smjernica ovih središnjih banaka, ona predstavlja korak prema povećanju transparentnosti i poboljšanju komunikacije središnje banke s javnošću. U tom kontekstu, predstavlja važan element dobrog vođenja monetarne politike jer pomaže javnosti u kreiranju preciznijih i točnijih očekivanja o budućem smjeru monetarne politike te na taj način pomaže u promicanju stabilnosti financijskih tržišta i gospodarstva (Plosser, 2013, str. 2).

Važnost ovakve politike proizlazi iz uloge očekivanja u transmisijskom mehanizmu monetarne politike. Očekivanja gospodarskih subjekata imaju značajnu ulogu u ekonomiji. Očekivanja o budućem kretanju inflacije, kamatnih stopa i ostalih ekonomskih varijabli vode ljudsko ponašanje te utječu na donošenje odluka o potrošnji i investicijama gospodarskih subjekata danas. Ove odluke dalje utječu na ekonomsku aktivnost i stvarnu inflaciju. Bolje razumijevanje mjera monetarne politike od strane javnosti onda olakšava proces donošenja odluka.

Objavljivanjem vlastite prognoze putanje kretanja službene kamatne stope središnja banka može upravljati očekivanjima te time poboljšati učinkovitost monetarne politike na nekoliko načina (Andersson i Hoffman, 2009 str. 6-7): (1) kroz upravljanje tržišnim očekivanjima o kretanju službenog kamatnjaka u bliskoj budućnosti središnja banka povećava predvidljivost monetarne politike čime izbjegava iznenađenja u monetarnoj politici te smanjuje volatilnost na financijskim tržištima; (2) objava

---

<sup>2</sup> Norveška središnja banka je prvo počela objavljivati „strateški interval“ za kretanje službenog kamatnjaka za četiri mjeseca unaprijed 2004. g., a u studenom 2005. g. je počela eksplicitno objavljivati vlastitu procjenu putanje kretanja službenog kamatnjaka.

prognozirane putanje kretanja službenog kamatnjaka može pomoći u promoviranju obveze središnje banke prema održavanju stabilnosti cijena i tako dovesti do boljeg sidrenja dugoročnih inflacijskih očekivanja i (3) objava prognozirane putanje kretanja službenog kamatnjaka može poboljšati upravljanje srednjoročnim i dugoročnim kamatnjacima od strane središnje banke jer joj omogućuje, ne samo promjenu trenutne razine službenog kamatnjaka, već i kvantitativno signaliziranje promjena službenog kamatnjaka u doglednoj budućnosti.

Iako povećanje transparentnosti središnje banke može doprinijeti boljem razumijevanju mjera središnje banke, a onda i usidranju dugoročnih inflacijskih očekivanja, smanjenju nesigurnosti na financijskim tržištima te u gospodarstvu, pojedini znanstvenici smatraju da viši stupanj transparentnosti ne mora nužno doprinijeti učinkovitosti monetarne politike. Tako npr. Mishkin (2004) ističe da je transparentnost korisna kada služi pojednostavljivanju komunikacije s javnošću i povećanju podrške središnjoj banci za vođenje optimalne monetarne politike s naglaskom na dugoročne ciljeve. Međutim, smatra da neki prijedlozi za povećanje transparentnosti, posebice projekcije središnje banke o putanji kretanja kamatnjaka, mogu zakomplicirati proces komunikacije i ugroziti podršku središnjoj banci u pogledu ostvarivanja dugoročnih ciljeva.

Osim kao dio ukupne komunikacijske politike s ciljem povećanja transparentnosti i unaprjeđenja učinkovitosti mjera monetarne politike, središnje banke su koristile politiku budućih smjernica kao  *dodatni instrument monetarne politike*. Nakon što su se suočile s donjom granicom službenog kamatnjaka od 0%, kako bi dodatno olakšale monetarne uvjete, u svojim priopćenjima su se u većoj ili manjoj mjeri obvezivale na održavanje kamatnih stopa na niskim razinama kroz određeno razdoblje ili pak dok se ne ispune određeni preduvjeti.

Ovakav oblik politike budućih smjernica prvi put je primijenila središnja banka Japana 1999. g. kada je objavila da će se kamatna stopa održati na 0% sve dok traju deflatorni pritisci. Uslijedila je izjava 2001. g. da će se kvantitativno labavljenje nastaviti sve dok promjena CPI-ja ne dosegne stabilnu razinu od 0% ili godišnji porast, a 2003. g. je dodatno pojašnjena definiranjem stabilne razine promjene CPI-ja (zabilježena promjena CPI-ja od 0% ili iznad kroz nekoliko mjeseci i očekivani CPI iznad 0%).<sup>3</sup>

Fed je također koristio sličnu politiku budućih smjernica u razdoblju od 2003. do 2005. g. U kolovozu 2003. g. Federalni odbor za operacije na otvorenom tržištu (*Federal Open Market Committee - FOMC*) u svojoj izjavi ističe da će se ekspanzivna monetarna politika zadržati tijekom značajnog razdoblja, a u siječnju 2004. g. da će biti strpljiv u povlače-

---

3 Središnja banka Japana također je istaknula da su ovo nužni uvjeti, ali da postoji mogućnost da se kvantitativno labavljenje nastavi i nakon ispunjavanja ovih preduvjeta.

nju iz ekspanzivne monetarne politike. Četiri mjeseca kasnije FOMC je najavio da će se povlačiti iz labavije monetarne politike tempom koji će vjerojatno biti mjerljiv. Na sljedećem sastanku FOMC je podignuo službeni kamatnjak za 0,25 postotnih bodova te je kamatnjak podizan za isti iznos na svakom sljedećem sastanku do lipnja 2006. g. (kada je dosegnuo 5.25%). Fed je, kao i ostale središnje banke (Središnja banka Japana, Središnja banka Ujedinjenoga Kraljevstva i Europska središnja banka), ponovno počeo koristiti politiku budućih smjernica kao odgovor na financijsku krizu iz 2008. g. i recesiju koja je uslijedila. Politika budućih smjernica korištena je u praksi ovih središnjih banaka kao način dodatnog labavljenja već labave monetarne politike obzirom da su službeni kamatnjaci dosegli donju granicu od 0%.

Brojni ekonomski modeli (Krugman (1998, 1999); Orphanides i Wieland (2000), Eggertson i Woodford (2003)) predlažu da je za središnje banke suočene s donjom granicom na kamatne stope optimalno obvezati se na održavanje kamatne stope na niskim razinama duže nego što to preporučuje uobičajeno monetarno pravilo. Naime, u situaciji izrazito niskih kamatnjaka, novac i obveznice postaju savršeni supstituti, a banke i privatni sektor gomilaju novčane zalihe umjesto da ih investiraju (Keynesova zamka likvidnosti). U tom slučaju monetarna ekspanzija ne rezultira porastom agregatne potražnje, posebice ako sudionici na tržištu očekuju da će se središnja banka povući iz ekspanzivne monetarne politike čim procijeni da će doći do ugrožavanja stabilnosti cijena. Da bi monetarna ekspanzija postala učinkovita, Krugman (1998, 1999) predlaže da se središnja banka mora obvezati na neodgovorno ponašanje, tj. da će povećavati primarni novac (i/ili održavati kamatnjak na niskoj razini) i nakon što gospodarstvo iziđe iz recesije. Korištenjem raznih nekonvencionalnih mjera monetarne politike središnja banka može uvjeriti privatni sektor da i sama razumije da živi u drukčijem svijetu te svoje obećanje učiniti kredibilnim. Boivin *et al.* (2010, str. 27) ističu da, ako javnost očekuje da će se niži službeni kamatnjak zadržati kroz duže razdoblje, prema teoriji o ročnoj strukturi kamatnjaka, utjecaj na dugoročne kamatnjake, koji su ključni prilikom donošenja odluka o potrošnji i investicijama, bit će veći nego u slučaju kada se očekuje kratkotrajno zadržavanje nižeg kamatnjaka. Djelovanjem na očekivanja javnosti o *budućoj* monetarnoj politici, ovakve buduće smjernice mogu imati učinke na *sadašnje* stanje gospodarstva (Plosser, 2013, str. 3).

### 3. Vrste politike budućih smjernica

Politiku budućih smjernica moguće je promatrati s dva aspekta: ovisno o stupnju obvezivanja središnje banke na provođenje specifičnih mjera u budućnosti te ovisno o ograničenjima sadržanima u izjavama središnje banke.

Promatrajući stupanj obvezivanja središnje banke, Campbell *et al.* (2012) razlikuju dvije vrste politike budućih smjernica: delfsku i odisejsku. Delfska<sup>4</sup> politika budućih smjernica podrazumijeva objavu prognoza središnje banke o budućem smjeru monetarne politike temeljenih na njenim projekcijama o kretanju makroekonomskih varijabli te postojećem monetarnom pravilu. Drugim riječima, delfska politika budućih smjernica uključuje davanje izjava koje objašnjavaju reakcijsku funkciju normalne monetarne politike, tj. provođenje normalne monetarne politike kako je vidi središnja banka. Pritom je ključna karakteristika delfske politike budućih smjernica da ona ne uključuje nikakav oblik obvezivanja središnje banke na provođenje određene monetarne politike u budućnosti, već samo njenu projekciju temeljenu na postojećim i očekivanim gospodarskim uvjetima. Delfsku politiku budućih smjernica središnje banke koriste s ciljem povećanja transparentnosti u pogledu ciljeva i mjera monetarne politike. U ovom slučaju politika budućih smjernica može slati (Shirai, 2013, str. 5): (a) indirektne signale o budućoj monetarnoj politici (npr. o budućoj putanji kretanja službenog kamatnjaka) kroz objavljivanje komentara i projekcija o kretanju stope inflacije i ekonomske aktivnosti ili (b) direktne signale putem objavljivanja brojčanih projekcija budućeg službenog kamatnjaka.

Za razliku od delfske, odisejska<sup>5</sup> politika budućih smjernica podrazumijeva obvezivanje na odstupanje od monetarnog pravila u nekom trenutku u budućnosti. Drugim riječima, središnja banka se obvezuje držati službeni kamatnjak na nižoj razini od one koju preporučuje monetarno pravilo (odnosno, normalna reakcijska funkcija monetarne politike). Na ovaj način središnja banka se obvezuje da će, čak i ako makroekonomske varijable budu ukazivale na potrebu promjene monetarne politike, zadržati ekspanzivnu monetarnu politiku još neko vrijeme. Za razliku od delfske politike budućih smjernica, cilj središnje banke u ovome slučaju je pružiti dodatni monetarni impuls gospodarstvu. Izjave s karakteristikama odisejske politike budućih smjernica razlikuju se ovisno o stupnju uvjetovanosti koju sadrže. Najekstremniji, a ujedno i najučinkovitiji oblik je bezuvjetno obvezivanje središnje banke na provođenje određene monetarne politike u budućnosti. Međutim, zbog problema vremenske konzistentnosti monetarne politike, središnje banke u svojim izjavama najčešće navode uvjete pod kojima će provoditi određenu monetarnu politiku. Odisejskom politikom budućih smjernica središnje banke nastoje uvjeriti sudionike na tržištu da će u budućnosti odstupiti od tradicionalnog monetarnog pravila, ali kad se gospodarstvo oporavi, za središnju banku

---

4 Naziv „delfska“ temelji se na delfskom proročanstvu zato što središnja banka „proriče“ buduće kretanje makroekonomskih varijabli i svoje monetarne politike, ali ne daje nikakva obećanja.

5 Naziv „odisejska“ dan je prema Odiseju koji se vezao za jarbol kad je plovio kraj sirena; slično se i središnja banka obvezuje na provođenje određene monetarne politike u budućnosti.



postaje optimalno prekršiti obećanje. Uzimajući to u obzir, sudionici na tržištu možda neće povjerovati u obećanje središnje banke zbog čega one uglavnom koriste uvjetno obvezivanje.

Obzirom na ograničenja koje sadrže, izjave središnje banke u sklopu politike budućih smjernica moguće je podijeliti na (Engleska središnja banka (2013, str. 21-22); Shirai (2013, str. 6-7)): otvorene izjave (npr. kroz dulje razdoblje ili dok ne dođe do poboljšanja gospodarskih uvjeta), izjave koje su vremenski ograničene (npr. bar do sredine 2014. g.) ili pak na izjave koje su uvjetovane određenim ekonomskim varijablama (npr. dok stopa nezaposlenosti bude iznad 7,5%, a inflacijska očekivanja ostanu dobro usidrena). Otvorene izjave su kvalitativne prirode i pružaju veću fleksibilnost središnjoj banci u odgovoru na nepredviđene događaje. Međutim, daju vrlo malo novih informacija u odnosu na uobičajenu komunikaciju središnje banke. Vremenski ograničene izjave je najjednostavnije razumjeti jer se vežu za točno određeno razdoblje u budućnosti, što ih čini transparentnijim i učinkovitijim od otvorenih izjava. Međutim, ako dođe do nepredviđenih događaja, središnja banka može promijeniti prethodne smjernice što javnost može percipirati kao odstupanje od obećanja čime se ugrožavaju kredibilitet i povjerenje javnosti u središnju banku. Izjave uvjetovane određenim ekonomskim varijablama smatraju se najboljima za središnju banku jer precizno i jasno opisuju ekonomske uvjete uz koje će se provoditi, odnosno promijeniti postojeća monetarna politika. Međutim, javnost teže razumije ovakve smjernice zbog čega mogu imati slabiji učinak na kućanstva i poduzeća.

#### **4. Politika budućih smjernica izabranih središnjih banaka**

Uz programe kvantitativnog i/ili kvalitativnog labavljenja, središnje banke razvijenih zemalja od 2008. g. koristile su i različite oblike politike budućih smjernica pri čemu po broju danih budućih smjernica prednjači Fed.

Kako bi dodatno snizio dugoročne kamatnjake te potaknuo rast BDP-a i zaposlenosti, FOMC je davao implicitne i eksplicitne izjave o kretanju službenog kamatnjaka i kupnji različitih oblika imovine u budućnosti. Prvotne izjave su bile implicitne i otvorenog tipa kao što su: „...slabi ekonomski uvjeti vjerojatno jamče održavanje stope na prekonocne međubankovne pozajmice na iznimno niskoj razini kroz neko vrijeme...“ (prosinac 2008. g.) ili pak „...kroz dulje razdoblje...“ (ožujak 2009. g.). Nakon toga, Fed je počeo upotrebljavati vremenski ograničene izjave: u kolovozu 2011. g. FOMC ističe da „... ekonomski uvjeti vjerojatno jamče nisku razinu kamatnjaka bar do sredine 2013. g., a u siječnju 2012. g. ... bar do kasne 2014. g.“. U istome priopćenju Fed prvi put precizira stopu inflacije od 2% kao konzistentnu s ciljem stabilnosti cijena. Vremenski rok održavanja kamatnih stopa ekstremno niskima produljen je još jednom u rujnu 2012. g. („... najranije do sredine 2015. g.“). Od prosinca 2012. g.

FOMC daje izjave uvjetovane određenim ekonomskim varijablama kada ističe: „... ovako nizak raspon je prikladan barem toliko dugo dok je stopa nezaposlenosti iznad 6,5%, projekcija stope inflacije u sljedećih godinu ili dvije nije viša od pola postotnog boda od dugoročnog cilja 2% godišnje, a dugoročna inflacijska očekivanja dobro usidrena...“. Ova izjava preoblikovana je u prosincu 2013. g. u „... kamatnjak će biti prikladno održavati na niskoj razini i nakon što stopa nezaposlenosti padne ispod 6,5%, pogotovo ako projicirana stopa inflacije bude i dalje ispod 2%“, odnosno u ožujku 2014. g. u „... niski kamatnjaci će biti prikladni kroz značajni vremenski period i nakon što se završi program kupnje vrijednosnica, pogotovo ako projicirana stopa inflacije i dalje bude ispod 2%, a dugoročna inflacijska očekivanja dobro usidrena“.

Središnja banka Ujedinjenoga Kraljevstva prvi put je primijenila politiku budućih smjernica u kolovozu 2013. g. kada je objavila da „... neće povisiti službeni kamatnjak iznad razine od 0,5% bar dok stopa nezaposlenosti ne padne na 7%...“. Također je objavila da će i dalje kupovati vrijednosnice, a do promjene monetarne politike doći će samo ako: „... je prema mišljenju Odbora za monetarnu politiku vjerojatnije da će inflacija mjerena CPI-jem u narednih 18-24 mj. biti za 0,5 postotnih bodova ili više iznad ciljane razine od 2% ako dugoročna inflacijska očekivanja ne budu više dovoljno dobro usidrena te ako Odbor za financijsku politiku ocijeni da postojeća monetarna politika predstavlja prijetnju financijskoj stabilnosti...“. Iako je stopa nezaposlenosti pala na blizu 7%, u veljači 2014. g. Engleska središnja banka je objavila da još uvijek ima prostora za rast gospodarstva te da će i dalje držati kamatnjak na postojećoj razini, a porast kamatnjaka će se odvijati postepeno.

Europska središnja banka (ESB) je u najmanjoj mjeri koristila politiku budućih smjernica. U srpnju 2013. g. Upravno vijeće je objavilo da „... očekuje da će ključne kamatne stope ostati na postojećim ili nižim razinama kroz dulje razdoblje“. ESB dalje precizira da je dulje razdoblje fleksibilan horizont kojim se ne predodređuje nikakav krajnji rok održavanja kamatnih stopa na niskim razinama. Međutim, u srpnju 2016. g. Upravno vijeće je nadopunilo postojeću izjavu sa: „... zasigurno dulje od razdoblja neto kupnji vrijednosnica za koje je najavljeno da će trajati do ožujka 2017. g.“

Središnja banka Japana je u travnju 2013. g. prilikom uvođenja programa kvantitativnog i kvalitativnog labavljenja (QQE) objavila da će „... ostvariti ciljanu stopu inflacije od 2%... u najkraćem mogućem roku, s vremenskim horizontom od 2 godine...“. Nadalje, BoJ je najavila da će „... nastaviti s QQE-om s ciljem ostvarivanja ciljane razine inflacije od 2%, onoliko dugo koliko je potrebno za održavanje te razine stabilnom“.

Pregled izjava u sklopu politike budućih smjernica prema stupnju uvjetovanosti izabranih središnjih banaka dan je u tablici 1. Nijedna od promatranih središnjih banaka nije koristila isključivo delfske, kao ni isključivo

odisejske buduće smjernice, već su izjave negdje između obzirom na stupanj uvjetovanosti. Najbliže odisejskoj politici budućih smjernica je Središnja banka Japana budući da izjava ne sadrži nikakva eksplicitna ograničenja (iako ističe da će ispitivati rizike za ekonomsku aktivnost i cijene te napraviti odgovarajuće prilagodbe). Fed temelji buduće mjere monetarne politike na projiciranoj stopi inflacije i dugoročnim inflacijskim očekivanjima, dok Engleska središnja banka uključuje i financijsku stabilnost kao ograničenje. Dok u slučaju Fed-a politika budućih smjernica podrazumijeva promjenu reakcijske funkcije, u slučaju Engleske središnje banke nije došlo do promjene reakcijske funkcije monetarne politike. Drugim riječima, politika budućih smjernica je korištena za dodatno pojašnjenje mjera monetarne politike, tj. s ciljem povećanja transparentnosti, a ne kao dodatni instrument monetarne politike.<sup>6</sup> Priopćenje ESB-a iz 2013. g. je najbliže delfskim budućim smjernicama jer ne obuhvaća nikakvo obvezivanje te je uvjetovano očekivanjima središnje banke o kretanju makroekonomskih varijabli te ne predodređuje nikakav krajnji datum održavanja kamatne stope niskom.

	Središnja banka Japana	Fed	Engleska središnja banka	Europska središnja banka
Objavljena	travanj 2013.	prosinac 2012.	kolovoz 2013.	srpanj 2013.
Izjava	„nastaviti s QQE-om onoliko dugo koliko je potrebno za postizanje i održavanje ciljane razine inflacije stabilnom“	„nizak raspon službenog kamatnjaka je prikladan barem toliko dugo...“	„neće povisiti službeni kamatnjak iznad razine od 0,5% bar... i dalje kupovati vrijednosnice...“	„ključne kamatne stope će ostati na postojećim ili nižim razinama kroz dulje razdoblje“
Granica	„ostvariti i održavati na stabilan način ciljanu stopu inflacije od 2%“	„dok je stopa nezaposlenosti iznad 6,5%“	„dok stopa nezaposlenosti ne padne na 7%“	ne
Ograničenja vezana za ekonomske varijable	ne	1. projekcija stope inflacije u sljedećih godinu ili dvije nije viša od pola postotnog boda od dugoročnog cilja 2% godišnje 2. dugoročna inflacijska očekivanja ostanu dobro usidrena	1. projekcija inflacije mjerena CPI-jem u narednih 18-24 mj. bude za 0,5 postotnih bodova ili više iznad ciljane razine od 2% 2. dugoročna inflacijska očekivanja ne budu više dovoljno dobro usidrena 3. postojeća monetarna politika predstavlja prijetnju financijskoj stabilnosti	ne
Vremensko ograničenje	ne	ne	ne	ne
Promjena reakcijske funkcije	da	da	ne	ne
Uvjetovanost	niska	srednja	srednja	visoka
Transparentnost	visoka	visoka	srednja	niska

odisejska

delfska

**Tablica 1.** Politika budućih smjernica u praksi izabranih središnjih banaka

Izvor: prilagodila autorica prema Hochstein (2013)

<sup>6</sup> BoE je promijenila reakcijsku funkciju monetarne politike još ranije tijekom krize, što je vidljivo u činjenici da je nastavila s ekspanzivnom monetarnom politikom iako je stopa inflacije premašivala ciljanu razinu. Vidjeti detaljnije u Hochstein (2013).

## 5. Učinci i ograničenja politike budućih smjernica

Motivacija za primjenu politike budućih smjernica leži u činjenici da središnja banka može djelovati na gospodarstvo ne samo svojim trenutnim mjerama, već i upravljanjem očekivanjima javnosti o budućim mjerama monetarne politike. Štoviše, Woodford (2003) ističe da bi upravljanje očekivanjima (engl. *expectations management*) trebalo biti primarna zadaća središnjih banaka. Međutim, ne treba zaboraviti da su dosezi središnje banke u razumijevanju očekivanja javnosti, a onda i upravljanju njima, ograničeni zbog čega su ishodi politike budućih smjernica neizvjesni.

Politika budućih smjernica može djelovati kroz nekoliko kanala na gospodarstvo (Engleska središnja banka, 2013, str.8). Prvo, može utjecati na očekivanja javnosti o putanji kretanja službenog kratkoročnog kamatnjaka. Drugo, može smanjiti nesigurnost vezanu za putanju kretanja kratkoročnih kamatnjaka. Treće, može sniziti terminsku premiju koja u jednom dijelu predstavlja kompenzaciju koju investitori traže zbog nesigurnosti vezane za očekivanu buduću putanju kamatnih stopa (i kratkoročnih i dugoročnih). Konačno, politika budućih smjernica može, kroz utjecaj na razinu i volatilnost kratkoročnih kamatnjaka, utjecati i na porast cijena različitih vrijednosnica.

Plosser (2013) ističe još dva kanala kroz koja obvezivanje središnjih banaka vezano za buduće mjere monetarne politike može djelovati (posebice u uvjetima niskih kamatnjaka). Prvi je kroz učinke na inflacijska očekivanja javnosti. Kredibilno obvezivanje na održavanje kamatne stope na niskim razinama kroz duže razdoblje trenutno potiče rast inflacijskih očekivanja, što uz nominalne kamatnjake blizu 0% rezultira snižavanjem realnih kamatnjaka te potiče rast agregatne potražnje.

Međutim, središnje banke su u posljednjih nekoliko desetljeća uvjeravale javnost u stabilnost cijena kao svoj primarni cilj te je takva stabilnost u konačnici i postignuta, a inflacijska očekivanja su dobro usidrena. Postavlja se pitanje zašto bi onda javnost povjerovala da središnja banka odustaje od svog ključnog cilja, odnosno da se, kada inflacija poraste, neće odmah upustiti u njeno suzbijanje? Na navedeno je upozoravao i Keynes (1936) koji je, uz prijedlog da se središnje banke upuste u kupoprodaju dugoročnih vrijednosnica (kao rješenje zamke likvidnosti), istaknuo strah da, zbog očekivanja javnosti koja su teško promjenjiva, monetarna politika koju javnost percipira kao eksperimentalnu ili sklonu promjeni može podbaciti u snižavanju dugoročnih kamatnih stopa. Međutim, smatra da upornost i dosljednost monetarne vlasti u postizanju cilja može promijeniti očekivanja javnosti.

Drugi kanal, prema Plosseru (2013), je utjecaj na očekivanja javnosti o budućem stanju cijelog gospodarstva. Ako kućanstva i poduzeća

očekuju oporavak gospodarstva, prestaju se ustručavati od potrošnje i investicija te štednje za „crne dane“ pa dolazi do porasta agregatne potražnje danas.

Iz navedenog je jasno da je ključni kanal u transmisiji politike budućih smjernica na gospodarstvo kanal očekivanja. Kanal očekivanja najneizvjesniji je kanal transmisije mjera monetarne politike na financijska tržišta i gospodarstvo. Ovisno o interpretaciji mjera središnje banke od strane javnosti, politika budućih smjernica može imati dvojaki, međusobno suprotan učinak na dugoročne kamatnjake, a onda i na agregatnu potražnju. S jedne strane, očekivanja nižeg službenog kratkoročnog kamatnjaka te posljedično snižavanje terminske premije sadržane u dugoročnim kamatnjacima rezultirat će snižavanjem dugoročnih kamatnjaka. Međutim, ako buduće smjernice javnost interpretira kao znak da je stanje gospodarstva lošije i da se očekuje njegov sporiji oporavak nego što se prethodno mislilo, dugoročni kamatnjaci mogu rasti. Ukupan učinak politike budućih smjernica na kretanje dugoročnih kamatnjaka u konačnici će ovisiti o tome koji od ova dva učinka prevlada.

Hochstein (2013) ističe nekoliko čimbenika o kojima ovisi učinkovitost politike budućih smjernica. Prvi je stupanj uvjetovanosti – što je on niži, veća je vjerojatnost da će politika budućih smjernica biti učinkovita. Ako se npr. odisejska politika budućih smjernica temelji na prevelikom broju uvjeta, javnost može sumnjati u obvezivanje središnje banke na provođenje određene monetarne politike. Drugo, ističe da nositelji monetarne politike trebaju biti kredibilni i konzistentni prilikom mijenjanja komunikacijske politike. Što je veći kredibilitet središnje banke u javnosti, politika budućih smjernica bit će učinkovitija. Središnjim bankama koje su prethodno koristile delfsku politiku budućih smjernica onda će biti lakše uvesti odisejsku vrstu izjava. Na učinkovitost politike budućih smjernica utječe i transparentnost središnje banke – veća transparentnost bi trebala rezultirati uspješnijom politikom budućih smjernica. Davanje detaljnih makroekonomskih projekcija i informacija o reakcijskoj funkciji monetarne politike rezultira boljim razumijevanjem i predviđanjem strategije središnje banke. Učinkovitost politike budućih smjernica ovisi i o prethodnoj sposobnosti predviđanja središnje banke. Ako je središnja banka bila uspješna u predviđanju makroekonomskih kretanja u prošlosti, veća je vjerojatnost da će javnost slijediti njene buduće smjernice.

Dosadašnja empirijska istraživanja o učinkovitosti politike budućih smjernica dala su različite rezultate. Gürkaynak *et al.* (2005) istražuju utjecaj predkriznih priopćenja FOMC-a od srpnja 1991. do prosinca 2004. g. na cijene imovine posebno razdvajajući dio priopćenja koji se odnosi na trenutnu promjenu službenog kamatnjaka i dio koji sadržava implicitno ili eksplicitno objavljenu putanju kretanja kamatnjaka u budućnosti (politika budućih smjernica). Rezultati su pokazali da upravo putanja kretanja

službenog kamatnjaka značajno utječe na cijene imovine u SAD-u. Slijedeći njihovu metodologiju, Campbell *et al.* (2012) dolaze do sličnih rezultata na podacima za razdoblje od 1996. do 2011. g. Međutim, očekivanja nižih budućih kamatnjaka rezultat su pogoršanja makroekonomskih varijabli (procjena BDP-a i inflacije). Drugim riječima, javnost interpretira politiku budućih smjernica Fed-a kao delfsku, tj. da sadrži informacije o makroekonomskim varijablama, a ne o promjenama monetarne politike. S druge strane, prema Raskinu (2013), vremenski ograničena politika budućih smjernica Fed-a u razdoblju od kolovoza 2011. g. do prosinca 2012. g. rezultirala je statistički signifikantnom i ekonomski značajnom promjenom percepcije investitora o FOMC-ovoj reakcijskoj funkciji. Do zaključka da je politika budućih smjernica interpretirana kao promjena reakcijske funkcije FOMC-a dolaze i Femia *et al.* (2013) proširujući istraživanje i na izjave uvjetovane ekonomskim varijablama. Pozitivne učinke politike budućih smjernica na kretanje cijena imovine te očekivanja javnosti pronalaze i Woodford (2012), Swanson i Williams (2013), Hosono i Isobe (2014), Nakić (2015). Del Negro *et al.* (2015) pokazuju da FOMC-ova priopćenja koja uključuju buduće smjernice imaju heterogene učinke koji su rezultat ostalih elemenata sadržanih u priopćenjima. Međutim, ako se izoliraju ostali elementi priopćenja, politika budućih smjernica u prosjeku ima pozitivne i značajne učinke na kretanje *outputa* i inflacije.

Kool i Thornton (2014) istraživanjem politike budućih smjernica središnjih banaka Novoga Zelanda, Norveške, Švedske i SAD-a također dolaze do zaključka da politika budućih smjernica ima pozitivan učinak na sposobnost tržišnih sudionika u predviđanju kratkoročnih kamatnjaka; međutim, on je vrlo slab. Nadalje, što se tiče predviđanja dugoročnih kamatnjaka, uopće ne pronalaze dokaze o njenom utjecaju. Prema Levin *et al.* (2010), politika budućih smjernica može biti učinkovita u poticanju izlaska iz recesije umjerene snage i trajanja, ali je u rješavanju dubokih recesija njen domet ograničen. Međutim, u kombinaciji s drugim mjerama monetarne politike, poput kvantitativnog i kvalitativnog labavljenja, može doprinijeti izlasku iz recesije.

## 6. Zaključak

U posljednja dva desetljeća došlo je do značajne promjene komunikacije središnje banke s javnošću. Postizanje veće neovisnosti središnjih banaka dovelo je i do potrebe za višim stupnjem transparentnosti kako bi javnost na neki način mogla kontrolirati djeluje li središnja banka u skladu s danim joj ovlastima. Stoga su pojedine središnje banke počele objavljivati projekcije kretanja makroekonomskih varijabli, ali i projekcije službenog kamatnjaka u budućnosti. Ovakva delfska politika budućih smjernica doprinosi transparentnosti i kredibilitetu središnje banke, boljem razumijevanju njenih mjera te joj olakšava upravljanje očekivanjima.

ma javnosti. Osim s ciljem povećanja transparentnosti, središnje banke u uvjetima niskih službenih kamatnjaka mogu koristiti politiku budućih smjernica kako bi povećale učinkovitost ekspanzivne monetarne politike. U tom slučaju središnje banke obično koriste neki stupanj obvezivanja (odisejska politika budućih smjernica) kako bi u uvjetima recesije i deflacije kroz utjecaj na očekivane kratkoročne kamatnjake potaknule rast inflacijskih očekivanja te dodatno snižavanje dugoročnih kamatnih stopa.

Dosadašnja empirijska istraživanja, iako ukazuju na različit značaj politike budućih smjernica, uglavnom pokazuju da ona može imati pozitivne učinke na cijene imovine, a onda i na BDP i inflaciju, u uvjetima niskog službenog kamatnjaka središnje banke. Za učinkovitost politike budućih smjernica, i delfske i odisejske, ključan je kredibilitet koji je središnja banka prethodno izgradila. Politika budućih smjernica bit će učinkovitija u slučaju središnje banke čije su se ranije projekcije pokazale točnijima, odnosno one koje je održala prethodna obećanja vezana za buduće mjere monetarne politike.

Osim prednosti, politika budućih smjernica ima i određena ograničenja. Njeni učinci prenose se na gospodarstvo putem očekivanja ekonomskih subjekata zbog čega je teško unaprijed procijeniti kakvi će oni biti. Povećana transparentnost, kao i obvezivanje središnje banke, može ugroziti prethodno stečeni kredibilitet ako središnja banka nije uspješna u svojim projekcijama ili se manifestiraju neočekivani događaji koji zahtijevaju značajan zaokret monetarne politike. Stoga središnje banke moraju biti pažljive prilikom primjene politike budućih smjernica u upravljanju očekivanjima.

U kombinaciji s kvantitativnim labavljenjem, politika budućih smjernica od 2008. g. doprinijela je oporavku cijena na financijskim tržištima; međutim, postat će još važnija kako suvremene središnje banke budu izlazile iz nekonvencionalnih mjera monetarne politike. Da ne bi došlo do naglog zaokreta cijena na financijskim tržištima koje se mogu odraziti na realno gospodarstvo kao što se to dogodilo 2008. g., središnje banke moraju precizno informirati javnost o tempu i uvjetima pod kojima će se monetarna politika vraćati u konvencionalne okvire.

## Literatura:

- Andersson, M., Hofmann, B., (2009.), Gauging the effectiveness of quantitative forward guidance evidence from three inflation targeters, *ECB Working Paper Series*, 1098, str. 1-40.
- Boivin, J., Kiley, M. T., Mishkin, F. S., (2010.), How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?, *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, 2010-26, str. 1-88.
- Buiter, W. H., (2008.), *Quantitative Easing and Qualitative Easing: a Terminological and Taxonomic Proposal*, <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/#axzz3Petd74ot> (pregledano 11. 11. 2016.)
- Campbell, J. R., Evans, C. L., Fisher, J. D. M., Justiniano, A., (2012.), Macroeconomic effects of FOMC forward guidance, *Brookings Papers of Economic Activity*, March 2012, str. 1-54.
- Del Negro, M., Giannoni, M., Patterson, C., (2015.), The Forward Guidance Puzzle, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, 574, str. 1-81.
- Eggertsson, G. B., Woodford, M., (2003.), The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy, *Brookings Papers on Economic Activity*, 34, 1, str. 139-235.
- Engleska središnja banka, (2013.), *Monetary policy trade-offs and forward guidance*, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflation-report/2013/ir13augforwardguidance.pdf> (pregledano 1. 11. 2016.)
- Femia, K., Friedman, S., Sack, B., (2013.), The Effects of Policy Guidance on Perceptions of the Fed's Reaction Function, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 652, str. 1-13.
- Gürkaynak, R. S., Sack, B., Swanson, E. T., (2005.), Do Actions Speak Louder than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements, *International Journal of Central Banking*, 1, 1, str. 55-93.
- Hochstein, M., (2013.), *Forward Guidance: Comparison of G-4 central banks' latest communication policy innovations*, Allianz Global Investors, <http://www.allianzgi.com/en/Market-Insights/Documents/Forward-Guidance-Sept2013.pdf> (pregledano 15. 1. 2015.)
- Hosono, K., Isobe, S., (2014.), The Financial Market Impact of Unconventional Monetary Policies in the U.S., the U.K., the Eurozone, and Japan, *PRI Discussion Paper Series*, 14A-05, str. 1-44.
- Keynes, J. M., (1936.), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan



- Kool, C. J., Thornton, D. L., (2014.), How Effective Is Central Bank Forward Guidance?, *CASMEF Working Paper*, 5, str. 1-33.
- Krugman, P., (1998.), It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:1998, str. 137-205.
- Krugman, P., (1999.), *Thinking about Liquidity Trap*, <http://web.mit.edu/krugman/www/trioshr.html> (pregledano 11. 11. 2016.)
- Levin, A., López-Salido, D., Nelson, E., Yun, T., (2010.), Limitations on the Effectiveness of Forward Guidance at the Zero Lower Bound, *International Journal of Central Banking*, 6, 1, str. 143-189.
- Mishkin, F. S., (2004.), Can Central Bank Transparency Go Too Far?, *NBER Working Paper*, 10829, str. 1-30.
- Nakić, M., (2015.), Komunikacija središnje banke – novi instrument monetarne politike, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 13, 2, str. 121-137.
- Orphanides, A., Wieland, V., (2000.), Efficient Monetary Policy Design near Price Stability, *Journal of the Japanese and International Economies*, 14, str. 327-365.
- Plosser, C. I., (2013.), *Forward Guidance*, Speech at Stanford Institute for Economic Policy Research's Annual Meeting Stanford, February 12, 2013, [https://www.philadelphiafed.org/publications/speeches/plosser/2013/02-12-13\\_sie-pr](https://www.philadelphiafed.org/publications/speeches/plosser/2013/02-12-13_sie-pr) (pregledano 10. 11. 2016.)
- Raskin M. D., (2013.), The Effects of the Federal Reserve's Date-Based Forward Guidance, *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, 2013-37, str. 1-49.
- Shirai, S., (2013.), *Monetary Policy and Forward Guidance in Japan*, Speeches at the International Monetary Fund (September 19) and the Board of Governors of the Federal Reserve System (September 20) in Washington, D.C., [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2013/data/ko130921a1.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/data/ko130921a1.pdf) (pregledano 10. 11. 2016.)
- Swanson, E. T., Williams, J. C., (2013.), Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates, *Federal Reserve Bank Of San Francisco Working Paper Series*, 2012-02, str. 1-43.
- Woodford, M., (2003.), *Interest and Prices – Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, N.J.: Princeton University Press
- Woodford, M., (2012.), *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, Jackson Hole Symposium The Changing Policy Landscape, August 31-September 1, 2012, <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/mw.pdf> (pregledano 12. 11. 2016.)
- Priopćenja izabranih središnjih banaka dostupna na mrežnim stranicama



Dražen Novaković, mag. oec.  
Ekonomski fakultet Sveučilišta J. J. Strossmayera u Osijeku  
E-mail: dnovakov@efos.hr

izv. prof. dr. sc. Domagoj Sajter  
Ekonomski fakultet Sveučilišta J. J. Strossmayera u Osijeku  
E-mail: sajter@efos.hr

## KOMPARATIVNA ANALIZA MIROVINSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ I EUROPI

### SAŽETAK

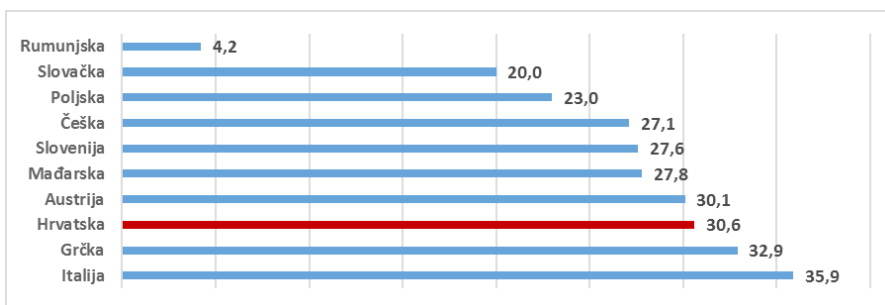
Jedna od ključnih stavki svake ekonomije, pa tako i hrvatske, svakako su mirovinski fondovi. Poznato je da je mirovinski sustav u Hrvatskoj “napregnut”, odnosno da je odnos broja zaposlenih i broja umirovljenika u dugoročnom nepovoljnom trendu. Međutim, za razliku od većine prethodnih istraživanja koja se bave mirovinskim sustavima, ovaj se rad nije usredotočio na demografske indikatore već se usmjerio na dosadašnje poslovanje mirovinskih fondova u vidu usporedbe sa stanjem u Hrvatskoj sličnim zemljama. Na temelju provedene analize može se zaključiti kako u odnosu na promatrane zemlje hrvatski mirovinski fondovi raspoložu znatnom vrijednošću akumulirane imovine, relativno i apsolutno gledano visokim doprinosima te ostvaruju relativno niske operativne troškove uz relativno visoke, ali varijabilne prinose. Kako u strukturi ulaganja prevladavaju obveznice, riječ je o jednom od konzervativnijih pristupa vođenju portfelja. Velike razlike u strukturi ulaganja nameću pitanje usporedivosti nekih od pokazatelja što vodi ka pitanju postavljanja adekvatnog mjerila uspješnosti (*benchmarka*) koji bi bio prilagođen svakoj zemlji ili svakom mirovinskom fondu u skladu s njegovom ulagačkom strategijom.

**Ključne riječi:** mirovinski fondovi, komparativna analiza, uspješnost, Hrvatska

### 1. Uvod

Poznato je da je mirovinski sustav u Hrvatskoj “napregnut”, odnosno da je odnos broja zaposlenih i broja umirovljenika u dugoročnom nepovoljnom trendu. Prema podacima Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD) prikazanim na grafikonu 1., na svakog radno sposobnog stanovnika u Hrvatskoj dolazi 0,3 stanovnika starijih od 65 godina. Činjenica da je u većini usporedivih europskih zemalja situacija vrlo slična ne pruža nikakvu utjehu nego ukazuje na ozbiljnost problema na razini cijele Europe. Nimalo pozitivniji zaključak ne omogućuju ni stope zamjene (omjeri mirovine i plaće) u promatranim zemljama, koje su korisne u kontekstu socijalne politike. Naime, prosječan hrvatski građanin je već 2012. godine odlaskom u mirovinu prepolovio svoja neto primanja, smjestivši Hrvatsku na začelje među europskim zemljama. No, prema izraču-

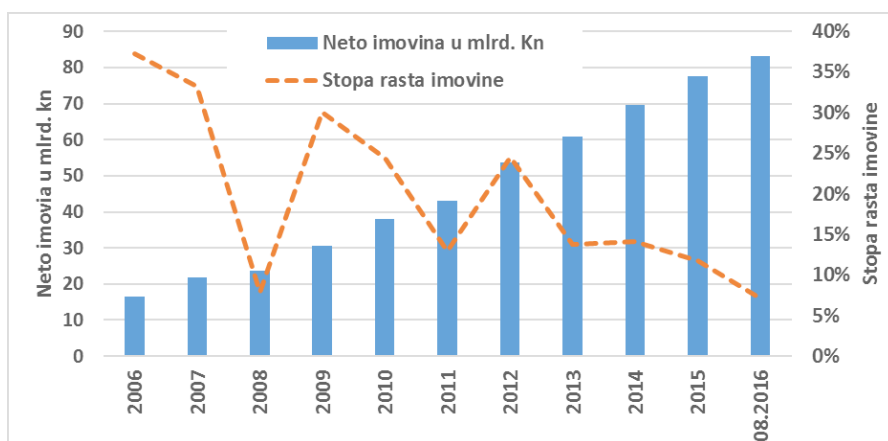
nima Ekonomskoga instituta Zagreb (Nestić, Tomić, 2012), taj ionako loš odnos će se s vremenom dodatno pogoršavati.



**Grafikon 1.** Postotak stanovništva starijeg od 65 godina u odnosu na stanovništvo između 20 i 64 godine 2014. godine

Izvor: OECD

Međutim, ovaj rad se ne usredotočuje na negativne demografske indikatore, već svoj fokus usmjerava ka poslovanju mirovinskih fondova. Prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA-e), ukupan broj mirovinskih fondova je u Hrvatskoj s vremenom dostigao sadašnju brojku od 35 obveznih i dobrovoljnih fondova (zadnje povećanje 2014. godine rezultat je reforme i podjele svakoga od četiri obvezna mirovinska fonda na kategorije A, B i C) koji danas imaju više od 2 milijuna članova. Što se tiče stope rasta članstva, ona je s vremenom padala zbog povećanja ukupnog broja članova dok se istovremeno broj novih članova smanjivao, ponajprije zbog nepovoljne gospodarske situacije u Hrvatskoj izazvane krizom. Njena razina trenutno stagnira, a hoće li se stagnacija nastaviti, ovisi kako o demografskim tako i o ekonomskim prilikama u zemlji narednih godina.

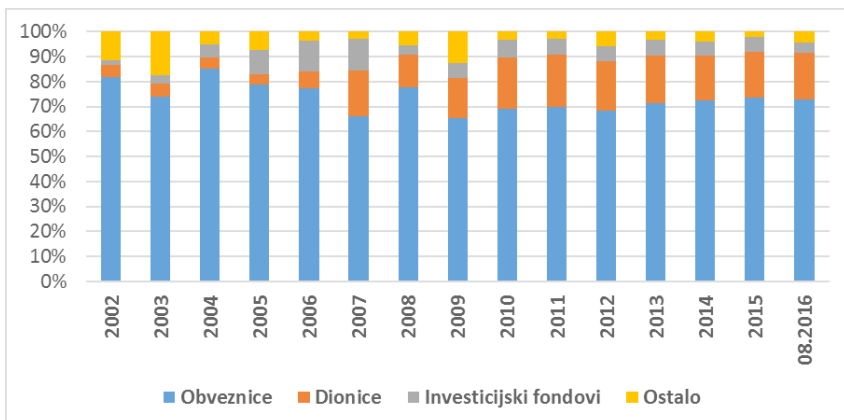


**Grafikon 2.** Neto imovina i godišnja stopa rasta mirovinskih fondova u Hrvatskoj, u milijardama kuna na kraju razdoblja

Izvor: HANFA

Također, veličina imovine kojom raspolažu čini mirovinske fondove atraktivnima u vidu resursa za rješavanje kratkoročnih i srednjoročnih proračunskih deficita. No takvim idejama, kako u Europi, tako i Hrvatskoj, najčešće ne prethode detaljnije analize. Ono što je sigurno jest činjenica kako mirovinski fondovi u Hrvatskoj trenutno raspolažu neto imovinom vrijednom više od 83 milijarde kuna. Prema podacima na grafikonu 2. vidljivo je kako stopa rasta imovine opada što je uvjetovano s nekoliko različitih čimbenika. Kao prvo, gospodarska kriza se odrazila na broj zaposlenih, a time i na broj članova mirovinskih fondova. Izravna posljedica ovoga smanjenja su niža nova izdvajanja u mirovinske fondove što dovodi do usporavanja rasta njihove imovine. Nadalje, treba imati na umu da su hrvatski mirovinski fondovi još mladi te je prijašnji snažan rast neto imovine bio ponajprije rezultat konstantne akumulacije kapitala sadašnjih zaposlenika uz vrlo mala potraživanja od strane zaposlenika koji su odlazili u mirovinu. Drugim riječima, u godinama nakon reforme, broj članova fondova je konstantno rastao jer su se uključivali novozaposleni, a gotovo nitko nije odlazio u mirovinu zbog specifične dobne strukture prvih članova fondova. Ova situacija se s vremenom polako mijenja. Konačno, važno je uočiti i nagli pad vrijednosti neto imovine iz 2008. godine koji je rezultat pada vrijednosti portfelja mirovinskih fondova zbog svjetskog financijskog kolapsa. S vremenom će stopa rasta neto imovine ovisiti pretežno o ulagačkoj politici pojedinog fonda, uz pretpostavku kako će se dolazak novih i odlazak starih članova ujednačiti.

Kada je riječ o strukturi ulaganja hrvatskih mirovinskih fondova, značajno prevladava domaća imovina s udjelom od oko 90%, i to pretežno obveznice (grafikon 3.). Ovo je prvenstveno posljedica zakonskog okvira koji propisuje koliko mirovinski fond može ulagati u oblike imovine različite rizičnosti. U grafikonu 3. u obveznice su ubrojene domaće i inozemne državne, korporativne i municipalne obveznice, a u investicijske fondove domaći i inozemni otvoreni i zatvoreni fondovi.



**Grafikon 3.** Struktura ukupne imovine mirovinskih fondova u Hrvatskoj  
Izvor: HANFA

Detaljnija analiza strukture domaće imovine mirovinskih fondova prikazane na grafikonu 10. pokazuje kako hrvatske državne obveznice čine preko 80% portfelja. Pri spomenutoj analizi u kategoriji „ostala domaća imovina“ najvećim se dijelom nalaze korporativne obveznice i udjeli u investicijskim fondovima (UCITS i AF). S druge pak strane, u strukturi inozemne imovine hrvatskih mirovinskih fondova prikazane na grafikonu 11., nakon oscilacija u prošlom desetljeću, dionice čine značajno najveći dio portfelja. U kategoriji „ostalo u inozemnoj imovini“ najvećim su se dijelom povijesno nalazile državne i korporativne obveznice, dok su se u novije vrijeme ulaganja mirovinskih fondova u strane obveznice svela na nulu zbog negativnih prinosa emitenata ovih obveznica.

## 2. Pregled postojeće literature

Mirovinski fondovi u Republici Hrvatskoj najčešće se promatraju u širem kontekstu – kao dio mirovinskog sustava, uglavnom s aspekta socijalne politike. Bakić (2000) je u razdoblju prije reforme mirovinskog sustava ukazao na moguće probleme koji se mogu pojaviti u budućem djelovanju novoga sustava. Puljiz obrađuje mirovinski sustav u nizu radova (npr. 2007, 2011). U jednom od tih radova, Puljiz (2011) navodi kako su neki od glavnih izazova današnjih mirovinskih sustava širom svijeta demografske promjene poput starenja stanovništva, rastuća kompetitivnost na svjetskoj razini, promjene na tržištu rada i otpor koji se pruža reformama postojećeg stanja. Bejaković (2012) navodi kako su na hrvatsku mirovinsku reformu značajno utjecale one provedene u Poljskoj i Mađarskoj. S druge strane, Slovenija i Češka su uvele samo dobrovoljnu mirovinsku štednju, a Slovačka, Mađarska i Poljska su s vremenom izvršile značajne preinake ili demontiranje provedenih reformi (Puljiz, 2011), iako se čini kako je primarni motiv ovih poteza bila kratkoročna fiskalna konsolidacija (Rudolph *et al.*, 2010) bez prethodno provedene dublje analize. Vukorepa je, u disertaciji koju je prezentirala kroz monografiju (2012), ekstenzivno obradila sustav mirovinskog osiguranja te je četvrto poglavlje posvetila mirovinskim fondovima, njihovim sustavima upravljanja rizicima i troškovima.

S druge strane, malobrojna su istraživanja koja se detaljnije bave samim poslovanjem hrvatskih mirovinskih fondova. Barac i Latković (2000) fokusirali su se na pitanja diversifikacije portfelja mirovinskih fondova te ukazali na potrebu veće alokacije sredstava na međunarodnom tržištu. Bakić (2002) je analizirao ograničenja ulaganja mirovinskih fondova te primjerenost povezanih tehničkih odredbi poput zajamčenog prinosa i referentne stope. Čulinović Herc i Jurić (2008) dali su općeniti uvid u poslovanje mirovinskih fondova. Iste su godine – u kontekstu globalne financijske krize – Potočnjak i Vukorepa (2008) analizirali načine upravljanja rizikom i zaštite imovine mirovinskih fondova od rizika negativnog ili nedostatnog prinosa. Latković i Liker (2009) su izračunali kako bi godišnji realni prinos mirovinskih fondova u Hrvatskoj trebao biti 3,22%. Svoje

izračune su temeljili na prinosima vrijednosnica na razvijenijim tržištima, ali su projekciju korigirali uzevši u obzir činjenice da hrvatski mirovinski fondovi ulažu u rizičniju domaću imovinu i imaju relativno konzervativan portfelj. Bahovec *et al.*, (2011) istraživali su koncentraciju u djelatnosti mirovinskih fondova te uočili blago rastuće pokazatelje koncentracije ukupne imovine mirovinskih fondova u Hrvatskoj. Bejaković (2012) je izračunao kako je prosječni godišnji prinos mirovinskih fondova bio 5,49%, što je 2,7% više od inflacije te time i više od željenog prinosa pri uvođenju reforme (2% iznad inflacije). On isto tvrdi kako su ti prinosi među višima u regiji i Europi. On smatra „očiglednim“ kako postoji prostor za smanjenje naknada (troškova) za poslovanje fondova, a „nužnim“ potrebu povećanja obvezne stope izdvajanja. Također je predložio podjelu imovine u tri podportfelja, što je i izvedeno u reformi mirovinskog sustava 2014. godine. Novaković (2015) je na hrvatske mirovinske fondove primijenio uobičajene mjere uspješnosti prilagođene za rizik poput Sharpeovog i Sortinovog omjera te zaključio kako hrvatski mirovinski fondovi nadilaze prinos portfelja sastavljenog od indeksa CROBEX i CROBIS koji je služio kao referentna vrijednost. Matek i Radaković (2015) su analizirali aktivni menadžment hrvatskih obveznih mirovinskih fondova te zaključili kako su menadžeri portfelja svojim aktivnim upravljačkim odlukama ostvarili dodatan prinos na portfelj. Konačno, Matek *et al.*, (2016) su također računali uspješnost mirovinskih fondova preko mjera prilagođenih za rizik i zaključili kako fondovi dostižu ciljeve u obliku bezrizične kamatne stope ili određenog mjerila (*benchmarka*).

Iz svega navedenog može se zaključiti kako je poslovanje mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj područje koje je nedovoljno obrađeno, posebno gledano u kontekstu međunarodne usporedbe kretanja ključnih pokazatelja, te bi u njemu istraživači mogli iznijeti nove doprinose.

### 3. Metodologija i podaci

Budući da je cilj ovoga rada analizirati poslovanje mirovinskih fondova i kretanje njihovih ključnih pokazatelja u međunarodnom kontekstu, bilo je važno odabrati mirovinske fondove onih zemalja koje su po svojim karakteristikama međusobno slične i zanimljive za usporedbu s Hrvatskom. Stoga su uz hrvatske mirovinske fondove analizirani mirovinski fondovi u europskim državama koje su Hrvatskoj bliske s geografskog aspekta, onog ekonomskog (na usporedivom su stupnju razvoja) ili onom socio-ekonomskom (postkomunističke zemlje). Stoga su za analizu odabrani mirovinski fondovi Austrije, Bugarske, Češke, Grčke, Italije, Mađarske, Poljske, Rumunjske, Slovačke, Slovenije i Srbije.

Glavni izvori podataka za izradu ovoga rada su baze podataka o mirovinskim sustavima Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (*Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD*) te baze poda-

taka i godišnja izvješća Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA). Osim ovih glavnih izvora, korišteni su i podaci Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*), Statističkoga ureda Europskih zajednica (Eurostat) i Hrvatske narodne banke (HNB). Kako korišteni izvori podataka uglavnom nude općenite podatke, većina u radu prikazanih pokazatelja rezultat je izračuna autora. Autori su preuzete općenite podatke statistički obradili dok su u izračunu ključnih pokazatelja često kombinirali više različitih izvora jer su vrlo često problem bili nepotpuni podaci pojedinog izvora ili što isti izvor nije pružao sve potrebne informacije za izračun određenog pokazatelja. Primjerice, EIOPA ne isporučuje podatke za Češku, Mađarsku i Srbiju. Stoga u pojedinim izračunima nisu prikazane sve prethodno navedene zemlje.

Od pokazatelja zanimljivih za komparativnu analizu, u ovome radu su izabrani sljedeći. Promatrano je kretanje ukupne imovine mirovinskih fondova u analiziranom razdoblju od 2010. do 2014. godine, što je zadnja godina za koju su dostupni svi podaci. Osim ukupne promjene vrijednosti imovine, izračunat je zanimljiv podatak o vrijednosti imovine po zaposlenom koji usporedbu čini svrsishodnijom. Osim same promjene, koristan je pokazatelj i odnos imovine mirovinskih fondova prema bruto domaćem proizvodu te odnos doprinosa (izdvajanja) u mirovinske fondove u odnosu na bruto domaći proizvod. Kada se pogledaju ova izdvajanja u hrvatske mirovinske fondove u odnosu na iste podatke u usporedivim europskim zemljama, ali po zaposlenom, opet nastaje zanimljiv i komparabilan pokazatelj. Svakako zanimljiv pokazatelj za usporednu analizu su i ostvareni prinosi mirovinskih fondova, no ne samo oni, nego i ekonomičnost poslovanja koju pokazuju operativni troškovi koji su zabilježeni u ostvarivanju navedenih prinosa. Konačno, neizostavno je promatrana i struktura ulaganja mirovinskih fondova.

#### 4. Rezultati

Budući da su mirovinski fondovi relativno nova pojava u većini promatranih zemalja, posebno onim postkomunističkim, može se očekivati da je njihov rad u prvim desetljećima od uvođenja obilježila značajna akumulacija kapitala. Razlog ovome očekivanome rastu imovine mirovinskih fondova je činjenica da se u prvim godinama bilježi mnogo više novih članova u odnosu na broj članova koji prestaju raditi i odlaze u mirovinu. Kako su uplate u mirovinske fondove značajno veće od isplata po mirovinama, ukupna imovina mirovinskih fondova brzo raste. Ovakvo se kretanje može vidjeti i na podacima iz tablice 1., koja donosi vrijednost imovine mirovinskih fondova u promatranim zemljama 2010. i 2014. godine. Očito je kako sve promatrane zemlje bilježe rast imovine, osim Poljske. Poljski je slučaj specifičan jer je Poljska svoju mirovinsku reformu zaustavila tako što je prvo smanjila izdvajanja u mirovinske fondove, a

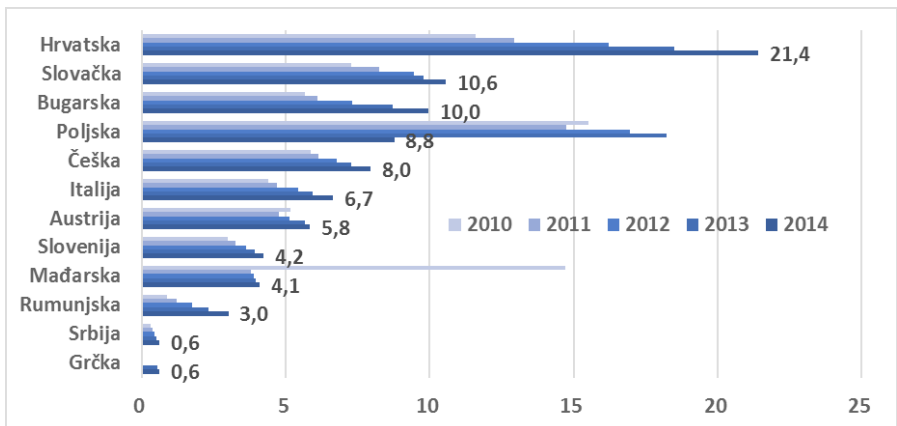


nakon toga je i povukla značajan dio sredstava iz mirovinskih fondova natrag u sustav međugeneracijske solidarnosti. Sve ostale zemlje bilježe rast vrijednosti imovine mirovinskih fondova koji je vrlo različit u apsolutnim iznosima jer je riječ o vrlo različitim ekonomijama kada je riječ o visini bruto domaćeg proizvoda, broja zaposlenih i dužini postojanja mirovinskih fondova. Tako se u Hrvatskoj vrijednost imovine mirovinskih fondova povećala s 5,2 na 9,2 milijardi eura.

Država	Ukupna imovina mirovinskih fondova, početno razdoblje		Ukupna imovina mirovinskih fondova, završno razdoblje		Imovina fonda po zaposlenom (2014., u €)
	godina	u mil. €	godina	u mil. €	
Hrvatska	2010.	5.225,45	2014.	9.200,69	5.875
Italija	2010.	70.759,09	2014.	107.884,97	4.842
Austrija	2010.	15.238,13	2014.	19.260,04	4.683
Slovačka	2010.	4.908,82	2014.	8.021,46	3.355
Slovenija	2010.	1.086,12	2014.	1.578,04	2.017
Poljska	2010.	56.124,63	2014.	36.032,10	1.487
Rumunjska	2010.	1.128,04	2014.	4.530,27	1.024

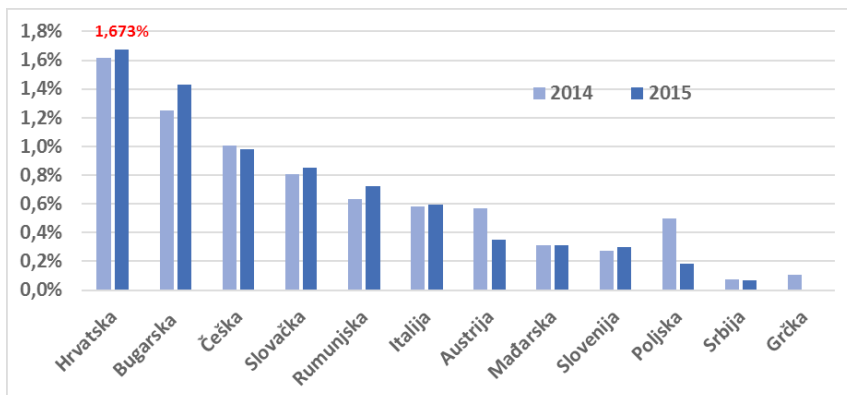
**Tablica 1.** Imovina mirovinskih fondova u odabranim europskim državama  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a, Eurostata, EIOPA-e

Međutim, mnogo je zanimljiviji pokazatelj izračunat u posljednjem stupcu tablice 1. Naime, vrijednost imovine mirovinskih fondova po zaposlenom omogućuje usporedbu među zemljama jer otklanja problem razlika u broju stanovnika i zaposlenih. Tako Hrvatska zauzima vodeće mjesto među promatranim zemljama s preko 5.800 eura imovine mirovinskih fondova po zaposlenom. No, kada se pogleda još jedan relativni pokazatelj primjeren za usporednu analizu – vrijednost imovine mirovinskih fondova kao postotak bruto domaćeg proizvoda na grafikonu 4., Hrvatska opet zauzima vodeće mjesto s preko 21%. Osim toga, Hrvatska bilježi i najbrži rast ovog pokazatelja. Činjenica da je u mirovinskim fondovima pohranjeno više od petine vrijednosti bruto domaćeg proizvoda čini ih vrlo važnim čimbenikom ne samo na tržištu kapitala nego i u ukupnom gospodarstvu.



**Grafikon 4.** Imovina mirovinskih fondova kao postotak BDP-a  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a

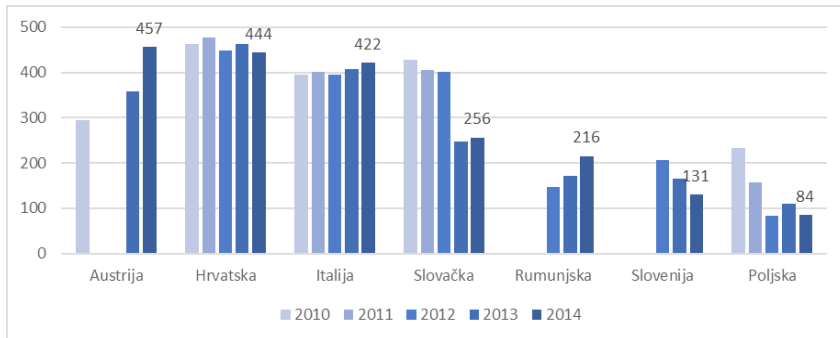
Činjenica je da je tako visoka vrijednost imovine primamljiva i kao potencijalan način pokrivanja proračunskog deficita ili javnog duga. Iz grafikona 4. se vidi da samo Poljska i Mađarska bilježe pad visine imovine mirovinskih fondova u usporedbi s bruto domaćim proizvodom. Kao što je prethodno spomenuto, Poljska je 2014. godine povukla dio imovine mirovinskih fondova i stavila ga pod nadzor države dok je Mađarska 2011. godine provela još radikalniju reformu te pod državni nadzor stavila najveći dio imovine mirovinskih fondova. Sve ostale zemlje bilježe rast vrijednosti imovine. Ovaj rast je najsporiji u Grčkoj budući da je ona tek 2008. godine uvela mirovinske fondove u svoj mirovinski sustav. Što se Hrvatske tiče, ovaj se rezultat može djelomično pripisati relativno kratkom periodu postojanja mirovinskih fondova koji još uvijek značajno više imovine prikupljaju nego što isplaćuju pa je trenutni saldo vrlo visok. No, mnogo važniji razlog zašto su hrvatski mirovinski fondovi tako brzo došli do vodećeg mjesta među promatranim zemljama kada je riječ o imovini kao postotku BDP-a krije se u visini doprinosa u mirovinske fondove koja je prikazana na grafikonu 5. Doprinosi (izdvajanja) zaposlenih u hrvatske mirovinske fondove čini visokih 1,673% bruto domaćeg proizvoda, po čemu je Hrvatska opet vodeća među promatranim zemljama. Zemlje u kojima su mirovinski fondovi prisutni dulji vremenski period, poput Italije i Austrije, izdvajaju godišnje mnogo manje kada se gleda relativni iznos. Također, očito je kako je spori grčki rast imovine mirovinskih fondova prouzrokovan i vrlo malim izdvajanjima u fondove.



**Grafikon 5.** Doprinosi u mirovinske fondove kao postotak BDP-a  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a

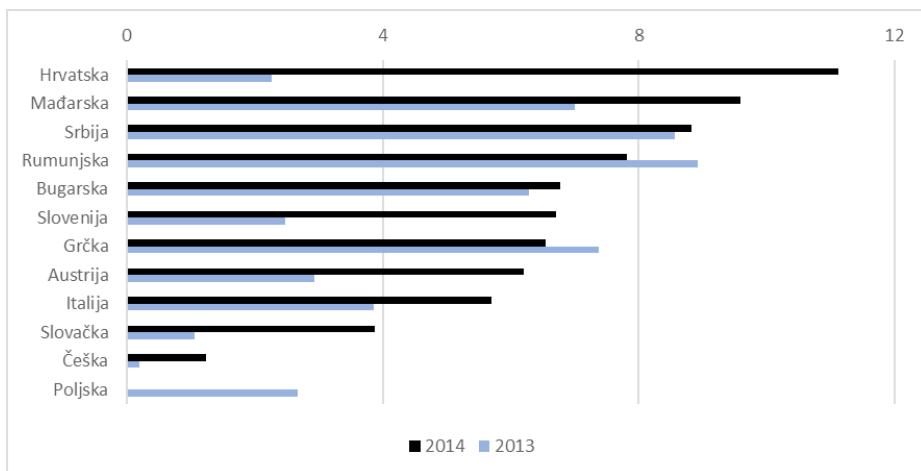
Iako je Hrvatska vodeća zemlja po doprinosima u mirovinske fondove gledano relativno, ona nimalo ne zaostaje ni kada su u pitanju apsolutni iznosi koji su izračunati i prikazani na grafikonu 6. Tako prosječni hrvatski osiguranik (zaposlena osoba) godišnje izdvaja oko 440 eura u mirovinske fondove, čime je u rangu razvijenijih zemalja poput Austrije i Italije. Ovdje je zanimljivo primijetiti kako su ova izdvajanja uglavnom stabilna kroz vrijeme, dok je u isto to promatrano vrijeme hrvatski bruto domaći proizvod padao. Ovo je još jedan razlog zašto su mirovinski fondovi

tako brzo došli do visoke vrijednosti imovine gledane kao postotak bruto domaćeg proizvoda.



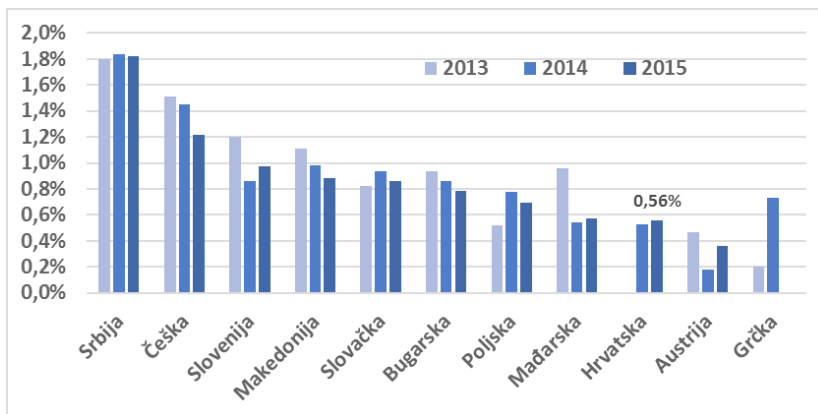
**Grafikon 6.** Doprinosi u mirovinske fondove po zaposlenom u eurima  
 Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a, Eurostata, HANFA-e, HNB-a, EIOPA-e

Jedan od najzanimljivijih pokazatelja rada mirovinskih fondova svakako su prinosi koji su mirovinski fondovi ostvarili na imovinu koja im je povjerenjena od strane osiguranika (zaposlenih). Prema podacima na grafikonu 7., hrvatski mirovinski fondovi ostvarili su 2014. godine najviši realni godišnji prinos među promatranim zemljama od preko 11%. Međutim, godinu ranije, ostvarili su jedan od najnižih prinosa čime su uvjerljivo najvarijabilniji među promatranim zemljama. Međutim, kada se promotri duža vremenska serija, hrvatski fondovi ostvaruju prosječne ili iznadprosječne prinose uz prosječnu varijabilnost.



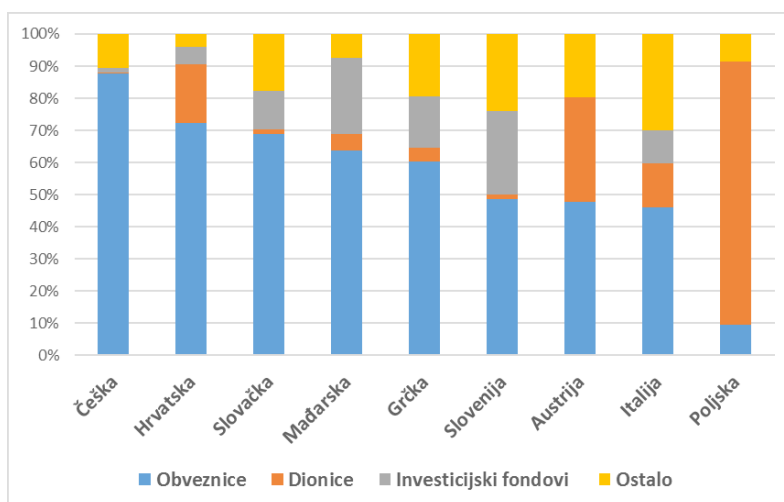
**Grafikon 7.** Realni godišnji prinosi mirovinskih fondova u odabranim zemljama  
 Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a, HNB-a, HANFA-e

Visok prinos u 2014. godini rezultat je snažnog rasta vrijednosti hrvatskih državnih obveznica koje čine značajan dio portfelja hrvatskih mirovinskih fondova, o čemu će biti riječi kasnije.



**Grafikon 8.** Operativni troškovi fondova kao postotak ukupne imovine  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a

Prethodno spomenuti prinosi ne govore mnogo ako se ne analizira i uz kakve su troškove ostvareni. Stoga su na grafikonu 8. prikazani operativni troškovi fondova kao postotak ukupne imovine kojom fondovi upravljaju. Društva za upravljanje mirovinskim fondovima u svom radu bilježe troškove upravljanja fondom poput transakcijskih troškova, troškova agenata prodaje i marketinga te troškove poslovanja samog društva poput materijalnih troškova, troškova osoblja, amortizacije i rezerviranja. Kada se pogledaju rezultati analize, očito je kako hrvatski mirovinski fondovi, odnosno društva koja njima upravljaju, troše relativno malo (0,56% vrijednosti imovine) za upravljanje imovinom u odnosu na ostale promatrane zemlje. Kada se taj podatak stavi u kontekst relativno visokih prinosa koje hrvatski fondovi ostvaruju, može se zaključiti kako posluju uspješno i donose vrijednost za osiguranike koju relativno malo naplaćuju.



**Grafikon 9.** Struktura ulaganja mirovinskih fondova u odabranim državama u 2014. godini

Izvor: izračun autora prema podacima iz HANFA-e, OECD-a

Konačno, vrlo važan element u analizi poslovanja svakog subjekta na financijskom tržištu, pa tako i mirovinskih fondova, je struktura ulaganja. Naime, promatrani ostvareni prinosi i s njima povezani troškovi značajno ovise o strukturi portfelja, odnosno ulagačkoj politici fonda. Ona je u slučaju Hrvatske, a i drugih zemalja, djelomično definirana zakonskim propisima o ograničenju ulaganja, ali menadžment fonda još uvijek ima određenu slobodu u izboru vrijednosnica u koje će uložiti. Tako podaci u grafikonu 9. pokazuju kako češki mirovinski fondovi ulažu u obveznice mnogo više, čak i u odnosu na hrvatske mirovinske fondove, a posebno u odnosu na one talijanske i poljske koji pretežno ulažu u dionice. Ovako velike razlike u strukturi portfelja mirovinskih fondova promatranih zemalja upućuju na zaključak kako obična usporedba ostvarenih prinosa i troškova ne govori ništa bez uzimanja u obzir strukture ulaganja.

## 5. Zaključak

Hrvatski i europski mirovinski sustavi već se dugi niz godina suočavaju sa sve većim problemom demografskih promjena i svojom upitnom održivosti. Ovaj problem nema jednostavno i univerzalno rješenje te se bilježe brojni pokušaji traženja održivog modela mirovinskog sustava. Tako je mirovinskom reformom u Hrvatskoj uveden drugi stup mirovinskog osiguranja u vidu individualne štednje u mirovinskim fondovima. Dosadašnje poslovanje mirovinskih fondova u Hrvatskoj nije dovoljno analizirano, djelomično zbog vremenskog intervala od početka njihovog djelovanja 2002. godine do danas, koji je relativno kratak. Međutim, ovaj rad je pokušao dati uvid u njihovo dosadašnje poslovanje u vidu usporedbe sa stanjem u Hrvatskoj sličnim zemljama.

Na temelju provedene analize može se zaključiti da hrvatski mirovinski fondovi raspolažu znatnom vrijednošću imovine koja čini preko 21% hrvatskog bruto domaćeg proizvoda, što ih u krugu promatranih zemalja čini vodećima po snazi u domaćem gospodarstvu. Ovu njihovu financijsku snagu svakako treba ozbiljno shvatiti. Osim visoke vrijednosti akumulirane imovine, hrvatski mirovinski fondovi su vodeći i u relativnim i u apsolutnim izdvajanjima (doprinosima) koje osiguranici u njih uplaćuju. Nadalje, budući da ostvaruju relativno niske operativne troškove uz relativno visoke, ali varijabilne prinose, može se zaključiti kako osiguranicima pružaju jednu od boljih usluga u odnosu na promatrane zemlje. Konačno, kako u strukturi ulaganja prevladavaju obveznice, što je i zakonski regulirano, može se zaključiti kako je riječ o jednom od najkonzervativnijih pristupa vođenju portfelja po pitanju rizika među promatranim zemljama.

Upravo iz pitanja strukture ulaganja proizlazi glavni smjer djelovanja budućih istraživanja na ovu temu. Naime, kako su razlike u strukturi ulaganja velike među mirovinskim fondovima u promatranim zemljama, postavlja se pitanje usporedivosti nekih od pokazatelja analiziranih u ovom

radu. Ostvareni prinosi kao takvi nisu relevantna podloga za usporedbu i donošenje zaključaka o većoj ili manjoj uspješnosti poslovanja pojedinih mirovinskih fondova ako se u obzir ne uzme struktura ulaganja. Iz ovoga proizlazi pitanje postavljanja adekvatnog mjerila uspješnosti (*benchmarka*) koji bi bio prilagođen svakoj zemlji ili svakom mirovinskom fondu u skladu s njegovom ulagačkom strategijom i koji bi jedini precizno mogao odgovoriti na pitanje posluju li pojedini mirovinski fondovi uspješno ili ne u europskom kontekstu. Ovo pitanje bi moglo biti predmetom budućih istraživanja.

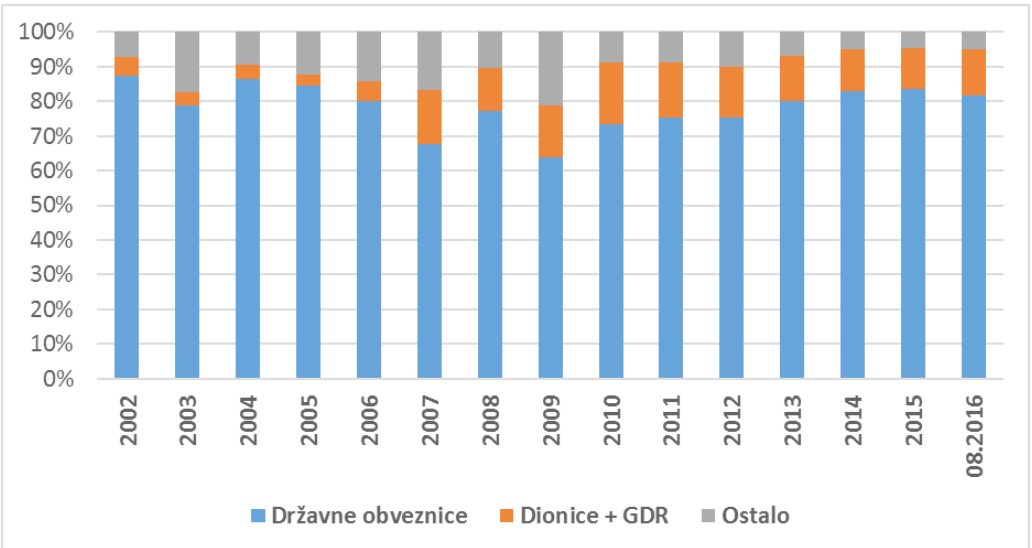
## Literatura:

- Bahovec, V., Dumičić, K., Žalac, A. (2011.), Trendovi u koncentraciji imovine mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 9(2), str. 53-75.
- Bakić, D. (2000.), Drugi i treći stup novoga hrvatskog mirovinskog sustava: napomene i pitanja, Financijska teorija i praksa, 24(2), str. 189-212.
- Bakić, N. (2002.), Ulaganja mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, 26(2), str. 435-445.
- Barac, Z., Latković, M. (2000.), Argumenti za globalnu alokaciju imovine mirovinskih fondova: razmatranja iz perspektive osiguranika, Financijska teorija i praksa, 24(3), str. 355-382.
- Bejaković, P. (2012.), Obilježja i učinci kapitalizirane obvezne i dobrovoljne mirovinske štednje u Hrvatskoj, Revija za socijalnu politiku, 19(2), str. 219-230.
- Čulinović Herc, E., Jurić, D. (2008.), Dobrovoljni mirovinski i investicijski fondovi, Socijalna sigurnost i tržišno natjecanje - europski zahtjevi i nacionalna rješenja, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Hanns Seidel Stiftung, Rijeka, str. 261-305.
- Latković, M., Liker, I. (2009.), Analiza utjecaja parametara u kapitaliziranom sustavu mirovinskog osiguranja, Financijska teorija i praksa, 33(4), str. 445-461.
- Matek P. P., Lukač, M., Repač, V. (2016.), Performance appraisal of Croatian mandatory pension funds, FIP - Financije i pravo, 4(1), str. 7-30.
- Matek, P. P., Radaković, M. (2015.), Is active management of mandatory pension funds in Croatia creating value for second pillar fund members?, Financijska teorija i praksa, 39(3), str. 245-278.
- Nestić, D., Tomić I. (2012.), Primjerenost mirovina u Hrvatskoj: što mogu očekivati budući umirovljenici?, Privredna kretanja i ekonomska politika, 22(130), str. 61-100.
- Novaković, D. (2015.), Evaluation of the financial performance of pension funds in Croatia, Ekonomski vjesnik, 28(1), str. 199-212.
- Potočnjak, Ž., Vukorepa, I. (2008.), Upravljanje rizikom prinosa u obveznim kapitalno financiranim mirovinskim sustavima, Revija za socijalnu politiku, 15(3), str. 323-342.
- Potočnjak, Ž., Vukorepa, I. (2012.), Cjeloživotno modeliranje portfelja u kapitalno financiranim mirovinskim sustavima određenih doprinosa, Privredna kretanja i ekonomska politika, 22(130), str. 29-60.
- Puljiz, V. (2007.), Hrvatski mirovinski sustav: korijeni, evolucija i perspektive, Revija za socijalnu politiku, 14(2), str. 163-192.

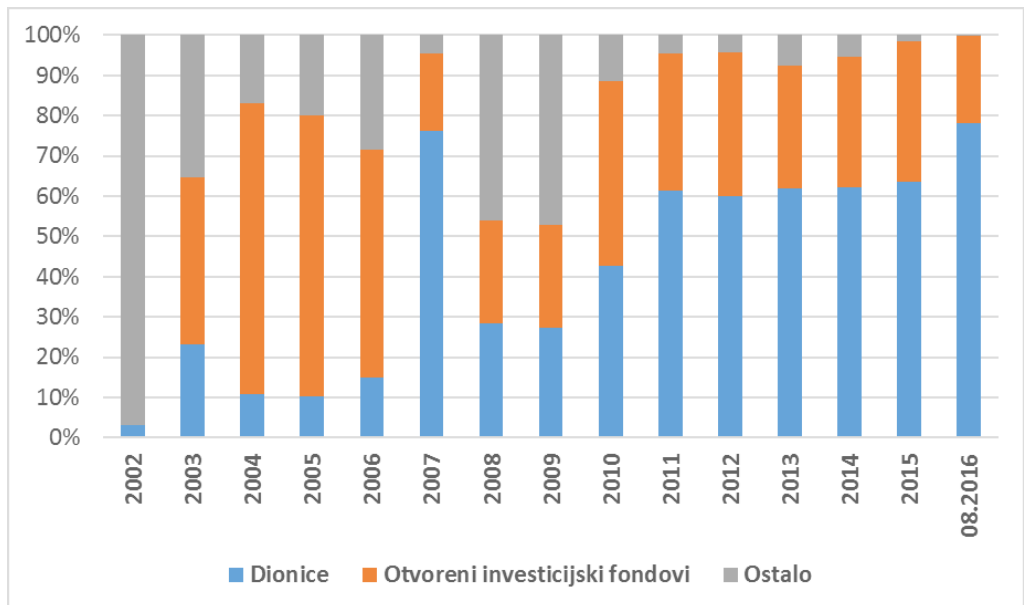
- Puljiz, V. (2011.), Kriza, reforme i perspektive mirovinskih sustava u europskim zemljama i u Hrvatskoj, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 21(129), str. 27-64.
- Rudolph, H. P., Hinz, R., Antolín, P., Yermo, J. (2010.), *Evaluating the Financial Performance of Pension Funds*, Evaluating the Financial Performance of Pension Funds, Svjetska banka, Washington DC, str. 1-23.
- Vukorepa, I. (2012.), *Mirovinski sustavi: kapitalno financiranje kao čimbenik socijalne sigurnosti*, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb



## Prilozi:



**Grafikon 10.** Struktura domaće imovine mirovinskih fondova u Hrvatskoj  
Izvor: HANFA



**Grafikon 11.** Struktura inozemne imovine mirovinskih fondova u Hrvatskoj  
Izvor: HANFA



## OPOREZIVANJE FINACIJSKOG SEKTORA U ZEMLJAMA EUROPSKE UNIJE<sup>1</sup>

### SAŽETAK

Financijska i ekonomska kriza ukazala je na nedostatke u regulacijskom i supervizorskom okviru financijskih sustava te na sklonost financijskih institucija prema špekulativnom ponašanju i pretjeranom preuzimanju rizika. Uslijedio je snažan javni pritisak i konsenzus EU-a da se financijskom sustavu nametne obveza većeg sudjelovanja u javnim financijama s ciljem „fer i značajnog“ doprinosa financijskoj stabilnosti.

Neke od zemalja članica, primjerice Francuska i Italija, uvele su nove oblike oporezivanja financijskog sektora, dok su druge zadržale postojeće fiskalne okvire. Zbog opasnosti od fragmentacije tržišta, neadekvatne alokacije kapitala i dvostrukog oporezivanja u uvjetima različitih oblika oporezivanja, na razini EU-a je usuglašeno da je najbolji način osiguranja stabilnosti jedinstvenog tržišta i promoviranja „ispravnog“ ponašanja tržišnih sudionika, implementacija harmonizirane porezne europske regulative. Aktualna rasprava među državama članicama o uvođenju jedinstvenog, europskog poreza na financijske transakcije (FTT-a) još uvijek nije rezultirala konačnim fiskalnim rješenjem. U radu se, osim planiranog uvođenja FTT-a, prezentiraju i kritički propituju alternativna nacionalna porezna rješenja usmjerena na financijski sustav u zemljama EU-a.

**Ključne riječi:** financijski sustav, financijska stabilnost, oporezivanje, financijske institucije, FTT, EU

### 1. Uvod

Razorne posljedice i utjecaj ekonomske i financijske krize na području EU-a rezultirale su značajnim opterećenjem državnih financija većine članica. Državni proračun na razini EU-a (prosjek) je, iz gotovo uravnoteženog 2007. godine, iskazao negativne tendencije uz porast deficita na 6,4% BDP-a tri godine kasnije te 3,0% BDP-a 2014. godine. Prosječni javni dug u istom razdoblju zabilježio je porast od predkriznih 60% BDP-a na gotovo 90% BDP-a u godinama koje su uslijedile (Chisari *et al.*, 2016). Potreba za dodatnim prihodima proizvela je pritisak i obvezu javnih tijela EU-a da preispitaju dosadašnje politike i okvire rada

---

1 Ovaj rad rezultat je projekta „Tax Policy and Fiscal Consolidation in Croatia“ (IP-2013-11-8174) koji financira Hrvatska zaklada za znanost te projekta Sveučilišta u Rijeci “Porezni sustavi ekonomsko-socijalni odnosi hrvatskog društva” (br. 13.02.1.2.02.).

financijskog sektora obzirom na odgovornost za nastanak i dubinu krize. Istovremeno, široke političke, znanstvene i stručne rasprave istaknule su jedinstvenu percepciju javnosti financijskog sektora kao neopravdano povlaštenog dijela nacionalnih gospodarstava koji je oslobođen adekvatnog i fer doprinosa u rješavanju nastalih distorzija. Osim neodgovornog ponašanja financijskog sektora prije i poslije krize, posebno se ističe povoljan položaj financijskih institucija u pogledu podoporezivosti u odnosu na druge sektore. Europski financijski sektor nije uključen u sustav plaćanja PDV-a obzirom na poteškoće u primjeni jer se većina prihoda od financijskih usluga temelji na marži.

Stoga se već dvije godine nakon izbijanja financijske krize i formalno pristupilo pripremi i definiranju proceduralnih mjera koje je potrebno poduzeti u cilju ostvarenja pravednijeg i stabilnijeg europskog financijskog sustava. Definirala se nužnost dizajniranja i implementiranja nadnacionalne porezne reforme financijskoga sektora. U listopadu 2010. godine Europska komisija objavila je dokument *Communication on the taxation of the financial sector* i sljedeće godine je uslijedila javna rasprava o novom fiskalnom okviru. Politička debata fokusirala se na dva moguća alternativna porezna rješenja. Prvi prijedlog odnosio se na uvođenje poreza na financijsku aktivnost (*financial activity tax*, FAT) kojim se oporezuje neto vrijednost ekonomske aktivnosti, a koji se pojednostavljeno može definirati kao porez na dodanu vrijednost za financijske institucije. S druge strane, Europska komisija se zalagala za uvođenje poreza na financijske transakcije (*financial transaction tax*, FTT) kojemu primarna svrha nije rast poreznih prihoda, već ograničavanje špekulativnog ponašanja i preuzimanja pretjeranih rizika sudionika na financijskim tržištima.<sup>2</sup>

Europska komisija je 28. rujna 2011. godine predložila novu Direktivu o zajedničkom sustavu oporezivanja financijskih transakcija koja predviđa uvođenje FTT-a (European Commission, 2011), s obrazloženjem da će njegova primjena povećati učinkovitost i stabilnost financijskih tržišta te doprinijeti smanjenju pretjeranog preuzimanja rizika. Uvođenje FTT-a planirano je od 2014. godine, ali obzirom na brojne nesuglasice europskih zemalja, došlo je do odgode te do aktiviranja tzv. „mehanizma pojačane suradnje“ za zemlje koje su odlučile sudjelovati u primjeni novog poreznog okvira. U međuvremenu, mnoge države EU-a uvele su neki oblik oporezivanja financijskog sektora te se do danas nije ostvarila ideja o jedinstvenom europskom oporezivanju financijskih transakcija.

---

<sup>2</sup> Rasprava je bila potaknuta pozivom zemalja G-20 da se ispituju mogućnosti kojima će financijski sektor intenzivnije doprinijeti javnim financijama. MMF je, osim mogućnosti oporezivanja aktivnosti/transakcija financijskog sektora na općoj razini (FAT ili FTT), predložio i osnivanje Fonda za stabilnost (*Financial Stability Contribution*) koji bi financirale financijske institucije i čija bi se sredstva koristila za oporavak financijskog sektora u slučaju novih nestabilnosti ili kriza.

U sljedećem dijelu rada iznose se primjeri primjene FTT-a u zemljama članicama EU-a prije i nakon financijske krize. Treći dio daje kratki pregled ostalih oblika oporezivanja financijskog sektora u EU-u. Prije zaključnih razmatranja opisuje se napredak u implementaciji jedinstvenog poreznog rješenja, odnosno europskog FTT-a.

## 2. Oporezivanje financijskih transakcija u zemljama EU-a

Na razini EU-a postoji širi konsenzus o važnosti oporezivanja financijskog sektora koji će, osim dodatnih prihoda javnim financijama, pridonijeti i njegovoj stabilnosti. Brojne zemlje članice EU-a su od početka financijske krize uvele neke od oblika poreza na financijske transakcije ili su zadržale postojeća fiskalna opterećenja. Italija i Francuska jedine su zemlje čiji fiskalni okvir uključuje FTT porez usporediv s oblikom koji predlaže Europska komisija. Ujedinjeno Kraljevstvo bila je prva nacionalna ekonomija koja je uvela oporezivanje financijskih transakcija krajem 17. stoljeća. Isti se zadržao do danas te se istaknuo kao pozitivan primjer, dok se uvođenje švedskog FTT-a nije pokazalo ispravnom odlukom zbog bijega kapitala iz zemlje i neodgovarajućeg dizajna poreznog okvira.

### 2.1. Prethodni oblici FTT-a u zemljama EU-a

Povijesno gledano, porez na financijske transakcije poznat je još od 1694. godine kada je Ujedinjeno Kraljevstvo uvelo tzv. „*stamp duty*“. Isti se plaćao na transakcije običnih dionica (i imovine konvertibilne u dionice) za kompanije koje imaju sjedište u Ujedinjenom Kraljevstvu, pri čemu je kupnja dionica bila formalizirana uz službeni pečat i danas predstavlja najstariji postojeći oblik oporezivanja u Ujedinjenom Kraljevstvu. Primjenjuje se neovisno o lokaciji transakcije i domicilu investitora, ali se ne primjenjuje na strane kompanije koje kotiraju na burzi u Londonu. Na ovaj način je izbjegnut efekt supstitucije. *Stamp duty* se obračunava po stopi od 0,5% na kupovnu cijenu vlasničkih vrijednosnih papira. Transakcije GDR-ovima (*global depositary receipts*) nisu predmet oporezivanja, ali se u slučaju pretvaranja dionica u navedene instrumente naplaćuje kaznena stopa od 1,5%. Troškovi prikupljanja poreza su relativno niski zahvaljujući automatskom klirinškom sustavu CREST (*Certificateless Registry for Electronic Share Transfer*). Porezni prihod je stabilan (3,5 mlrd. eura godišnje) i primjenjuje se na približno 20% dioničkog trgovanja na Londonskoj burzi (Oxera, 2007).

Švedski FTT porez primjenjivao se od 1984. do 1991. godine s primjenom na transakcije dionicama i dioničkim opcijama posredstvom brokerskih kuća. Porez se naplaćivao samo za transakcije koje su provedene posredstvom brokerskih kuća registriranih u Švedskoj, kako za domaće tako i za strane investitore. Obračunavao se po poreznoj stopi od 0,5%

na transakcije propisanim vrijednosnim papirima uz dodavanje 1% na poreznu stopu po svakoj povratnoj kupnji. Godišnje je prikupljeno od 0,37% do 1,21% ukupnog poreznog prihoda. Nakon samo nekoliko godina navedeni porezni okvir je napušten zbog značajne porezne evazije. Strani investitori reagirali su premještanjem trgovine na druga tržišta dok su domaći investitori značajno reducirali trgovanje. Navedeni primjer ilustrira činjenicu da neadekvatan koncept FTT-a može rezultirati migracijom trgovanja u zemlje s nižim poreznim opterećenjima i značajno smanjiti volumen trgovanja na domicilnom tržištu (do 1990. godine čak 50% trgovanja migriralo je na londonsko tržište) (Anthony, 2012).

Obilježje	Ujedinjeno Kraljevstvo	Švedska	Njemačka
<b>Naziv poreza</b>	<i>stamp duty</i> <i>stamp duty reserve tax</i> (SDRT)	švedski FTT ( <i>Valpskatt</i> )	porez na burzovni promet ( <i>Börsenumsatzsteuer</i> )
<b>Status</b>	<i>stamp duty</i> uveden 1694. g. SDRT uveden 1986. g.	uveden 1984. g. ukinut 1992. g.	uveden u 19. st. ukinut 1991. g.
<b>Oporezovane transakcije</b>	dionice kompanija osnovanih u Ujedinjenom Kraljevstvu	na početku samo dionice, a kasnije i vrijednosni papiri s fiksnim prinosom	dužnički certifikati, obveznice, dionice, CDS-ovi
<b>Geografski obuhvat</b>	sve transakcije u kojima se trguje dionicama kompanija osnovanih u Ujedinjenom Kraljevstvu neovisno o mjestu transakcije	dionice kojima se trguje u Švedskoj posredstvom brokerskih kuća	domaće transakcije i transakcije u inozemstvu kada uključuju domaće institucije
<b>Vrsta cijene koja se koristi kao porezna baza</b>	transakcijska cijena	transakcijska cijena	transakcijska cijena umanjena za naknade (ako nije dostupno, tržišna cijena ili najviša vrijednost)
<b>Porezni obveznik</b>	Londonska burza i Središnji depozitorij vrijednosnih papira u Ujedinjenom Kraljevstvu (CREST)	brokerske usluge	financijske institucije
<b>Izuzeća</b>	primarne transakcije	konvertibilne obveznice	primarna emisija, državne i municipalne obveznice (javni sektor) ako se koriste za plaćanje javnih funkcija
<b>Porezna stopa</b>	0,5% za sve transakcije 1,5% za transfere u GDR	0,02%- 1,00% ovisno o vrsti vrijednosnog papira s učestalim promjenama tijekom vremena	javne obveznice: 0,1% udjeli investicijskih fondova: 0,2% ostali vrijednosni papiri: 0,25%
<b>Prikupljanje poreza</b>	burze i klirinške kuće	brokerske usluge	financijske institucije

Tablica 1. Primijenjeni oblici FTT-a u odabranim zemljama EU-a  
Izvor: Walch (2013)

U posljednjih dvadesetak godina broj zemalja koje su uvele neki od oblika FTT-a bio je u opadanju jer su države nastojale smanjiti trošak kapitala s ciljem poboljšanja konkurentnosti domaćeg financijskog tržišta. U razdoblju prije financijske krize, oprez u donošenju odluka o uvođenju oporezivanja financijskih usluga kod europskih zemalja bio je uzrokovan i promjenama političke snage i ciljeva oporezivanja, gubitkom kompetitivnosti u odnosu na rastu kapitalne mobilnosti, naporima da se potakne razvoj domaćih tržišta kapitala te nedostatnom troškovnom efikasnošću.

Nakon 2008. godine, samo su se dvije zemlje članice EU-a odlučile na usvajanje zakonodavnog okvira kojim se oporezuju financijske transakcije. Italija i Francuska ujedno sudjeluju i u mehanizmu pojačane suradnje EU-a te će u trenutku početka primjene jedinstvenog europskog FTT-a, obustaviti oporezivanje financijskih transakcija na nacionalnom nivou.

## 2.2. Oporezivanje financijskih transakcija u Francuskoj

Francuska je bila prva europska zemlja koja se odlučila za uvođenje oporezivanja stjecanja dionica. Francuski FTT (*taxe sur les transactions financières*) uveden je 1. kolovoza 2012. godine i postoji paralelno s naknadom za registraciju koja se razrezuje za sve (uvrštene i neuvrštene) prodane korporacijske vrijednosne papire.<sup>3</sup>

Komponente francuskog FTT-a su sljedeće (European Commission, 2015, str. 19):

1. porez na kupovinu dionica francuskih kompanija
2. porez na nepokrivene CDS-ove (*credit default swaps*)
3. porez na visokofrekventno trgovanje.

Porez na kupovinu dionica francuskih kompanija na tržištu čija je tržišna kapitalizacija veća od 1 mlrd. eura obračunava se neovisno o mjestu trgovanja. Propisana je porezna stopa od 0,2% na kupovnu cijenu dionica. Izuzimaju se transakcije koje osiguravaju „normalno“ funkcioniranje tržišta, primjerice emisija vrijednosnih papira, transakcije financijskog i prudencijalnog menadžmenta unutar grupe, transakcije *market maker* koje osiguravaju likvidnost tržišta i ograničavaju volatilnost cijene, repo i obrnuti repo ugovori i transakcije klirinških kuća. Poslovi prijeba i namire povjereni su središnjem depozitoriju vrijednosnih papira Euroclear France. Porezni obveznici FTT-a su investicijske tvrtke koje su izvršile transakciju ili skrbničke tvrtke za OTC transakcije (Becchetti *et al.*, 2014).

---

<sup>3</sup> Sukladno podacima Europske komisije (2015), francuski FTT je u prvoj godini primjene generirao znatno manje prihode od planiranih. Tako je u 2012. godini prikupljeno samo 38% planiranih prihoda ili 198 mil. eura od očekivanih 530 mil. eura. Porez na visokofrekventno trgovanje nije rezultirao rastom prihoda u državnom proračunu.

Porez na nepokrivene CDS-ove za državne obveznice zemalja članica EU-a kupljene na francuskom financijskom tržištu plaća kupac obveznica po stopi od 0,01% tržišne cijene. Obveza oporezivanja nastupa u slučaju kada kupci ugovora ne raspolažu s državnom obveznicom ili drugom aktivom na koju se odnosi ugovor i čija je vrijednost povezana s rizikom *defaulta* državnog duga.

Porez na visokofrekventno trgovanje obračunava se u visini 0,01% iznosa otkazane narudžbe. Primjenjuje se u slučajevima trgovanja algoritmima visoke frekvencije kod kojih je udio ukupnih otkazanih narudžbi veći od 80%. Navedeni oblik FTT-a obvezuje sve sudionike francuskog tržišta, neovisno o platformi koju koriste.

### 2.3. Oporezivanje financijskih transakcija u Italiji

Godinu dana nakon Francuske, oporezivanje financijskih transakcija ugrađeno je i u talijanski nacionalni fiskalni okvir. U ožujku 2013. godine uvedeno je oporezivanje dionica, odnosno u srpnju iste godine započelo se s oporezivanjem derivata i visokofrekventnog trgovanja.

Porez na dionice naplaćuje se u iznosu od 0,1% neto vrijednosti izvršene transakcije na reguliranim tržištima ili multilateralnim trgovinskim platformama, odnosno 0,2% na vrijednost ostalih transakcija. Predviđen je i cijeli niz isključenja: nasljedstvo ili donacije, obveznice konvertirane u dionice ili potvrda o novim dionicama izvršenjem prava iz derivativnih instrumenata, transakcije između grupe ili u slučaju korporacijskog restrukturiranja, repo ugovori i drugo. Talijansko zakonodavstvo definira i određena izuzeća, primjerice transakcije s tijelima EU-a, Europskom središnjom bankom i Europskom investicijskom bankom, transakcije s nacionalnim središnjim bankama, transakcije *market makera*, transakcije čiji su predmet trgovanja proizvodi povezani s etičkim i socijalnom odgovornošću, transakcije mirovinskih fondova i institucije prvog stupa mirovinskog sustava. Primjena je neovisna o domicilu / sjedištu kupca /prodavatelja ili obzirom na mjesto izvršenja transakcije (Rühl, Stein, 2014).

Porez na derivate plaćaju obje strane ugovora o derivatu, a primjenjuje se na sve sudionike talijanskog tržišta derivata. FTT se primjenjuje na sve vrste derivata (*swapovi*, *futuresi*, opcije, CDS-ovi i sl.) čija je vrijednost povezana s oporezivim talijanskim vrijednosnim papirom (uključujući *varante* i certifikate), neovisno o mjestu prijetoja i namire. Predmet oporezivanja su oni derivativni instrumenti čija se vrijednost temelji na jednom ili više financijskih instrumenata koji su primarno predmet oporezivanja. Porez se naplaćuje u fiksnom iznosu ovisno o vrsti instrumenta i vrijednosti ugovora i definiran je unaprijed utvrđenim vrijednostima sa specifičnim intervalima ovisno o nominalnoj vrijednosti ugovora.



Visokofrekventno trgovanje oporezuje se po stopi do 0,02% na vrijednost otkazanih ili modificiranih narudžbi koje prelaze 60% podnesenih narudžbi jednog trgovinskog dana. Obveznik plaćanja poreza je entitet na koji se odnose uključene odredbe ugovora.

### 3. Alternative oporezivanju financijskih transakcija u EU-u

Osim navedenih oblika FTT-a, europske su zemlje uslijed poteškoća uzrokovanih globalnom financijskom krizom pribjegle i drugim oblicima oporezivanja financijskog sektora. Nacionalna rješenja zemalja članica EU-a u oporezivanju financijskih institucija i financijskih usluga značajno se razlikuju po primijenjenim metodama, od kojih najznačajnije predstavljaju različite varijacije:

1. poreza na financijske transakcije (FTT)
2. poreza na financijsku aktivnost (FAT)
3. naknade za financijsku stabilnost.

Najčešće korišten oblik oporezivanja je porez na transakcije vrijednosnim papirima (engl. *securities transaction tax, STT*), dok je za određeni broj tržišta predviđeno naplaćivanje taksa na financijske transakcije. Neka od primijenjenih nacionalnih rješenja oporezivanja financijskih transakcija (posebni porezi, takse ili naknade) prezentirani su u tablici 2.

<b>OBILJEŽJA OPOREZIVANJA FINACIJSKIH TRANSAKCIJA U EU-u (bez FTT-a)</b>			
<b>Zemlja</b>	<b>Porezna osnovica</b>	<b>Porezna stopa</b>	<b>Naziv poreza</b>
<b>Austrija</b>	vrijednost financijskih derivata	0,013%	porez na financijske transakcije derivatima
<b>Belgija</b>	prijenos dionica, obveznica i drugih vrijednosnih papira	20,9-2,7 EUR/1000 EUR	porez na burzovne transakcije
<b>Cipar</b>	burzovne transakcije	0,15%	naknada za burzovne transakcije
<b>Danska</b>	zbroj troškova rada i oporezive dobiti	10,5%	porez na dohodak (za financijske sektore izuzete iz sustava PDV-a)
<b>Finska</b>	prodajna cijena vrijednosnog papira za izvanburzovno trgovanje	1,6%	porez na promet
<b>Grčka</b>	prodaja dionica	0,20%	porez na prijenos (prodaju) dionica
<b>Irska</b>	vrijednost prijenosa	1%	taksa
<b>Luksemburg</b>	dužnički vrijednosni papiri (registracija)	0,24%	pristojba <i>ad valorem</i>
<b>Malta</b>	naslijeđena vrijednost vrijednosnih papira	3% za svakih 230 eura naslijeđene vrijednosti	porez na prijenos naslijeđenih vrijednosnih papira

<b>Poljska</b>	tržišna vrijednost dionica	0,5% (povećanje temeljnog kapitala od 1% (preuzimanje dionica)	porez na prijenos dionica
<b>Portugal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• provizije i naknade za financijske usluge</li> <li>• (ugovorena vrijednost repo ugovora)</li> </ul>	4% (provizije i naknade) (0,5% za repo ugovore)	<i>stamp duty</i>
<b>Slovenija</b>	vrijednost naknade ili provizije za izvršene financijske usluge	8,5%	porez na naknade ili provizije
<b>Španjolska</b>	vrijednost neto imovine za kvalificirane udjele i likvidacije poduzeća	1%	kapitalna pristojba

**Tablica 2:** Obilježja oporezivanja financijskih transakcija u EU-u

Izvor: izradila autorica prema *European Tax Handbook 2015; Taxes in Europe Database*

Osim prikazanih fiskalnih oblika, neke zemlje primjenjuju i direktni porez na imovinu banaka. Za razliku od FTT-a, bankovni porez oporezuje financijsku instituciju, a ne specifičan oblik financijske transakcije. Dakle, cilj FTT-a je obeshrabrivanje aktivnosti koje mogu ugroziti financijsku stabilnost sustava. Zbog postojanja brojnih izuzeća, pragova i osnovica, oporezivanje banaka primjenjuje se, u pravilu, samo na najveće banke. Mađarska od 2009. godine propisuje obvezu plaćanja poreza za bankovne financijske institucije po poreznoj stopi od 0,15% do 0,21%<sup>4</sup> ovisno o vrijednosti bankovne aktive. U nekima od zemalja porez ima karakter „stabilizacijskog prihoda“ u svrhu konsolidiranja bankovnog i financijskog sektora. Austrija porez na bankovnu aktivu primjenjuje od 2011. godine uz dvije porezne stope: 0,55% i 0,085%. Godinu dana nakon izbijanja financijske krize u EU-u, porez na bankovnu aktivu uvela je i Švedska uz stopu od 0,036%, dok je Slovenija od 2011. do 2015. godine primjenjivala navedeni oblik oporezivanja uz stopu od 0,1%. Njemačka primjenjuje porez na aktivu od 2011. godine uz porezne stope od 0,02% do 0,06%. Posljednja u nizu zemalja koje su se odlučile za primjenu bankovnog poreza je Poljska, koja od 2016. godine oporezuje bankovnu aktivu po stopi od 0,44%.

Zbog opasnosti od fragmentacije tržišta, neadekvatne alokacije kapitala i dvostrukog oporezivanja u uvjetima različitih oblika oporezivanja, na razini EU-a je usuglašeno da je najbolji način osiguranja stabilnosti jedinstvenog tržišta i promoviranja „ispravnog“ ponašanja tržišnih sudionika, implementacija harmonizirane porezne europske regulative u obliku europskog FTT-a (Olgić Draženović, Grdinić, Blažić, 2015).

<sup>4</sup> Porezne stope odnose se na 2016. godinu. Početkom primjene novog poreza, 2009. godine, Mađarska je propisala stope od 0,15% do najviših 0,53% za velike banke. Porez se u početku primjene obračunavao na cjelokupnu aktivu, a ne samo na odobrene kredite.

## 4. Uvođenje FTT-a na području Europske unije

Jedna od poduzetih aktivnosti europskih vlada u unaprjeđenju jedinstvenog financijskog tržišta EU-a nakon izbijanja financijske krize bila je porezna reforma financijskoga sektora. Harmonizirani europski porezni okvir definiran je vrlo široko, posebno obzirom na obuhvat instrumenata na koje se primjenjuje (obuhvat je s vremenom znatno sužen) te nadnacionalno prostorno određenje. FTT bi trebao pružiti nadogradnju komplementarnim regulatornim mjerama u cilju izbjegavanja budućih kriza. Kao dva glavna cilja FTT-a navode se (European Commission, 2011):

1. pravedan i dostatan doprinos financijskoga sektora javnim financijama
2. harmonizacija indirektnog poreznog zakonodavstva odnosno sprječavanje fragmentacije jedinstvenog tržišta zbog nekoordiniranih nacionalnih pristupa oporezivanju financijskih transakcija
3. obeshrabrivanje financijskih transakcija koje ne doprinose efikasnosti financijskih tržišta.

Prijedlog harmoniziranog poreznog okvira za financijske transakcije za sve zemlje članice EU-a prvi put je objavljen u rujnu 2011. godine. Već godinu dana kasnije, neke od zemalja iskazale su neslaganje s prijedlogom te je put prema uspostavi zajedničkog FTT-a nastavilo 11 zemalja članica tzv. „mehanizmom pojačane suradnje“.<sup>5</sup> Do kraja 2016. godine u mehanizam je uključeno devet zemalja, dok su Slovenija i Estonija odustale od daljnjeg procesa fiskalne integracije. Slovenija se povukla obzirom da procjene nisu potvrdile ekonomsku opravdanost ove mjere (očekuje se rast prihoda od oporezivanja u iznosu od 3 mlrd. eura te rast troškova prikupljanja poreza od 2 mlrd. eura). Brojne zemlje izražavaju svoju zabrinutost u vezi s mogućim gospodarskim posljedicama i pravnim pitanjima koja se odnose na uvođenje FTT-a, kao i potencijalne troškove naplate koji bi opteretili države članice koje ne sudjeluju u mehanizmu (MF, 2014). Određeni broj zemalja smatra da navedeni fiskalni okvir nije održiv bez karakteristike globalnog obuhvata.

---

<sup>5</sup> „Mehanizam pojačane suradnje“ (*enhanced cooperation procedure*, ECP) omogućuje da najmanje devet država članica može angažirati institucije EU-a za integriranje pojedinih politika i nastavak suradnje kada se o tome ne može postići konsenzus svih članica. Pritom suradnja mora promicati ciljeve Unije i mora biti otvorena svim drugim državama članicama ako se žele pridružiti. Pitanje zajedničkog FTT-a prvi je slučaj korištenja navedenog instituta u poreznoj politici EU-a.

FTT / zemlje članice EU-a	
mehanizam pojačane suradnje	Austrija Belgija Francuska Grčka Italija Njemačka Portugal Slovačka Španjolska
zemlje koje su napustile mehanizam pojačane suradnje	Slovenija Estonija
zemlje koje su suglasne s uvođenjem FTT-a, ali nisu prihvatile ulazak u mehanizam pojačane suradnje	Finska Hrvatska Irska Latvija Litva Mađarska Nizozemska Poljska Rumunjska
zemlje protivnice uvođenja FTT-a	Bugarska Cipar Češka Danska Luksemburg Malta Švedska Ujedinjeno Kraljevstvo

Tablica 3. Status zemalja u procesu prihvaćanja europskoga FTT-a.

Izvor: izradila autorica

Prema inicijalnom prijedlogu Europske komisije FTT se temelji na tzv. „AAA“ pristupu (engl. *all institutions, all markets, all instruments*). Isti upućuje na vrlo sveobuhvatan fiskalni okvir, kojim se predviđa jedinstveno porezno opterećenje trgovanja svih financijskih instrumenata svih financijskih institucija unutar EU-a koji se odvijaju unutar organiziranih financijskih tržišta (burze i OTC tržišta). Primijenjen je pristup plaćanja poreza na transakcije vrijednosnim papirima u kojima sudjeluje financijska institucija te je definiran vrlo širok djelokrug u pogledu vrste transakcija, kao i financijskih instrumenata (Olgić Draženović, Grdinić, Blažić, 2015). Porez se odnosi na financijske institucije<sup>6</sup>, fondove i društva za upravljanje imovinom, ali neće imati utjecaja na male ulagače, mala i srednja poduzeća.

6 Financijske institucije definiraju se kao svi subjekti koji više od 50% godišnjeg prometa ostvaruju temeljem financijskog poslovanja. Širok obuhvat obveznika FTT-a uključuje investicijska društva, uređena tržišta, kreditne institucije, društva za osiguranje i reosiguranje, društva za zajednička ulaganja, *holding*-društva, društva za financijski *leasing* i društva s posebnom namjenom. Izuzeća se odnose samo na središnje depozitorije vrijednosnih papira, države članice i njihova javna tijela, kao i transakcije s Europskom središnjom bankom i nacionalnim središnjim bankama (Olgić Draženović, Grdinić, Blažić 2015)

Ipak, nespremnost zemalja da prihvate unificirani oblik oporezivanja i pritisci različitih interesnih grupa rezultirali su revidiranim prijedlogom Komisije od 14. veljače 2013. godine. Predložen je uži obuhvat poreza uz minimalnu poreznu stopu od 0,1% transakcijske cijene za dionice te 0,01% nominalne vrijednosti financijskih derivata. Države imaju mogućnost propisivanja više porezne stope. Osnovno izuzeće odnosi se na transakcije primarnog tržišta (emisija dionica i obveznica) te razmjenu dionica u spajanjima. Oporezivanje se temelji na kombinaciji načela rezidentnosti i principa izdavanja po kojemu bi se oporezivala svaka transakcija koju obavlja financijska institucija sa sjedištem u EU-u, ali i transakcije financijskih institucija sa sjedištem izvan EU-a kod kojih je predmet transakcije emitiran unutar FTT regije.

S ciljem poboljšanja isplativosti i osiguranja učinkovite primjene i naplate poreza istaknuta je preporuka da se zahtjevi za izvješćivanje o transakcijama, čuvanje podataka i provjera ispravnog povrata poreza za potrebe FTT-a oslanjaju na već postojeće infrastrukture i sustave za regulatorni okvir financijskog sektora.

## 5. Zaključak

Financijski sektor ima veliku odgovornost za nastanak i dubinu financijske krize kao i negativni utjecaj na državni dug. Od izbijanja financijske krize zabilježene su različite nacionalne inicijative u oporezivanju financijskog sektora u EU-u. Izolirana nacionalna rješenja mogla bi dovesti do fragmentacije unutarnjeg tržišta za financijske usluge, dvostrukog oporezivanja i drugih negativnih učinaka.

Stoga je predložena implementacija zajedničkog poreza na financijske transakcije koji je trenutno u proceduri zajedničke suradnje za devet zemalja članica EU-a s ciljem postizanja sporazuma o primjeni FTT-a. Posljednji dogovor odredio je početak 2017. godine kao prvu godinu primjene, ali se zbog slabog napretka u pregovorima početak uvođenja ne može očekivati ni iduće godine. Nemogućnost dogovora uključenih zemalja te oponenata, na čelu s Ujedinjenim Kraljevstvom, nije u skladu s idejom zajedništva i promicanja zajedničkog tržišta na svim razinama EU-a.

## Literatura:

- Anthony, J. et al. (2012.), Financial transaction tax: review and assessment, CPB the Netherlands Bureau for economic policy analysis, CPB Discussion Paper 202, <https://www.cpb.nl/sites/default/files/publicaties/download/discussion-paper-202-financial-transaction-tax-review-and-assessment.pdf> (pregledano 10. 10. 2016.)
- Becchetti, Leonardo, Massimo Ferrari, and Ugo Trenta, (2014.), The Impact of the French Tobin Tax, *Journal of Financial Stability*, 15, str. 127-148.
- Chisiari, Omar, Estache, Antonio, Nicodeme, Gaetan, (2016.), Efficiency and Equity Effects of Taxing the Financial Sector: Lessons from a CGE Model for Belgium, *Finanz Archiv/Public Finance Analysis*, 72 (2), str. 125-157.
- European Commission (2010a.), Communication on Taxation of the Financial Sector, Communications of the European Commission COM/ 549, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010DC0549&qid=1397492772886&from=EN> (pregledano 5. 10. 2016.)
- European Commission (2010b.), Taxation of the Financial Sector, Commission Staff Working Document SEC(2010)1166, European Commission, Brussels, Belgium
- European Commission, (2015.), Taxes in Europe Database, [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/tedb/taxSearch.html](http://ec.europa.eu/taxation_customs/tedb/taxSearch.html)
- European Commission, (2011.), COUNCIL DIRECTIVE on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC, 2011, [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/other\\_taxes/financial\\_sector/com%282011%29594\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/com%282011%29594_en.pdf) (pregledano 5. 10. 2016.)
- European Tax Handbook, (2015.), ur. Marnix Schellekens, IBFD, Amsterdam
- Gomber, P., Martin, H., Kai, Z. (2015.), Securities Transaction Tax and Market Quality – the Case of France, *European Financial Management*, 22 (2), str. 313-337.
- Hemmelgarn, T. et al. (2015.), Financial transaction taxes in the European Union, Taxation papers WP N.62 – 2015, European Commission, [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_papers/taxation\\_paper\\_62.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_62.pdf) (pregledano 3. 10. 2016.)
- Ministarstvo financija Republike Hrvatske (2014.), Oporezivanje financijskog sektora, [https://www.porezna-uprava.hr/EU\\_Vanjski\\_poslovi/Documents/Oporezivanje%20financijskog%20sektora%206%202014.pdf](https://www.porezna-uprava.hr/EU_Vanjski_poslovi/Documents/Oporezivanje%20financijskog%20sektora%206%202014.pdf) (pregledano 5. 11. 2016.)

- Olgić Draženović, B., Grdinić, M., Blažić, H., (2016.), Porez na financijske transakcije, Aktualni problemi i izazovi razvoja financijskog sustava, ur. A. Stojanović, H. Šimović, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, Zagreb, str. 103-120.
- Oxera, (2007.), Stamp Duty: Its Impact and the Benefits of its Abolition, Report prepared for Association of British Insurers, Investment Management Association and London Stock Exchange, London.
- Ruhl, T.R., Stein, M., (2014.), The impact of financial transaction taxes: Evidence from Italy, Economics Bulletin, 34 (1), str. 25-33.
- Walch Florian, Financial Transaction Tax, (2013.), BMCG meeting 9. 4. 2013., [https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/bmcg/130409/item\\_6.pdf?3a08e14f18fca724c3db061abcc0eb8b](https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/bmcg/130409/item_6.pdf?3a08e14f18fca724c3db061abcc0eb8b) (pregledano 17. 10. 2016.)





doc. dr. sc. Bojana Olgic Drazenovic  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: bojana.olgic.drazenovic@efri.hr

Doris Živić, mag.oec.  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: doris.zivic@efri.hr

Monika Vuković, mag.oec.  
E-mail: mone.vukovic@gmail.com

## **BANKOVNA UNIJA – MJERA OČUVANJA FISKALNE ODRŽIVOSTI EU-a<sup>1</sup>**

### **SAŽETAK**

Recentna financijska kriza ukazala je na potrebu za unaprjeđenjem sustava financijske supervizije i nadzora europodručja, ali i ukupnog financijskog sustava EU-a. Posebno se problematičnom pokazala međuovisnost banaka i državnih financija kao i pitanje buduće stabilnosti i održivosti europske Ekonomske i monetarne unije. Obzirom da je kao ključ problema identificiran nedovoljno integriran i koordiniran supervizorski okvir europodručja, rješenje je pronađeno u uspostavi novog, nadsudnacionalnog financijskog okvira u obliku bankovne unije. Osim ostvarenja sigurnijeg, stabilnijeg i samoodrživog bankovnog sustava, cilj bankovne unije je i smanjenje fragmentacije tržišta usklađivanjem pravila za financijski sustav, kao i unaprjeđenje systemske stabilnosti financijskoga sustava.

U radu se identificiraju osnovne mjere i reforme usmjerene na osnaživanje nacionalnih financijskih sustava zemalja članica EU-a, ali i koraci koje je potrebno poduzeti kako bi se unaprijedio integrirani sustav supervizije te očuvala fiskalna održivost EU-a. Time će se osigurati učinkovita implementacija prudencijalnih pravila, minimiziranje rizika i prevencija kriza u EU-u.

**Ključne riječi:** financijska kriza, financijska stabilnost, bankovna unija, EU

### **1. Uvod**

Teške posljedice i utjecaj ekonomske i financijske krize 2008. godine u EU-u i dalje su dominantna tema znanstvenih, stručnih i političkih rasprava. Prevladava mišljenje da je jedan od ključnih pokretača krize bila neučinkovita financijska regulacija i supervizija te da je daljnje aktivnosti i snage potrebno usmjeriti ka unaprjeđenju financijske stabilnosti.

Prepoznato je da je postojeća arhitektura Ekonomske i monetarne unije (*EMU, Economic and Monetary Union*) neadekvatna i da zahtijeva teme-

---

1 Ovo istraživanje je sufinanciralo Sveučilište u Rijeci u okviru projekta 13.02.1.2.02

Ijite promjene s ciljem očuvanja stabilnosti europske jedinstvene valute i jače konvergencije ekonomskih i fiskalnih politika zemalja članica. Očuvanje europske stabilnosti uvelike je otežano u uvjetima globalnoga bankovnog sustava u kojemu banke višestruko premašuju kapacitete nacionalnih ekonomija za njihovo spašavanje i adekvatnu kontrolu. Stoga je u lipnju 2012. godine prezentiran Izvještaj Europske komisije „Prema istinskoj ekonomskoj i monetarnoj uniji“ (*Towards a genuine Economic and monetary union*) koji oslikava viziju buduće EMU temeljene na četiri stupa (European Commission, 2012):

1. integrirani financijski okvir – bankovna unija (osiguranje financijske stabilnosti i smanjenje troškova sanacije banaka na račun poreznih obveznika), formiranje unije tržišta kapitala i jačanje Europskoga odbora za sistemske rizike
2. integrirani proračunski okvir – fiskalna unija (osiguranje održive fiskalne politike na nacionalnoj i europskoj razini – koordinacije, zajedničko donošenje odluka, zajedničko zaduživanje, fiskalna solidarnost) i novi savjetodavni Europski fiskalni odbor
3. integrirani gospodarski okvir – potpuna ekonomska unija (politike koje promiču održivi rast, zapošljavanje i konkurentnost te su kompatibilne s nesmetanim funkcioniranjem EMU-a)
4. politička unija – demokratski legitimitet i odgovornost odlučivanja unutar EMU-a.

Reforma EMU-a započela je izgradnjom integriranog financijskog okvira, odnosno niza novih mehanizama i nadzornih institucija koje će osigurati efikasno upravljanje i napredak u koordinaciji kompleksnog sustava supervizije i nadzora. Dodatno, promjene su bile usmjerene prema osnaživanju europskih kreditnih financijskih institucija kako bi se u razdobljima koja slijede mogle nositi s posljedicama šokova i nestabilnosti. Značajan napredak ostvaren je integriranim zakonodavnim okvirom, odnosno donošenjem zakonodavnih akata o Jedinstvenom nadzornom mehanizmu i Jedinstvenom sanacijskom mehanizmu kao temeljnim potpornim stupovima bankovne unije koji su postali funkcionalni početkom 2015., odnosno 2016. godine. Posljednji korak u izgradnji učinkovitijeg i stabilnijeg europskog financijskog sustava ostvarit će se unaprjeđenjem i nadogradnjom sustava sigurnosne mreže za štediše EU-a putem zajedničkog sustava osiguranja depozita kojim će se dovršiti proces izgradnje bankovne unije. Ovom posljednjom fazom, bankovna unija trebala bi biti u potpunosti dovršena do sredine 2017. godine. Također se očekuje da će daljnji napori biti usmjereni ka budućem smanjenju rizika, kao i ograničenju povratne veze između banaka i države u svrhu jačanja bankovne unije.

Cilj rada je istražiti dostignuća i buduće korake u izgradnji bankovne unije kao glavnog elementa potpune EMU te izazove koji slijede u njezinu

dovršetku i punoj primjeni. U uvjetima europskoga bankovnog sustava koji je poprimio nadnacionalna paneuropska obilježja, uspostava bankovne unije predstavlja temeljni preduvjet za očuvanje financijske stabilnosti i fiskalne održivosti EU-a.

Rad je strukturiran na sljedeći način: nakon uvoda slijedi pregled mjera i reformi koje su poduzete od izbijanja svjetske financijske krize na području EU-a s naglaskom na uspostavi stabilnijeg financijskog sustava. U trećem dijelu se opisuju poduzeti i budući koraci nužni za dovršetak europske bankovne unije, odnosno temeljni strukturni elementi integriranog financijskog okvira. Mogući negativni učinci i problemi djelovanja bankovne unije raspravljani su u četvrtom dijelu rada. Na kraju su doneseni glavni zaključci rada.

## **2. Mjere za upravljanje financijskom krizom i jačanje stabilnosti europskoga financijskoga sustava**

Globalna financijska kriza ukazala je na brojne nedostatke financijskoga sustava u kojemu financijske institucije nisu preuzele odgovornost za pretjerane rizike i izbijanje krize. Europske vlade su hitnom intervencijom ublažile nastalu štetu paketom financijske pomoći od 13% godišnjeg europskog BDP-a u razdoblju od 2008. do 2011. godine. Bio je to prvi korak u obrani europskoga financijskoga sustava čime je zaštićena štednja u europskim bankama i spriječeno daljnje produbljivanje krize. Pokrenut je i opsežan program oporavka za očuvanje radnih mjesta i socijalnu zaštitu te poticanje gospodarskih ulaganja. Nakon mjera upravljanja krizom, Europska komisija je krenula u definiranje i implementiranje mjera koje trebaju rezultirati stvaranjem jačeg i cjelovitog EMU-a u sljedećih 10 godina.

Kriza je pokazala da očuvanje systemske stabilnosti mora biti sveobuhvatnije i da je potrebno koordinirano djelovati u okviru nadnacionalnog europskog financijskog sustava. U de Larosièreovu izvješću iz 2009. g. preporučeno je stvaranje Europskoga sustava financijskog nadzora (*European system of financial supervision, ESFS*) kao decentralizirane, višeslojne mreže mikrobonitetnog i makrobonitetnog nadzora koji se sastoji od europskih i nacionalnih nadzornih tijela. Makrobonitetni nadzor provodi centralno tijelo za makroprudencijalnu regulaciju, odnosno Europski odbor za systemske rizike (*European Systemic Risk Board, ESRB*). Novoosnovano tijelo dobilo je mandat za razvoj sustava za rano upozoravanje na rast systemskih rizika i preporukama za njihovo suzbijanje. ESRB se organizacijski sastoji od predstavnika Europske središnje banke (*European Central Bank, ECB*), Europske komisije i tri neovisne institucije zadužene za mikrobonitetni nadzor.

Mikrobonitetni stup na europskoj razini čine institucije koje surađuju u Zajedničkom odboru europskih nadzornih tijela:

1. Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (*European Banking Authority, EBA*)
2. Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (*European Securities and Markets Authority, ESMA*) i
3. Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (*European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA*)

Nadzorne agencije EU-a tijela su s vlastitom pravnom osobnošću, zadužene za nadzor pojedinih dijelova europskoga financijskoga sustava koje djeluju u interesu EU-a u cjelini, dok se svakodnevni nadzor provodi na nacionalnoj razini. EBA ima zadatak nadzora i bonitetne regulative banaka i njihove dokapitalizacije. ESMA provodi kontrolu nad financijskim tržištima i zaštitu ulagača, kao i izravan nadzor agencija za procjenu kreditnog rizika i trgovinskih repozitorija dok je EIOPA zadužena za nadzor osiguranja. Navedene paneuropske institucije djeluju u cilju konvergencije supervizorskih praksi te jačanja i ubrzanja razmjene informacija o djelovanju financijskih institucija izvan državnih granica. Usmjerene su prema izgradnji jedinstvenog skupa pravila za područje financijskih tržišta kojima se doprinosi smanjenju i sprječavanju sistemskih rizika. U operativnom radu, navedene institucije imaju pravo nadzora poslovanja nacionalnih supervizora i ispunjavanja obveza koje su proizašle iz zakonodavstva EU-a. Odluke donesene od strane triju nadzornih tijela obvezujuće su za sve nacionalne regulatore i supervizore.

Novi integrirani, institucionalni okvir europskoga financijskoga nadzora osigurao je koordinaciju rada i nadzora nacionalnih financijskih supervizora te omogućio stabilniji financijski sustav, ali je uočeno ograničenje sustava u vidu moguće fragmentacije europskoga financijskoga tržišta. Kako bi se ta prepreka prevladala, sredinom 2012. godine Komisija je predložila uspostavu bankovne unije kojom bi se primijenio cjelovitiji pristup te ostvarila istinska ekonomska i monetarna unija.

### 3. Bankovna unija

Obzirom na brojne negativne efekte i posljedice financijske krize, definirane su brojne mjere čiji je cilj bio stvaranje slobodnog, odgovornog i zdravog europskog financijskog sektora koji će djelovati u okviru jasno određenih granica. Najveći naglasak usmjeren je na stabilizaciju i reformiranje financijskih tržišta te snažnije pozicioniranje europskih banaka na globalnom financijskom tržištu. Polovicom 2012. godine dogovoreno

je kreiranje bankovne unije u obliku nadnacionalnog, institucionalnog okvira za prevenciju kriza i bolje upravljanje kriznim situacijama. Na sve banke europodručja primjenjuju se jedinstvena pravila (kao i za zemlje izvan europodručja ako se odluče priključiti) koja uključuju usklađivanje odgovornosti za nadzor, sanaciju i financiranje na razini EU-a. Pravila bankovne unije sprječavaju preuzimanje umjerenih rizika u bankovnom sustavu te osiguravaju odgovornost banaka za loše poslovanje i nastale gubitke.

Okosnicu bankovne unije i zakonodavnog okvira financijskoga sektora EU-a čine Jedinstvena pravila (*The Single Rulebook*) kojima se potrošačima osigurava jednaka razina zaštite. Obuhvaćaju pravila o kapitalnim zahtjevima (Uredba o kapitalnim zahtjevima – CRR i Direktiva o kapitalnim zahtjevima – CRD IV)<sup>2</sup>, zaštiti potrošača putem unaprijeđenih sustava osiguranja depozita (Direktiva o sustavima osiguranja depozita), sprječavanje propadanja banaka, kao i pravila za upravljanje bankama koje imaju poteškoća u poslovanju (Direktiva o oporavku i sanaciji banaka).

Ciljevi bankovne unije su (Vijeće EU-a 2016):

1. osigurati otpornost banaka na moguće krizne situacije
2. spriječiti situacije koje se odnose na upotrebu novca poreznih obveznika<sup>3</sup>
3. osigurati spašavanje banaka u slučaju sanacija, odnosno propadanja
4. smanjiti fragmentaciju tržišta usklađivanjem pravila za financijski sektor
5. poboljšati financijsku stabilnost država europodručja, kao i cijele EU.

Europsko vijeće je od 2012. godine i formalno započelo s uspostavom dva nova instituta te planiranja trećeg kao temeljnih elemenata bankovne unije, kako je prikazano u shemi 1.

---

2 Uredbom CRR utvrđuju se bonitetni zahtjevi za kapital, likvidnost te kreditni rizik za banke. Direktiva CRD IV prenesena je u nacionalne zakonodavne okvire država članica. Njome se utvrđuju pravila o zaštitnim slojevima kapitala, primitcima i bonusima bankara (**ograničen je na omjer fiksnih i varijabilnih primitaka od 1:1**), bonitetnom nadzoru i korporativnom upravljanju. Od 2015. godine europske banke su dužne osigurati transparentnost izvještavanjem o ostvarenim dobitima, plaćenim porezima i primljenim potporama.

3 Ovime se znatno poboljšavaju fiskalne pozicije članica bankovne unije jer se otklanja mogućnost uporabe novca poreznih obveznika za spašavanje posrnutih banaka. Spašavanje banaka (*bailouts*) financiraju bankovni dioničari i kreditori te fond financiran od strane bankovne industrije.



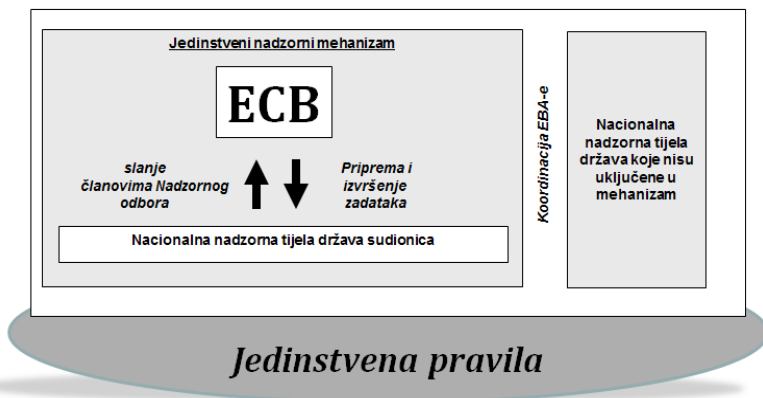
Shema 1. Stupovi bankovne unije

Bankovna unija temelji se na tri stupa. Prva dva su usmjerena na otklanjanje kriznih momenata i primjenjuju se od kraja 2014. godine, odnosno od početka 2015. godine. Treći stup bankovne unije planira se implementirati početkom 2017. godine. Svaki od njih djeluje u smjeru osposobljavanja financijskog tržišta za spremnije reagiranje na financijske krize u budućnosti stvaranjem jedinstvenih mehanizama i promjenama kriterija u Direktivama. Dovršetak bankovne unije zahtijeva provedbu navedenog hodograma unutar definiranog zakonodavnog i pravnog okvira te implementaciju daljnjih mjera za jačanje financijske stabilnosti. Novi financijski europski okvir uključuje sve zemlje europodručja, kao i one države članice EU-a koje se priključe bankovnoj uniji uspostavom mehanizma o bliskoj suradnji. Hrvatska, kao i preostalih osam država članica EU-a koje nisu prihvatile zajedničku europsku valutu, zasad nisu dio bankovne unije. Države izvan europodručja primjenjuju jedinstvena regulatorna pravila u smislu nadzora i sanacije banaka, ali ne sudjeluju u jedinstvenim mehanizmima nadzora i sanacije.

### 3.1. Jedinstveni nadzorni mehanizam

Prvi stup bankovne unije ili Jedinstveni nadzorni mehanizam (*Single Supervisory Mechanism, SSM*) podrazumijeva bonitetni nadzor kreditnih institucija i djelovanje u okviru strogo određenih standarda i zahtjeva, odnosno Jedinstvenog pravilnika. Arhitekturu mehanizma SSM-a čine ESB i nacionalna nadzorna tijela država članica koje u njemu sudjeluju, surađuju i razmjenjuju informacije, kako je prikazano na shemi 2.

Primarni razlog osnivanja jedinstvenog nadzornog mehanizma odnosi se na povećani rizik širenja nestabilnosti zbog sve većeg udjela prekograničnih aktivnosti europskoga bankovnog sektora. Cilj SSM-a je nadziranje financijskog zdravlja svih banaka u europodručju (približno 6000 banaka)



Shema 2. Pregled Jedinstvenog nadzornog mehanizma

U studenome 2014. godine, ESB je počela obavljati svoje nadzorne zadatke i primjenjivati mogućnost da dodijeli ili oduzme određenoj banci ovlaštenje za rad, kao i sankcioniranje banaka ako ustanovi određene nepravilnosti u njihovom poslovanju, odnosno neusklađenost s propisanim jedinstvenim pravilima. Banke nad kojima ESB provodi izravan nadzor mogu se označiti ključnima za sistemsku stabilnost. Riječ je o kreditnim institucijama čija imovina iznosi više od 30 mlrd. eura, odnosno najmanje 20% BDP-a njihove matične zemlje. Trenutno postoji oko 120 takvih banaka u europodručju, što predstavlja gotovo 85% ukupne imovine njegovog bankovnog sustava. Nacionalna nadzorna tijela odgovorna su za nadziranje manjih banaka koje ne zadovoljavaju navedene kriterije (<http://www.consilium.europa.eu/hr/policies/banking-union/single-supervisory-mechanism/>).

SSM mehanizam zadužen je u prvom redu za očuvanje bankovnog sustava EU-a od sistemskog rizika, zaštitu deponenata i vraćanja povjerenja u banke od strane građana i poslovnih subjekata. Temelji se na transparentnosti, na način da svim zainteresiranim omogućuje pristup informacijama o bankama. Usmjeren je na otkrivanje i otklanjanje slabosti banaka u ranoj fazi, prije problema koji bi mogli postati prijetnja ukupnoj financijskoj stabilnosti. Primarne zadatke u operativnom radu mikrobonitetnog nadzora usmjerene su na izdavanje odobrenja za rad kreditnim institucijama, poštovanje bonitetnih i drugih regulatornih zahtjeva te provođenje nadzornih provjera.

### 3.2. Jedinstveni sanacijski mehanizam

Drugi stup bankovne unije pod nazivom Jedinstveni sanacijski mehanizam (*Single Resolution Mechanism, SRM*) započeo je s radom 1. siječnja 2015. godine, a postao je u potpunosti operativan od siječnja 2016.

godine. Navedeni sustav aktivira se u slučaju bankovnih nestabilnosti kako bi se zajamčilo pravilno rješavanje najgoreg mogućeg ishoda bez ovisnosti o potporama iz nacionalnih proračuna. SRM prije svega osigurava usklađen pristup u postupanju s posrnutim bankama putem alata i instrumenata za oporavak i sanaciju kreditnih institucija i određenih investicijskih društava. Osnovne elemente europskog sanacijskog mehanizma čine Jedinostveni sanacijski odbor (*Single Resolution Board, SRB*) te Jedinostveni fond za sanaciju (*Single Resolution Fund, SRF*) koji služi kao instrument za financijsku zaštitu te se financira doprinosima iz bankovnog sektora.

SRB kao središnje tijelo donosi odluke o programima sanacije posrnutih banaka i odgovoran je za procese sanacije banaka ako ona podrazumijeva upotrebu jedinstvenog fonda za sanaciju. U odnosu na nacionalne financijske regulatore, SRB je odgovoran za prekogranične transakcije te za velike banke (čija je vrijednost veća od 30 mlrd. eura 200 banaka) dok su sve ostale banke u domeni nadzora nacionalnih regulatornih institucija. Nadalje, odgovoran je za sve faze sanacije velikih i prekograničnih bankovnih grupa koje se nalaze unutar bankovne unije i koje su pod nadzorom ESB-a, ali snosi krajnju odgovornost i za sve ostale banke koje se nalaze unutar bankovne unije.

Drugo tijelo jedinstvenoga sanacijskoga mehanizma, odnosno Jedinostveni fond za sanaciju (*Single Resolution Fund, SRF*), koristi se za sanaciju posrnutih banaka pod vrlo strogim uvjetima, kada se iscrpe vlastiti izvori financiranja sanacijskog postupka, kao i druge mogućnosti, primjerice sredstva dioničara banke i vjerovnika. Financiranje fonda osigurava se uplatama iz bankovnog sektora, pri čemu se svaki pojedinačni doprinos banke određuje prema odnosu obveza pojedinačne banke i ukupnih obveza svih kreditnih institucija država članica, uz prilagodbu premije prema riziku. Planirano je da će SRF svoju ciljanu razinu financiranja dosegnuti 2023. godine, kada bi Fond raspolagao iznosom od 55 mlrd. eura, odnosno 1% vrijednosti osiguranih depozita u europodručju.

### 3.3. Europski sustav osiguranja depozita

Zakonodavni prijedlog uvođenja posljednjeg elementa bankovne unije, odnosno Europskoga sustava osiguranja depozita (*European Deposit Insurance Scheme, EDIS*), Europska komisija predstavila je 24. studenoga 2015. godine. Uredba o uspostavi EDIS-a stupit će na snagu do 30. lipnja 2017. godine s ciljem stvaranja jedinstvenoga sustava za osiguranje depozita za cijelo europodručje.

Strukturni elementi EDIS-a su nacionalni sustavi za osiguranje depozita i Europski fond za osiguranje depozita, za koji bi postojalo tzv. „prijelazno razdoblje“ od osam godina unutar kojega bi se on postupno popunjavao

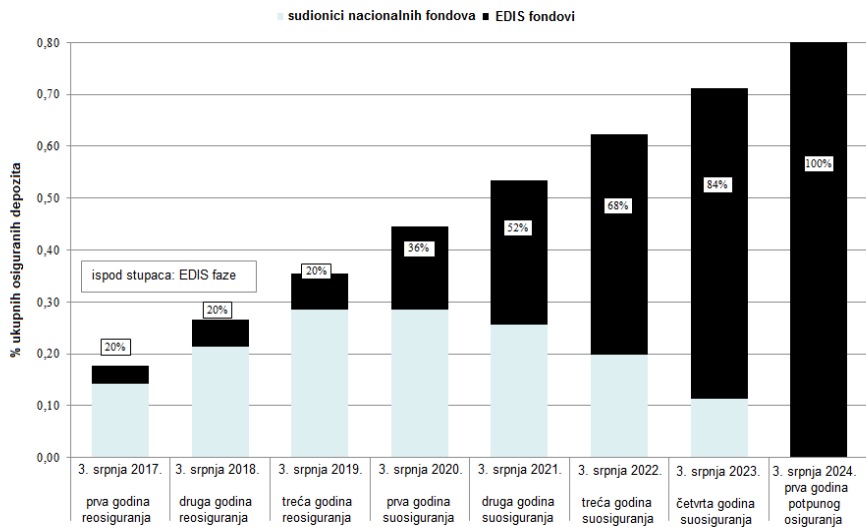


i postao u potpunosti operativan do 2024. godine kada će se primjenjivati u cijelom europodručju. EDIS će se uvoditi postepeno s ciljem postizanja neutralnosti u odnosu na troškove za bankovni sektor iako će banke s većim rizikom morati plaćati veći doprinos za razliku od banaka koje su sigurnije.

Uvođenje EDIS-a planirano je u tri faze (Europska komisija, 2015):

1. faza – reosiguranje (2017.-2019.)
2. faza – suosiguranje (2020.-2023.)
3. faza – potpuno osiguranje (2024.- ...).

Uvođenje i razvoj sustava EDIS prikazan je na shemi 3., usporedbom sredstava EDIS-a sa sredstvima nacionalnih fondova osiguranja depozita u razdoblju od uvođenja zajedničkog sustava osiguranja depozita do 2024. godine kao prve godine potpunog osiguranja putem EDIS fondova.



Shema 3. Razvoj faza EDIS-a od 2017. do 2024. godine

Već u prvoj fazi slabi povezanost između banaka i države, a time se doprinosi i boljoj zaštiti poreznih obveznika. Sustav temeljen na reosiguranju zadržat će na snazi nacionalne programe te će njegov cilj biti prikupljanje što je moguće više likvidnih sredstava kao pomoć nacionalnim sustavima. U trenutku kada nacionalni sustavi osiguranja depozita iscrpe svoja sredstva, imat će mogućnost do određenog iznosa koristiti sredstva EDIS-a. Navedeno je moguće samo u opravdanim slučajevima i uz strogi nadzor te s ciljem sprječavanja moralnog hazarda.

Druga faza, odnosno faza suosiguranja, osigurat će da depoziti svih građana zemalja članica bankovne unije imaju jednaku zaštitu i sigurnost.

Predviđeno trajanje ove faze je četiri godine tijekom kojih bi sustav postojao u obliku uzajamnog fonda u kojemu, za razliku od prethodne faze, nacionalni sustavi mogu tražiti dodatna sredstva iz EDIS-a i prije nego što iskoriste cijeli iznos vlastitih sredstava. Time se uvodi viši stupanj podjele rizika između nacionalnih sustava u kojemu bi udio EDIS-a na početku razdoblja iznosio 36% te bi se kroz razdoblje od četiri godine mogao povećati do čak 84%.

Od 2024. godine sustav EDIS će biti potpuno operativan te će u potpunosti osiguravati nacionalne sustave i povećati preuzimanje rizika na 100%. U srpnju 2024. g. planiran je dovršetak europske bankovne unije i depoziti građana bi bili osigurani na razini europodručja. Navedenim mehanizmima će se omogućiti integrirani financijski okvir na području EU-a i označiti dovršetak još jednog važnog koraka u uspostavi istinske ekonomske i monetarne unije EU-a.

#### **4. Problemi bankovne unije i mogućnosti rješavanja problema**

Bankovna unija, kao važan korak prema istinskoj ekonomskoj i monetarnoj uniji, treba učiniti europski bankarski sustav transparentnijim, sigurnijim i ujednačenijim. Ipak, u dosadašnjoj praksi, pojavila se nekolicina pitanja i problema koje nikako ne bi trebalo zanemariti.

Ističe se neravnopravan položaj devet država koje nisu uvele euro i zemalja članica eurozone pri odlučivanju Upravnoga vijeća ESB-a. Za banke iz država koje nisu dio bankarske unije odluke povezane s europskom valutom mogle bi imati negativan utjecaj. Nastavno, određene zemlje europodručja ne prihvaćaju osnaživanje i centralizaciju nadzora banaka od strane ESB-a, već inzistiraju na postojećem, nacionalnom nadzoru nad bankama.

Neki od prigovora odnose se na činjenicu da države koje nisu otpočeta uključene u bankovnu uniju nemaju utjecaja na izradu regulatornih rješenja, a nepostojeće iskustvo funkcioniranja u novom regulatornom okružju zasigurno će doprinijeti odgađanje odluke o ulasku u mehanizam bliske suradnje. Banke iz srednje i istočne Europe posebice zabrinjava mogućnost neravnopravne konkurencije velikih banaka prema onim manjim, lokalnim bankama.

Stručna i znanstvena javnost posebno upozoravaju da predviđeni iznos Jedinstvenoga fonda za sanaciju u iznosu od 55 mlrd. eura nije dovoljan za pokrivanje dugova, obzirom da se procjenjuje da je iznos utrošen za spašavanje banaka u EU-u do sad iznosio 1600 mlrd. eura. Leon i Danhong (2014) procjenjuju da vrijednost loših kredita u Italiji može dosegnuti iznos od 150 mlrd. eura, dok je u cijeloj Europi to iznos od gotovo milijardu eura. Banke u Europi imaju više plasmana loših kredita

od američkih banaka, a prema podacima Europskoga bankovnog regulatora (EBA), u europskim bankama je trenutno iznos od tisuće milijardi eura nenaplativih kredita koje predstavljaju teret za banke, pogotovo one srednje i male banke unutar EU-a.

Sustav EDIS predviđa jednaki tretman zemalja članica, neovisno o njihovoj razvijenosti, veličini i sofisticiranosti bankovnog sustava te specifičnosti nacionalnih sustava osiguranja depozita. Obzirom na diferencirane premije u skladu s rizikom banaka te planiranim iznosom osiguranih depozita do 100.000 EUR štednje za deponente, postoje brojna pitanja i sumnje u opravdanost ovakvog rješenja, kada bi EDIS podjednako jamčio za uloge u Grčkoj i Njemačkoj (Prohaska, Suljić, Olgić Draženović, 2015).

Ipak, potpuno integriran bankovni sustav EU-a s novim institucijama i mehanizmima unaprijedit će financijsku stabilnost svih zemalja članica EU-a ovisno o broju, snazi i važnosti banaka u pojedinoj zemlji. Schoenmaker i Siegmann (2013) ističu da će najveći dobitnici bankovne unije biti zemlje izvan europodručja te ujedno zemlje koje se najviše opiru uspostavi bankovne unije iz političkih razloga (Ujedinjeno Kraljevstvo i Švedska). Unutar europodručja, od bankovne unije najviše će profitirati Španjolska s dvije i Nizozemska s tri velike systemske banke.

Institucije EU-a provode daljnje mjere poboljšanja bankovne unije. Da bi se bankovna unija u potpunosti dovršila, između ostalog, još je potrebno u nacionalna zakonodavstva svih država članica EU-a u potpunosti prenijeti Direktivu o oporavku i sanaciji banaka, čime se u potpunosti osigurava da troškove pokrivanja gubitaka banke prvo snose dioničari i vjerovnici, a ne porezni obveznici. Europska komisija radi na otklanjanju određenih rizika koji su prisutni u samoj uspostavi bankovne unije, ali i onih koji se tiču njenog daljnjeg funkcioniranja. U okviru daljnjeg poboljšanja bankovne unije dodatno će se harmonizirati nacionalni sustav osiguranja depozita. Kako bi se dodatno smanjio rizik, Komisija kao dodatnu mjeru predlaže provedbu minimalnog zahtjeva za regulatorni kapital i prihvatljive obveze (*MREL, minimum requirement for own funds and eligible liabilities*), kao i globalnog standarda, koji je izradio Odbor za financijsku stabilnost, za ukupnu sposobnost pokrivanja gubitaka (*TLAC, total loss-absorbing capacity*) (Europsko vijeće, 2016).

Jednu od mjera za daljnje smanjenje rizika predstavlja EDIS, koji bi u potpunosti trebao biti operativan do 2024. godine, dok se ostale mjere odnose na podjelu rizika među državama članicama. Logični koraci za dovršetak bankovne unije predstavljaju zajednički rad država članica na jačanju dogovorenog mehanizma prijelaznog financiranja za SRF i na razvijanju zajedničkog fiskalnog zaštitnog mehanizma (Europska komisija, 2015).

## 5. Zaključak

Globalna financijska kriza razotkrila je sve slabosti gospodarskih i financijskih sustava EU-a, posebno za zemlje europodručja. Njihova međusobna povezanost ubrzala je negativne promjene i ugrozila javne financije i financijsku stabilnost, poljuljala povjerenje građana te dovela do dužničke krize. Europske institucije i nacionalne vlade provele su čitav niz mjera usmjerenih na saniranje posljedica krize i oporavak gospodarstva, dok je za otklanjanje sistemskih nedostataka u strukturi EMU-a bilo nužno ojačati regulatornu strukturu europodručja, ali i ukupnoga europskoga financijskoga sustava.

Posljednjih godina intenzivirale su se aktivnosti usmjerene na jaču integraciju bankovnih sustava obzirom da u europodručju i dalje postoji prevelika međusobna povezanost banaka i država. Stoga se kao neophodan korak ka uspostavi potpune i čvrste ekonomske i monetarne unije istaknula potreba ostvarenja bankovne unije. Cilj je bankovne unije ojačati otpornost banaka na financijske nestabilnosti, otkloniti mogućnost saniranja bankovnih institucija na račun poreznih obveznika te smanjiti fragmentaciju tržišta usklađivanjem pravila za financijski sektor i boljim nadzorom nad financijskim sustavom u cijeloj Europskoj uniji. Potpuna bankovna unija zaživjet će u trenutku uvođenja Europskoga sustava osiguranja depozita kojim će se nadograditi njezine temeljne sastavnice: jedinstvena pravila, jedinstveni nadzorni mehanizam i jedinstveni sanacijski mehanizam te osigurati potpuna učinkovitost arhitekture financijske stabilnosti u EU-u. Dovršetak bankovne unije zahtijeva provedbu već dogovorenog zakonodavstva i daljnjih mjera za jačanje financijske stabilnosti s ciljem izgradnje potpune ekonomske i monetarne unije.

## Literatura:

- Bankarska unija: obnova financijske stabilnosti u europodručju, (2014.), Europska komisija, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-294\\_hr.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-294_hr.htm) (pregledano 3. 5. 2016.)
- Bankovna unija, (2016.), Vijeće Europske unije, <http://www.consilium.europa.eu/hr/policies/banking-union/> (pregledano 11. 10. 2016.)
- Izvešće Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskoj središnjoj banci i Europskom gospodarskom i socijalnom odboru, (2015.), Izvešće o mehanizmu upozoravanja, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0691&from=HR> (pregledano 4. 6. 2016.)
- Europski sustav osiguranja depozita, (2016.), Europska komisija, [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/banking-union/european-deposit-insurance-scheme/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/banking-union/european-deposit-insurance-scheme/index_en.htm) (pregledano 15. 5. 2016.)
- Jača bankarska unija: nove mjere za jačanje zaštite depozita i daljnje smanjenje rizika u bankarstvu, (2015.), Europska komisija, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-6152\\_hr.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-6152_hr.htm) (pregledano 14. 5. 2016.)
- Jedinstveni nadzorni mehanizam, (2016.), Europsko vijeće, <http://www.consilium.europa.eu/hr/policies/banking-union/single-supervisory-mechanism/> (pregledano 21. 10. 2016.)
- Kapitalni zahtjevi za bankovni sektor, (2015.), Europsko vijeće, <http://www.consilium.europa.eu/hr/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/>, (pregledano 5. 11. 2016.)
- Komunikacije Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskoj središnjoj banci, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija, Ususret dovršetku bankovne unije, (2015.), Europska komisija, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0587&from=EN> (pregledano 3. 6. 2016.)
- Leon, Jakov, Zhang, Danhong (2014.), "Premlaka" bankarska unija, Deutsche Welle (DW), <http://www.dw.com/hr/premlaka-bankarska-unija/a-17513156> (pregledano 17. 5. 2016.)
- Prohaska, Z., Suljić, S., Olgić Draženović, B. (2015.), Sistem zavarovanja depozitov v državah EU (2), Bančni vestnik, 64 (9), str. 43-47
- Schoenmaker, D., Siegmann, A. (2013), Winners of a European Banking Union, DSF policy briefs, <http://www.dsf.nl/wp-content/uploads/2014/09/DSF-policy-brief-No-23-Winners-of-a-European-Banking-Union1.pdf> (pregledano 21. 11. 2016.)
- Towards a genuine Economic and monetary union, (2012.), European Commission, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf) (pregledano 5. 10. 2016.)



doc. dr. sc. Sandra Pepur  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
E-mail adresa: sandra.pepur@efst.hr

prof. dr. sc. Ljiljana Vidučić  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
E-mail adresa: ljiljana.viducic@efst.hr

Mija Vuković, mag. oec.  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
E-mail adresa: mija.vukovic@live.com

## OBILJEŽJA PODUZEĆA KAO ODREDNICE FINANCIJSKE STRUKTURE – ANALIZA MALIH I SREDNJIH PODUZEĆA

### SAŽETAK

Cilj ovoga rada je prikazati teorijsku pozadinu problematike financijske (kapitalne) strukture poduzeća te empirijski istražiti na koji način obilježja poduzeća određuju financijsku (kapitalnu) strukturu malih i srednjih poduzeća. Panel analiza provedena je na uzorku 150 malih i srednjih poduzeća (SME) u Splitsko-dalmatinskoj županiji u razdoblju od 2008. do 2013. godine. Promatrajući zaduženost poduzeća kao funkciju poduzeću specifičnih (internih) obilježja testirane su postavke i očekivanja dviju najčešće ispitivanih teorija strukture kapitala – teorije izbora (*trade-off* teorija) i hijerarhijske teorije. Rezultati istraživanja pokazuju da mala i srednja poduzeća iz uzorka slijede postavke hijerarhijske teorije.

**Ključne riječi:** struktura kapitala, obilježja poduzeća, SME, panel analiza

### 1. Uvod

Odluke o financiranju poduzeća su izuzetno važne jer utječu na uspješnost poslovanja poduzeća i mogu doprinijeti njegovu razvoju i održavanju konkurentnosti. Odluke o financiranju odnose se na odluke o tome koliko je potrebno financijskih sredstava te na odluke o izboru između različitih izvora financiranja – unutrašnji ili vanjski, vlastiti ili tuđi, na kratki ili dugi rok. Odluke o financiranju odražavaju se u financijskoj strukturi poduzeća koju čine vlastiti kapital te dugoročne i kratkoročne obveze koje predstavljaju izvore financiranja imovine koju poduzeće posjeduje. Svaki izvor financiranja ima specifične troškove i prateći rizik zbog čega je adekvatan izbor izvora financiranja jedan od ključnih elemenata u realizaciji postavljenih ciljeva poslovanja. Za razliku od šireg obuhvata pojma financijske strukture, pojam kapitalne strukture je užeg obuhvata i podrazumijeva strukturu dugoročnih izvora financiranja, odnosno po-

kazuje odnos vlastitog (dioničkog) kapitala i dugoročnog duga unutar ukupnog dugoročnog kapitala poduzeća. Dakle, razlika pojma kapitalne strukture u odnosu na širi pojam financijske strukture je u (ne)obuhvatu kratkoročnog duga (Belak, 1995)<sup>1</sup>.

Počevši s postavkama Modigliani i Millera (1958) i pretpostavkama o savršenosti tržišta kapitala i, posljedično, irelevantnosti strukture kapitala za vrijednost poduzeća, teorije strukture kapitala razvijale su se kroz dva temeljna pristupa – teoriju izbora (*trade-off* teorija) i hijerarhijsku teoriju (teorija postupka slaganja ili redoslijeda pakiranja). Teorija izbora prepoznaje i uključuje stvarne tržišne nesavršenosti kao što su porezi, transakcijski troškovi, financijske neprilike i agencijski troškovi. Prema ovoj teoriji, postoji optimalna struktura kapitala koja maksimizira vrijednost poduzeća i koja se postiže u točki u kojoj se izjednačavaju (balansiraju) koristi i troškovi zaduživanja. Prednost zaduživanja proizlazi iz porezne zaštite (kamata na dug je porezno odbitna stavka) i smanjenja agencijskih troškova povezanih s iznosom slobodnog novčanog tijeka. Troškovi zaduživanja odnose se na troškove financijskih neprilika (stečaja) i agencijski trošak duga.

Alternativna hijerarhijska teorija zanemaruje optimalnu strukturu kapitala i polazi od informacijske asimetrije između dioničara/menadžera u poduzeću (insajdera) i vanjskih financijera/investitora (outsajdera). Zbog ove tržišne nesavršenosti informacije o stvarnoj vrijednosti postojećeg poslovanja poduzeća i budućim perspektivama nisu jednako dostupne te će stoga vanjski kapital (dug i glavnica) uvijek biti relativno skuplji u usporedbi s internim sredstvima (zadržanom dobiti). Empirijskim istraživanjima utvrđeno je da poduzeća (odnosno njihovi menadžeri) slijede određeni redoslijed pri izboru izvora financiranja – najprije se crpe interno generirana sredstva, odnosno zadržane zarade kao najjeftiniji izvor, potom kreditni izvori, zatim emisija dužničkih i na kraju emisija vlasničkih vrijednosnica, koja je zbog većih informacijskih troškova najskuplja opcija relativno prema ostalim izvorima financiranja te stoga posljednji izbor. Prema hijerarhijskoj teoriji, financijska struktura je tek posljedica investicijskih prilika poduzeća, a ne varijabla aktivnog upravljanja, zbog čega se utvrđivanje optimalne financijske strukture drži sporednim.

Unatoč važnim doprinosima obiju teorija u objašnjavanju odluka o strukturi kapitala, nijedna od njih ne daje konačan i nedvojbjen odgovor. Većina empirijskih ispitivanja determinanti strukture kapitala primjenjuje modele u kojima je promatrana zavisna varijabla pokazatelj zaduženosti, a potencijalne determinante su različite objašnjavajuće mikroekonomske varijable, odnosno poduzeću specifična obilježja. Ova poduzeću

---

1 U ovome radu izrazi financijska (kapitalna) struktura i zaduženost koristit će se naizmjenično kao sinonimi, a podrazumijevat će udio tuđih izvora (ukupan dug) u ukupnim izvorima financiranja.



specifična obilježja predstavljaju tržišne nesavršenosti koje su u podlozi spomenutih teorija, kao što su trošak financijskih neprilika, informacijska asimetrija, agencijski problem i porezni efekti.

Tijekom vremena potvrđeno je da su obilježja poduzeća (interna obilježja), koja definiraju *potražnju* za izvorima financiranja nedvojbeno važni, ali ne isključivi čimbenici strukture kapitala. Osim obilježja poduzeća, na strukturu kapitala utječu i čimbenici iz okruženja poduzeća (eksterna obilježja) kao što su obilježja financijskog i pravnog sustava jedne zemlje, a koji oblikuju *ponudu* izvora financiranja<sup>2</sup>. Budući da su eksterni čimbenici zajednički svim poduzećima u istoj zemlji, prvi korak u utvrđivanju determinanti strukture kapitala predstavlja upravo utvrđivanje poduzeću specifičnih obilježja. Navedeno je posebno važno u kontekstu malih i srednjih poduzeća na koja se postojeće teorijske postavke strukture kapitala i empirijske spoznaje, do kojih se došlo izučavanjem najčešće velikih poduzeća prvenstveno u razvijenim zemljama, ne mogu jednostavno preslikati zbog specifičnosti malih i srednjih poduzeća u odnosu na velika. Jedna od tih specifičnosti je i veća uloga menadžmenta u malim i srednjim poduzećima u donošenju financijskih odluka u usporedbi s velikim poduzećima. Stoga pojedini autori u kontekstu malih i srednjih poduzeća odmiču od isključivo „financijskog“ okvira prema širem, multidisciplinarnom okviru koji, između ostalog, uključuje i osobine menadžera – obrazovanje, znanje, iskustvo, umreženost i slično, te stavove menadžera – stav prema zaduživanju, averzija prema vanjskoj kontroli, spremnost na preuzimanje rizika, sklonost rastu poduzeća i slično<sup>3</sup>.

U ovome radu, na podlozi „financijskih“ teorija strukture kapitala – teorije izbora i hijerarhijske teorije – cilj je ispitati koja od dvije spomenute teorije bolje objašnjava strukturu kapitala promatranih malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj.

## 2. Pregled literature

Najveći broj istraživanja o strukturi kapitala proveden je u razvijenim zemljama (npr. SAD-u, Velikoj Britaniji). Veći interes za empirijske provjere teorijskih postavki i čimbenike koji određuju strukturu kapitala poduzeća u tranzicijskim i/ili zemljama srednje i istočne Europe pobudio se u zadnjih petnaestak godina (Klapper, Sarria-Allende i Sulla (2002); Nivo-

---

2 Istraživanja o strukturi kapitala mogu se sistematizirati prema više kriterija - primjerice, koja teorija najbolje objašnjava strukturu kapitala promatranih poduzeća, zatim istraživanja koja su provedena unutar jedne zemlje ili na uzorku više zemalja, razvijenih ili tranzicijskih ekonomija, analizira li se sektor malih i srednjih poduzeća ili pak velika poduzeća, interni ili eksterni čimbenici itd.

3 Vidjeti naprimjer: Matthews *et al.* (1994), Michaelas *et al.* (1998). Delić *et al.* (2016) su u analizi procesa donošenja financijskih odluka u malim i srednjim poduzećima u Republici Hrvatskoj ispitivali utjecaj financijske pismenosti menadžera.

rozkin (2004); De Haas i Peters (2006); Berk (2007); Delcour (2007); Črnigoj i Mramor (2009); Daskalakis i Thanou (2010); Degryse, Goeij i Kappert (2012); Mateev, Poutziouris i Ivanov (2013) i dr.).

Problematika strukture kapitala općenito za poduzeća u Republici Hrvatskoj, a posebice ona mala i srednja, još uvijek predstavlja nedovoljno istraženo područje.

Istraživanje De Jonga *et al.* (2006) jedno je prvih i još uvijek relativno rijetkih istraživanja provedenih na većem broju zemalja u kojima su zastupljena i hrvatska poduzeća. U ovome radu autori analiziraju utjecaj i poduzeću i zemlji specifičnih obilježja na visinu zaduženosti poduzeća iz 42 zemlje; međutim, Hrvatska je zastupljena samo s 13 poduzeća (prosjeak po zemlji je 282 poduzeća), što je ujedno i najmanji broj opservacija od svih zemalja u uzorku.

Od istraživanja provedenih u Republici Hrvatskoj, Baran i Zorić (2005) istraživali su poduzeću specifična tj. interna obilježja kao determinante zaduženosti malih i srednjih poduzeća, ali na agregiranim podacima hrvatskih županija, i to samo za 2004. godinu. Učkar (2007) ispituje mogućnost optimizacije financijske strukture te kroz utvrđivanja funkcionalne veze između elemenata financijske strukture i tržišne vrijednosti dionica 20 kotiranih poduzeća iz nefinancijskog sektora dokazuje eksplikativnu moć teorije izbora u upravljanju financijskom strukturom.

Penavin i Šarlija (2010) su analizirali, između ostalog, i načine promjene strukture kapitala poduzeća u Hrvatskoj u razdoblju od 2002. do 2007. g. Rezultati su pokazali da je dominantan način promjene strukture kapitala promatranih poduzeća u ovome razdoblju bio kroz povećanje duga – rasla su vlastita sredstva kroz zadržanu dobit, ali su sredstva iz pozajmljenih izvora rasla brže. U manjem broju poduzeća opaženi način promjene strukture kapitala bio je da su vlastita sredstva kroz povećanje zadržane dobiti rasla brže u odnosu na zaduživanje. Dodatno, dominantan oblik financiranja u analiziranom razdoblju bilo je zaduživanje kod banaka. Autori kao sugestiju za buduća dublja istraživanja ove problematike naglašavaju potrebu ispitivanja odrednica strukture kapitala kao i makroekonomskih uvjeta u kojima poduzeća posluju.

U istraživanju Mostarca i Petrovića (2013) analizirane su determinante strukture kapitala hrvatskih poduzeća, ali samo u dvije odabrane godine – predrecesijskoj 2007. i recesijskoj 2010. godini, dok su Pećina i Orsag (2014) analizirali financijske poluge hrvatskih poduzeća tijekom razdoblja od 2007. do 2012. godine, ali samo kroz deskriptivnu analizu povezanosti pojedinog obilježja poduzeća i financijske poluge kao zavisne varijable. Pepur, Čurak i Poposki (2016) ispitivali su odrednice strukture kapitala velikih poduzeća u Republici Hrvatskoj tijekom razdoblja od 2001. do 2010. godine. Odabrani skup poduzeću specifičnih obilježja

dotatno je proširen makroekonomskim obilježjima okruženja. Rezultati do kojih se došlo primjenom dinamičkog panela pokazali su da ni teorija izbora ni hijerarhijska teorija isključivo i potpuno ne objašnjavaju financijsko ponašanje promatranih velikih poduzeća. Dodatno, eksterna obilježja pokazala su se važnim čimbenikom koji utječe na razinu zaduženosti poduzeća. Harc (2015) je istraživala vezu između materijalne imovine poduzeća i strukture kapitala malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj. Istraživanje je provedeno na uzorku od 500 malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj u razdoblju od 2005. do 2010. godine, a veza između materijalne imovine poduzeća i strukture kapitala analizirana je pomoću Pearsonovog koeficijenta korelacije. Rezultati istraživanja potvrdili su da materijalna imovina poduzeća različito utječe na kratkoročnu i dugoročnu zaduženost poduzeća. Anketno ispitivanje menadžera 108 malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj, koje su proveli Delić *et al.* (2016), potvrdilo je važnost financijske pismenosti menadžera poduzeća u donošenju financijskih odluka te postizanju rasta i održavanju konkurentnosti malih i srednjih poduzeća.

Iz svega navedenog može se zaključiti da postoji jaz u empirijskoj literaturi koja se odnosi na problematiku strukture kapitala hrvatskih poduzeća, osobito malih i srednjih. Dodatno, većina spomenutih istraživanja nije bila prilagođena panel prirodni podataka, čija posljedica može biti neiskorištenost punog potencijala informacija o istoj jedinici promatranja te pogrešno izvučeni zaključci. Stoga će doprinos ovoga istraživanja, osim novih spoznaja o odrednicama strukture kapitala malih i srednjih poduzeća, biti i u primijenjenoj panel metodologiji.

### 3. Varijable, podaci i metodologija

U ovome dijelu rada sumirat će se i sistematizirati glavni teorijski izvedeni utjecajni čimbenici financijske strukture poduzeća i njihovi *a priori* očekivani utjecaj na razinu zaduženosti poduzeća. Iako se spektar potencijalnih internih čimbenika financijske strukture s vremenom širio, u ovome istraživanju zbog ograničenosti podataka veća pozornost će se usmjeriti na ona obilježja poduzeća za koja dvije dominantne teorije strukture kapitala – teorija izbora i teorija redoslijeda pakiranja – predviđaju oprečan utjecaj na zaduženost poduzeća i koja su često ispitivana i u dosadašnjim istraživanjima. U tablici 1. prikazani su temeljni poduzeću specifični čimbenici financijske strukture i njihov (različit) očekivani utjecaj prema teoriji izbora odnosno hijerarhijskoj teoriji. U nastavku rada detaljnije će se elaborirati očekivani utjecaj samo onih čimbenika koji će se u ovome radu empirijski ispitivati.

INTERNI ČIMBENIK	TEORIJA IZBORA	HIJERARHIJSKA TEORIJA
Profitabilnost	pozitivan	negativan
Veličina	pozitivan	negativan
Mogućnost rasta	negativan	pozitivan
Struktura imovine	pozitivan	pozitivan
Likvidnost	pozitivan	negativan
Rizik (volatilitnost zarada)	negativan	negativan
Reputacija (starost)	-	pozitivan
Nedugovni porezni zaklon	negativan	-

Tablica 1. Poduzeću specifični čimbenici i njihov očekivani utjecaj na zaduženost poduzeća prema teorijama strukture kapitala

Utjecaj **profitabilnosti** na zaduženost poduzeća može biti pozitivan i negativan. Prema teoriji izbora profitabilnija poduzeća su sklonija većem zaduživanju zbog većih ušteda koje mogu ostvariti budući da je kamata na dug porezno odbitna stavka. Stoga teorija izbora predviđa pozitivnu vezu između profitabilnosti i zaduženosti. Hijerarhijska teorija pak predviđa negativnu vezu između profitabilnosti i zaduženosti jer pretpostavlja da profitabilnija poduzeća imaju više raspoloživih interno generiranih sredstava te je stoga njihova potreba za zaduživanjem manja.

Očekivani pozitivni utjecaj **veličine poduzeća** teorija izbora objašnjava stabilnijim gotovinskim tijekovima te manjim rizikom i posljedično manjim troškovima financijskih neprilika (stečaja) kojima su izložena veća poduzeća. Dodatno, veća poduzeća smatraju se bolje diversificiranima, profitabilnijima, s boljim pristupom financijskim tržištima zbog čega se mogu više zadužiti i posljedično koristiti veći porezni zaklon (pozitivna veza). Prema hijerarhijskoj teoriji, veća poduzeća imaju manje troškove informacijske asimetrije jer vanjskim investitorima prenose kvalitetnije i pouzdanije informacije zbog čega imaju manje troškove financiranja vanjskim vlastitim kapitalom te posljedično manju zaduženost. Također, velika poduzeća u usporedbi s manjima imaju više internih sredstava za financiranje poslovanja i novih ulaganja te stoga i manju potrebu za zaduživanjem (negativna veza).

Teorija izbora pretpostavlja da **mogućnosti rasta** mogu inicirati moralni hazard i potaknuti menadžere da preuzmu više rizika. U takvim okolnostima, poduzeća s više investicijskih mogućnosti motivirana su kontrolirati oportunističko ponašanje menadžera da bi izbjegla pojavu podinvestiranja i problema zamjene imovine<sup>4</sup> koji su posljedica agencijskog sukoba između dioničara i kreditora. Shodno tome, teorija izbora očekuje negativnu vezu, tj. da poduzeća s većom mogućnošću rasta imaju manju zaduženost.

4 Problem podinvestiranja (engl. *underinvestment problem*) znači odbacivanje profitabilnih projekata jer koristi od projekata primarno odlaze kreditorima. Ovo je osobito izraženo u poduzećima s visokom razinom duga u izvorima financiranja. Problem zamjene imovine (engl. *risk shifting problem*) odnosi se na situaciju kada vrijednost glavnice raste dok se vrijednost duga smanjuje kada se manje rizičan projekt zamijeni rizičnijim.

Hijerarhijska teorija sugerira pozitivnu vezu između mogućnosti rasta i zaduženosti i pretpostavlja da će investicijske mogućnosti potaknuti poduzeće na zaduživanje nakon što interna sredstva postanu nedostatna.

Teorija izbora i hijerarhijska teorija jednoznačne su u pogledu utjecaja **strukture imovine** na zaduženost poduzeća. Veći udio materijalne imovine u ukupnoj imovini poduzeća znači i više osiguranja za vjerovnike i mogućnost većeg zaduživanja za poduzeće. Naime, materijalna imovina služi kao dodatno osiguranje povrata duga (kolateral) prema financijskim institucijama, zbog čega kreditori mogu sniziti i premiju za rizik poduzeću, ili kao jamstvo u slučaju stečaja poduzeća (pozitivna veza).

Utjecaj **likvidnosti** na zaduženost poduzeća nije jednoznačan. Likvidnost znači sposobnost podmirenja kratkoročnih obveza; stoga visokolikvidna poduzeća mogu imati veću zaduženost jer im likvidnost omogućuje podmirenje preuzetih obveza po dugu (pozitivna veza). Prema hijerarhijskoj teoriji, likvidna poduzeća mogu stvoriti rezerve likvidnosti, tj. interne fondove, te se stoga manje zadužuju. Navedeno implicira negativnu vezu.

**Volatilnost zarada** (poslovni rizik) upućuje na visoku mogućnost financijskih poteškoća. Ako se tvrtka u situaciji nepovoljne i neujednačene očekivane dinamike budućih novčanih tijekova dodatno zadužuje, može se dogoditi da u trenutku dospjeća obveza ne bude u mogućnosti platiti obveze po kamatama. Stoga je očekivani utjecaj rizika na zaduženost negativan.

Sekundarni podaci nužni za provođenje istraživanja prikupljeni su iz financijskih izvješća preuzetih iz FINA-inog Registra godišnjih financijskih izvještaja (RGFI). Istraživanje je provedeno na uzorku 150 malih i srednjih<sup>5</sup> poduzeća Splitsko-dalmatinske županije. Poduzeća su nasumce odabrana, ali pod uvjetom da u promatranom razdoblju od 2008. do 2013. godine imaju poznate vrijednosti za određene stavke bilance i računa dobiti i gubitka pomoću kojih su se izračunavale varijable u modelu (tablica 2.).

OBILJEŽJE PODUZEĆA (VARIJABLA)	IZRAČUN VARIJABLE
koeficijent zaduženosti (d/a)	ukupne obveze / ukupna imovina
profitabilnost (prof)	neto dobit / ukupna imovina
udio materijalne imovine (mat)	materijalna imovina / ukupna imovina
veličina poduzeća (velpo)	ln (ukupna imovina)
rast poduzeća (rast)	$(\text{ukupna imovina}_t / \text{ukupna imovina}_{t-1}) - 1$
likvidnost (likv)	kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze

**Tablica 2:** Obilježja poduzeća i izračun varijabli.

Izvor: izrada autorica

<sup>5</sup> Veličina poduzetnika u Hrvatskoj regulirana je Zakonom o računovodstvu (NN 109/07). U članku 3. poduzetnici se razvrstavaju na male, srednje i velike, prema kriterijima ukupne aktive, ukupnog prihoda i prosječnog broja zaposlenih. Zakon o poticanju razvoja malog gospodarstva (NN 29/02, 63/07, 53/12, 56/13) usklađen je s preporukom Europske komisije 2003/361/EC od 6. svibnja 2003. godine. Definicije subjekata u okviru malog gospodarstva su preuzete iz navedene preporuke prema kojoj se poduzetnici dijele na mikro, male, srednje (SME) i velike poduzetnike (FINA, 2015).

Podaci koji su korišteni u istraživanju sadrže prostornu i vremensku komponentu pojedine varijable; stoga se radi o panel podacima. Primijenjen je dinamički panel koji sadržava zavisnu varijablu s pomakom za jedan ili više vremenskih perioda unatrag ovisno o svojstvima zavisne varijable. Uvođenjem zavisne varijable s pomakom pretpostavlja se da sadašnja vrijednost te varijable ovisi o vrijednostima te iste varijable u prethodnom razdoblju što je u skladu s dinamičnom prirodom ekonomskih relacija istraživanih i u ovome radu.

U ovoj analizi primijenjen je dinamički panel model koji sadrži zavisnu varijablu s jednim vremenskim pomakom unatrag, a koji se može zapisati na sljedeći način:

$$D/A_{it} = \mu + \gamma D/A_{i,t-1} + \beta_1 PROF_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 VELPO_{it} + \beta_4 RAST_{it} + \beta_5 LIKV_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}; \quad (1)$$

pri čemu je:

$i$  – poduzeće kao jedinica promatranja u razdoblju  $t$

$t$  - razdoblje promatranja

$\mu$  - zajednički konstantni član

$\gamma$  - parametar zavisne varijable iz prethodnog razdoblja

$\varepsilon_{it}$  - greška  $i$ -te jedinice promatranja u razdoblju  $t$

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  - parametri egzogenih varijabli koje modelom treba procijeniti

$\alpha_i$  - slučajni efekt

Formiranju modela prethodilo je ispitivanje korelacije između promatranih varijabli<sup>6</sup>. Pearsonovi koeficijenti korelacije potvrdili su nepostojanje problema multikolinearnosti zbog kojega bi eventualno neke varijable trebalo isključiti iz daljnje analize.

6 Tablice deskriptivne statistike i korelacijske matrice, zbog tehničkih ograničenja rada, dostupne su na zahtjev.

## 4. Rezultati istraživanja

Tablica 3. prikazuje rezultate dinamičke panel analize utjecaja odabranih obilježja poduzeća, tj. internih čimbenika na financijsku strukturu poduzeća (zaduženost).

Provedeni testovi potvrđuju valjanost modela – na temelju Sarganovog testa (vrijednost testa je veća od 0.05) ne odbacuje se pretpostavka da ne postoji korelacija među rezidualima i instrumentima, iz čega proizlazi da su korišteni instrumenti dobro odabrani<sup>7</sup>. Rezultati Arrellano Bond testa (vrijednost je veća od 0.05) potvrđuju da ne postoji autokorelacija prvog ( $m_1$ ) i drugog reda ( $m_2$ ) među prvim diferencijama reziduala.

Rezultati provedenoga istraživanja o utjecaju obilježja poduzeća na strukturu kapitala (tablica 3.) ukazuju na statistički značajan utjecaj svih internih čimbenika osim likvidnosti. Procijenjeni parametri za zavisnu varijablu s pomakom i varijablu mogućnost rasta su pozitivnog predznaka, dok su parametri za ostale statistički značajne varijable negativni. Kako bi dobili odgovor na pitanje koja teorija najbolje odražava strukturu kapitala malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj, smjer utjecaja statistički značajnih varijabli u modelu će se usporediti s predviđenim smjerom utjecaja pojedine teorije (vidjeti tablicu 1.).

Negativna veza između profitabilnosti i zaduženosti poduzeća u skladu je s postavkama hijerarhijske teorije prema kojoj se preferira financiranje interno generiranim sredstvima umjesto vanjskim zaduživanjem. Stoga će profitabilnija poduzeća imati manji udio duga u ukupnim izvorima.

---

<sup>7</sup> Nulta hipoteza testa je da su odabrane instrumentalne varijable nekorelirane s rezidualima – ako se nulta hipoteza ne odbacuje, svi uvjeti na momente su zadovoljeni i svi navedeni instrumenti se prihvaćaju.

```

System dynamic panel-data estimation      Number of obs      =      750
Group variable: poduzeceid              Number of groups   =      150
Time variable: godina

Obs per group:   min =      5
                  avg =      5
                  max =      5

Number of instruments =      20          Wald chi2(6)      =      464.36
                                           Prob > chi2       =      0.0000

```

Two-step results

```

-----+-----
      DA |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      DA |
L1.    |   .6307902   .0335923    18.78   0.000    .5649505    .69663
      |
PROF   |  -.1366553   .0586306    -2.33   0.020   -.2515691   -.0217414
MAT    |  -.1276062   .1922286    -0.66   0.007   -.2491549    .5043674
VELPO  |  -.0169637   .0256875    -0.66   0.009   -.0333829    .0673103
RAST   |   .0129307   .0363428     0.36   0.000    .0041613    .0583
LIKV   |   .0252923   .0229966    -1.10   0.271   -.0703649    .0197802
_cons  |  -.0463965   .4172988    -0.11   0.000   -.8642872    .7714941

```

Sargan test of overidentifying restrictions

H0: overidentifying restrictions are valid

chi2(13) = 12.17816

Prob > chi2 = 0.5131

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

```

+-----+
|Order | z      Prob > z|
+-----+-----+
|  1  |-1.6565  0.0976 |
|  2  | .71114  0.4770 |
+-----+-----+

```

H0: no autocorrelation

**Tablica 3.** Panel analiza zaduženosti  
Izvor: izračun autorica (ispis iz STATA-e)



Rezultati provedene panel analize potvrđuju negativnu i statistički značajnu vezu između udjela materijalne imovine i zaduženosti poduzeća što je oprečno postavkama i teorije izbora i hijerarhijske teorije. Ovakvi rezultati mogu ukazivati na to da materijalna imovina poduzeća ne predstavlja adekvatnu garanciju za kreditore. Međutim, ovakav rezultat potvrđen je u nekim od istraživanja provedenih u razvijajućim ekonomijama (npr. Booth *et al.* (2001); Nivorozhkin (2004); Črnigoj i Mramor (2009) i dr.). Negativan odnos između udjela materijalne imovine i zaduženosti može se objasniti usklađivanjem ročnosti imovine i dinamike dospjeća obveza zbog čega veći udio materijalne imovine odgovara višem udjelu dugoročnog financiranja, ali ne nužno i ukupnoj razini duga. Navedeno je specifično upravo za zemlje srednje i istočne Europe gdje nedostatak dugoročnog dugovnog financiranja (ali postojanje zaduživanja na kratki rok) može dovesti do negativnog odnosa između udjela materijalne imovine i zaduženosti (Pepur, Ćurak, Poposki (2016); Harc (2015); Nivorozhkin (2004)).

Empirijski rezultati potvrđuju negativnu i statistički značajnu vezu između veličine poduzeća i zaduženosti, odnosno pokazuju da zaduženost opada s veličinom poduzeća. Prema teoriji hijerarhije veća poduzeća imaju više interno generiranih sredstava zbog čega se mogu financirati vlastitim sredstvima, tj. bez zaduživanja. Također, veća poduzeća osiguravaju više informacija na tržištu i imaju manje probleme informacijske asimetrije. Suprotno vrijedi za veličinom manja poduzeća koja imaju manje internih sredstava, a zbog otežanog pristupa tržištu kapitala primorana su na zaduživanje, i to uglavnom na kratki rok.

Veza između mogućnosti rasta i zaduženosti poduzeća pokazala se pozitivnom i statistički značajnom. Mala i srednja poduzeća prvenstveno koriste interna sredstva. Međutim, ona mogu biti nedovoljna da bi se kroz realizaciju profitabilnih investicijskih projekta rast poduzeća i ostvario. Budući da je financiranje rasta vanjskim dioničkim kapitalom otežano i skupo, poduzeća se okreću jedinjoj opciji koja preostaje, a to je zaduživanje. Drugim riječima, mala i srednja poduzeća svoj rast financiraju zaduživanjem.

Rezultati istraživanja ukazuju na pozitivnu, ali statistički neznačajnu vezu između likvidnosti i zaduženosti. Bolja likvidnost značila bi manju vjerojatnost neispunjenja obveza po dugu i potencijalnih financijskih poteškoća zbog dovoljne količine kratkotrajne imovine za pokriće dospjelih obveza. Međutim, ova se veza nije pokazala statistički značajnom.

## 5. Zaključak

Poznato je da su mala i srednja poduzeća najznačajniji pokretač gospodarstva, a važna uloga ovoga sektora posebno je vidljiva kroz njihov udio u zaposlenosti, u ukupno ostvarenom prihodu i izvozu. Opstanak i razvoj

malih i srednjih poduzeća ovisi o njihovoj sposobnosti uspješnog konkuriranja i prilagodbi zahtjevnom tržištu i oštroj konkurenciji. U realizaciji ovih ciljeva važan čimbenik je i način oblikovanja financijske (kapitalne) strukture, odnosno adekvatan odnos vlastitih i tuđih izvora u ukupnim izvorima financiranja.

Cilj ovoga istraživanja bio je analizirati financijsku (kapitalnu) strukturu malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj kroz analizu fundamentalnih determinanti strukture kapitala. Zavisna varijabla u istraživanju je pokazatelj zaduženosti, a nezavisne varijable, tj. specifična obilježja poduzeća čiji se utjecaj na zaduženost ispituje su profitabilnost, struktura imovine, veličina poduzeća, rast poduzeća i likvidnost. Obilježja poduzeća odabrana su prema postavkama dviju najutjecajnijih teorija strukture kapitala – teorije izbora i hijerarhijske teorije. Istraživanje je provedeno na uzorku od 150 malih i srednjih poduzeća Splitsko-dalmatinske županije u razdoblju od 2008. godine do 2013. godine.

Rezultati provedenog istraživanja potvrdili su statistički značajan utjecaj svih promatranih internih čimbenika osim likvidnosti. Procijenjeni parametri za zavisnu varijablu s pomakom i varijablu mogućnost rasta su pozitivnog predznaka, dok su parametri za ostale statistički značajne varijable negativni. Na temelju rezultata može se zaključiti da mala i srednja poduzeća kroz profitabilno poslovanje stvaraju interne fondove koje predstavljaju primaran izvor financiranja, dok udio zaduživanja povećavaju kako bi realizirali potencijalni rast. Neočekivano, veći udio materijalne imovine, koja može poslužiti kao kolateral bankama kod odobravanja kredita, smanjuje ukupnu razinu zaduženosti promatranih poduzeća. Usporedbom potvrđenog smjera utjecaja statistički značajnih varijabli u modelu s predviđenim smjerom utjecaja prema postavkama teorija strukture kapitala potvrđeno je da ponašanje odabranih poduzeća SME sektora Splitsko-dalmatinske županije slijedi postavke hijerarhijske teorije prema kojoj poduzeća slijede redoslijed preferencija u izboru izvora financiranja koji prednost daje interno generiranim sredstvima.

Ovim istraživanjem dijelom je popunjen uočeni jaz o nedovoljno istraženom problemu čimbenika koji utječu na izbor izvora financiranja malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj. Međutim, dobivene rezultate treba promatrati i u svjetlu ograničenja samog istraživanja. Shodno tome, za buduća istraživanja sugerira se širi izbor zavisne varijable financijske strukture te provedba analize na proširenom uzorku poduzeća koji bi uključivao poslovne subjekte SME sektora iz cijele države. Dodatno, analizu bi trebalo proširiti i obilježjima okruženja kao što su razvijenost financijskog sustava, kvaliteta pravnog okvira i makroekonomski čimbenici koji, za razliku od ovdje ispitivanih obilježja poduzeća, definiraju ponudu izvora financiranja te zajedno čine širi i potpuniji okvir za analizu problematike financiranja malih i srednjih poduzeća.

## Literatura:

- Arellano, M., Bond, S. (1991.), Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations, *Review of Economic Studies*, 58(2), str. 277-297.
- Arellano, M., Bover, O. (1995.), Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models, *Journal of Econometrics*, 68(1), str. 29-51.
- Baran, D., Zorić, M. (2005), Determinante zaduženosti malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj-regionalni pristup, *Mala i srednja poduzeća, financijski računovodstveni i pravni aspekti osnivanja i poslovanja*, ur. Lj. Vidučić, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Splitu, Split, str. 75-94.
- Belak, V. (1995.), *Menadžersko računovodstvo*, RRiF, Zagreb
- Berk, A. (2007.), The role of capital market in determining capital structure: Evidence from Slovenian public and private corporations, *Acta Oeconomica*, 57 (2), str. 123-155.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A., Maksimovic, V. (2001.), Capital structures in developing countries, *Journal of Finance*, 56 (1), str. 87-130.
- Črnigoj, M., Mramor, D. (2009.), Determinants of capital structure in emerging European economies: Evidence from Slovenian firms, *Emerging Markets Finance and Trade*, 45 (1), str. 72-89.
- Daskalakis, N., Thanou, E. (2010.), Capital Structure of SMEs: To What Extent Does Size Matter?, <https://ssrn.com/abstract=1683161> (pregledano, 17.01. 2016.)
- De Haas, R., Peeters, M. (2006.), The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies, *Economics of Transition*, 14 (1), str. 133-169.
- De Jong, A., Kabir, R., Nguyen, T. T. (2008.), Capital structure around the world: The roles of firm- and country specific determinants, *Journal of Banking and Finance*, 32, str. 1954-1959.
- Degryse, H., De Goeij, P., Kappert, P. (2012.), *Small Business Economics*, 38 (4), str. 431-447.
- Delcoure, N. (2007.), The determinants of capital structure in transitional economies, *International Review of Economics and Finance*, 16, str. 400-415.
- Delić, A., Oberman Peterka, S., Kurtović, I. (2016.), Is there a relationship between financial literacy, capital structure and competitiveness of SMEs?, *Ekonomski vjesnik*, 1, str. 37-50.
- FINA, Financijska agencija, (2015.), *Analiza financijskih rezultata poduzetnika u Republici Hrvatskoj u 2014.*

- Harc, M. (2015.), The relationship between tangible assets and capital structure of small and medium-sized companies in Croatia, *Ekonomski vjesnik*, 1, str. 213-224.
- Klapper, L. F., Sarria-Allende, V., Sulla, V. (2002.), Small and medium-size enterprise financing in Eastern Europe, *World Bank Policy Research Working Paper No. 2933*.
- Mateev, M., Poutziouris, P, Ivanov, K. (2013.), On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis, *Research in International Business and Finance*, 27, str. 28-51.
- Miller, M. H. (1977.), Debt and taxes, *The Journal of Finance*, 32, str. 261-275.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1963.), Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *The American Economic Review*, 53 (2), str. 433-443.
- Mostarac, E., Petrović, S. (2013.), Determinants of capital structure of Croatian enterprises before and during the financial crisis, *UTMS Journal of Economics* 4 (2), str. 153–162.
- Nivorozhkin, E. (2004.), Firm's financing choices in EU accession countries, *BOFIT Discussion Paper*, 6, str. 5-44.
- Pećina, E., Orsag, S. (2014.), Capital structure of Croatian enterprises, *Proceedings of the Australian Academy of Business and Social Sciences Conference 2014*.
- Penavin, S., Šarlija, N. (2010.), Pojave u kretanju strukture kapitala hrvatskih poduzeća u predrecesijskom razdoblju (2002. - 2007.), *Ekonomski vjesnik*, 2, str. 317-332.
- Pepur, S., Ćurak, M., Poposki, K. (2016.), Corporate capital structure: the case of large Croatian companies, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 29 (1), 2016.
- Rajan, R. G., Zingales, L. (1995.), What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *The Journal of Finance*, 50 (5), str. 1421-1460.
- Škrabić, B. (2009.), Determinante razvoja financijskog sustava zemalja središnje i istočne Europe, magistarski rad, *Ekonomski fakultet Sveučilište u Zagrebu, Zagreb*
- Učkar, D. (2007.), Mogućnost optimizacije financijske strukture poduzeća u Republici Hrvatskoj, *Ekonomska istraživanja*, 20 (2), str. 24-34.
- Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015.), *Financijski menadžment, RRiF, Zagreb*
- Wanzenried, G. (2002.), Capital structure dynamics in UK and continental Europe, *EFMA 2002 London*, <http://ssrn.com/abstract=313879> (pregledano 13.02.2017.)

doc. dr. sc. Anita Radman Peša  
Odjel za ekonomiju Sveučilišta u Zadru  
E-mail: apesa@unizd.hr

Marko Lukavac, mag. oec.  
Odjel za ekonomiju Sveučilišta u Zadru  
E-mail: marko.lukavac1@gmail.com

prof. dr. sc. Zdenko Prohaska  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: zdenko.prohaska@efri.hr

## VAŽNOST INTERNIH I EKSTERNIH MEHANIZAMA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA ZA DRUŠTVENO ODGOVORNO I ODRŽIVO POSLOVANJE BANAKA

### SAŽETAK

Društveno odgovorno poslovanje banaka postaje imperativ u posljednjem desetljeću za dugoročnost poslovanja, kako samih banaka, tako i cijele ekonomije. Ono se ogleda u mnogočemu, od odnosa prema zaposlenicima pa do spremnosti na financiranje društvenih projekata, ali u kontekstu bankarstva, suštinski se odnosi na etičnost cjelokupnog poslovanja banke, tj. na način na koji banka ostvaruje svoje profitne ciljeve. Korporativno upravljanje predstavlja model koji, pomoću internih i eksternih mehanizama, svim dionicima omogućuje zadovoljenje interesa koji proizlaze iz poslovanja banke. Konkretno, banka ostvaruje svoju profitabilnost vodeći računa o društvenim interesima, što u dugom roku rezultira stabilnim bankarskim sustavom koji počiva na zdravoj realnoj ekonomiji. Tzv. „model keiretsu“, koji je karakterističan za Japan, primjer je pozitivne prakse suradnje i usuglašavanja ciljeva banke i dionika. S druge strane, daleko češći slučaj je onaj u kojemu banke nisu primarno orijentirane na potrebe klijenata. Banke često imaju dominantnu poziciju u odnosu na klijente jer im predstavljaju jedini stabilan izvor sredstava, a ustro bankarski sustavi nerijetko imaju karakteristike oligopola, što najviše dolazi do izražaja u uvjetima recesije. U oligopolnim sustavima tržišna utakmica s drugim bankama ne utječe pozitivno ni na unaprjeđenje poslovnih procesa, a kamoli na odnos prema klijentima i podizanje ljestvice odgovornosti banaka.

**Ključne riječi:** održivo i društveno odgovorno poslovanje, interni mehanizmi korporativnog upravljanja, eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja, model keiretsu, oligopol u bankarstvu

### 1. Uvod

Korporativno upravljanje je, prema dijelu literature, model upravljanja koji objedinjuje tzv. „menadžerski i vlasnički pristup“, tj. model koji upravljačkim i vlasničkim strukturama osigurava povrate na *inpute*, odnosno na

rad i uloženi kapital. Ipak, za autore, model korporativnog upravljanja nadilazi navedeno pa isti podupiru tezu da korporativno upravljanje treba osigurati ravnotežu između ekonomskih i socijalnih ciljeva poduzeća, tj. u kontekstu ovoga rada, banaka. Značaj primjene korporativnog upravljanja u bankama od iznimne je važnosti iz razloga što se uspješnost poslovanja banke izrazito reflektira na realnu ekonomiju regije, zemlje, a uslijed povezanosti financijskih tokova, čak i svijeta. Također, u banko-centričnim financijskim sustavima, banke predstavljaju jedini izvor sredstava pa je u tim situacijama izrazito bitno da banke alociraju sredstva vodeći računa i o društvenom interesu, dakle ne samo vodeći računa o vlastitim profitnim ciljevima. Nužno je da banke usklade svoje ciljeve s ciljevima dionika iz svoje okoline iz razloga što banka dugoročno može biti stabilna i profitabilna samo ako je realna ekonomija stabilna i profitabilna, dijelom i posljedično zbog aktivnosti banaka. Važno je napomenuti i da se bankarski posao zasniva na povjerenju između banke i klijenata, što ukazuje na bitnost odnosa, a ne toliko same ponude prilikom uspostave suradnje. Obzirom na navedeno, postaje izvjesno kako je društveno odgovorno poslovanje banaka neminovno jer je upravo ono obrazac koji upravljačke strukture banke trebaju slijediti kako bi poslovanje banke bilo stabilno, perspektivno i profitabilno, tj. održivo, u dugom roku.

Pojam društvene odgovornosti definiran je još sedamdesetih godina prošloga stoljeća, a prema Andrews (1971) pretpostavlja razboritu misao usmjerenu ka dostizanju društvenog blagostanja koja ograničava krajnje destruktivno djelovanje pojedinaca i poduzeća, bez obzira na trenutnu profitabilnost istog. U ovome radu pojam društvene odgovornosti, sagledavan prema Archieju (1991), prvenstveno se odnosi na etičnost poslovanja banaka, a ne na filantropsku dimenziju koja se često ističe i koja prije svega ima marketinški karakter. Autori Peterson i Hermans (2004) pokazali su kako su banke u Sjedinjenim Američkim Državama, kontinuirano, kroz vrijeme, sve više naglašavale svoje društveno odgovorno poslovanje u okviru svojih marketinških kampanja. Također, prema istim autorima, društvena odgovornost s vremenom je postala predmet interesa državnih službi, novinara, obrazovnih djelatnika i šire javnosti. Također, prema Kundid (2012), banke u Republici Hrvatskoj izjednačavaju društveno odgovorno poslovanje s dobročinstvima, humanitarnim akcijama, donacijama i sponzorstvima koja su više ili manje fokusirana i strateški osmišljena.

Cilj rada je prikazati kako interni i eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja pozitivno usmjeravaju poslovanje banke kako bi isto zadovoljilo interese svih dionika. Svrha rada je ukazati na to kako primjena dobre prakse korporativnog upravljanja vodi prema održivom i društveno odgovornom poslovanju banaka. Dioncima banke ne smatraju se samo vlasnici, uprava i zaposlenici, koji su vezani uz nadzorne i upravljačke strukture banke, već se dionicima smatraju i korisnici bankarskih usluga,

od građana do države, te regulatorna tijela s primarnom ulogom osiguravanja stabilnosti banaka i zaštite javnog interesa, što katkad izostaje. Dionici banke su i njezini konkurenti, ali u ovome slučaju su konkurenti promatrani kao eksterni instrument korporativnog upravljanja iz razloga što svojim aktivnostima mogu pozitivno utjecati na podizanje razine odgovornosti i etičnost poslovanja na razini cjelokupnog bankarskog sustava.

U nastavku rada pokazat će se na koji način pojedini interni i eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja pozitivno utječu na poslovanje banke, tj. osiguravaju ispunjenje ekonomskih ciljeva za interne dionike i javnih interesa, koji se, s obzirom na specifičnost bankarske djelatnosti, trebaju sagledavati u funkciji osiguravanja uvjeta za postizanje ekonomskih ciljeva u dugom roku.

## **2. Interni mehanizmi korporativnog upravljanja u kontekstu društveno odgovornog i održivog poslovanja banaka**

Interni mehanizmi korporativnog upravljanja pomoću kojih dionici osiguravaju svoje interese, prema Tipurić (2008), su: odbori i komisije, sustav nagrađivanja, koncentracija i struktura vlasništva, odnosi s utjecajno-interesnim skupinama te korporativno izvještavanje. Već na prvi pogled može se zaključiti kako se interes internih dionika, tj. vlasnika, rukovodstva i zaposlenika, primarno ostvaruje preko odbora i komisija, sustava nagrađivanja te koncentracije i strukture vlasništva, dok se javni interesi potencijalno također mogu realizirati kroz koncentraciju i strukturu vlasništva te odnos banke s utjecajno-interesnim skupinama. Korporativno izvještavanje često se shvaća kao pasivan interni instrument korporativnog upravljanja jer mu je osnovna zadaća transparentno izvještavanje internih dionika i javnosti o financijskoj stabilnosti banke i drugim relevantnim informacijama, ali ono je više od toga.

### **2.1. Odbori i komisije**

Odbori i komisije u pravilu osiguravaju provođenje politika i procedura prema unaprijed definiranim standardima i omogućuju vlasnicima poduzeća da nadgledaju poslovanje. Literatura razlikuje dva osnovna ustroja najviših tijela koja upravljaju ili nadziru poslovanje poduzeća. Monistički sustav ustroja karakterizira postojanje jednog odbora koji čine izvršni i neizvršni direktori. Pritom izvršni direktori imaju ulogu uprave, a neizvršni direktori ulogu nadzornog odbora, tijela koja su karakteristična za drugi tip ustroja, tzv. „dualni ustroj“. Monistički sustav ustroja karakterističan je za poduzeća iz Sjedinjenih Američkih Država i Velike Britanije, a iz tih zemalja potječe glavnina multinacionalnih kompanija. Iz tog razloga, u posljednje se vrijeme mnogo pažnje posvetilo istraživanjima o sastavu, brojnosti i učestalosti sastanaka odbora u monističkom sustavu ustroja.

Istraživanje Spencera i Stuarta (2015) provedeno na 500 poduzeća koji čine S&P indeks, ukazuje na to da prosječan odbor broji 10.8 članova, što je konstanta posljednjih godina. Iz istoga istraživanja može se iščitati da klasična podjela direktora na izvršne i neizvršne prestaje biti najznačajnija. S druge strane, aktualna podjela postala je ona na neovisne, tj. vanjske, i ovisne, tj. unutarnje direktore. Prema Ravini, Sapienzi (2006), neovisni, tj. vanjski direktor definira se kao osoba koja nikad, do trenutka kada je imenovana, nije radila u tvrtki ni za tvrtku, koja nije radila za ključnog dobavljača *inputa* ili ključne kupce tvrtke, te, u konačnici, koja nije povezana ni s jednim visokopozicioniranim rukovoditeljem ili vlasnicima.

U posljednjim desetljećima raste udio neovisnih, tj. vanjskih direktora, a prema istraživanju Spencera i Stuarta (2015), njihov udio u odborima činio je izrazito visokih 84%. Prosječna starost neovisnih članova odbora se povećala te je iznosila 63.1 godinu, a prosječan broj sastanaka odbora iznosio je 8,1 na godišnjoj razini. Tablica koja slijedi objedinjuje iskazane rezultate, ali i prikazuje filtrirane rezultate istraživanja koji se odnose na 85 od 500 tvrtki iz indeksa S&P, a iz domene financijskoga sektora.

Predmet istraživanja	Broj tvrtki	Prosječan broj članova odbora	Udio neovisnih, tj. vanjskih direktora	Prosječna dob neovisnih članova odbora	Prosječan broj sastanaka na godišnjoj razini
S&P 500	500	10,8	84%	63,1	8,1
<b>S&amp;P financijski sektor</b>	<b>85</b>	<b>11,5</b>	<b>85%</b>	<b>64,1</b>	<b>9,2</b>

Tablica 1. Usporedba odbora prema brojnosti, sastavu, dobi i učestalosti sastanaka, na nivou S&P indeksa

Izvor: vlastita izrada autora prema Spenceru & Stuartu (2015)

Iz tablice je vidljivo da je prosječan broj članova odbora u tvrtkama iz domene financija veći od prosječnog broja članova odbora na nivou cijelog indeksa. Jedno od objašnjenja koje nude Adams i Mehran (2011) odnosi se na drugačiji organizacijski ustroj i činjenicu da banke podliježu nadzoru regulatornog tijela. Dok nefinancijske tvrtke imaju funkcijski ili divizijski organizacijski ustroj, banke najčešće osnivaju tvrtke-kćeri, što posljedično rezultira većim brojem članova odbora. Isti autori došli su do zaključka kako je broj članova odbora u financijskim kompanijama u pozitivnoj korelaciji s učinkom, tj. uspješnošću poslovanja. Autori ovoga rada navedeni rezultat tumače na način da veća brojnost članova odbora nije garancija boljeg poslovanja banke, već je uspješnije poslovanje rezultat količine znanja i iskustva, tj. ljudskog kapitala, koji je u pozitivnoj korelaciji s brojnošću primjerenih članova odbora. Drugi su autori ispitali vezu između uspješnosti poslovanja banke i učestalosti sastanaka



odbora direktora. Prema Andresu i Velleladou (2008), učestaliji sastanci su odraz proaktivne politike banke i u pozitivnoj su korelaciji s njenim boljim poslovnim rezultatima.

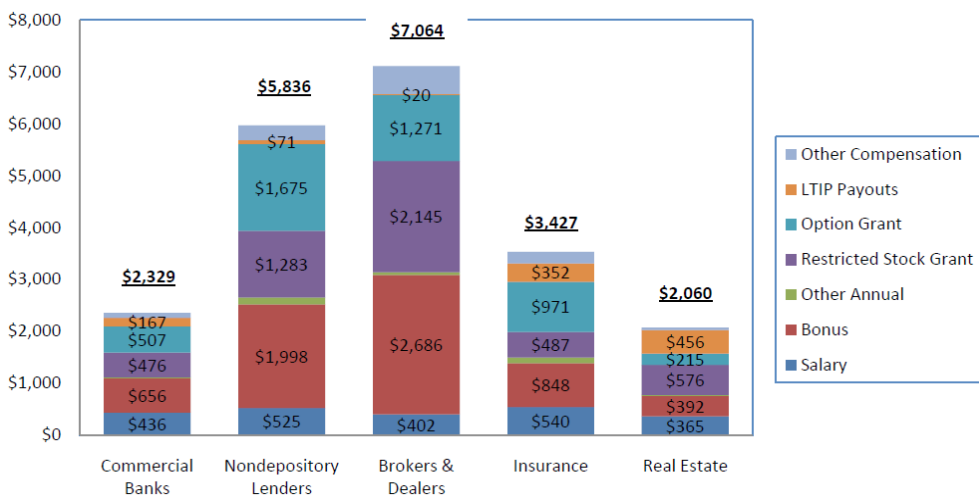
Ovisno o modelu ustroja, odbor direktora, uprava ili nadzorni odbor obično, konstituiraju (pod)odbore, komisije ili povjerenstva koji se bave specifičnom problematikom. Tako, naprimjer, u banci koja je dualno ustrojena, nadzorni odbor najčešće osniva odbor za imenovanja, odbor za nagrađivanja, odbor za rizike i, u koordinaciji s odjelom interne revizije, revizorski odbor. S druge strane, uprava banke će, primjerice, oformiti kreditni odbor, odbor za kreditni nadzor, kreditno povjerenstvo, odbor za oporavak bilance, ALCO, odbor za upravljanje promjenama, odbor za upravljanje projektima itd. Jasno je da je uloga odbora koji se osnivaju osiguravanje stabilnosti banke i provedba definirane strategije poslovanja. Osim što (pod)odbori podupiru poslovanje banke, isti vlasnicima tj. dioničarima banke, ali i regulatornom tijelu, daju sigurnost da se odluke donose na primjerenom razini upravljanja i prema ustaljenim procedurama te da se aktivnosti bilježe.

Iako regulatorna tijela banaka, putem zakonskih ovlasti, definiraju kriterije za izbor članova odbora direktora u monističkom sustavu ustroja, te članova nadzornog odbora i uprave u dualnom ustrojstvu, vlasnici, tj. dioničari banke svojim glasom na glavnoj skupštini dioničara biraju neizvršne direktore ili nadzorni odbor i neizravno izvršne direktore ili upravu banke. Dakle, odbori za vlasnike prije svega predstavljaju sigurnost da banka posluje u skladu sa zakonskom regulativom i prema najboljoj praksi, a ujedno predstavljaju kanal putem kojega mogu utjecati na strateške odluke vezane uz poslovanje banke, iako rast udjela neovisnih, tj. vanjskih direktora, pokazuje da isto prestaje biti trend. Uz navedeno, odbori predstavljaju tijela koja komuniciraju s utjecajno-interesnim skupinama, pa tako i s regulatornim tijelom koje definiranjem kriterija za članstvo u odborima nastoji osigurati zahtijevanu stručnost i zadovoljenje etičkih standarda kao uporišta za održivo i društveno odgovorno poslovanje banke.

## 2.2. Sustav nagrađivanja

Sustav nagrađivanja interni je mehanizam korporativnog upravljanja čija je svrha utjecati na rukovodstvo i menadžment kako bi isti stvarali dodanu vrijednost za dioničare. Prema Chaiju, Chernyju i Milbournu (2010), sustav nagrađivanja odnosi se na određivanje poticajnih naknada na svim razinama upravljanja s ciljem eliminacije tzv. „agencijskog problema“ kod menadžera na višim razinama upravljanja i dodatne motivacije menadžera na nižim razinama upravljanja. Naknade obično uključuju kratkoročne (plaća, bonusi) i dugoročne (opcije, dionice, životna i mirovinska osiguranja) stimulacije. Također, tzv. „kompenzacijske naknade“

uključuju i otpremnine koje za vrhovne menadžere iznose basnoslovne sume. Iz navedenoga se može uočiti manjkavost instrumenta otpremnine iz razloga što isti može potaknuti menadžere na pretjerano preuzimanje rizika obzirom da će u slučaju pogreške dobiti zadovoljštinu kroz otpremninu, a u slučaju dobre procjene, pozamašan bonus. Izrazito visoke otpremnine u suprotnosti su s logikom sustava nagrađivanja jer isti nastoji preusmjeriti kratkoročne ciljeve menadžmenta na dugoročne. Slijedom navedenog proizlazi da bi dugoročne kompenzacijske naknade trebale biti osjetno veće od kratkoročnih. Ipak, istraživanje iz 2005. godine ukazuje da su se naknade menadžmentu u financijskom sektoru u SAD-u značajno temeljile na kratkoročnim naknadama (plaća i bonusi). U takvoj strukturi naknada, ali i samom vrednovanju poslova unutar financijskog sektora, mogu se pronaći razlozi za izbijanje i silinu krize iz 2008. godine.



**Grafikon 1.** Kompenzacijske naknade vrhovnom menadžmentu u SAD-u, 2005. (000 \$)

Izvor: Cai J., Cherny K., Milbourn T. (2010)

Obzirom da su sklonost preuzimanju rizika i nedovoljan oprez prilikom plasiranja sredstava bili karakteristika menadžmenta u bankama u vremenu prije posljednje svjetske krize iz 2008. godine, Bolton, Mehran i Shapiro (2010) navode da najnoviji modeli kompenzacijskih naknada idu u smjeru vezivanja istih uz ugovore *Credit Default Swap*. Konkretnije, ako bi tržište portfelj banke ocijenilo rizičnijim nego što je ishodišno planirano, to bi upućivalo da su menadžeri manjkavo odradili posao prilikom procjene rizika i plasiranja sredstava ili da su svjesno odobrili rizičnije plasmane ne vodeći računa o dugoročnim interesima dioničara banke. U tom slučaju menadžeri ne bi bili nagrađeni jer u slučaju kad bi kratkoročno i ostvarili veću profitabilnost, ista bi bila rezultat većeg izlaganja riziku od onoga utvrđenog strategijom poslovanja.

Sustav nagrađivanja kao interni mehanizam korporativnog upravljanja u funkciji je osiguravanja održivosti poslovanja banke. Kroz sustav nagrađivanja, vlasnici, tj. dioničari banke, nakon izbora članova nadzornih i rukovodećih struktura iste stimuliraju za profesionalno obavljanje poslova, sve s ciljem osiguravanja dugoročnosti poslovanja banke. Dugoročnost poslovanja pretpostavlja stabilno, transparentno i profitabilno poslovanje. Kroz sustav nagrađivanja dioničari ne utječu izravno na poslovne odluke, već stimuliraju odabrano rukovodstvo na donošenje najboljih odluka za poslovanje banke, tj. u konačnici za dioničare. Sustav nagrađivanja ne usmjerava, izravno, poslovanje banke u pravcu društvene odgovornosti. Ipak, obzirom da se bankarski posao zasniva na povjerenju i da banka dugoročno može biti profitabilna i stabilna samo ako je realna ekonomija stabilna i profitabilna, rukovodstvo banke usmjereno na dugoročne ciljeve podupirat će društveno odgovorno poslovanje, posebice u domeni etičnosti poslovanja. S toga gledišta, sustav nagrađivanja utemeljen na dugoročnim kompenzacijama neizravno usmjerava poslovanje banke u pravcu društveno odgovornog.

### 2.3. Koncentracija i struktura vlasništva

Koncentracija i struktura vlasništva mehanizam je korporativnog upravljanja koji se može promatrati s dva aspekta. Koncentracija i struktura vlasništva banke uvelike upućuju na snagu dioničara nad menadžmentom i objašnjavaju odnose između samih dioničara. Drugi aspekt sagledava utjecaj koncentracije i strukture vlasništva banke na uspješnost i društvenu odgovornost koja proizlazi iz njenog poslovanja.

Tradicionalno, ovaj se instrument dovodi u direktnu vezu s utjecajem dioničara na menadžment. Otvoreni sustav korporativnog upravljanja karakterističan je po mnoštvu manjih dioničara, od kojih nijedan samostalno ne može direktno utjecati na izbor upravljačkih i nadzornih tijela. Navedeno objašnjava trend rasta udjela tzv. „neovisnih“, tj. vanjskih direktora, ali i ukazuje na to da su odbori manje važan mehanizam internog upravljanja u otvorenom sustavu u kontekstu zaštite interesa dioničara. S druge strane, zatvoreni sustav korporativnog upravljanja karakterizira velik tržišni udio i velika moć najvećih *blockholdera*. Navedeno implicira daljnji razvoj problematike u pravcu zaštite manjinskih dioničara u zatvorenom sustavu korporativnog upravljanja.

U ovome radu istaknut će se drugi aspekt koji ispituje utjecaj koncentracije i strukture na uspješnost i društveno odgovorno poslovanje banke. Istraživanja su u tom pogledu mahom usmjeravana na ispitivanje postojanja veze između uspješnosti poslovanja banaka i informacije jesu li banke u domaćem, stranom ili državnom vlasništvu. Polemike se vode oko problema jesu li banke u stranom vlasništvu efikasnije od onih u domaćem vlasništvu. Prema Bergeru, Clarkeu, Cullu, Klapperu i Udellu (2003),

banke u stranom vlasništvu imaju bolji pristup izvorima sredstava, veću mogućnost za diversifikaciju rizika i širu paletu usluga koje mogu ponuditi klijentima koji posluju na svjetskoj razini. U zemljama u razvoju, strane banke, za razliku od onih u domaćem vlasništvu, crpe prednost iz dostupnosti stručnih znanja i tehnologije iz razvijenih, matičnih zemalja. S druge strane, postoje i druga istraživanja koja ukazuju na to da su banke u stranom vlasništvu, u već razvijenim zemljama, manje efikasne od onih u domaćem vlasništvu. Također, s treće strane, dio literature navodi kako su strane banke i domaće banke podjednako efikasne. Ova problematika je sama po sebi diskutabilna i dojam je autora kako rezultati pojedinih istraživanja mogu varirati ovisno o odabiru zemalja koje se obuhvaćaju analizom, ali i ovisno o vremenskom razdoblju koje je obuhvaćeno istraživanjem. S obzirom na trend ispreplitanja tijekom kapitala, u budućnosti će podjela na domaće i strane tvrtke, u kontekstu ovoga rada banke, biti najmanje važna. Ono što je zajedničko istraživanjima jest zaključak da banke ne bi trebale biti u državnom vlasništvu. Prema La Porta, Lopez de Silanes i Shleifer, A. (2002), državno vlasništvo u bankama koči razvoj financijskog sustava zemlje. Bankarski sustavi u kojima dominiraju banke u državnom vlasništvu su karakteristični po visokom udjelu loših plasmana, manjoj dostupnosti sredstava i višim kamatnim stopama. Nadalje, Sherif, Barish i Gross (2003) ukazuju na to da banke u državnom vlasništvu predstavljaju stalnu prijetnju za fiskalnu i makroekonomsku stabilnost zemlje. Dodatno, obzirom da banke u državnom vlasništvu u pravilu upadaju u poteškoće, iste smanjuju povjerenje u državne institucije. Autori često ističu da je osnovni problem banaka u državnom vlasništvu njihova orijentiranost na zadovoljenje neekonomskih ciljeva. Državne banke često financiraju projekte od državnog interesa i usmjerene su na razvoj pojedinih industrijskih grana, regija i izvoznih poduzeća. Dok je neoliberalnoj struji ekonomista navedeno neprihvatljivo, postoji oprečna struja koja iz istog razloga podupire prisutnost državnog kapitala u strukturi vlasništva banaka. Upravo ova tematika izražava srž problema koji se veže uz kapitalističko društveno uređenje. Sve upućuje na to da u kapitalističkom društvenom uređenju, kreiranom u visokorazvijenim zemljama Zapada, profit pojedine tvrtke, u kontekstu rada banke, može biti iznad interesa cjelokupnog gospodarstva. Iz navedenoga se može izvesti zaključak da struktura vlasništva banaka koju čine isključivo investitori usmjereni ka ostvarivanju najvećih mogućih povrata u kratkom roku negativno utječe na održivost poslovanja banke i razinu društvene odgovornosti banke. U tom pogledu, buduća istraživanja trebala bi dati odgovor na pitanje u kojoj mjeri investitori u vlasničke udjele razmišljaju dugoročno, a u kojoj mjeri špekuliraju na burzi s ciljem što brže zarade. Suprotnost ranije opisanom razmišljanju predstavlja model *keiretsu* karakterističan za Japan. Model *keiretsu* će biti podrobnije objašnjen u okviru idućega odjeljka u kojemu će tema biti

odnos banke prema utjecajno-interesnim skupinama. U ovom trenutku vrijedi navesti kako su Barth, Caprio i Levine (2001) istraživali utjecaj zabrane vlasničkih odnosa između banaka i nefinancijskih tvrtki. Istraživanje je pokazalo kako stroža regulativa po pitanju udjela nefinancijskih tvrtki u bankama ne utječe negativno na stabilnost financijskog sustava, ali zato onemogućavanje bankama stjecanja udjela u nefinancijskim tvrtkama negativno utječe na stabilnost banaka. Navedeni zaključak je bitan jer se upravo model *keiretsu* temelji na vlasničkoj povezanosti poduzeća i banke u okviru jedne gospodarske sfere interesa.

U kontekstu strukture vlasništva, potrebno je istaknuti i ESOP, tj. radničko dioničarstvo, koje postaje sve češća praksa, poglavito u bankama i drugim financijskim institucijama iz razloga što financijska poduzeća najbolje iskorištavaju financijsku korist od istog. U tom kontekstu ESOP se pozitivno odražava na održivost poslovanja banke jer rezultira financijskom koristi za banku, a ujedno pozitivno utječe na radne performanse i lojalnost zaposlenika. Obzirom da i zaposlenici ostvaruju korist u dugom roku, ESOP se može istaknuti kao model koji ukazuje na to da je banka u jednom dijelu svojega poslovanja društveno odgovorna. Ipak, buduća istraživanja trebala bi utvrditi korelaciju između banaka koje primjenjuju radničko dioničarstvo i društvene odgovornosti banaka, a sve kako bi se ispitalo utječe li radničko dioničarstvo na poslovanje banke u kontekstu društvene odgovornosti.

#### 2.4. Odnosi s utjecajno-interesnim skupinama

Bankarski posao zasniva se na povjerenju pa iz toga proizlazi da je za banku izrazito bitno njegovati odnos s korisnicima bankarskih usluga. U tom pogledu, istraživanja upućuju kako banke, ovisno o svojoj veličini, na drugačiji način pristupaju korisnicima svojih usluga. Također, velike i male banke u pravilu imaju sasvim različite ciljne skupine korisnika. Prema Bergeru, Clarkeu, Cullu, Klapperu i Udellu (2003), velike banke najčešće servisiraju velike korporacije, dok su manje banke usmjerene na građanstvo te mala i srednja poduzeća. Pritom velike banke primjenjuju tzv. „transakcijski pristup“ koji se temelji na primjeni tehnologije i kvantitativnim pokazateljima performansi korisnika, dok manje banke primjenjuju tzv. „korelacijski pristup“ utemeljen na dosadašnjem iskustvu s klijentom. Odnos prema klijentima uvjetovan je i karakteristikama klijenata. Pritom banke ne smiju zloupotrijebiti eventualno nisku financijsku pismenost klijenata, već trebaju utjecati na povećanje iste. Odnos banke prema klijentima ovisi i o tržišnoj konkurenciji, ali o ovome problemu će se detaljnije govoriti kada se bude obrađivao utjecaj konkurencije i tržišta kao eksternog mehanizma korporativnog upravljanja na održivo i društveno odgovorno poslovanje banaka.

Drugi kontekst ove problematike veže se uz dubinu odnosa s klijentima, ponajviše dužnika. Japanski pogled na ulogu banke u razvoju gospodarstva, 50-ih godina prošloga stoljeća, udaljio se od tradicionalnog neoliberalnog poimanja ekonomije. Japanski kapitalizam specifičan je po snažnoj ulozi države u gospodarstvu. Hoshi i Kashyap (2001) navode da je financijski sustav u Japanu bio u funkciji realiziranja industrijske politike zemlje. Japan je također još uvijek specifičan po izrazito segmentiranom bankarskom sustavu. Segmentirani bankarski sustav rezultat je usmjerenja banaka na financiranje poduzeća iz specifične industrijske grane u poratnom razdoblju. Model *keiretsu* do 1997. godine, tj. do krize u Aziji, u Japanu se nije dovodio u pitanje, ali je često bio kritiziran od strane neoliberalne ekonomske struje iz visokorazvijenih zemalja na Zapadu kojima je model *keiretsu* bio neprihvatljiv jer se djelomično temeljio na monopolističkim strukturama i onemogućavao slobodnu tržišnu utakmicu. Sigurno je da je takav *keiretsu* onemogućavao prodor stranog kapitala i roba na tržište Japana. Model *keiretsu* i danas pretpostavlja horizontalno ili vertikalno povezane tvrtke i banku u središtu koja predstavlja strateškog investitora u te tvrtke. Tvrtke i banka povezani su ne samo zajedničkim poslovima nego i vlasnički te čine tzv. „*keiretsi*-grupu“. Schaeede (2006) navodi da svaki član grupe posjeduje 1-2% udjela u strukturi vlasništva drugog člana grupe. Dakle, uspješnost poslovanja pojedine tvrtke i banke koji čine *keiretsu*-grupu ovisi o uspješnosti poslovanja cjelokupne grupe. Model *keiretsu*, kao i općenito cjelokupno gospodarstvo Japana, do izbijanja krize se temeljio na solidarnosti. Tvrtka članica *keiretsu*-grupe koja bi zapala u probleme bila bi potpomognuta od drugih tvrtki, a banka bi financijski sanirala tvrtku i vršila nadzor nad njenim poslovanjem. Država je također onemogućila propast banaka. Naime, kako su banke solidarno sanirale poslovanje tvrtki u teškoćama, tako su i druge banke bile obvezne sanirati poslovanje banke u problemima. Banke su na taj način širile svoj utjecaj i ulazile u druge *keiretsu*-grupe, što je u konačnici rezultiralo financijskom integracijom tj. okrupnjavanjem *keiretsu*-grupa. Navedeni model omogućio je Japanu da se u poslijeratnom razdoblju razvije i odupre prodoru stranog kapitala. Ipak, nakon krize 1997. godine, u Japanu je došlo do promjena u zakonskoj regulativi. Bankama je omogućena prodaja udjela u tvrtkama koje opterećuju njezino poslovanje i omogućen je bankrot tvrtki. Tržište kapitala je profunkcioniralo, što je rezultiralo smanjenjem duga i izloženosti tvrtki prema bankama. *Keiretsu*-grupe i dalje postoje, ali ne kao zatvoreni sustavi. Prema Schaeedeu (2006), uloga banaka u Japanu više nije kreditiranje po reguliranim kreditnim stopama i amortiziranje loših poslovnih odluka, već banke u Japanu danas podupiru japanske tvrtke u njihovoj prisutnosti na međunarodnom tržištu i pružaju savjetničke usluge, posebno u domeni provođenja spajanja i akvizicija. Sve navedeno upućuje na to da je odnos banke prema klijentima dijelom uvjetovan zakonskom regulativom, ali

posebno ovisi o shvaćanju i prihvaćanju pojedinih ekonomskih teorija kao obrazaca poslovanja. Na primjeru je Japana pokazano kako je tijesna suradnja između banaka i nefinancijskih tvrtki, koja je usto potaknuta međusobnim vlasničkim interesom, pozitivno utjecala na razvoj poslovanja tvrtki, *keiretsu*-grupe i, u konačnici, zemlje. U isto vrijeme društveno odgovorno poslovanje tvrtki i banaka u Japanu, za razliku od društveno neodgovornog poslovanja tvrtki i banaka u, primjerice, Republici Hrvatskoj, objašnjava zbog čega su bankarske krize bile karakteristika bankarskoga sustava u Republici Hrvatskoj prije privatizacije krajem 90-ih godina prošloga stoljeća.

Klijenti banke ipak nisu jedina utjecajno-interesna skupina. Banka uspostavlja odnose i s potencijalnim investitorima koji svojim kapitalom i kontaktima u poslovnom svijetu banku mogu učiniti većom i perspektivnijom. Nadalje, banke ostvaruju kontakte s državnim i regulatornim tijelima s ciljem utjecanja na poboljšanje poslovnih uvjeta u kojima banke posluju. Obzirom da je u 21. stoljeću ljudski kapital najveća vrijednost tvrtke, banke njeguju odnose i s akademskom zajednicom. Na taj način banke nastoje osigurati kontinuitet u unaprjeđenju poslovanja prateći najnovije spoznaje akademske zajednice.

## 2.5. Korporativno izvještavanje

Korporativno izvještavanje širi je pojam od računovodstvenog i financijskog izvještavanja. Cilj računovodstvenog izvještavanja je evidentiranje ekonomskih aktivnosti, a cilj financijskog izvještavanja je obrada rezultata računovodstvenog izvještavanja s ciljem stvaranja informacija koje upućuju na uspješnost poslovanja tvrtke; u kontekstu ovoga rada, banke. Navedene informacije kvantitativni su pokazatelj uspješnosti menadžmenta. Korporativno izvještavanje, s druge strane, ne pruža samo kvantitativne informacije, već i kvalitativne. Novija literatura upućuje na usku vezu između korporativnog izvještavanja i tzv. „*business intelligence*“. Korporativno izvještavanje ne mora biti usmjereno samo prema javnosti te postojećim i potencijalnim investitorima. Sustav korporativnog izvještavanja može biti od velike koristi menadžerima i zaposlenicima jer daje povratnu informaciju o njihovoj uspješnosti te predstavlja podlogu za donošenje odluka koje se temelje na tehničkoj i financijskoj analizi, a ne samo na intuiciji rukovodstva. Eccles, Herz, Keegan i Phillips (2001) među prvima su ukazali na činjenicu da se sustav korporativnog izvještavanja ne može temeljiti samo na financijskim pokazateljima koji ocrtavaju kratkoročnu sliku poslovanja poduzeća. Povod promjenama bilo je istraživanje provedeno u Sjedinjenim Američkim Državama i Kanadi, koje je upućivalo kako svega 7% investitora, 16% analitičara i 13% izvršnih direktora tvrtki iz domene visoke tehnologije financijske pokazatelje smatra korisnima za određivanje stvarne vrijednosti tvrtke. Posljednja

svjetska kriza potvrđuje kako financijski pokazatelji mogu javnost i potencijalne investitore navesti na pogrešan zaključak prilikom procjene rizika i vrijednosti banke. U godini izbivanja svjetske krize, kreditne agencije su poslovanje banaka koje su prve iskazale poteškoće ocijenile stabilnim i dodijelile im najveći kreditni rejting.

Prema Ecclesu, Herzu, Keeganu i Phillipsu (2001), sustav korporativnog upravljanja za početak treba dati odgovor na pitanje koje relevantne informacije dionici zahtijevaju, tj. koje mjere se smatraju relevantnima u ocjeni kvalitete poslovanja tvrtke. Dionici banke, a posebno investitori, trebaju znati uzrok ostvarivanja određenih poslovnih rezultata, pa u tom kontekstu sustav korporativnog izvještavanja treba razjasniti uzročno-posljedične veze između poslovanja i raznih čimbenika. Primjerice, vrijednošću bi se smatrala informacija koja povezuje uspješno poslovanje banke s visokom razinom zadovoljstva klijenata banke, tj. s njihovom lojalnošću. U konačnici bi sustav korporativnog izvještavanja razjasnio zbog čega je razina lojalnosti visoka, tj. sustav bi detektirao stvarnu vrijednost banke. Primjerice, profitabilno i održivo poslovanje banke izravno bi se povezalo sa zadovoljstvom i profesionalnošću zaposlenika, brzinom odvijanja poslovnih procesa, dostupnošću usluge, prepoznatim društveno odgovornim poslovanjem banke itd. Sustav korporativnog izvještavanja, kako bi pružio što relevantnije informacije, oslanja se i na poznati instrument strateškog menadžmenta, tzv. „*balanced scorecard*“. U tom pogledu, Kalaf i Al-Najjar (2012) navode čimbenike koji utječu na poslovanje banke, razvrstane u okviru četiri skupine.

<b>ČIMBENICI FINANCIJSKE USPJEŠNOSTI</b>	<b>ČIMBENICI USPJEŠNOSTI INTERNIH POSLOVNIH PROCESA</b>	<b>ČIMBENICI USPJEŠNOSTI ODNOSA S KLIJENTIMA</b>	<b>ČIMBENICI NAPREDOVANJA I RAZVOJA</b>
<i>koeficijent likvidnosti</i>	<i>povećanje produktivnosti</i>	<i>zadovoljstvo klijenata</i>	<i>povećanje produktivnosti zaposlenika</i>
<i>povrat na ulaganje</i>	<i>proširenje palete usluga banke</i>	<i>povećanje broja klijenata</i>	<i>povećanje profitabilnosti po zaposleniku</i>
<i>povrat na kapital</i>	<i>kreditni rast</i>	<i>porast broja računa po viđenju</i>	<i>širenje mreže poslovnica</i>
<i>profitna marža</i>	<i>stupanj informatizacije</i>	<i>porast štednih računa</i>	<i>uključenost zaposlenika u razvojne programe</i>
<i>stupanj financijske poluge</i>	<i>ljudski potencijali u direktnom odnosu s klijentima</i>	<i>porast korištenja trezorskih usluga</i>	<i>udio informatički educiranih zaposlenika</i>

**Tablica 2.** Relevantni čimbenici uspješnosti poslovanja banke  
Izvor: vlastita izrada autora prema Kalaf, Al-Najjar (2012)



Iz navedenoga se također može zaključiti da su financijski pokazatelji samo dio relevantnih čimbenika koje sustav korporativnog izvještavanja treba prezentirati široj javnosti. Isto također ukazuje na veliku vrijednost informacija u tzv. „novoj ekonomiji“.

### **3. Eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja u kontekstu društveno odgovornog i održivog poslovanja banaka**

Eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja pomoću kojih dionici osiguravaju svoje interese prema Tipuriću (2008), su: tržište za korporativnu kontrolu, zaštita manjinskih dioničara, pravna infrastruktura te tržište i konkurentski uvjeti. Tržište za korporativnu kontrolu i zaštita manjinskih dioničara instrumenti su korporativnog upravljanja prvenstveno usmjereni na osiguravanje i zaštitu interesa vlasnika. S druge strane, pravna infrastruktura te tržište i konkurentski uvjeti izravno utječu na poslovanje banke u kontekstu održivosti i društvene odgovornosti.

#### **3.1. Tržište za korporativnu kontrolu i zaštita manjinskih dioničara**

Tržište za korporativnu kontrolu eksterni je mehanizam korporativnog upravljanja koji je posebno značajan za otvoreni sustav korporativnog upravljanja. Karakteristika mu je usitnjena vlasnička struktura tvrtki i veliki broj tzv. „*free riders*“. Posljedično, menadžeri, a ne vlasnici, imaju dominantnu ulogu u tvrtki. U takvim situacijama uloga odbora je smanjena, a uloga tržišta za korporativnu kontrolu je veća. Tržište za korporativnu kontrolu pretpostavlja opasnost za menadžment i dioničare od neprijateljskog preuzimanja tvrtke, a uslijed pada vrijednosti tvrtke zbog lošeg upravljanja. Problem koji se javlja u ovom kontekstu je da tržište kapitala prestaje biti tržište na kojemu se ulaže s ciljem stvaranja vrijednosti u dugom roku i sve više postaje tržište špekulativnog karaktera s ciljem brze zarade. Isto može navesti menadžment na usmjeravanje ka kratkoročnim ciljevima i društveno neodgovornom poslovanju.

Posljednjih godina jako puno pažnje posvećuje se društvenoj odgovornosti tvrtki. Interes javnosti za tematiku društvene odgovornosti sve je veći, a razni autori pokušavaju uspostaviti vezu između društvene odgovornosti i tržišne procjene vrijednosti tvrtke. Iz rezultata se teško može izvesti jedinstveni zaključak. Općeprihvaćeno mišljenje dijela ekonomske javnosti je da većina investitora ne kažnjava tvrtke koje ne pridaju pažnju društvenoj odgovornosti, niti posebno cijene tvrtke čije se poslovanje smatra društveno odgovornim. Isti su zagovornici pristupa prema kojem je profit primaran razlog postojanja tvrtke i u društvenoj odgovornosti ne pronalaze put ka ostvarivanju profita u dugom roku. S druge strane, postoje istraživanja o tome kako društveno odgovorno poslova-

nje doprinosi održivosti poslovanja tvrtki. Prema Sharfmanu i Fernandu (2008), tvrtke koje su društvenu odgovornost ukomponirale u poslovanje imaju niže troškove kapitala i stabilniji novčani tijek. Prema Gregoryju, Whittakeru i Yanu (2010), najmanje prvih 10% tvrtki koje su prepoznate kao društveno najodgovornije u domeni društvenih pitanja, različitosti te pristupa zaposlenicima i okolišu, ostvaruju veće stope rasta i pozitivno su vrednovane od strane tržišta kapitala. Prema Whaleyju (2013), istraživanje Finske središnje banke iz 2009. godine pokazalo je da je vrijednost dionica tvrtki koje su uklonjene s liste društveno odgovornih kompanija u prosjeku pala za 3%, a onih koje su dodane na listu porasla za 2%.

O ovome pitanju vrijedi citirati autoricu nekolicine knjiga iz područja korporativnog upravljanja, gđu Alice Korngold, koja smatra sljedeće:

*„Neupitno je da će tvrtke koje usmjere vrijednosti i strategiju poslovanja ka osiguravanju održivosti čovječanstva biti najuspješnije u podizanju vrijednosti za svoje dioničare. Tvrtke koje budu najinovativnije u pronalaženju rješenja za globalne izazove poput klimatskih promjena, ekonomskog razvoja, obrazovanja, zdravstvene skrbi, ljudskih prava i zaštite okoliša bit će najprofitabilnije.“*

U kontekstu rada, poslovanje banke mora se temeljiti na dobrim odnosima sa svim dionicima i poslovanje banke mora biti usmjereno ka osiguravanju održivosti gospodarstva. Nijedna tvrtka, pa tako ni banka, ne može biti okrenuta isključivo vlastitom interesu i nezainteresirana za probleme i potrebe dionika iz okruženja.

Zaštita manjinskih dioničara veže se također uz tržište kapitala. Mali dioničari, za razliku od tzv. „*blockholdera*“ ulažu u dionice bez mogućnosti bitnog utjecaja na strategiju poslovanja poduzeća. Loše poslovanje tvrtke koje implicira pad vrijednosti dionica poduzeća potiče najprije male dioničare na prodaju svojih udjela. Istodobno, mali dioničari mogu najviše profitirati u situaciji kada čine prevagu između dvaju najvećih *blockholdera* sa suprotstavljenim ciljevima. Pozicija manjinskih dioničara posebno je ugrožena u dvije situacije: kada jedan *blockholder* posjeduje većinski paket dionica i kada više manjih *blockholdera* preko uzajamnog suvlasništva i piramidanja stekne većinski udio u strukturi vlasništva. U tim situacijama, zakonodavstvom pojedine zemlje najčešće su definirani uvjeti prema kojima većinski dioničari trebaju otkupiti udjele manjinskih dioničara.

Manjinski dioničari, kao i *blockholderi*, svoja prava i interese mogu ostvariti kroz tzv. „dioničarski aktivizam“. Gantchev (2013) definira dioničarski aktivizam kao aktivan nadzor poslovanja koji može rezultirati, primjerice, objavom zahtjeva za smjenom članova odbora, prekidom odnosa s pojedinim utjecajno-interesnim skupinama ili pak udruživanjem pojedinih

dioničara s ciljem ostvarivanja interesa putem glasačkih prava. Prema dosadašnjim istraživanjima Boysona, Mooradiana (2012) i Bebchucka, Brava, Jianga (2013), dioničarski aktivizam u nefinancijskim tvrtkama predstavlja efikasan nadzorni mehanizam poslovanja, ali isto tako dugoročno može destabilizirati tvrtku zbog mogućeg poticanja menadžmenta na ostvarivanje kratkoročnih ciljeva i veće preuzimanje rizika. Roman (2015) ukazuje na to da dioničarski aktivizam u bankama tijekom razdoblja stabilnosti bankarskog sustava može povećati rizik i tržišnu vrijednost banke, ali može predstavljati i prijetnju za njenu financijsku stabilnost. S druge strane, dioničarski aktivizam u bankama tijekom financijske krize ne utječe na povećanje rizika kojima se banka izlaže. Dakle, dioničarski aktivizam u stabilnim vremenima može negativno utjecati na održivost poslovanja i društvenu odgovornost banke jer usmjerava menadžment banke na veće preuzimanje rizika s ciljem ostvarivanja veće profitabilnosti, a pritom time zanemaruje realne potrebe korisnika usluga. Na navedeno se nadovezuju i rezultati istraživanja Konga, Tana i Wanga (2012) koje pokazuje da je dioničarski aktivizam, i to malih dioničara tvrtki u Kini, u negativnoj korelaciji s društveno odgovornim aktivnostima tvrtki. Isti svoje kratkoročne interese najefikasnije ostvaruju putem *online* platformi za glasanje.

### 3.2. Pravna infrastruktura

Obzirom da su banke poduzeća čije se poslovanje izrazito reflektira na realnu ekonomiju, pitanje pravne infrastrukture i supervizije banaka od posebnog je značaja. Prema Mehranu, Morrisonu i Shapiru (2011), zahvaljujući instrumentu osiguranja štednih depozita, banke su sklone preuzimanju većih rizika. Posljednja svjetska kriza pokazala je da trošak pretjeranog izlaganja banaka riziku u konačnici snose svi dionici banke, a ne samo dioničari. Iako je primarna zadaća banaka alokacija sredstava od klijenata s viškom sredstava ka klijentima s manjkom, banke su razvile, prema bilančno-analitičkoj podjeli bankarskih poslova, i tzv. „vlastite poslove“ u koje se ubraja i trgovanje banaka na tržištima novca i kapitala. Kriza iz 2008. godine ponovno je otvorila pitanje nadzora banaka i ograničavanja slobodnog trgovanja banaka na burzi. Prema Gregureku, Grgiću, Vidakoviću (2011), u razdoblju prije krize iz 2008. godine, monetarna ekonomija prestala je biti derivacija realne ekonomije te je nositeljima iste omogućeno stjecanje profita na temelju špekulacija. Dakle, monetarna ekonomija izašla je iz svojih okvira, tj. izdigla se nad realnom ekonomijom. Ipak, prije krize rađena su mnoga istraživanja kako bi se ispitao utjecaj trgovanja banaka na burzi na stabilnost bankarskoga sustava. Barth, Caprio i Levine (2001), došli su do rezultata da su regulatorne restrikcije koje bankama onemogućuju nesmetano trgo-

vanje vrijednosnicama u korelaciji s višim kamatnim *spreadom*. Također, zemlje koje su banke podvrgle većoj regulatornoj kontroli u kontekstu trgovanja vrijednosnicama bile su karakteristične po lomljivom financijskom sustavu. U konačnici, banke ne trguju vrijednosnicama samo radi ostvarivanja profita na otvorenim pozicijama, već banke, u velikom opsegu, preko instrumenata kojima se trguje, vrše *hedging* bankarskih rizika.

Iz zakonodavstva zemlje regulatorni organi crpe legitimitet za obavljanje nadzora nad poslovanjem banaka i donošenje pravnih akata koji su u vezi poslovanja banaka. Pravna infrastruktura mora bankama omogućiti nesmetano poslovanje, ali u skladu s interesima banke i dionika. Interesi banaka moraju biti zaštićeni zakonom jednako kao što i korisnici bankarskih usluga moraju imati pravni temelj za ostvarivanje svojih prava. Stabilnost bankarskog, pa tako i financijskog sustava, a u konačnici cijele zemlje, važan su cilj zakonodavca i regulatornih tijela, ali ne smiju biti jedini cilj, poglavito kada se banke vode neoliberalnim shvaćanjem ekonomije. Isto dugoročno rezultira društveno odgovornim poslovanjem banaka jer one društveno neodgovorne klijenti kažnjavaju, ali je činjenica da se usmjerenost banaka na kratkoročne ciljeve negativno reflektira na dionike iz okruženja. Mišljenje autora je kako zakonodavac i regulatorna tijela to trebaju spriječiti. Nažalost, nije isključeno da u pojedinim zemljama, mahom tranzicijskim i onima u razvoju, banke koriste ovisnost države o njihovom financiranju kako bi legalno ostvarile kratkoročne ciljeve u korist vlasnika, a primarno na štetu korisnika svojih usluga ili (in)direktne konkurencije.

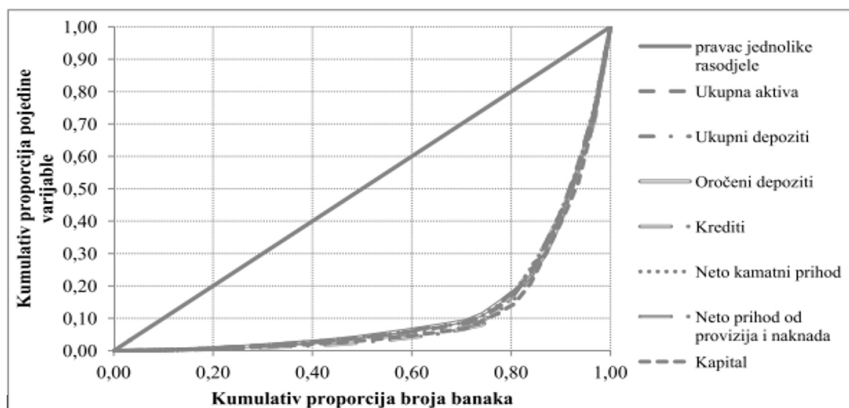
U konačnici, Kirkpatrick (2009) ističe dva pomalo različita pogleda na ulogu zakonodavstva i regulatornih tijela u kontekstu definiranja zakonskog okvira i nadzora poslovanja banaka. Prema prvom, uloga istih je postaviti jasan zakonski okvir i osigurati ispunjavanje javnog interesa. Prema drugom, zakonodavac i regulatorna tijela trebaju imati integritet i sredstva kako bi pravodobno, transparentno, objašnjivo te profesionalno i objektivno djelovali. Iz istoga se uviđa kako po ovom pitanju postoje različita mišljenja, a ista se mogu povezati s razmišljanjima o (in)direktnom utjecaju politike na rad regulatornih tijela koja prema uobičajenoj praksi i standardima trebaju biti neovisna u svom radu.

### 3.3. Tržište i konkurentski uvjeti

Tržište i konkurencija, prema neoliberalnom shvaćanju ekonomije, predstavljaju tzv. „nevidljivu ruku“. Već navedeno upućuje na značaj tržišta i konkurencije kao eksternog mehanizma korporativnog upravljanja. Konkurencija može bitno utjecati na smjer kretanja poslovanja banke. Taj smjer u konačnici može biti pozitivan, ali i negativan. Utjecaj konkurenci-

je i tržišta općenito se sagledava u pozitivnom kontekstu, ali primjerice, u Republici Hrvatskoj, kreditiranje s valutnom klauzulom u CHF od strane nekolicine banaka potaknulo je i druge banke na istu aktivnost da ne bi izgubile klijente i ostvarivale lošije poslovne rezultate. Nažalost, u Republici Hrvatskoj poslovanje drugih banaka nije pozitivno utjecalo na unaprijeđenje poslovnih procesa i podizanje ljestvice odgovornosti banaka.

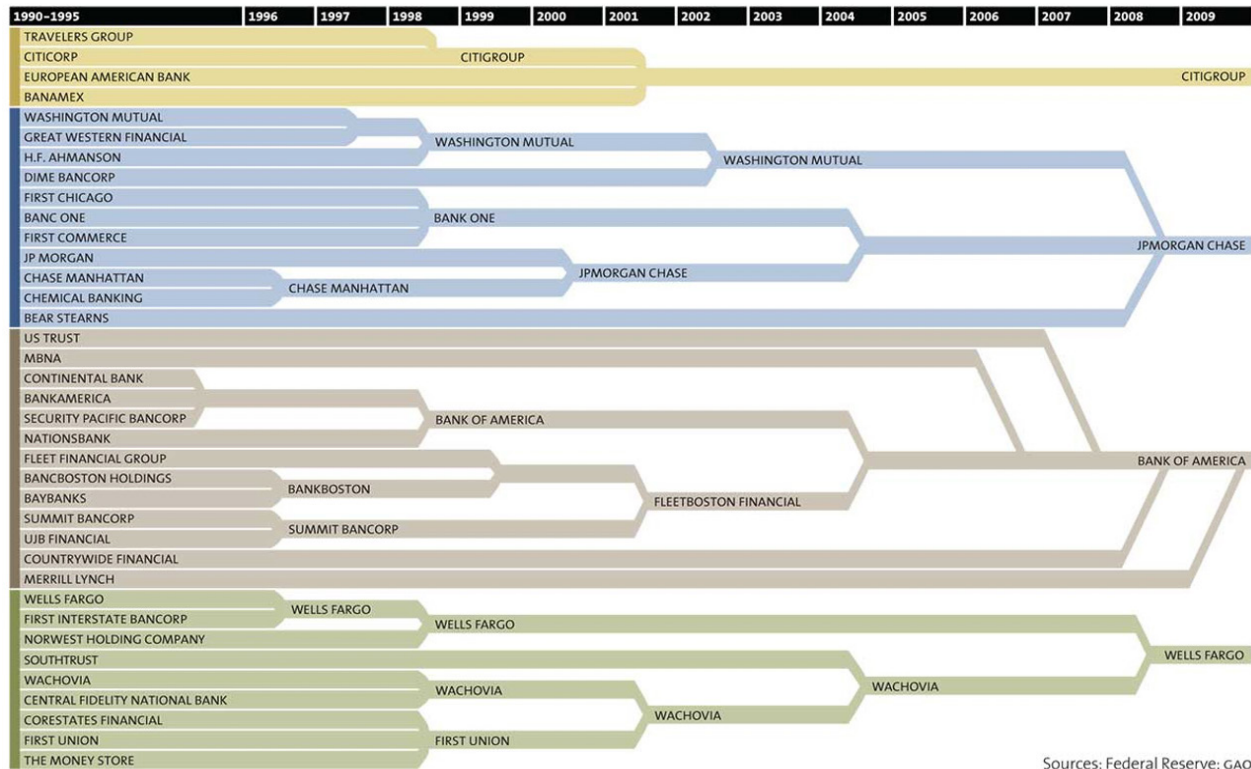
Bankarski sustavi većeg broja zemalja specifični su po malom broju banaka koje ujedno predstavljaju jedini stabilan izvor sredstava u zemlji. U takvim situacijama banke imaju jaku pregovaračku moć i dominantan položaj. U tom kontekstu, situacija u Republici Hrvatskoj ponovno može poslužiti kao primjer. Prema Kraftu, Hofleru i Payneu (2004), početkom ovoga stoljeća, četiri najveće banke u Republici Hrvatskoj držale su 62% tržišnog udjela, što je bio rast od devet postotnih bodova u odnosu na razdoblje prije druge bankarske krize u kojoj je veliki broj manjih banaka prestao poslovati. Idući grafikon potvrđuje nastavak snažne dominacije nekolicine banaka u Republici Hrvatskoj. Prema istome grafikonu, 20% banaka u Republici Hrvatskoj činilo je oko 85% ukupne aktive bankarskog sektora u 2011. godini.



**Grafikon 2.** Lorenzova krivulja koncentracije izabranih varijabli poslovnih banaka u Republici Hrvatskoj u 2011.

Izvor: Pavković, Dumičić, Akalović Antić (2012)

Da bankarski sustavi sve češće imaju karakteristike oligopola, potvrđuje i primjer SAD-a gdje tzv. „big four“ drže značajan tržišni udio za tako veliko i jako tržište. Iduća slika prikazuje M&A-transakcije četiri najveće banke u SAD-u.



Sources: Federal Reserve; GAO

Slika 1. Okrupnjavanje banaka u SAD-u od 1990. do 2009. i nastajanje „big four“  
 Izvor: DesJardins (2016) prema Federal Reserve, GAO

Slika pokazuje da okrupnjavanje kapitala nije zaobišlo ni financijski sektor te da banke u SAD-u dugoročnost poslovanja temelje na smanjenju kompetitivnosti te iskorištavanju stručnosti stečenih M&A-transakcijama. Prema mišljenju autora, takav razvoj situacije na globalnoj razini nije pogodan za razvoj svjetskog gospodarstva. U zemljama čije gospodarstvo ovisi o alokaciji sredstava banaka, oligopolan bankarski sustav omogućuje bankama iskorištavanje dominantne pozicije, a ista se negativno reflektira na gospodarstvo kroz ograničavanje kreditne ponude, pretjerano izlaganje rizicima i više kamatne stope. Oligopol u bankarstvu može dovesti do potpunog razilaženja interesa javnosti i interesa banaka, a iz toga proizlazi da oligopol negativno utječe i na razinu društvene odgovornosti banaka. Ipak, ocjena je autora da je takva situacija dugoročno neodrživa jer korisnicima banaka ne treba banka koja zanemaruje njihove potrebe i probleme. Banka primarno treba biti u funkciji razvoja gospodarstva i na temelju toga ostvarivati profit, a ne obratno.

#### 4. Rasprava

Temeljem iskazanoga osvrnut ćemo se na najvažnije elemente sadržaja kroz osvrte na točke internih i eksternih mehanizama u cilju sagledavanja uzročno-posljedičnih odnosa koji se trajno izgrađuju u krivuljama uspona i padova.

Područje internih mehanizama održivosti potvrđuje se najprije ustrojem upravljanja. Višegodišnji tradicionalni sustav *top-down* hijerarhijski je ustroj suprotan demokratskim i heterogenim sustavima koji gravitiraju suprotnom modelu *bottom-up*. Time se potvrđuje kontroverznost poslovnog načela održivosti koje bi trebalo preferirati crpljenje ideja o poslovnoj orijentaciji s najšire osnovice piramide koja je u neposrednom kontaktu s dionicima, fizičkim i pravnim subjektima.

Model *top-down* ublažava svoju strukturu razvojem horizontalnih polja na razinama kojima eliminira dio centralističkih odluka prijenosom ovlasti na horizontalne jedinice te delegiranjem odluka eliminira rizike na daljnjem putu ka vrhu piramide odlučivanja. Zanimljiva je i metoda zapošljavanja sve većeg broja profesionalnih, neovisnih, tj. vanjskih direktora, koji kao novi članovi nerijetko donose i nove metode rada i nove informacije. Isti ipak teže očuvanju bankarskih struktura i češćim sastancima kako bi se na indirektan način implementirali interesi matičnih financijskih institucija i internih dionika.

Područje sustava nagrađivanja više potvrđuje samoodrživost negoli dugoročnost. Preferencija kratkoročnih modela nagrađivanja potvrđuje ciljano formiranje oligopola prilagodljivih poslovnim situacijama. Eliminacija kadrova na srednjim razinama dovodi do fluktuacije istih prije nego što dosegnu razinu ključnih odlučivanja. Održivost je jedino

moguće prepoznati u angažiranju sve većeg broja neovisnih direktora i njihovoj relativno maloj rotaciji, čime bankarski sustav također unosi dio okruženja u svoje radne zajednice i obrnuto, te odašilje poruku o dugoročnosti poslovanja.

Djelovanje navedenoga na koncentraciju i strukturu vlasništva je proporcionalna. Naime, što je manje „prebjega“ koji su usmjereni na kratkoročne poslovne ciljeve, koncentracija i struktura trebali bi biti stabilniji. Koncentracija vlasništva specifična je za bankarski tradicionalni način poslovanja, a poglavito u zatvorenim sustavima korporativnog upravljanja. Ta je karakteristika dovela do maksimalne održivosti, što objedinjuje interese uskog vlasničkog udjela s održivošću klijenata. Metoda ESOPA u bankarstvu gubi na vjerodostojnosti jer veći broj suvlasnika disperzira interesna područja, poglavito u duljim vremenskim razdobljima.

Kako bi se održala društvena prihvatljivost poslovanja, zbližavanja bankarskog sektora i utjecajnih interesnih skupina odvijaju se implementiranjem u vlasničke strukture. Time postaju partneri, a ne klijenti te heterogenost interesa postaje homogenost poslovnih odluka. Dio implementiranih subjekata prihvaća dugoročne modele nagrađivanja, a smanjuju se i krizne situacije u suradnji, što je bitan uvjet održivosti.

Prezentacija postignutih rezultata od velike je važnosti za trajnost i ugled bankarskog sustava. Korporativno izvještavanje nalaže tumačenje podataka na način da se obuhvati što veća korisnost u što duljem periodu. Analiza dinamike s naglaskom na budućnost potvrđuje vremensko usklađivanje, tzv. „*up date* i *in time* izvještavanje“, koje kroz uzročno-posljedične elemente povezuje kontroling u usklađenu priču. Ravnoteža bez velikih amplituda mora rezultirati sljedivošću u području *balanced scorecard* elemenata temeljenih na područjima prodaje, kreiranja usluga, ljudskih resursa i financijskih pokazatelja. Cilj takvoga izvještavanja je stimulativno djelovanje na okruženje kroz stalno zadavanje novih ciljeva i valorizaciju realizacije istih.

Izlaskom iz internog sustava tvrtke, temeljem izvještavanja, usvaja se i mehanizam eksterne kontrole poslovanja. Represivne mjere nadzora nisu popularne te se partnerstvom sa što većim brojem sudionika pojačava uloga kreacije i sudioništva. Zajedničko interesno područje širi se na regulativu koja postaje kreirana zajedničkim mjerama kvalitete i propisanim ponašanjem. Time se uskraćuje područje intervencije i korektivnih radnji jer su prevencija i usmjeravanje već kreirali zajedničko načelo ispravnosti.

Neoliberalni model ponašanja u prvi plan stavlja profit te, bez obzira na eksterne uvjete, rigorozno i brzo donosi odluke i akumulira rizik za bankovni sektor, a time i za klijente. Neodrživost takvog „*blitz*“ poslovanja evidentno je u velikom broju banaka koje su se pojavile i nestale, osvo-



jile samo mali dio aktive bankarskog sektora te potom i taj dio prepustile vodećim bankama u oligopolu. Navedeno nas može potaknuti na razmišljanje trebaju li stoga bankarski sustavi težiti oligopolu jer je isti potencijalno najbolja garancija održivosti kvalitete poslovanja banaka i sigurnosti ostalih sudionika?" Amplitude u poslovanju upravo su rezultat velike ili premale prisutnosti internih i eksternih faktora sigurnosti. U amplitudama najprije i najviše stradaju upravo klijenti, dok financijske institucije ionako izlaze modelirane kao članice oligopola s globalnom poslovnom politikom neprimjerenom lokalnim područjima. Obzirom na trend okrupnjavanja, dolazi i do suradnje s oligopolima klijenata, pa kao istomišljenici i zainteresirane stranke isti, zajedno, doprinose eliminaciji ostalih subjekata koji ne mogu pratiti nametnute poslovne metode. U svijetu u kojemu živimo, navedeno ponašanje usvaja se kao standard ponašanja. Ostvaruje se dojam da su moć i superiornost jamci održivosti i kao takvi ispravni. Prema mišljenju autora, isto bi bilo održivo i društveno odgovorno kada bi banke bile usmjerene na potrebe i dobro klijenata, a ne manipulirale istima razvijajući pogodnosti i modelirajući njihovo ponašanje u skladu s vlastitim poslovnim ciljevima.

## 5. Zaključak

Temeljem analiziranja uloga internih i eksternih mehanizama korporativnog upravljanja, moguće je donijeti zaključak o utjecaju istih na održivost poslovanja u kontekstu profitabilnosti i umjerenom izlaganju rizicima, a znatno manje u kontekstu društvene odgovornosti. Održivost se postiže korištenjem mjera i alata za postizanje usklađenja u odnosima među strankama umjesto da je održivost dugoročno rješenje i posljedica društveno odgovornog poslovanja, utemeljenog na etičnosti i korektnom partnerskom odnosu sa svim dionicima. U takvom odnosu snaga možemo potvrditi da je poslovni odnos utemeljen na superiornosti banaka i na trpljivosti klijenata. Svako smanjenje praga superiornosti klijenti doživljavaju kao ustupak te umjesto *win-win* politike svjedočimo politici nadmetanja. Interni i eksterni mehanizmi većinom su u svojstvu korektivnih mehanizama za zadovoljenje narušenih ravnoteža, isključivo u funkciji zadovoljenja potreba internih dionika. Okruženje iste prihvaća kompromisno, ne želeći daljnje produbljenje nesigurnosti. Društvenu odgovornost potrebno je razvijati kao platformu koja će prevenirati spajanje svih dionika u homogenu masu subjekata i pojedinaca povezanih kroz model poslovno-životne suradnje, a time i model korisnosti za sve čimbenike okruženja, isključujući profitno nadmetanje. Raspodjela vlasništva, odgovornosti i rizika, kroz implementaciju interesnih pozicija, dovodi do takvih odnosa koji će potvrditi ravnotežu kroz odnose s okolinom, poslovnim rezultatima i ljudskim potencijalima. Suprotnost navedenom predstavlja neoliberalno globalizacijsko shvaćanje koje uključuje, ali i isključuje iz

održivosti mnoštvo sudionika nanoseći štetu makroekonomskom formiranju odnosa. Najčešći ishod prevelike liberalnosti nastanak je oligopolnih sustava koji dugoročno dobivaju monopolističke karakteristike i time se direktno mogu smatrati održivima, ali ne i društveno odgovornima. Prijedlog tzv. „modela *keiretsu*“ prihvatljivo je rješenje koje vezuje u vlasničke odnose interne i eksterne elemente uz nastanak obrambenih mjera od preuzimanja „malih“ od „velikih“. U konačnici možemo zaključiti da je koncentracija kapitala, kako na strani bankarskog sustava, tako i na strani eksternih subjekata, dovela do pat-pozicije gdje se stranke polariziraju u svoje zone te prešutno, trajno održivo, sklapaju saveze na daljinu ili, metaforički izraženo, ponašaju se „sindikavno“ tražeći promjene, ali ne dovodeći u opasnost njihovo potpuno izvršenje, čime bi vlastita postojanost bila upitna. Održivost tako postaje trend koji uključuje društveno odgovorno ponašanje kao varijablu za postizanje profitabilnih ciljeva u funkciji marketinga.

## Literatura:

- Adams, B. R. i Mehran, H. (2011.), Corporate Performance, Bord Structure, and Their Determinants in the Banking Industry, Federal Reserve Bank of New York
- Andres, P. i Vallelado, E. (2008.), Corporate governance in banking: The role of the board of directors, *Journal of Banking and Finance*, 32(12), str. 2570-2580.
- Andrews, F. R. (1974.), *The Concept of Corporate Strategy*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois
- Archie, B. C. (1991.), The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Towards the Moral Management of Organizational Stakeholders, *Business Horizons* 34 (4), str. 39-48.
- Barth, J., R., Caprio, G Jr. i Levine, R. (2001.), *Banking Systems around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?*, University of Chicago Press
- Bebchuk, L., Brav, A. and Jiang, W. (2013.) The long-term effects of hedge fund activism. *Columbia Business School Research Paper*, str. 13-66.
- Berger, A., N., Clarke, G.R.G., Cull, R., Klapper, L. i Udell, G.F. (2003.), Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of the Static, Selection, and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership, Including Domestic M&As, Foreign Acquisitions, and Privatization, *Conference on Bank Privatization, World Bank, MC*, str. 13-121
- Bolton, P., Mehran H. i Shapiro J. (2010.), Executive Compensation and Risk Taking, *Federal Reserve Bank of New York*, str. 1-39.
- Boyson, N. i Mooradian, R. (2012.), Experienced hedge fund activists. Working Paper, Northeastern University.
- Cai, J., Cherny, K. i Milbourn, T. (2010.). Compensation and Risk Incentives in Banking and Finance. *Federal Reserve Bank of Cleveland - Economic Commentary*
- DesJardins, J. (2016.), The Making of the "Big Four" Banking Oligopoly in One Chart. *Visual Capitalist*, <http://www.visualcapitalist.com/the-banking-oligopoly-in-one-chart/>, (pregledano 8. 11. 2016.)
- Dumičić, K, Pavković, A. i Akalović Antić, J. (2012.), Mjerenje koncentracije u bankarstvu u Republici Hrvatskoj, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 10. godina, br. 2.
- Eccles, R. G., Herz, H. R., Keegan, M., E. i Phillips, M. H. D. (2001.), *The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*, John Wiley&Sons Inc, New York

- Gantchev, N.M., (2013.), The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model, *Journal of Financial Economics*, 107(3), str. 610-631.
- Gregory, A., Whittaker, J. i Yan, X. (2010.), *Stock Market Valuation of Corporate Social Responsibility Indicators*, University of Exeter
- Gregurek M., Grgić J. i Vidaković N. (2011.), Global banking and the role of the lender of last resort, *Montenegrin Journal of Economics* No 1., Vol 7, ISSN 1800-5845, str. 21-38.
- Hoshi, T. i Kashyap, A. (2001.), *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge: MIT Press
- Kalaf, K. H. i Al-Najjar, S. M. (2012.) *Designing a Balanced Scorecard to Measure a Bank's Performance: A Case.*
- Kirkpatrick, G. (2009.), *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, *Financial Market Trends*, Vol 2009/1
- Kong, D., Tan, W. i Wan, W. (2012.), *Minority Shareholder Activism and Corporate Social Responsibility*
- Kraft, E., Hofler, R. i Payne, J. (2004.), *Privatizacija, ulazak stranih banaka i efikasnost banaka u Hrvatskoj: Analiza stohastičke granice fleksibilnosti Fourierove funkcije troška*, *Istraživanja*, HNB
- Kundid, A. (2012.), *Društveno odgovorno poslovanje banaka u Republici Hrvatskoj*, *Ekonomski misao*, br. 2, str. 497-528.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F. L. i Shleifer, A. (2002.), *Government Ownership of Banks*, *Journal of Finance*, 57(1), str. 265-301.
- Mehran, H., Morrison, A., Shapiro, J., 2011. *Corporate governance and banks: What have we learned from the financial crisis?* *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 502*, str. 1-42.
- Peterson, R. T. i Hermans, C. M. (2004.), *The Communication of Social Responsibilities by US Banks*, *The International Journal of Bank Marketing*, Vol. 22, No. 3, str. 199-211.
- Ravina, E. i Sapienza, P. (2006.), *What Do Independent Directors Know? Evidence from Their Trading*
- Roman, A. (2015.), *Shareholder Activism in Banking*, *The Federal Reserve Banke od Kansas City*, ISSN 1936-5330
- Schaede, U. (2006.), *The Strategic Logic of Japanese Keiretsu, Main Banks and Cross-Shareholdings Revisited*, *Working Paper No. 24.*, Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School, New York
- Sharfman, M.P. i Fernando, C.S. (2008.), *Environmental Risk Management and the Cost Of Capital*, *Strategic Management Journal*, Vol.29, str. 569-592.

- Sherif, K., Barish, M., Gross, A. (2003.), State-owned banks in the transition: origins, evolution, and policy responses, World Bank, Washington DC
- Spencer&Stuart (2015.), Board indeks, <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/spencer-stuart-us-board-index-2015>, (pregledano 8. 11. 2016.)
- Tipurić, D. (2008.), Korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb
- Whaley, F. (2013.), Is corporate social responsibility profitable for companies?, DevexImpact, , <https://www.devex.com/news/is-corporate-social-responsibility-profitable-for-companies-80354>, (pregledano 8. 11. 2016.)



doc. dr. sc. Marko Primorac  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu  
E-mail: mprimorac@efzg.hr

Anja Galić, mag. oec.  
E-mail: galic.anja@gmail.com

## FISKALNI RIZICI I FINANCIJSKO POSLOVANJE ŽELJEZNIČKIH PODUZEĆA U VLASNIŠTVU REPUBLIKE HRVATSKE<sup>1</sup>

### SAŽETAK

Željeznički promet, kao sastavni dio europske razvojne strategije, zauzima važno mjesto u ekonomskom, socijalnom i ekološki održivom napretku. Hrvatske su se željeznice prilikom ulaska na europsko transportno tržište susretale s brojnim strukturnim problemima. Tijekom godina pokrenuti su različiti procesi restrukturiranja i troškovne optimizacije s ciljem povećanja učinkovitosti poslovanja. Cilj financijske analize Hrvatskih željeznica je utvrđivanje načina poslovanja, zaduženosti te kreditne sposobnosti društava koja su od značajnog javnog interesa. Na temelju provedene analize može se zaključiti da je, unatoč brojnim planovima restrukturiranja, likvidnosna pozicija poduzeća još uvijek zabrinjavajuća, da se razina zaduženosti u značajnijoj mjeri ne smanjuje, a država i dalje ima ključnu ulogu u financiranju poslovanja. Vrlo je vjerojatno da se financijska situacija u sljedećim godinama neće mijenjati te je upravo zato važno utvrditi optimalnu investicijsku politiku kako bi se postigla veća razina učinkovitosti u putničkom i teretnom prijevozu, posebice u području infrastrukturne optimizacije.

**Ključne riječi:** Hrvatske željeznice, financijska analiza, željeznički promet, fiskalni rizici, restrukturiranje, financijski pokazatelji

### 1. Uvod

Republika Hrvatska zbog svoga specifičnog geografskog položaja ima važno tranzitno značenje povezujući zemlje srednje Europe s dijelom europskoga jugoistoka. Na to ukazuju glavne željezničke pruge koje prolaze kroz područje RH, a pripadaju međunarodnim koridorima – koridor RH1: bivši paneuropski koridor X (Salzburg – Solun), koridor RH2: Mediteranski koridor – bivši ogranak V.b. paneuropskog koridora (Budimpešta – Rijeka) te koridor RH3: bivši ogranak V.c. paneuropskog koridora (Budimpešta – Ploče) povezujući RH s glavnim europskim pravcima (Odluka o razvrstavanju željezničkih pruga, NN 3/14).

---

<sup>1</sup> Ovaj rad nastao je na temelju diplomskoga rada koji je Anja Galić izradila pod mentorstvom doc. dr. sc. Marka Primorca

Predmet rada je cjelovita analiza financijskog poslovanja triju neovisnih društava - HŽ Cargo d. o. o., HŽ Infrastruktura d. o. o. i HŽ Putnički prijevoz d. o. o. - koja zajedno čine Hrvatske željeznice. Hrvatske željeznice predstavljaju iznimno važnu komponentu hrvatskoga gospodarstva, tj. pripadaju skupini trgovačkih društava od posebnog državnog interesa.

Hrvatske željeznice su osnovane 1991. godine. Tijekom procesa pristupanja države Europskoj uniji pravni i institucionalni okvir željezničkog sektora usklađen je s pravnom stečevinom Unije pri čemu je Hrvatska ispunila glavne kriterije postupnog otvaranja tržišta, osnivanja regulatornih institucija (Agencija u željezničkom sustavu), usvajanja Ugovora o javnim uslugama za financiranje putničkih usluga (EZ br. 1370/2007) i propisa za financiranje infrastrukture (MPPI, 2014).

Budući da je dovršenost i prometna povezanost autocesta na visokoj razini, a zračni promet posljednjih godina jača, željeznica kao sustav teško može konkurirati navedenim vrstama prometa. Podaci pokazuju da udio prijevoza putnika u ukupnom prijevozu u 2015. godini iznosi 24%, dok udio željezničkog prometa u tonama robe iznosi tek 9% od ukupnog prometa robe u RH (DZS, 2016). Teretni promet, iako čini manji udio u ukupnom robnom prijevozu, međunarodno je značajan zbog prometne povezanosti jadranskih luka i kontinentalnog dijela zemlje. Iako su sve luke povezane i služe kao tranzitne ulazne točke za srednjoeuropski promet, infrastruktura je u izrazito lošem stanju. S druge strane, putnički je promet u velikoj mjeri uključen u međugradske prometne sustave.

Rad je podijeljen u šest dijelova. Nakon uvoda, u drugom poglavlju se pojašnjava važnost željezničkog prometa u kontekstu javnih politika. Treće poglavlje opisuje administrativni okvir za obavljanje željezničkog prometa u Hrvatskoj. Četvrto poglavlje posvećeno je analizi financijskog poslovanja Hrvatskih željeznica, dok je u petom poglavlju obavljena analiza i procjena fiskalnih rizika koji proizlaze iz poslovanja Hrvatskih željeznica. Šesto poglavlje je zaključak.

## **2. Važnost željezničkog prometa u kontekstu javnih politika**

Željeznički sustavi diljem svijeta percipirani su od strane šire javnosti, ali i nositelja vlasti, kao pozitivno i korisno javno dobro. Zbog utjecaja na veću razinu mobilnosti, potencijala u razvoju urbanih sredina, povezivanja ruralnih i manje dostupnih krajeva te s relativno manjim štetnim utjecajem na okoliš, države se aktivno uključuju u poslovanje željeznica i aktivno sudjeluju u njihovom financiranju. Poduzeća iz sektora željezničkog prometa imaju značajan udio u BDP-u država, važan su poslodavac i izvor izravnih investicija. U većini europskih zemalja, ali i u institucijama Unije, vlada politika poticanja željezničkih investicijskih infrastrukturnih projekata kao snažna proželjeznička inicijativa. Od ukupnog broja tran-



seuropskih projekata velik je udio financijskih sredstava odobren upravo za financiranje željezničke infrastrukture, što ne čudi obzirom da je u sektoru željezničkog prometa na razini EU-a zaposleno više od pola milijuna djelatnika. Uzimajući u obzir cijeli opskrbeni lanac, broj zaposlenih se povećava na 2,3 milijuna zaposlenika i 143 milijardi eura bruto dodane vrijednosti (Molemaker, Pauer, 2014).

Ciljevi transportne politike usmjereni prema osiguravanju jedinstvene i svima dostupne usluge mogu se izjednačiti s onima u zdravstvu ili obrazovanju – javnim uslugama. Te usluge vlada treba osigurati svima bez obzira na imovinsko stanje, položaj u društvu, udaljenost od urbanog područja itd. S ciljem osiguranja jednakog pristupa uslugama svim stanovnicima, ali i poticanja korištenja željeznica (primjerice iz ekoloških razloga), države često koriste subvencije kao instrument kojim čine željeznicu sve atraktivnijim prijevoznim sredstvom. Javni interes u željezničkom prometu usmjeren je na učinkovitost željezničkog sustava, zadovoljavajuću razinu i kvalitetu usluga te nacionalne sigurnosne i ekološke standarde.

Uloga države u transportnom sektoru odnosi se na formiranje nacionalne transportne strategije, strukturiranje željezničkog sektora, vrednovanje transportnih usluga, regulaciju industrije, uključivanje u transnacionalne ugovore i sporazume, uspostavu funkcionalnog administrativnog aparata (Svjetska banka, 2011).

U organizacijskom smislu, poduzeća u sektoru željezničkog prometa mogu poslovati kao društva u državnom vlasništvu gdje se željeznica upravlja temeljem zakona ili kao privatna društva prisutna uglavnom u razvijenim, tržišno orijentiranim ekonomijama (npr. *Class I* u SAD-u). Struktura vlasništva nema nužno utjecaja na financijsku učinkovitost željeznica (Beck, Bente i Shilling, 2013). Željeznice u državnom vlasništvu (ako nisu previše izložene političkim utjecajima) mogu biti učinkovitije od onih u privatnom. S druge strane, privatna poduzeća iz sektora željezničkog prometa mogu biti učinkovita samo ako imaju sklopljene ugovore temeljem kojih osiguravaju javne interese.

U posljednje vrijeme, države diljem svijeta krenule su u smjeru postupne liberalizacije tržišta željeznica i privatizacije javnih poduzeća. Problem predstavljaju visoki operativni troškovi i niski prihodi budući da su cijene usluga u sektoru politički ograničene ili su na niskoj razini zbog stvaranja konkurencije u odnosu na cestovni promet. Privatizacija željezničkog prometa može dovesti u pitanje zadovoljenje javnih interesa u kontekstu pokrivenosti područja, cijene karata i energetske učinkovitosti. Javno financiranje je neophodno kako bi se osigurala zadovoljavajuća razina društvenih prioriteta u željezničkom sustavu (Beck, Bente i Shilling, 2013), posebno u pogledu ulaganja u željezničku infrastrukturu.

Primjer privatizacije u željezničkom sustavu su željeznice Velike Britanije. Prema Bowmanu (2015), privatizacija koja je započela 90-ih godina prošloga stoljeća polučila je mješovite rezultate. Prema planiranom programu privatizacija željeznica je trebala, osim osiguranja konkurencije na tržištu, poduzetničke slobode i fokusa na potrebe korisnika, ostvariti i (eventualni) potpuni prijenos troškova i financijskih rizika na privatni sektor. Međutim, dogodilo se upravo suprotno – država je i dalje pod teretom servisiranja problema infrastrukture i privatnih pružatelja putničkih usluga. Kao takva teško da se i dalje može smatrati privatiziranom, posebice nakon uključanja duga kompanije Network Railway u javni dug države 2014. godine. Zato se u posljednje vrijeme govori o renacionalizaciji britanskih željeznica.

Zbog razlika u nacionalnim transportnim politikama, složenosti i intenzitetu korištenja željezničke mreže ne postoji općeprihvaćeno rješenje za organizaciju željezničkog prometa. Svaka zemlja u skladu sa svojim posebnostima treba stoga samostalno urediti sektor i formulirati vlastitu strategiju razvoja željezničkog prometa.

### **3. Administrativni okvir za obavljanje željezničkog prometa u Hrvatskoj**

Željeznički sustav RH uključuje načelo razdvajanja željezničkog prijevoza i infrastrukture sukladno naptucima EU-a. Tijelo odgovorno za definiranje politike u željezničkom sektoru, ugovaranje usluga u prometu, nadziranje društava u vlasništvu države i davanje proračunskih sredstava je Ministarstvo pomorstva, prometa i infrastrukture (MPPI).

Sigurnost u željezničkom prometu u nadležnosti je Agencije za sigurnost željezničkog prometa koja za svoj rad odgovara izravno Vladi te se financira u potpunosti iz državnog proračuna. Agencija za regulaciju tržišta željezničkih usluga 2014. godine je pripojena HAKOM-u kao mjera racionalizacije državne i javne uprave te je pod novim nazivom nastavila s poslovanjem.

Poslovanje društava u sklopu Hrvatskih željeznica uređeno je Zakonom o željeznici (NN 94/13). Prijevoz putnika i robe i/ili vuču vlakova mogu obavljati prijevoznici koji posjeduju dozvolu za obavljanje usluga javnog prijevoza (izdaje nadležno Ministarstvo) i rješenje o sigurnosti (izdaje Agencija za sigurnost željezničkog prometa).

Hrvatske željeznice djeluju kao tri neovisna i samostalna poduzeća, i to: HŽ Putnički prijevoz d. o. o., HŽ Infrastruktura d. o. o. i HŽ Cargo d. o. o. HŽ Putnički prijevoz d. o. o. obavlja djelatnost prijevoza putnika u unutarnjem i međunarodnom prometu, omogućuje masovni prijevoz putnika u prigradskim, gradskim i lokalnim sredinama uz socijalno prihvatljive cijene. HŽ Cargo d. o. o. obavlja javni prijevoz tereta u unutarnjem, me-

đunarodnom i kombiniranom prometu, vrši usluge skladištenja, prekrcaja, otpremništva, vuče vlakova, tehnički pregled vlakova i lokomotiva, usluge manevriranja i ranžiranja i ostalo.

Drugi dio HŽ-a kao cjeline čini željeznička infrastruktura koju mogu koristiti svi zainteresirani prijevoznici. Upravitelj infrastrukture je društvo HŽ Infrastruktura d. o. o. koja je 2008. g. sklopila ugovor s Vladom o upravljanju željeznicom kao javnim dobrom u vlasništvu države. Temeljna djelatnost društva je izgradnja i investiranje u strukturu, briga o održavanju i osuvremenjivanju, upravljanje sustavom sigurnosti, osiguravanje pristupa i dodjeljivanje kapaciteta prijevoznicima, određivanje pristojbi za korištenje, izrada i objava voznog reda te organizacija i reguliranje željezničkog prijevoza.

Željezničkoj infrastrukturi kao javnom dobru RH pripadaju sljedeći pod-sustavi: građevinski, elektroenergetski, prometni i upravljački, sigurnosno-signalni te ostali funkcionalni dijelovi infrastrukture zajedno s opremom. U skladu sa Zakonom društvo naplaćuje naknade za korištenje infrastrukture koja uključuje različite čimbenike, od brzine, nagiba, vrste vlakova koje prijevoznik koristi do ostvarenih kilometara, prijevoza itd., ali ne naplaćuje dodatke za zaštitu okoliša, rezerviranje kapaciteta niti odobrava popuste.

Poduzeće	Društva u vlasništvu	% vlasništva
HŽ Infrastruktura d. o. o.	Pružne građevine d. o. o.	100
	Croatia Express d. o. o.	100
	Proizvodnja-regeneracija d. o. o. (u stečaju od 2014.)	23
HŽ Putnički prijevoz d. o. o.	Tehnički servisi željezničkih vozila d. o. o.	100
	Tersus eko d. o. o.	100
	Tvornica željezničkih vozila Gredelj d. o. o. (u stečaju)	100
	Proizvodnja – regeneracija d. o.o. (u stečaju)	77
HŽ Cargo d. o. o.	Agencija za Integralni Transport d. o. o., Zagreb	100
	AGIT Bosna i Hercegovina d. o. o., Sarajevo	100
	AGIT 2008 Srbija d. o. o., Beograd	100
	Održavanje vagona d. o. o.	100
	Radionica željezničkih vozila Čakovec d. o. o.	100
	Remont i proizvodnja željezničkih vozila Slavonski Brod d. o. o.	100
	Robno transportni centar Slavonski Brod d. o. o.	100
	CROCOMBI d. o. o.	47,59
	Cargo Centar Zagreb d. d.	20

**Tablica 1.** Povezana poduzeća u Hrvatskim željeznicama u 2015. g.

Izvor: izrada autora prema financijskim izvještajima pojedinačnih poduzeća za 2015. godinu

Sva tri poduzeća zajedno zapošljavaju 9.036 djelatnika, od kojih je 55% zaposleno u društvu HŽ Infrastruktura. Posjeduju po nekoliko povezanih društava u 100%-nom ili djelomičnom vlasništvu kako je prikazano u tablici 1. HŽ Infrastruktura ima dvije tvrtke-kćeri u potpunom vlasništvu te poduzeće u stečaju Proizvodnja-regeneracija d. o. o. koje dijeli zajedno s HŽ Putničkim prijevozom. U stečaju je i poduzeće Tvornica željezničkih vozila Gredelj d. o. o., a u vlasništvu je Putničkog prijevoza. Njemu još pripadaju dvije tvrtke-kćeri, dok Cargo ima sedam ovisnih društava koja su od 2015. g. u njegovom 100%-nom vlasništvu. Temeljni kapital sva tri poduzeća zajedno iznosi skoro 2 mlrd. kn, a najveći dio pripada Cargo. Razlog navedenom je izvršena dokapitalizacija poduzeća u iznosu od 1,1 mlrd. kn od strane vlasnika kao jedna od mjera restrukturiranja (HŽ Cargo, 2016).

#### 4. Ocjena financijske pozicije i poslovanja Hrvatskih željeznica

Slijedi analiza financijske pozicije i poslovanja Hrvatskih željeznica u razdoblju od 2011. do 2015. g. U analizi se promatraju konsolidirani financijski izvještaji za tri grupe poduzeća – HŽ Infrastruktura d. o. o., HŽ Putnički prijevoz d. o. o. te HŽ Cargo d. o. o. budući da realna slika poslovanja mora obuhvatiti i povezana društva. *Društvo Infrastruktura d. o. o. na pojedinačnoj, ali i konsolidiranoj razini primjenjuje kapitalni pristup evidencije budući da u bilanci ima javno dobro – željezničku infrastrukturu. Prema navedenom, uz evidenciju vlastitih prihoda, rashoda, imovine i obveza postoji i paralelna evidencija javnog dobra iz kojeg se pokrivaju eventualni gubici.* Na teret javnog dobra se pripisuju i troškovi amortizacije ili financijski rashodi ako nisu pokriveni redovitim poslovnim aktivnostima. S druge strane, ostvareni se dobiti evidentiraju u korist povećanja javnog kapitala.

Važno je istaknuti da se *revizorska izvješća za društva u promatranim godinama daju s rezervom zbog neusklađenosti potraživanja i obveza prema ovisnim društvima ili naknadno utvrđenih rezerviranja zbog čega se svakom novom revizijom revidiraju podaci koji u nekim slučajevima znatno mijenjaju sliku poslovanja.* Primjerice, poduzeće HŽ Infrastruktura d. o. o. u 2014. g. inicijalno ostvaruje dobit od 157 tisuća kuna da bi se naknadno, kroz reviziju 2015. godine, poslovni rezultat za 2014. g. izmijenio na gubitak od 9,3 mil. kn - između ostalog radi rezerviranja za sudske sporove u iznosu od 8,9 mil. kn.

	Rezultat	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Grupa HŽ Infrastruktura	prihodi	1.540	1.358	1.321	1.770	1.564
	rashodi	1.615	1.603	2.127	1.868	1.594
	dobit/gubitak	-75	-246	-806	-98	-30
Grupa HŽ Putnički prijevoz	prihodi	1.317	1.316	939	1.070	991
	rashodi	1.395	1.880	1.280	1.062	982
	dobit/gubitak	-78	-565	-341	8	9
Grupa HŽ Cargo	prihodi	1.263	1.293	1.160	1.094	1.028
	rashodi	1.312	1.565	1.450	1.225	1.038
	dobit/gubitak	-49	-272	-290	-131	-10
Ukupno	prihodi	4.120	3.967	3.420	3.934	3.583
	rashodi	4.322	5.048	4.857	4.139	3.614
	dobit/gubitak	-202	-1.081	-1.437	-205	-31

**Tablica 2.** Prihodi, rashodi i poslovni rezultat (prije oporezivanja) na razini grupe za razdoblje od 2011. do 2015. godine (u mil. kn)

*Izvor:* izrada autora prema konsolidiranim revizorskim izvješćima za 2011.-2015. godinu

Grupa HŽ Infrastruktura kroz promatrano razdoblje konstantno bilježi gubitak u poslovanju, kao i HŽ Cargo. Putnički prijevoz bilježi dobit na razini grupe i na pojedinačnoj u 2014., ali su u prethodnim razdobljima također zabilježeni značajni gubici na godišnjoj razini (tablica 2.).

Grupa HŽ Infrastruktura d. o. o. bilježi smanjenje prihoda do 2014. godine zbog smanjenja prihoda proračuna za održavanje željezničke infrastrukture, koji inače čini 50-60% prihoda grupe. Značajan rast ukupnih rashoda poslovanja rezultat je povećanih materijalnih troškova (za 73%) i vrijednosnog usklađivanja potraživanja od 332 mil. kn zbog oprosta duga društvima Putnički prijevoz i Cargo iz 2012. g. te značajnog iznosa rezerviranja (68% rezerviranja odnosilo se na rezerviranja za otpremnine). U 2014. g. dolazi do rasta prihoda na razini grupe za 34% zahvaljujući prihodima državnog proračuna od trošarina te usluga s povezanim poduzećima. U 2015. g. na razini grupe ostvaren je ukupni gubitak od 23 mil. kn koji je s jedne strane rezultat 12%-nog smanjenja prihoda (pad prihoda od održavanja, obnove i modernizacije trase), ali i smanjenja rashoda. HŽ Infrastruktura i Croatia Express ostvaruju pozitivne financijske rezultate, dok su Pružne građevine slijedom programa restrukturiranja smanjile broj zaposlenika za 933 djelatnika uz korištenje poticajnih otpremnina te iskazale negativan rezultat na kraju godine. Potpisani su ugovori za izgradnju i rekonstrukciju dvaju projekata koji se financiraju iz EU-a, u ukupnom iznosu od 1,7 mlrd. kn (HŽ Infrastruktura, 2015a).

Grupa HŽ Putnički prijevoz nakon 2012. g. radi na smanjenju troškova poslovanja. Značajni gubici u 2012. g. u najvećoj su mjeri rezultat povećanja troškova otpremnina za 273 mil. kn. Ukupni rashodi u 2013. g. smanjeni su za 32% u odnosu na prethodno razdoblje. Razlog je smanjenje troškova vuče vlakova (za 277 mil. kn – zbog pripajanja društva), te usluga održavanja i troškova otpremnina (-80%). Sljedeće je godine

također zabilježen pad ukupnih rashoda zbog smanjenja troškova energije, vuče vlakova i manevra (za 70%), rezerviranja (za 80%) te nepostojanja poticajnih otpremnina.

S druge strane, prihodi u najvećoj mjeri čine prihodi od poticanja putničkog prijevoza i prometa u zemlji. Prihodi društva ovise o volumenu korisnika željezničkog prijevoza. Iako se isti s godinama smanjuje, rezultat povećanja prihoda za 2013./2014. temelji se na Ugovoru PSO (obveza javne usluge) koji u principu omogućuje odvijanje prometa na željeznicama gdje prihodi od prometovanja ne mogu pokriti troškove. Nad ovisnim društvom Proizvodnja-regeneracija d. o. o. na početku 2014. g. otvoren je stečajni postupak te je isključeno iz konsolidacije s evidentiranom dobiti od prestanka poslovanja u iznosu od 6 mil. kn, što povećava dobit razdoblja (nakon poreza) na 14 mil. kn. U 2015. g. se provode organizacijske promjene – ovisno društvo Željeznička tiskara d. o. o. pripojeno je Putničkom prijevozu, broj radnika na razini grupe smanjen je za 60 djelatnika, ali su troškovi osoblja povećani zbog pripajanja. Društvo ostvaruje pozitivan rezultat (dobit prije oporezivanja iznosi 9 mlrd. kn), no prihodi i rashodi na razini grupe smanjeni su za 7% (smanjenje državnih potpora za amortizaciju).

Na smanjenje prihoda u 2014. g. utjecalo je 6%-no smanjenje prevezanih putnika u prigradskom prijevozu Grada Zagreba koje je uzrokovano cjenovnom neprihvatljivošću zajedničke ZET-HŽPP prijevozne karte bez subvencija (na godišnjoj razini opći kupon iznosi više od šest tisuća kn, a srednjoškolski, studentski i umirovljenički više od tri tisuće kn).

HŽ Cargo raspolaže s 1.220 mil. kn dugotrajne imovine od koje 67% čini transportna (uglavnom vagoni i lokomotive prosječne starosti od 30 do 40 godina). Zbog toga su troškovi održavanja na visokoj razini (20% ukupnih materijalnih troškova). Osim toga, troškovi amortizacije čine oko 24% ukupnih troškova. Na rast rashoda u 2012. g. utjecao je rast troškova energije (pripajanje Vuče vlakova d. o. o.) te otpremnina u apsolutnom iznosu od 88 mil. kn. U 2013. g. je iskazan gubitak razdoblja od 290 mil. kn i preneseni gubitak od 243 mil. kn, što predstavlja više od 100% temeljnog kapitala društva. Akumulirani gubici na kraju 2014. g. iznosili su 593 mil. kn. Gubitak razdoblja u 2015. g. se smanjio na 10 mil. kn (2014. g. je bio 130 mil. kn). Prema podacima neovisnog revizorskog izvješća za 2015. g., izvršena je dokapitalizacija društva u iznosu od 1,1 mlrd. kn, i to preuzimanjem duga po kreditima od strane RH u kolovozu 2015. g. (520 mil. kn), prethodnim protestiranjem danog kreditnog jamstva (454 mil. kn) te prijenosom nekretnine u vlasništvu RH u temeljni kapital (168 mil. kn). Zanimljiva je činjenica da je i država, nakon izdašnih sredstva namijenjenih Cargu, i u 2016. g. izdala jamstvo za refinanciranje postojećeg kratkoročnog kredita iz 2014. g. (novi dugoročni ugovor – 250 mil. kn).

	Imovina	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Grupa HŽ Infrastruktura	dugotrajna imovina	9.941	10.188	11.227	11.941	12.164
	kratkotrajna imovina	1.294	1.445	1.228	1.270	1.184
	ukupno	11.235	11.633	12.455	13.211	13.348
Grupa HŽ Putnički prijevoz	dugotrajna imovina	1.894	1.742	1.559	1.571	1.953
	kratkotrajna imovina	349	317	276	188	285
	ukupno	2.243	2.059	1.835	1.760	2.238
Grupa HŽ Cargo	dugotrajna imovina	1.427	1.704	1.554	1.391	1.249
	kratkotrajna imovina	450	493	342	413	384
	ukupno	1.877	2.196	1.896	1.804	1.633
Ukupno	dugotrajna imovina	13.262	13.634	14.390	14.996	15.366
	kratkotrajna imovina	2.093	2.255	1.846	1.871	1.853
	ukupno	15.355	15.888	16.186	16.867	17.219

**Tablica 3.** Struktura imovine željeznica od 2011. do 2015. godine (u mil. kn)

Izvor: izrada autora na temelju godišnjih konsolidiranih financijskih izvještaja za razdoblje od 2012. do 2015. godine

Struktura imovine poduzeća (tablica 3.) pokazuje značajne udjele dugotrajne materijalne imovine u ukupnoj imovini na pojedinačnoj razini, ali i na razini svih poduzeća zajedno. Infrastruktura – zbog svoje temeljne djelatnosti (upravljanja infrastrukturom) – iskazuje znatno više vrijednosti ukupne imovine. Oko 90% imovine Infrastrukture čini dugotrajna imovina pri čemu se udio materijalne imovine kreće u rasponu 80-90%. Do promjena u vrijednostima uglavnom dolazi zbog oscilacija u potraživanjima od povezanih poduzetnika ili od države po oprostima duga. Značajan je iznos potraživanja Infrastrukture od povezanog poduzetnika Carga u iznosu od 193 mil. kn u 2014. g., kao i praksa nadoknađivanja istih posredstvom države u prethodnim godinama.

Materijalna imovina Putničkog prijevoza, kao i u slučaju Infrastrukture, čini glavninu ukupne imovine grupe (do 83%). Ukupna imovina se smanjuje zbog smanjenja danih zajmova i zaliha (prodaja imovine). Cargo, za razliku od prethodnih poduzeća, ima manji udio dugotrajne imovine u ukupnoj. Vrijednost kratkotrajne imovine varira ovisno o stanju novca i potraživanja od povezanih poduzetnika. Ukupna vrijednost imovine sva tri poduzeća zajedno prelazi 17 mlrd. kn.

Tablica 4. prikazuje strukturu obveza promatranih poduzeća. Zapažen je trend povećanja kratkoročnih obveza u slučaju Infrastrukture i Carga, dok se kod Putničkog prijevoza smanjuju. Dugoročne obveze variraju obzirom da su najvećim dijelom ovisne o novim kreditnim zaduženjima koja su povezana s dobivanjem potrebnih jamstava ili se smanjuju, najvećim dijelom zbog preuzimanja dugova od strane države. Na razini cijelog željezničkog sustava ukupne obveze u 2015. g. su nešto manje od pet mlrd. kn, a ako se uključe rezerviranja i odgođena plaćanja, obveze prelaze četiri, odnosno pet mlrd. kn.

	Obveze	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
HŽ Infrastruktura	dugoročne*	1.496	1.376	1.111	2.211	1.894
	kratkoročne	1.180	1.521	1.257	1.170	1.053
	ukupno**	2.676	2.897	2.368	3.381	2.947
HŽ Cargo	dugoročne*	380	598	601	435	98
	kratkoročne	570	536	783	1.214	468
	ukupno**	950	1.134	1.384	1.649	566
HŽ Putnički prijevoz	dugoročne*	479	394	689	681	278
	kratkoročne	517	446	321	186	1.101
	ukupno**	996	840	1.010	867	1.379
Ukupno	dugoročne*	2.355	2.368	2.401	3.327	2.270
	kratkoročne***		2.849	1.279	2.244	2.473
	ukupno**		5.217	3.680	5.571	4.743

**Tablica 4.** Obveze željeznica od 2011. do 2015. godine (u mil. kn)

Napomena: \*dugoročna rezerviranja nisu uključena; \*\*bez odgođenog plaćanja i troškova budućeg razdoblja; \*\*\*umanjeno za kratkoročne obveze prema povezanim poduzetnicima (željeznička poduzeća u državnom vlasništvu)

Izvor: izrada autora na temelju konsolidiranih godišnjih izvješća poduzeća od 2012. do 2015. g.

HŽ Infrastruktura očekivano posluje s najvišim iznosima obveza budući da su kreditna zaduženja po pojedinim infrastrukturnim projektima financijski iscrpna. Dugoročne obveze u promatranom razdoblju znatno se povećavaju, a sve obveze po kreditima i pripadajućim kamatama do 2006. godine preuzela je država. Također, krajem 2014. g., Vlada je donijela odluku o preuzimanju duga u iznosu od 1,9 mlrd. kn (dugoročni i kratkoročni kredit) kako bi se smanjila financijska zaduženost. Najznačajnije kratkoročne obveze su one prema dobavljačima s najvećim udjelom dospjelih obveza preko 120 dana i kreditne obveze. Ako se uključe i pasivna vremenska razgraničenja u iznosima preko dvije mlrd. kn (preko 90% državne potpore za modernizaciju), tada one prelaze i preko četiri mlrd. kn. Izvanbilančni zapisi (2014. g, oko 4,7 mlrd. kn) između ostalog sadržavaju dana i primljena jamstva (72%), potraživanja za sredstva uništena u ratu i IPA ugovore itd. Temeljni kapital grupe iznosi 224 mil. kn, a kapitalne rezerve odnose se na kapital javnog dobra u iznosu od osam mlrd. kn.

Ukupne obveze Carga povećavaju se, posebice kratkotrajne, koje čine 74% ukupnih obveza u 2014. g. Razlog povećanja su sklapanje ugovora o kratkoročnim kreditima s domaćim bankama te aktivirana jamstva, iz čega proizlaze obveze grupe prema Ministarstvu financija (uvećane za zatezne kamate). Izdvajaju se i milijunski iznosi rezerviranja za potencijalne troškove stimulativnih otpremnina (maksimalno 150 tisuća po zaposleniku), jubilarnih nagrada i sudskih sporova (140 mil. kn u 2014. g.).

Obveze Putničkog prijevoza smanjuju se kada država preuzima dugove temeljem danih jamstava (278 mil. kn u 2014. g.), a povećavaju novim kreditnim zaduženjima. Svi su dugoročni krediti osigurani jamstvima od strane Ministarstva financija ili HŽ Infrastrukture. Kratkoročne se obveze postupno smanjuju budući da se tijekom godina umanjuju obveze prema



povezanim poduzetnicima, iako je ta stavka upitna jer revizorsko izvješće ukazuje na neusklađenost potraživanja i obveza povezanih poduzetnika i stvarnih potvrda od društava. Značajni su prihodi budućeg razdoblja koji čine preko 20% pasive, a 90% tih prihoda odnosi se na državne potpore za dugotrajnu imovinu. Značajan je i iznos izvanbilančnih zapisa (479 mil. kn u 2014. g.) koji, između ostalog, sadrži obveze za dana jamstva povezanim poduzećima (40%), potraživanja za putničke vagone u bivšoj SFRJ (16%), potraživanja od Zajednice Jugoslavenskih željeznica i Herceg-Bosne (21%).

Likvidnosna pozicija promatranih poduzeća nije zadovoljavajuća (v. tablicu 5.). Svi su pokazatelji izvan referentnih granica skupine. Primjerice, pokazatelj tekuće likvidnosti čija je poželjna vrijednost veća od 2 (poduzeće bi trebalo zadovoljavati uvjet prema kojemu bi kratkotrajna imovina pokrivala kratkoročne obveze) kod promatranih poduzeća kreće se u rasponu od 0.30 do najviše 1, što ukazuje na teškoće u podmirivanju dospjelih kratkoročnih obveza.

Razina zaduženosti poduzeća mijenja se ovisno o kretanju iskazanih obveza. U više je navrata vršena dokapitalizacija poduzeća preuzimanjem kreditnih obveza što se pozitivno odrazilo na pokazatelje zaduženosti. Ipak, ta su poboljšanja kompenzirana novim zaduženjima. Vrijednost koeficijenta zaduženosti trebala bi biti 50% i manja. Taj uvjet na prosječnoj petogodišnjoj razini zadovoljavanju i Infrastruktura i Cargo, no na godišnjoj razini koeficijent zaduženosti Carga raste na preko 90% u posljednjim godinama. To je rezultat znatnog povećanja kratkoročnih obveza u vidu kreditnih zaduženja te novonastalih obveza po aktiviranim jamstvima. Infrastruktura u svim pokazateljima koji uključuju imovinu ima bolji rezultat zbog materijalne imovine čija je vrijednost više nego trostruko veća u odnosu na Cargo i Putnički prijevoz zajedno.

Pokazatelj	Infrastruktura	Cargo	Putnički prijevoz
trenutne likvidnosti	0,24	0,06	0,06
ubrzanе likvidnosti	0,56	0,53	0,53
tekuće likvidnosti	1,02	0,65	0,65
koeficijent zaduženosti *	0,23 (0,40)	0,60 (0,96)	0,60 (0,84)
koeficijent obrtaja ukupne imovine	0,12	0,62	0,59
trajanje naplate potraživanja (dana)	324	122	88
ekonomičnost ukupnog poslovanja	0,87	0,89	0,88
ekonomičnost financiranja	0,66	0,44	0,18
ekonomičnost poslovanja	0,28	0,71	0,39
ROA (u %)	-1,80	-4,37	-8,79

**Tablica 5.** Odabrani financijski pokazatelji Hrvatskih željeznica (prosjeak od 2011. do 2015. godine)

Napomena: \* Koeficijent zaduženosti izračunat je nakon izuzimanja stavki rezerviranja i odgođenih troškova plaćanja, dok su u zagradi dane vrijednosti pokazatelja bez izuzimanja navedenih stavki.

Izvor: izrada autora prema godišnjim konsolidiranim financijskim izvješćima za 2012.-2015. g.

Koeficijenti obrtaja ukupne imovine ukazuju na to da na jednu kunu ukupne imovine Cargo u prosjeku kroz promatrano razdoblje (2011.-2015. g.) ostvaruje 0,62, a Putnički prijevoz 0,58 kn prihoda. Trajanje naplate potraživanja na godišnjoj i prosječnoj razini najmanje je kod Putničkog prijevoza (od 75 do 100 dana). Veće probleme u naplati imaju Infrastruktura i Cargo gdje trajanje naplate doseže i preko 500 dana (Infrastruktura u 2012. godini).

Obzirom na proizvodnu orijentiranost poduzeća, njihove su poslovne aktivnosti daleko većeg značaja od financijskih. No, njihova je ekonomičnost zabrinjavajuća. Naime, kroz cijelo promatrano razdoblje na godišnjoj i prosječnoj razini ekonomičnost ukupnog poslovanja i prodaje ne prelazi 1, što ukazuje na činjenicu da rashodi konstantno nadilaze prihode. Svi su pokazatelji profitabilnosti negativni budući da poduzeća ne ostvaruju dobit, tj. posluju s gubitkom. No, ovdje se u obzir mora uzeti i činjenica da se radi o industriji koja zahtijeva znatna ulaganja u imovinu pa se i očekuje manja vrijednost pokazatelja nego kod poduzeća koja ne moraju financirati kapitalne projekte.

## 5. Fiskalni rizici poslovanja Hrvatskih željeznica

Potpore koje država dodjeljuje željezničkom sustavu promatrane su kao potpore dodjeljivane javnoj djelatnosti te se zbog svog posebnog statusa često isključuju iz analiza. Naime, sve potpore koje su dodijeljene prije 2006. godine zakonski se ne smatraju potporama. Izmjenom Zakona o željeznici (NN 30/04) HŽ više nisu jedini mogući pružatelj željezničkih usluga na tržištu. Zakon je na snagu stupio 2006. g., što se ujedno smatra početkom liberalizacije željezničkog tržišta budući da do te godine pristup konkurenciji nije bio omogućen.

Tijekom promatranoga razdoblja (2006.-2014. g.) željezničkom sektoru su dodijeljene potpore u iznosu od 8,7 mlrd. kn (tablica 6.). Ovdje se potporama smatraju subvencije i jamstva u najvećoj mjeri korištena u svrhu Programa poticanja željezničkog, putničkog i kombiniranog prometa te za zbrinjavanje viška zaposlenih (HŽ Putnički prijevoz, Cargo i bivša Vuča vlakova). Pritom nisu uključena sredstva koja željeznički sektor prima iz proračuna za troškove održavanja i ulaganja u infrastrukturu jer se takva ulaganja smatraju općim interesom za državu te nisu potpora budući da infrastrukturu može koristiti bilo koji ovlaštenu pružatelj usluga.

	2006.-2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
željeznički promet	4.290,4	754,9	963,3	775,3	1.885,6
jamstva	140	154,4	563,1	250,0	1.066,2
subvencije	4.150,4	600,5	392,2	396,2	564,6
aktivirana jamstva		-	7,3	129,1	254,8
ukupno promet	6.896,5	1.399,0	1.595,6	1.462,2	2.294,2
željeznički promet (% BDP-a)	0,27	0,23	0,29	0,23	0,69

**Tablica 6.** Potpore države željezničkom sustavu od 2006. do 2014. godine (u milijunima kuna)  
Izvor: izrada autora prema godišnjim izvješćima Vlade o državnim potporama od 2006. do 2014. g.

Državne potpore željeznicama prosječno čine više od 20% ukupno dodijeljenih potpora i više od 60% potpora u sektoru prometa (u 2014. g. čak 82,2% potpora u sektoru prometa otpada na željeznički promet). Ovim iznosima trebale bi se pribrojiti i potpore pristigle od lokalne i područne (regionalne) samouprave, koje od 2007. godine dodjeljuje Grad Zagreb u iznosima do 90 mil. kn (2008. godine). Kumulativno one iznose 387 mil. kn.

	Stavka	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
HŽ Infra- struktura	ukupni prihodi iz poslovanja	1.339	1.154	899	1.340	1.336
	za održavanje i regulaciju infrastrukture	1.079	855	516	516	516
	za željezničku infrastrukturu - trošarine	-	-	-	436	440
	% prihoda iz proračuna u poslovnim prih.	81	74	57	71	72
HŽ Cargo	ukupni prihodi iz poslovanja	912	1.018	892	850	853
	za modernizaciju, amortizaciju	137	153	204	198	182
	za otpremnine, poticanje prometa	39	5	-	-	-
	% prihoda iz proračuna u poslovnim prih.	19	16	23	23	21
HŽ Putnički prijevoz	ukupni prihodi iz poslovanja	1.317	928	872	991	908
	državne potpore u visini amortizacije	59	84	152	157	83
	prihod za poticanje putničkog prijevoza	360	351	355	505	498
	za otpremnine i troškove kredita	2	2	-	-	-
	% prihoda iz proračuna u poslovnim prih.	32	47	58	67	64
Ukupno	ukupni prihodi iz proračuna	1.676	1.450	1.226	1.812	1.719

**Tablica 7.** Prihodi iz proračuna u ukupnim prihodima poslovanja od 2011. do 2015. g. (u milijunima kuna)

Izvor: izrada autora prema financijskim izvješćima za izvještajno razdoblje od 2011. do 2015. g. (grupa)

Sredstva koja željeznice primaju iz proračuna za troškove održavanja i ulaganja te poticanje putničkog prijevoza na razini cjelokupnog sektora iznose u pojedinim godinama preko dvije mlrd. kn (tablica 7.). U razdoblju od 2000. do 2010. g. izdano je ukupno 4,8 mlrd. kn jamstava željezničkom sustavu, i to pretežito za potrebe financiranja konsolidacije, modernizacije i restrukturiranja te za razne investicijske projekte (tablica 8.). Značajna su jamstva davana za pokriće gubitaka i financiranje tekuće likvidnosti tijekom 2003. g. U 2013. i 2014. g. intenzivirano se izdaju jamstva, posebice HŽ Infrastrukturi kao dužniku, za financiranje održavanja i osuvremenjivanja željeznice, dok je u posljednje vrijeme ve-

lik udio izdanih jamstava za potrebe zbrinjavanja viška zaposlenih. Udio izdanih jamstava željeznicama u ukupno izdanim jamstvima se povećava sa značajnijim udjelom u 2003. g. – 25,84% i u 2013. g. – 34,34%.

	2000.-2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
HŽ Infrastruktura	4.831,64 (jamstva nisu izdana 2004., 2007. i 2008. g.)	651,26	450,00	1.825,30	1.554,48	598,54
HŽ Putnički prijevoz		-	217,80	250,00	816,21	325,79
HŽ Cargo		54,43	345,30	-	250,00	314,42
Ukupno željeznice		805,69*	1.013	2.075,30	2.670,70	1.238,75

**Tablica 8.** Izdana jamstva željeznicama od 2000. do 2015. godine (u milijunima kuna)

Napomena: \*pribrojeno neraspoređeno jamstvo od 100 mil. kn, dužnik HŽ Vuča vlakova d. o. o.

Izvor: izrada autora temeljem Pregleda državnih jamstava Ministarstva financija za godine 2000.-2015.

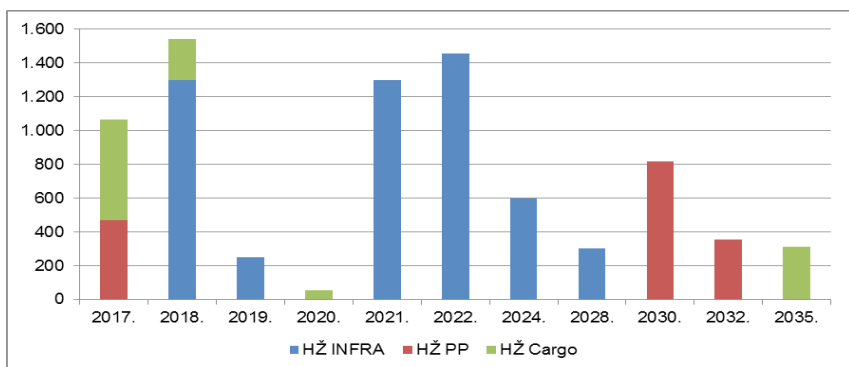
Ukupno izdana državna jamstva željeznicama od 2000. do 2015. dosežu iznos od 12,64 mlrd. kn. Tijekom 2012.-2014. g. došlo je do protesta izdanih jamstava u ukupnom iznosu od 391 mil. kn, ali tu su uključena isključivo jamstva dana HŽ Putničkom prijevozu i Cargu iz već navedenih razloga. Od ukupnih jamstava dospjelih na naplatu 84% se odnosilo na poduzeće HŽ Cargo.

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
prihodi iz proračuna	1.676	1.450	1.226	1.812	1.719
potencijalne obveze	806	1.013	2.075	2.671	1.239
ukupno	2.482	2.463	3.301	4.483	2.958

**Tablica 9.** Ukupan (izravan i potencijalni) teret željeznica za državu (u milijunima kuna)

Izvor: izrada autora prema pojedinačnim financijskim izvješćima poduzeća za 2011.-2015. g. te prema Pregledu državnih jamstava Ministarstva financija

Izravan teret željeznica (davanja iz državnog proračuna) zajedno s potencijalnim obvezama (izdana jamstva) povećava se iz godinu u godinu (tablica 9.). Samo u petogodišnjem razdoblju (2011.-2015.) ukupan teret željeznica za državu doseže 16 mlrd. kn u potencijalnim i izravnim obvezama.



**Grafikon 1.** Potencijalno dospjeće državnih jamstava željeznicama (u mil. kn)

Izvor: izrada autora prema Pregledu državnih jamstava Ministarstva financija

Budući da su jamstva velikim dijelom davana za financiranje kapitalnih projekata, takvi će dugoročni krediti dospjeti u narednim razdobljima. Dospijeće u značajnim iznosima očekuje se u 2017., 2018., 2021. i 2022. g. (grafikon 1.). Samo u 2017. g. dospijeva na naplatu preko 1 mlrd. kn zaduženja Putničkog prijevoza i Carga (gubitke i obveze Infrastrukture država ionako konstantno preuzima).

## 6. Zaključak

Hrvatske željeznice su se u posljednjem desetljeću suočile s brojnim problemima. Današnja organizacijska struktura koja uključuje tri neovisna poduzeća implementirana je 2012. godine. Kako bi se sustav održao, kroz cijelo razdoblje država usmjerava značajna sredstva u infrastrukturu i modernizaciju poslovanja. No, usprkos tome, prisutan je značajan pad broja prevezenih putnika i teretnog prijevoza, niska je produktivnost rada, troškovi poslovanja su visoki, a realizacija investicijskih projekata sporo napreduje.

Unatoč nekim pozitivnim rezultatima dosadašnjih pokušaja restrukturiranja sektora u smislu usvajanja direktiva EU-a, osnivanja neovisnih regulatornih tijela i odvajanja infrastrukture od tržišnih operatera, željeznički sustav nije ni približno na zadovoljavajućoj razini funkcionalnosti. Svako od promatranih poduzeća godinama donosi različite programe kojima se nastoje regulirati visoki troškovi poslovanja, no postavlja se pitanje koliko je zapravo značajna inicijativa za promjenama ako su poduzeća svjesna da će država u svakom slučaju pokrivati eventualne gubitke.

Poslovanje se odvija uz smanjenje produktivnost, što ukazuje na još uvijek prevelik broj zaposlenih. Iako se smanjenje radne snage stalno ističe kao pomak u troškovnoj racionalizaciji, ako se u obzir uzmu radnici "skriiveni" u povezanim društvima, značajniji se rezovi zapravo i ne provode. Tu su, dakako, i kolektivni ugovori te fleksibilan zakon koji sprječavaju provođenje programa restrukturiranja.

Poduzeća ne ostvaruju pozitivne poslovne rezultate, a razina akumuliranih gubitaka se povećava. Država u više navrata preuzima dugove, ali i izdaje jamstva za nova kreditna zaduženja. Planiraju se novi projekti, a da postojeća mreža nije na zadovoljavajućoj razini operabilnosti. Budući da je infrastruktura u lošem stanju, onemogućuje se napredak operatera. Financijski pokazatelji upućuju na poteškoće s likvidnošću, probleme s naplatom potraživanja od povezanih društava, rast zaduženosti te na smanjenu profitabilnost poslovanja.

U narednim razdobljima fokus bi se trebao zadržati na poboljšanju financijske i operativne učinkovitosti prvenstveno racionalizacijom potpora od strane države, ograničavanjem izdavanja jamstava, oslanjanjem na fon-

dove EU-a prilikom provođenja značajnijih projekata, restrukturiranjem ovisnih društva u smislu likvidacije problematičnih i rješavanja onih koja nisu ključna za nastavak poslovanja te provođenjem mjera troškovne racionalizacije u značajnijem opsegu kako bi se otvorio prostor za razvoj svih segmenata željezničkoga sustava.

## Literatura:

- Beck A., Bente H., Schilling (2013.) Railway Efficiency, International Transport Forum Discussion Papers, No. 2013./12, OECD, Pariz
- Bowman A. (2015.) An illusion of success: The consequences of British rail privatisation, Accounting Forum, Vol. 39, str. 51.-63.
- Cebotari, A., Jeffery D., et al. (2009.) Fiscal Risks – Sources, Disclosure, and Management, Washington DC, Fiscal Affairs Department, IMF, str. 4.-14.
- Corbacho, A. (2007.) Hungary : Fiscal Risks from Public Transport Enterprises, Magyar Nemzeti Bank Conference, Vol. 1, str. 28.- 42.
- Direktiva Vijeća 91/440/EEZ od 29. srpnja 1991. o razvoju željeznica Zajednice
- Doll C., Rothengatter W., Schade W. (2015.) The Results and Efficiency of Railway Infrastruture Financing within the EU, Brusseles: European Parliament
- DZS (2016.) Transport i komunikacije u 2015. Zagreb
- Flyvbjerg B., Bruzelius N., van Wee, B. (2008.) Comparison of Capital Costs per Route-Kilometre in Urban Rail, EJTI, 8, No. 1, str. 17.-30.
- HŽ Cargo (2015.) Godišnji konsolidirani financijski izvještaji i Izvješće neovisnog revizora za 2014., Zagreb. HŽ Cargo
- HŽ Infrastruktura (2015.) Godišnji konsolidirani financijski izvještaji i Izvješće neovisnog revizora za 2014., Zagreb. HŽ Infrastruktura
- HŽ Infrastruktura (2015a.) Godišnje poslovno izvješće – 2014., Zagreb. HŽ Infrastruktura
- HŽ Infrastruktura (2015b.) Izvješće o mreži 2014., Zagreb. HŽ Infrastruktura
- HŽ Putnički prijevoz (2015.) Godišnji konsolidirani financijski izvještaji i Izvješće neovisnog revizora za 2014., Zagreb. HŽ Putnički prijevoz
- Ministarstvo financija, Izvještaj o danim državnim jamstvima i izdacima po državnim jamstvima u 2000. do 2014. godini. Zagreb: Ministarstvo financija
- Ministarstvo pomorstva, prometa i infrastrukture (2014.) Strategija prometnog razvoja Republike Hrvatske za razdoblje od 2014. do 2030. godine.
- Molemaker R. J., Pauer A. (2014.) The economic footprint of railway transport in Europe, Brussel, ECROYS
- Nacionalni program željezničke infrastrukture za razdoblje od 2016. do 2020. godine (NN 103-2007/2015)
- Pravilnik o željezničkoj infrastrukturi (NN 125/05)
- Svjetska banka (2011.) Railway reform: Toolkit for Improving Rail Sector Performance. Washington, DC, World Bank Group

Uredba (EZ) br. 1370/2007 Europskog Parlamenta i Vijeća od 23. listopada 2007.  
o uslugama javnog željezničkog i cestovnog prijevoza putnika i stavljanju izvan  
snage uredbi Vijeća (EEZ) br. 1191/69 i (EEZ) br. 1107/70

Vlada RH (2016.) Izvješće o radu Vlade Republike Hrvatske i o preuzetim i nep-  
odmirenim obvezama u mandatu predsjednika Zorana Milanovića , Zagreb,  
Vlada RH

Zakon o željeznici (NN 94/13)



izv. prof. dr. sc. Hrvoje Šimović  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu  
E-mail: hsimovic@efzg.hr

Antonia Batur, mag. oec.  
E-mail: antonia\_batur@hotmail.com

## FISKALNA ODRŽIVOST I ODRŽIVOST JAVNOG DUGA U HRVATSKOJ<sup>1</sup>

### SAŽETAK

U radu se analizira fiskalna održivost i održivost javnog duga u Hrvatskoj iz kojih se izdvajaju pokazatelji fiskalne stabilnosti, pokazatelji fiskalne ranjivosti te složeni pokazatelji. Analiza većine pokazatelja provodi se za razdoblje od 2006. do 2015. godine. Rezultati ukazuju na izrazito pogoršanje pokazatelja stabilnosti i neodrživost javnog duga u razdoblju recesije, odnosno od 2009. do 2014. godine, od kojih se posebno ističe 2011. godina. Zbog pozitivnih ekonomskih trendova i blagog rasta BDP-a, pokazatelji stabilnosti javnog duga oporavljaju se u 2015. godini te se navedeni trend može očekivati i u sljedećem razdoblju.

**Ključne riječi:** fiskalna održivost, održivost javnog duga, pokazatelji stabilnosti duga, pokazatelji fiskalne ranjivosti, složeni pokazatelji, Hrvatska

### 1. Uvod

Fiskalna održivost još se naziva „održivost javnih financija“ ili „održivost fiskalne politike“. Postoji čitav niz definicija fiskalne održivosti, ali gotovo uvijek podrazumijeva sposobnost države da dugoročno održava postojeću razinu javnih rashoda i javnih prihoda, a da pritom ne ugrožava solventnost države, ispunjavanje obveze prema kreditorima te izvršavanje obećanja danih kroz strukturu javnih rashoda (vidjeti Blanchard *et al.*, 1990; Balassone i Franco, 2000).

Vrlo često, fiskalna (ne)održivost se veže uz problem prekomjernih deficita i akumulacije javnog duga, pa se u užem smislu često govori o održivosti javnog duga (Buiter, 1985; Mihaljek, 2003). Javni dug postaje neodrživ kada raste brže nego sposobnost države da ga otplaćuje. Sposobnost države da otplaćuje svoj dug ovisi o čitavom nizu čimbenika. Svakako najvažniji čimbenici su stopa rasta BDP-a, pa time i javnih prihoda države, zatim visina i karakter kamatnih stopa te tečaj ako je dug denominiran u stranoj valuti. Održivost duga također ovisi i o tržišnim očekivanjima i kretanjima navedenih varijabli na koje mala i otvorena ekonomija često ne može utjecati.

<sup>1</sup> Ovaj rad je sufinancirala Hrvatska zaklada za znanost projektom „Održivost javnih financija na putu u monetarnu uniju“ IP-2016-06-4609.

Analiza fiskalne održivosti i održivosti javnog duga najčešće se provodi kroz tri pristupa. Prvi pristup podrazumijeva analizu statičkih pokazatelja fiskalne održivosti i stabilnosti javnog duga. Drugi pristup najčešće podrazumijeva dinamičku analizu fiskalne održivosti, kroz razne scenarije i analizu osjetljivosti raznih fiskalnih varijabli na različite makroekonomske šokove i druge fiskalne rizike kao što su valutni rizik, kamatni rizik itd. Treći pristup uključuje analizu složenih pokazatelja fiskalne održivosti. Pod složenim se pokazateljima misli na kreditni rejting dugoročnih državnih obveznica, razlike prinosa između državnih obveznica određenih zemalja (engl. *bond spread*) te drugih složenih pokazatelja kao što je premija rizika na zamjene ili CDS (engl. *Credit Default Swap*) i sl.

U praksi, standardne pokazatelje fiskalne održivosti najčešće računaju i koriste međunarodne financijske institucije, investicijske banke i kreditne rejting-agencije. Obzirom da je u Hrvatskoj već dugi niz godina prisutan trend rastućeg proračunskog deficita i s time povezanog rastućeg javnog duga, često se preispituje njegova održivost. Na kraju 2015. godine javni dug Hrvatske dosegnuo je 86,7 % BDP-a, što je svakako razlog za kontinuirano praćenje i analizu njegove održivosti.

Kako je prethodno navedeno, osnovni cilj ovoga rada je analiza fiskalne održivosti i održivosti javnog duga u Hrvatskoj. Da bi se ostvario navedeni cilj istraživanja, nakon uvoda, u drugom dijelu rada daje se kratak pregled dosadašnjih istraživanja o fiskalnoj održivosti i održivosti javnog duga u Hrvatskoj te analiza kretanja javnog duga i proračunskog salda u razdoblju od 2006. do 2015. godine. Nakon toga, analizira se fiskalna održivost kroz prethodno spomenuta tri pristupa, a to su: (a) analiza pokazatelja stabilnosti duga, (b) analiza pokazatelja fiskalne ranjivosti te (c) analiza složenih pokazatelja. Posljednji dio je zaključak.

## 2. Fiskalna održivost u Hrvatskoj

### 2.1. Kratki pregled literature

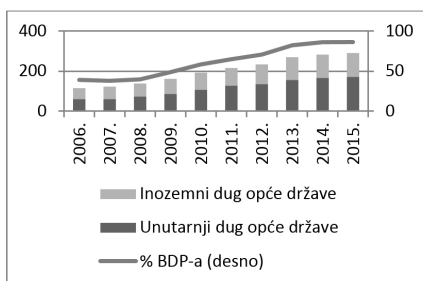
Razne standardne pokazatelje fiskalne održivosti najčešće računaju i koriste međunarodne financijske institucije, investicijske banke i kreditne rejting-agencije te se takve analize mogu pronaći u brojnim izvještajima i publikacijama navedenih institucija. S druge strane, postoji čitav niz znanstvenih radova koji također proučavaju razne aspekte održivosti javnog duga, bilo kroz statičku i/ili dinamičku analizu te analizu složenih pokazatelja.

Kada se govori o Hrvatskoj, postoji nekolicina radova koji se bave analizom javnog, ali često i vanjskog duga u Hrvatskoj (npr. vidjeti Babić *et al.*, 2003, Mihaljek, 2003). Najčešće se radi o jednostavnim analizama statičkih pokazatelja zaduženosti i/ili pokazatelja stabilnosti duga (Babić *et al.*, 2001; Mihaljek, 2003; Sever, 2005; Sopek, 2009). Postoje i razne di-

namičke analize fiskalne održivosti (Babić *et al.* 2003; Sopek, 2011), kao i analize fiskalne održivosti koje uključuju složene pokazatelje (Mihaljek, 2009; Cota i Žigman, 2011; Bajo i Primorac, 2013; Šimović *et al.*, 2014). Svi radovi upozoravaju na uglavnom neodržive projekcije postojećega modela fiskalne politike i zaduživanja. U skladu s time, ukazuje se na ograničenu ulogu (ekspanzivne) fiskalne politike u Hrvatskoj uvjetovanu ograničenjima u visini javnog duga.

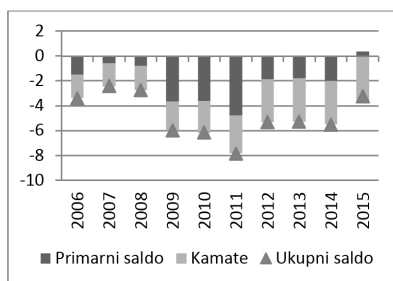
## 2.2. Dinamika kretanja javnog duga i proračunskog salda

U spomenutoj literaturi, kao i u stručnoj javnosti, često se upozoravalo na neadekvatnu fiskalnu politiku i politiku upravljanja javnim dugom. Takva politika pokazala se posebno nespremnom u uvjetima recesije, odnosno kada je Hrvatska više nego udvostručila svoj javni dug. U 2008. godini javni dug iznosio je 39,6% BDP-a, da bi na kraju 2014. godine iznosio 86,5% BDP-a. Na grafikonu 1. prikazano je kretanje i dinamika rasta javnog duga u Hrvatskoj u razdoblju od 2006. do 2015. godine.



**Grafikon 1.** Javni dug u Hrvatskoj 2006.-2015. g. (mlrd. kuna, BDP-a)

Izvor: prilagodba autora prema AMECO-u (2016) i HNB-u (2016a).



**Grafikon 2.** Ukupni saldo opće države, primarni saldo i rashodi za kamate (% BDP-a)

Izvor: obrada autora na temelju podataka AMECO-a (2016).

U razdoblju prije krize postoji trend smanjivanja javnog duga u BDP-u, dok je nominalni iznos blago rastao. U pretkriznom razdoblju je Hrvatska bila orijentirana na strategiju zaduživanja na domaćem tržištu, a unutarnji dug se povećavao u većoj mjeri od inozemnog. Od 2009. godine, zbog utjecaja svjetske gospodarske i financijske krize, što je smanjilo proračunske prihode, a povećalo proračunski deficit, dolazi do naglog porasta javnog duga i njegovog udjela u BDP-u. Osim toga, iz grafikona je vidljivo da se od 2009. godine prestaje smanjivati inozemna komponenta javnog duga jer je od te godine Hrvatska počela nakon pet godina izdavati obveznice na inozemnom financijskom tržištu. Krajem 2015. godine je ukupni javni dug iznosio 289,6 milijardi kuna, odnosno 86,7% BDP-a.

Kao što je spomenuto, dinamika rasta javnog duga uvjetovana je rastom ukupnog deficita opće države. Osim pada poreznih prihoda, rast proračunskog deficita uvjetovan je neadekvatnom prilagodbom na strani javnih rashoda i rastom kamata na javni dug. Na grafikonu 2. prikazan je ukupni saldo opće države u razdoblju od 2006. do 2015. godine te njegova dekompozicija na primarni saldo i rashode za kamate. Primarni saldo prikazuje odnos tekućih rashoda i prihoda, odnosno koliki bi proračunski deficit bio da nema rashoda za kamate. Iz grafikona je vidljivo kako u razdoblju recesije država ne izvršava prilagodbu primarnog salda. Nadalje, zbog rasta kamatnih stopa na svjetskom tržištu, ali i ukupne glavnice duga, dolazi do značajnog rasta izdataka za kamate koje su krajem 2015. godine iznosile 3,56% BDP-a.

Poseban doprinos rastu proračunskog deficita i javnog duga daje upravo promjena kamatnih stopa, tzv. „učinak grude snijega“ (engl. *snowball effect*). Učinak grude snijega proizlazi iz interakcije između, s jedne strane diferencijala troška (re)financiranja duga i ekonomskog rasta, a s druge strane razine javnog duga. Obzirom da je u uvjetima recesije (pad BDP-a) trošak (re)financiranja duga rastao, razina javnog duga bi bila neodrživa čak i da država nije generirala (primarni) proračunski deficit. Drugim riječima, javni dug bi rastao kao posljedica rasta kamata čak i da je država uspjela izvršiti fiskalnu prilagodbu i smanjiti proračunski deficit.

### 3. Pokazatelji stabilnosti javnog duga<sup>2</sup>

Pokazatelji stabilnosti javnog duga i deficita spadaju u skupinu jednostavnijih pokazatelja. Oni predstavljaju vrijednosti koje su potrebne da bi se javni dug stabilizirao na razini prethodne godine. Održivost javnog duga promatra se kroz:

- 1) ukupan proračunski saldo potreban za stabiliziranje javnog duga
- 2) primarni saldo potreban za stabiliziranje javnog duga te
- 3) realnu kamatnu stopu potrebnu za stabiliziranje javnog duga.

#### 3.1. Ukupan proračunski saldo potreban za stabiliziranje javnog duga

Ukupan proračunski saldo (deficit/suficit) potreban za stabiliziranje javnog duga ili, kraće, održivi deficit, računa se pomoću sljedećeg izraza (Mihaljek, 2003):

$$b^* = -d(g + \pi) \quad (1)$$

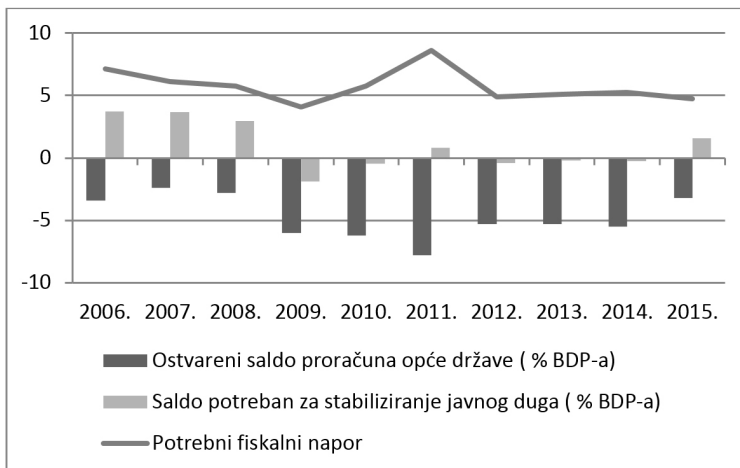
---

2 Ovaj dio rada temeljen je na istraživanju provedenom za sveučilišni diplomski rad „Analiza održivosti javnog duga u Hrvatskoj“, Ekonomski fakultet u Zagrebu, 2016., pristupnice Antonije Batur pod mentorstvom izv. prof. dr. sc. Hrvoja Šimovića.

gdje je  $b^*$  oznaka za održivi proračunski deficit,  $d$  je iznos ukupnog javnog duga (u % BDP-a),  $g$  označava stopu rasta realnog BDP-a te je  $\pi$  stopa promjene deflatora. Ako tijekom godina dolazi do rasta javnog duga, tada će razlika između održivog deficita ( $b^*$ ) i ostvarenog deficita ukazati na potrebni fiskalni napor, odnosno iznos potreban da se razina javnog duga stabilizira.

Na grafikonu 3. prikazana je usporedba održivog deficita ( $b^*$ ) i ostvarenog deficita u Hrvatskoj u posljednjih deset godina. Grafikon prikazuje kako je vrijednost ostvarenog deficita u 2015. godini 3,2% BDP-a. Da javni dug u 2015. godini ne bi rastao u odnosu na prethodnu godinu, saldo (suficit) potreban za stabiliziranje javnog duga u toj godini iznosi 1,6% BDP-a. Drugim riječima, u 2015. godini bilo je potrebno ostvariti suficit proračuna od 1,6% BDP-a kako bi se javni dug zadržao na razini iz 2014. godine. Razlika između održivog salda i ostvarenog salda predstavlja fiskalni napor potreban da se stabilizira javni dug u promatranoj godini. U 2015. g. fiskalni je napor trebao iznositi 4,8% BDP-a kako ne bi došlo do daljnjeg rasta javnog duga.

Na grafikonu se također može uočiti da je, u svih deset prikazanih godina, najveći fiskalni napor za stabiliziranje javnog duga Hrvatske trebalo uložiti u 2011. godini jer je tada javni dug porastao s razine od 58,3 % BDP-a u 2010. g. na 65,2 % BDP-a u 2011. godini te se usto i ostvareni deficit povećao sa 6,2 % na 7,8 %, što je ujedno najveći ostvareni deficit u prikazanom razdoblju. Može se zaključiti kako je u cijelom promatranom razdoblju fiskalna politika utjecala na rast javnog duga, a potrebe za konsolidacijom su posebno bile nužne u uvjetima recesije.



**Grafikon 3.** Usporedba održivog deficita i ostvarenog deficita, u % BDP-a (2006.-2015. godine)

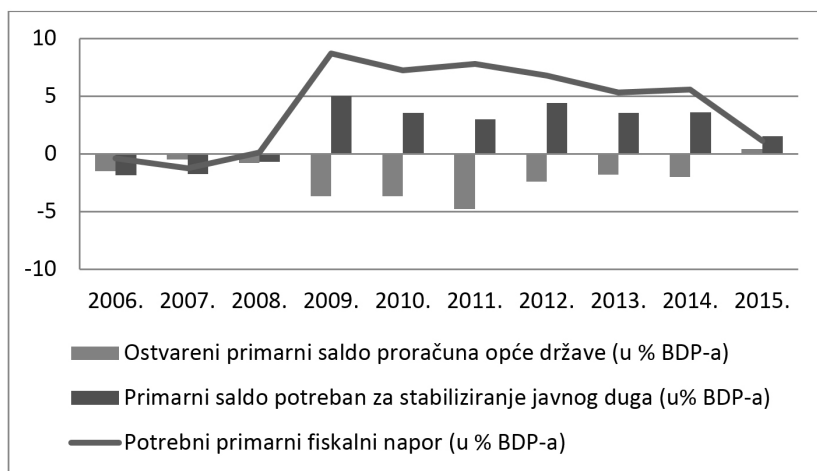
Izvor: izračun autora na temelju podataka AMECO-a (2016) i HNB-a (2016).

### 3.2. Primarni saldo potreban za stabiliziranje javnog duga

Drugi promatrani pokazatelj je primarni saldo (deficit) potreban za stabiliziranje javnog duga. Primarni saldo iz veličine deficita isključuje cijeli iznos kamata pristiglih u tom razdoblju. Primarni saldo potreban za stabiliziranje javnog duga računa se preko sljedećeg izraza (Mihaljek, 2003):

$$b^{p*} = (i - g^n)d_t \quad (2)$$

Primarni deficit potreban za stabiliziranje javnog duga ( $b^{p*}$ ) jednak je umnošku javnog duga u % BDP-a prethodne godine ( $d_t$ ) s razlikom nominalne kamatne stope ( $i$ ) te stope rasta nominalnog BDP-a. Na grafikonu 4. prikazana je usporedba ostvarenog i održivog primarnog deficita u Hrvatskoj u posljednjih deset godina.



**Grafikon 4.** Usporedba ostvarenog i održivog primarnog deficita u Hrvatskoj od 2006. do 2015. godine

Izvor: izračun autora na temelju podataka AMECO-a (2016) i HNB-a (2016).

Grafikon 4. prikazuje da je razina ostvarenog primarnog salda proračuna opće države u 2015. godini iznosila 0,4 % što znači da je bila riječ o primarnom suficitu. Prema tome, u 2015. godini je potrebno ostvareni fiskalni suficit u iznosu od 0,4% povećati za 1,1% kako bi se javni dug stabilizirao na razini od 86,5% BDP-a koliko je iznosio godinu ranije, tj. 2014. godine.

Slično kao kod prethodnog pokazatelja, najveće fiskalne napore za stabiliziranje javnog duga trebalo je činiti u kriznom razdoblju, od 2009. do 2014. godine, a najmanji u 2015. godini, kada je prvi put u deset godina ostvaren proračunski suficit. Budući da tada nije došlo do navedenog fiskalnog napora, odnosno konsolidacije, javni dug je imao izrazitu tendenciju rasta nakon 2009. godine.

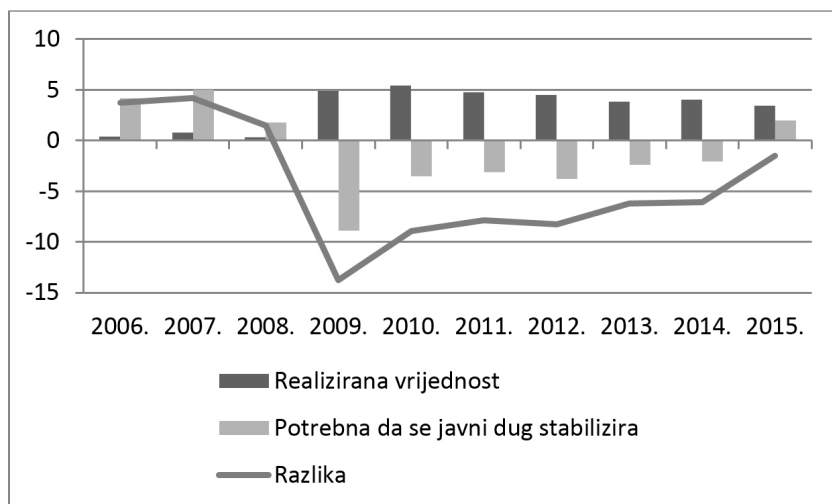
### 3.3. Realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga

Posljednji pokazatelj stabilnosti kojim se analizira održivost javnog duga je realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga, čija formula za izračun glasi:

$$r^* = g + \left(\frac{b_p}{d}\right) \quad (3)$$

gdje je  $g$  rast realnog BDP-a,  $b_p$  je oznaka za ostvareni primarni saldo proračuna opće države u % BDP-a, a  $d$  je javni dug prethodne godine.

Na grafikonu 5. prikazana je realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga u posljednjih deset godina. Grafikon prikazuje da je 2015. godine realizirana vrijednost kamatne stope iznosila 3,4% te ju je bilo potrebno umanjiti za 1,5% kako bi iznosila 1,9%, koliko je potrebno da se javni dug stabilizira na razini od 86,5% BDP-a iz 2014. godine. Drugim riječima, bez obzira na povoljnije uvjete financiranja i ekonomske okolnosti, javni dug će i dalje rasti u 2016. godini.



**Grafikon 5.** Realna kamatna stopa potrebna za stabiliziranje javnog duga, od 2006. do 2015. godine

Izvor: izračun autora na temelju podataka AMECO-a (2016) i HNB-a (2016).

U razdoblju recesije, odnosno prije 2015. g., bila je potrebna negativna kamatna stopa kako bi se dug stabilizirao u odnosu na prethodno promatrano razdoblje. Budući da je za Hrvatsku nemoguće ostvariti niske kamatne stope, a kamoli negativne, uvjeti (re)financiranja duga i visina kamatnih stopa značajno su doprinijeli intenzivnom rastu javnog duga u Hrvatskoj, što je, uostalom, prethodno objašnjeno kroz učinak grude snijega.

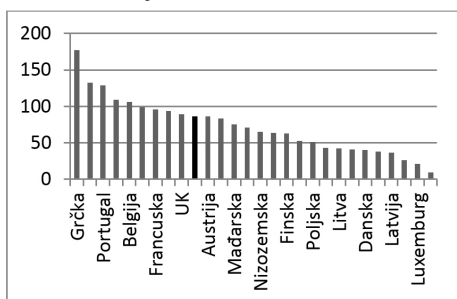
## 4. Pokazatelji fiskalne ranjivosti

U ovome dijelu rada analiziraju se pokazatelji fiskalne ranjivosti. Najvažnije pitanje koje se postavlja prilikom analize pokazatelja ranjivosti jest kako je uopće definirana granica ranjivosti kod pojedinog pokazatelja. Treba naglasiti da ne postoji univerzalni prag ranjivosti koji bi se mogao primijeniti na sve države svijeta, ali unatoč tome je analiza ovih pokazatelja iznimno važna (Mihaljek, 2003). Također, pokazatelje ranjivosti je važno usporediti s drugim zemljama zato što je to najbolji način za utvrđivanje pravog stanja u promatranoj zemlji. Ranjivost javnog duga se promatra kroz:

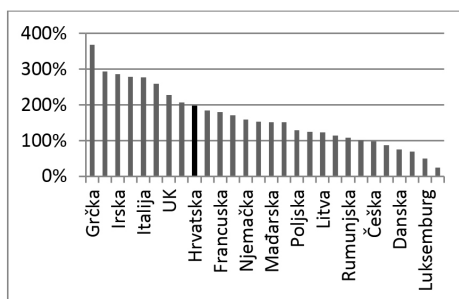
- 1) agregatne pokazatelje javnog duga
- 2) ročnu i valutnu strukturu javnog duga te
- 3) pokazatelje likvidnosti.

### 4.1. Agregatni pokazatelji javnog duga

U agregatne pokazatelje fiskalne ranjivosti spadaju omjer javnog duga i BDP-a te omjer javnog duga i proračunskih prihoda države. Prethodno je već prikazano da je udio javnog duga u Hrvatskoj u 2015. godini iznosio 87,6% BDP-a, kao i njegov dinamičan razvoj posljednjih deset godina. Na grafikonima 6 i 7 dana je usporedba navedenih pokazatelja sa zemljama EU-a.



**Grafikon 6.** Omjer javnog duga i BDP-a u Hrvatskoj i EU-u, 2015. godina  
Izvor: Eurostat



**Grafikon 7.** Omjer javnog duga i proračunskih prihoda u Hrvatskoj i EU-u, 2015. godina  
Izvor: Eurostat

Najveći udio javnog duga u BDP-u 2015. godine imala je Grčka, i to u iznosu od visokih 176,9%, dok je najmanji imala Estonija u iznosu od 9,7 %. Hrvatska se s omjerom javnog duga i BDP-a u iznosu od 86,7 % nalazi u prvih deset članica EU-a s najvećim udjelom javnog duga u BDP-u i među vodećima je od tranzicijskih zemalja. Većina tranzicijskih zemalja (poput Slovačke, Poljske, Litve, Latvije, itd.) ima puno manji omjer javnog duga u BDP-u nego Hrvatska. Potrebno je spomenuti kako samo jedanaest zemalja EU-a ima održivu razinu javnog duga od 60% prema Maastrichtskom kriteriju.

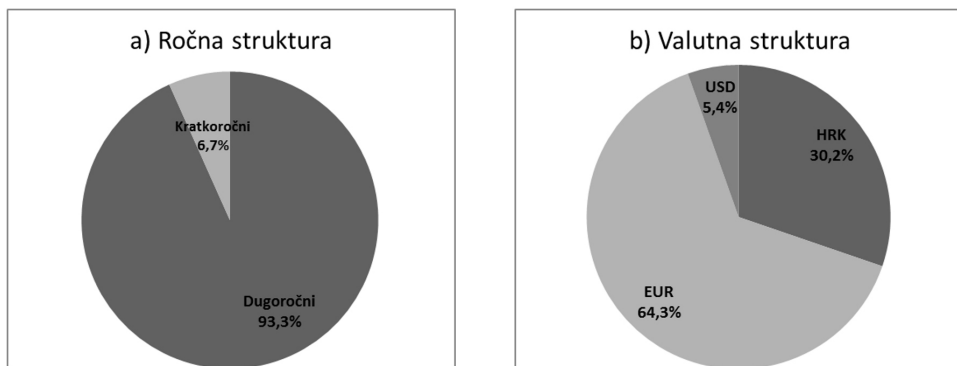


Budući da se sav javni dug u konačnici mora podmiriti iz prihoda države, omjer javnog duga i proračunskih prihoda daje bolji uvid u kratkoročnu sposobnost države za otplaćivanje duga. Prema tom pokazatelju (grafikon 7.), situacija je slična onome kod prethodnog pokazatelja. U 2015. godini je najveći udio javnog duga u proračunskim приходima imala Grčka (367,93%), a najmanji Estonija (24,37%). U Hrvatskoj je 2015. godine omjer javnog duga i proračunskih prihoda iznosio 197,63% te je Hrvatska među tranzicijskim zemljama najrizičnija prema navedenom pokazatelju.

#### 4.2. Ročna i valutna struktura javnog duga

Sljedeći pokazatelji fiskalne ranjivosti javnog duga u Hrvatskoj su pokazatelji ročne i valutne strukture duga (grafikon 8.). Obzirom na javnu nedostupnost podataka o ukupnom javnom dugu, navedenu strukturu moguće je analizirati na temelju duga konsolidirane središnje države. Kada se govori o ročnoj strukturi javnog duga, može se zaključiti da je ona relativno povoljna, odnosno da u ukupnoj strukturi prevladava dugoročni u odnosu na kratkoročni javni dug. S druge strane, valutna struktura javnog duga može se ocijeniti nepovoljnom. Valutna struktura ukazuje na relativnu ranjivost, odnosno fiskalnu ranjivost na deprecijaciju kune u odnosu na euro, i nešto manje na američki dolar.

Potrebno je napomenuti kako se, uz izravni dug u eurima (klasične euroobveznice i kredite), Hrvatska na domaćem tržištu zadužuje izdavanjem domaćih kunskih obveznica i trezorskih zapisa uz valutnu klauzulu. Također, za većinu aktivnih dolarskih obveznica ugovorena je valutna zamjena (*swap*) vezana uz tečaj eura. Sve je to doprinijelo dominaciji eura u valutnoj strukturi.

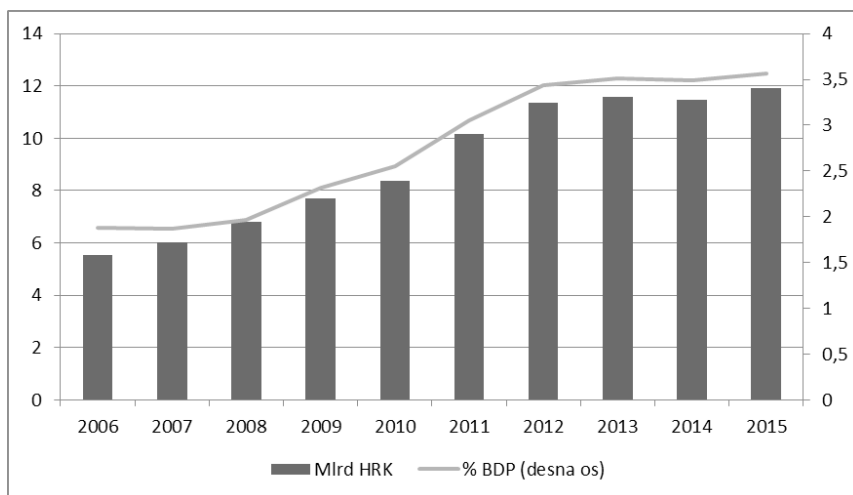


**Grafikon 8.** Ročna i valutna struktura duga (stanje 31. 5. 2016.)  
Izvor: autori na temelju HNB-a (2016b) i Ministarstva financija (2016a i 2016b).

### 4.3. Pokazatelji likvidnosti

Posljednji pokazatelji fiskalne ranjivosti su pokazatelji likvidnosti javnog sektora. Pokazatelji likvidnosti pokazuju sposobnost države da na vrijeme podmiri dospjele financijske obveze svojim kreditorima. Kao osnovni pokazatelj najčešće se promatra udio dospjelih kamata na javni dug u odnosu na BDP i/ili u odnosu na proračunske prihode.

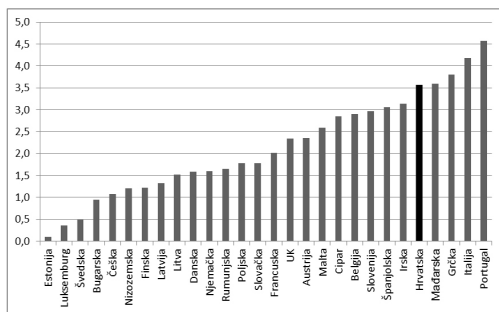
Na grafikonu 9. prikazani su proračunski izdaci za dospjele kamate na javni dug u Hrvatskoj u razdoblju od 2006. do 2015. godine. Dinamika rasta izdataka za kamate slična je dinamici rasta javnog duga. Hrvatska je u promatranom razdoblju više nego udvostručila iznos plaćenih kamata. U 2006. godini su izdaci za kamate iznosili 5,5 mlrd. kuna ili 1,9% BDP-a, dok su u 2015. godini iznosili 11,9 mlrd. kuna ili 3,56% BDP-a. Doprinos takvoj dinamici rasta treba tražiti u tzv. „učinku grude snijega“, odnosno pogoršanim uvjetima refinanciranja duga i rastu proračunskog deficita.



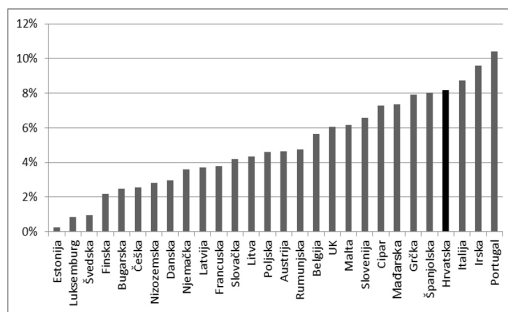
**Grafikon 9.** Izdaci za kamate u Hrvatskoj

Izvor: AMECO (2016)

Na grafikonima 10. i 11. prikazana je usporedba dospjelih kamata u odnosu na javni dug, tj. u odnosu na ukupne proračunske prihode među zemljama EU-a. Hrvatska je među vodećim zemljama EU-a u plaćanju visokih troškova javnog duga prema visini izdataka za kamate. Taj je trošak u 2015. godini iznosio već spomenutih 3,56% BDP-a, odnosno 8,16% proračunskih prihoda.



**Grafikon 10.** Dospjele kamate u BDP-u u 2015. godini  
Izvor: AMECO (2016)



**Grafikon 11.** Dospjele kamate u ukupnim proračunskim prihodima u 2015. godini  
Izvor: AMECO (2016)

## 5. Složeni pokazatelji fiskalne održivosti

U ovome dijelu rada analizira se fiskalna održivost složenih pokazatelja. Složenim pokazateljima se smatraju kreditni rejting dugoročnih državnih obveznica i razlika prinosa između državnih obveznica određene analizirane zemlje (poznatiji kao *bond spread*) i nerizičnih državnih obveznica, najčešće njemačke (*Bund*), odnosno američke državne obveznice (*US Treasuries*). Složeni pokazatelji važni su iz razloga što se temelje na stavovima kreditnih rejting-agencija i ulagača o cjelokupnoj ekonomskoj i političkoj situaciji u zemlji. Ti se stavovi ne temelje samo na pojedinačnom aspektu makroekonomske politike kao što je državni proračun, monetarna i tečajna politika, stabilnost financijskog sustava itd., već na svima njima zajedno.

### 5.1. Kreditni rejting državnih obveznica

Iako su se ocjene kreditnog rejtinga svjetskih agencija u uvjetima krize znale pokazati subjektivnima i nerealnima, i dalje se kreditni rejting, posebno kod ocjene rejtinga zemalja, smatra jednim od ključnih složenih pokazatelja. Preciznije, rejting-agencije procjenjuju kreditni rejting državnih obveznica na dug u domaćoj i stranoj valuti te procjenjuju očekivanja (trend) u razvoju rejtinga. Ocjena kreditnog rejtinga služi za premošćivanje jaza neinformiranosti vjerovnika o potencijalnom ili aktualnom dužniku. Prema tome, on je pokazatelj stanja i perspektive ekonomije pa kao takav služi potencijalnim investitorima za lakše donošenje odluke o ulaganju. Kreditni rejting pokazuje sposobnost i spremnost zemlje na to hoće li doći do neispunjenja ugovornih obveza. Tablica 1. prikazuje kreditni rejting Hrvatske i njegove promjene od tri vodeće rejting-agencije u svijetu.

Hrvatska je već dulje razdoblje, prema ocjeni kreditnog rejtinga, u ne-investicijskom razredu (tzv. „smeće“, engl. *junk*). Kako je kod prethod-

nih pokazatelja fiskalne održivosti spomenuto, postavlja se pitanje pod kojim uvjetima možemo refinancirati dospjeli dug i kakva je percepcija Hrvatske na financijskim tržištima. Iz tablice je vidljivo da je našoj zemlji posljednjih godina u nekoliko navrata smanjivan kreditni rejting, a izgledi za servisiranje duga prognozirani su negativno.

Datum promjene	Dug u stranoj valuti		Dug u domaćoj valuti	
	Ocjena	Trend	Ocjena	Trend
<b>Fitch Ratings</b>				
29. 1. 2016.	BB	negativan	BB+	negativan
3. 8. 2015.	BB	negativan	BB+	negativan
11. 8. 2014.	BB	stabilan	BB+	stabilan
14. 2. 2014.	BB+	negativan	BBB-	negativan
20. 9. 2013.	BB+	stabilan	BBB-	stabilan
<b>Moody's</b>				
11. 3. 2016.	Ba2	negativan	Ba2	negativan
21. 3. 2014.	Ba1	negativan	Ba1	negativan
1. 2. 2013.	Ba1	stabilan	Ba1	stabilan
31. 5. 2012.	Baa3	negativan	Baa3	negativan
17. 4. 2009.	Baa3	stabilan	Baa3	stabilan
<b>Standard &amp; Poor's</b>				
15. 7. 2016.	BB	negativan	BB	negativan
20. 7. 2015.	BB	negativan	BB	negativan
24. 1. 2014.	BB	stabilan	BB	stabilan
2. 8. 2013.	BB+	negativan	BB+	negativan
14. 12. 2012.	BB+	stabilan	BB+	stabilan

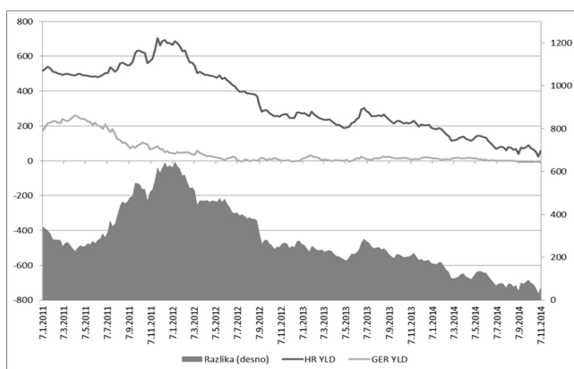
**Tablica 1.** Kreditni rejting Hrvatske  
Izvor: mrežne stranice navedenih rejting-agencija

## 5.2. Razlika prinosa i CDS

Razlika prinosa državnih obveznica može se definirati kao skupni iskaz razlika u razini razvoja, očekivanim povratima i drugim bitnim obilježjima država odnosno regija čije prinose na obveznice želimo uspoređivati. Kada se kaže da je razlika prinosa skup razlika između dvije određene države, tada se drugim riječima misli na skup čimbenika koji imaju djelovanje i na strani ponude i na strani potražnje za obveznicama. Neki od

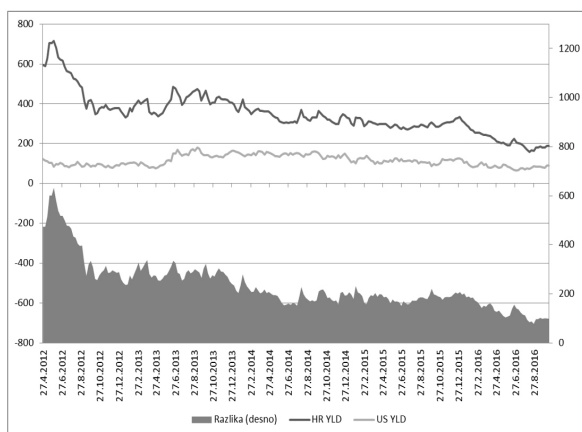
spomenutih čimbenika mogu biti političko okruženje, očekivani povrati, ekonomsko okruženje, očekivana inflacija, očekivana promjena tečaja, likvidnost, itd. (Cota i Žigman, 2011).

Na grafikonima 12. i 13. prikazane su razlike prinosa između hrvatske i usporedive nerizične njemačke, odnosno američke obveznice. Razlika prinosa pokazuje kretanje percepcije rizika Hrvatske u promatranom razdoblju. U oba promatrana slučaja, najveća razlika prinosa zabilježena je tijekom druge polovice 2011. godine i prve polovice listopada 2012. godine. U tom je razdoblju Hrvatska bilježila najveće fiskalne i druge makroekonomske ravnoteže neravnoteže, pa je i percepcija rizika zemlje iskazana kroz prinose državnih obveznica bila visoka. Stabilizacijom ekonomije i smanjivanjem makroekonomskih i fiskalnih neravnoteža se i razlike u prinosisima smanjuju i stabiliziraju.



**Grafikon 12.** Razlika prinosa hrvatske i usporedive njemačke obveznice (dospijeće 2015., bazni bodovi)

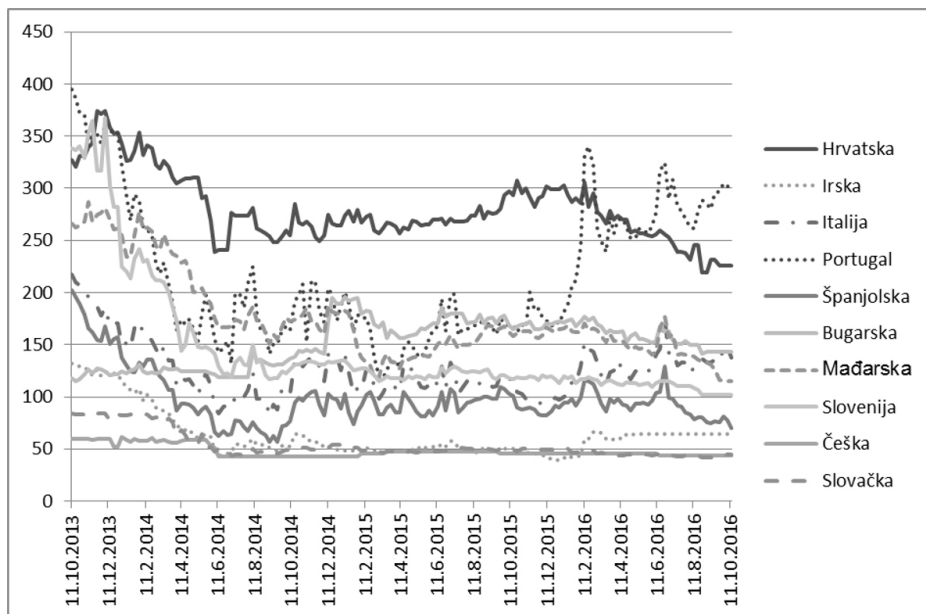
Izvor: Bloomberg



**Grafikon 13.** Razlika prinosa hrvatske i usporedive američke obveznice (dospijeće 2018., bazni bodovi)

Izvor: Bloomberg

Slično kao kod razlike prinosa, paralelno se za kratkoročne ocjene rizičnosti zemalja promatra premija rizika na zamjene ili CDS (engl. *Credit Default Swap*), koji ujedno služi kao dobra podloga za usporedbu rizičnosti pojedinih zemalja. Radi se o pokazatelju premije rizika na zamjene (CDS) na tržištu osiguranja kredita u slučaju nenaplativosti kredita za državne obveznice visokozaduženih zemalja poput Hrvatske. Na grafikonu 14. prikazan je CDS na petogodišnju obveznicu za odabrane zemlje EU-a koje su posljednjih godina imale određene probleme u financiranju javnog duga i fiskalnoj održivosti. Slično kao i razlika prinosa na državne obveznice, CDS je osjetljiv na niz čimbenika. Primjerice, politička nestabilnost i neizvjesnost oko formiranja vlade u Portugalu smatra se najvažnijim uzrokom porasta percepcije rizika u prvom dijelu 2016. godine. Rizik za Hrvatsku se u posljednjoj godini smanjuje, no prema ovome pokazatelju, Hrvatska je, uz Portugal, i dalje među najrizičnijim zemljama u EU-u.<sup>3</sup>



**Grafikon 14.** CDS na petogodišnju obveznicu (2013.-2016. g.)

Izvor: Bloomberg

3 Najgore razine rizičnosti u EU-u imaju Grčka i Cipar (preko 5000), ali zbog preglednosti nisu uvrštene na grafikon.

## 6. Zaključak

U razdoblju od 2006. do 2015. godine Hrvatsku uglavnom karakterizira rast proračunskog deficita i rast javnog duga. Rastući javni dug i fiskalna nestabilnost posebice su uznapredovali od 2009. godine ulaskom u dugu gospodarsku i financijsku krizu. Razina javnog duga krajem 2015. godine iznosi 86,7% BDP-a, što je znatno više od Maastrichtskog kriterija od 60% BDP-a, dok je proračunski deficit od 3,2% BDP-a blizu granice od 3% prema sljedećem Maastrichtskom kriteriju.

Analiza fiskalne održivosti i održivosti javnog duga u Hrvatskoj pokazala je kako je javni dug u promatranom razdoblju uglavnom neodrživ. Analizom pokazatelja stabilnosti duga ustanovljeno je da su ukupni proračunski deficit, primarni deficit i realne kamatne stope još uvijek na nezadovoljavajuće visokim razinama te da postoji velika razlika između ostvarenih i stabilizirajućih razina, zbog čega je potrebno ulagati daljnje fiskalne napore kako bi se ostvarene vrijednosti što više približile održivima i time stabilizirale javni dug. Nadalje, analiza fiskalne održivosti ukazuje na visoku ranjivost javnih financija u Hrvatskoj. Tome ne doprinosi toliko visina javnog duga koliko rizik likvidnosti percipiran kroz visoke iznose dospjelih kamata, kao i valutni rizik percipiran kroz visok udio javnog duga u stranoj valuti. Analiza složenih pokazatelja fiskalne održivosti dodatno ukazuje na problem fiskalne (ne)održivosti. Kreditni rejting Hrvatske kontinuirano se snižava i nalazi se u tzv. „smeće-razredu“, a očekivanja u pogledu kretanja rejtinga su uglavnom negativna. Prinosi hrvatskih obveznica su uglavnom visoki, kao i premija rizika na *swapove* (CDS), prema kojemu je Hrvatska percipirana kao jedna od rizičnijih zemalja u EU-u.

Fiskalnoj (ne)održivosti, odnosno dinamici rasta javnog duga podjednako su doprinijela negativna ekonomska kretanja, ali i neprovođenje fiskalne prilagodbe, kao i pogoršanje uvjeta (re)financiranja i rast kamatnih stopa u uvjetima recesije. Može se zaključiti kako je u cijelom promatranom razdoblju fiskalna politika utjecala na rast javnog duga, a potrebe za jačom prilagodbom posebno su bile izražene u uvjetima recesije. Obzirom da su očekivane stope rasta BDP-a u 2015. i 2016. godini relativno niske (između 2%-2,5%) te da je u istim godinama došlo do nešto povoljnijih uvjeta (re)financiranja duga, bez značajnije fiskalne prilagodbe postojeća razina javnog duga u najboljem slučaju može stagnirati. Kao nedostatak ove analize svakako treba spomenuti usmjerenost na izravne obveze države, čime je zanemaren značajan dio potencijalnih obveza države, čime bi se prikazala šira i možda drugačija slika fiskalne održivosti u Hrvatskoj.

## Literatura:

- AMECO (2016.), *Annual macro-economic database (AMECO)*, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs.
- Babić, A., Bajo, A., Bubaš, Z. i Švaljek, S. (2001.), Javni dug u Republici Hrvatskoj, *Financijska teorija i praksa*, 25(1), str. 1-97.
- Babić, A.; Krznar, I.; Nestić, D. & Švaljek, S. (2003.), Dinamička analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13(97), str. 77-126.
- Bajo, A. i Primorac, M. (2013.), Troškovi zaduživanja i prinosi na hrvatske državne obveznice, *IJF Newsletter*, br. 83.
- Balassone, F. & Franco, D. (2000.), *Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU*, in: Banca d'Italia, *Fiscal Sustainability*, str. 21-60.
- Blanchard, O., Chouraqui, J. C., Hagemann R. P., & Sartor, N. (1990.), *The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question*, *OECD Economic Studies*, No. 15, str. 7-36.
- Buiter, W. H. (1985.), *Guide to Public Sector Debt and Deficits*, Center Discussion Paper, No. 493. Yale University, Economic Growth Center.
- Cota, B., Žigman, A. (2011.), Utjecaj fiskalne politike na razlike u prinosima državnih obveznica na tržištima u nastajanju, *Financijska teorija i praksa*, 35(49), str. 385-412.
- HNB (2016a.), *Statistika – Opća država – Dug opće države*, <http://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/opca-drzava/dug-opce-drzave> (pregledano 20. 12.2016.)
- HNB (2016b.), *Financijska stabilnost*, br. 17. Zagreb: Hrvatska narodna banka.
- Mihaljek, D. (2003.), *Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja*, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 13(97), str. 29-75.
- Mihaljek, D. (2009.), *The global financial crisis and fiscal policy in Central and Eastern Europe: the 2009 Croatian budget odyssey*, *Financial Theory and Practice*, 33(3), str. 239-272.
- Ministarstvo financija (2016a.), *Mjesečni statistički prikaz*, travanj-lipanj 2016. Zagreb: Ministarstvo financija.
- Ministarstvo financija (2016b.), *Pregled međunarodnih obveznica izdanih od strane Republike Hrvatske*, <http://www.mfin.hr/hr/obveznice-medunarodne> (pregledano 22. 12. 2016.)



- Sever, I. (2005.), Kreirani vanjski javni dug Hrvatske i njegova upotreba, u: B. Jelčić & J. Šimović (ur.) Hrvatska pred vratima EU: fiskalni aspekt. Zagreb: HAZU, str. 125-149.
- Sopek, P. (2009.), Utjecaj financijske krize na primarni proračunski deficit i javni dug Hrvatske, *Financijska teorija i praksa*, 33(3), str. 277-302.
- Sopek, P. (2011.), Testing the sustainability of the Croatian public debt with dynamic models, *Financial Theory & practice*, 35(4), str. 413-442.
- Šimović, H., Ćorić, T. i Deskar-Škrbić, M. (2014.), Mogućnosti i ograničenja fiskalne politike u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, 65(6), str. 541-575.



izv. prof. dr.sc. Nika Šimurina  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu  
E-mail: nsimurina@efzg.hr

Matej Bule, univ. bacc. oec.  
E-mail: bule.matej@gmail.com

## KOMPARATIVNA ANALIZA UČINKA FISKALNOGA PRAVILA NA FISKALNU DISCIPLINU ZEMLJA ČLANICA EU-10<sup>1</sup>

### SAŽETAK

Posljednja svjetska financijska kriza vrlo je jasno označila početak ekonomskoga razdoblja kojemu će u fokusu biti fiskalni izazovi. Stoga se u ovome radu istražuje utjecaj fiskalnoga pravila na fiskalnu disciplinu na uzorku zemalja članica EU-10. Fiskalno pravilo ne garantira bolje proračunske rezultate budući da je dio fiskalnoga okvira ili režima te mora biti popraćeno i kvalitetnim zakonskim i institucionalnim okvirom. Svako se fiskalno pravilo sastoji od šest ključnih komponenti, a to su pravna snaga, pokriće razine vlasti, pokriće agregata kojeg regulira, posebne klauzule, automatski korektivni mehanizmi i institucionalni okvir. Komparativnom analizom fiskalnih pokazatelja u razdoblju od 2004. do 2013. godine na uzorku zemalja članica EU-10, zaključeno je kako kvalitetno tehnički strukturirano fiskalno pravilo koje ograničava kretanje udjela javnoga duga u BDP-u, ili čak zahtijeva uravnotežen proračun, zajedno sa solidnim fiskalnim okvirom kao potpornjem, može značajno pridonijeti održavanju i uspostavljanju dugoročne fiskalne discipline, odnosno održivosti javnoga duga.

**Ključne riječi:** fiskalno pravilo, fiskalna disciplina, zemlje članice EU-10, deficit opće države, rashodi

### 1. Uvod

Posljednja svjetska financijska kriza vrlo je jasno označila početak ekonomskoga razdoblja kojemu će u fokusu biti fiskalni izazovi. Većina je zemalja morala pronaći način za ispravljanje velikih fiskalnih neravnoteža uzrokovanih sklonošću političkih elita proračunskom populizmu, ali i zbog pogoršanja demografske strukture stanovništva te su se stoga odlučile na primjenu fiskalnog pravila. Prema podacima Međunarodnoga monetarnoga fonda (MMF) od 1990. do 2015. godine udeseterostručio se broj zemalja koje su u svoj fiskalni režim uvrstile numeričko fiskalno pravilo. Razlog tomu je uvjerenje mnogih kreatora fiskalne politike kako

---

1 Ovaj rad nastao je na temelju završnog rada na preddiplomskom studiju koji je Matej Bule izradio pod mentorstvom izv. prof. dr. sc. Nike Šimurine

fiskalno pravilo zaista može doprinijeti uspostavljanju i očuvanju fiskalne discipline. S druge strane, znanstvena istraživanja o fiskalnome pravilu kreću se od izrazito kritičkog pogleda na učinke njegove implementacije pa sve do proklamiranja fiskalnoga pravila kao svojevrsne panaceje za sve fiskalne probleme. Obzirom da je do 1990. godine svega nekoliko zemalja imalo fiskalno pravilo, vremenske su serije sve donedavno bile prekratke za složenija empirijska istraživanja.

Fiskalno pravilo izuzetno je popularno u EU-u, što ne čudi, budući da pored spomenutih fiskalnih izazova starenja stanovništva i proračunskog populizma EU nastoji uspostaviti čvrstu monetarnu uniju za čiju je stabilnost izrazito važna fiskalna disciplina zemalja članica. Vrhunac tih napora je Fiskalni pakt iz 2012. godine koji su potpisale sve države članice osim Ujedinjenoga Kraljevstva i Češke. On, između ostalog, obvezuje zemlje potpisnice na uvođenje fiskalnoga pravila uravnoteženoga strukturnog proračuna. Stoga se može očekivati da će se u nadolazećem razdoblju fiskalni režimi zemalja članica EU-a razvijati s fiskalnim pravilom kao temeljem.

U ovome radu se istražuje utjecaj različitih fiskalnih pravila na fiskalnu politiku na uzorku zemalja članica EU-10 koji čine Estonija, Latvija, Litva, Poljska, Češka, Slovačka, Bugarska, Rumunjska, Mađarska i Slovenija. Kako se u radu kao ključna metoda koristi komparativna analiza, važno je naglasiti nekoliko razloga koji zemlje grupe EU-10 čine usporedivima. Radi se o bivšim komunističkim državama koje su od početka 1990-ih prošle period tranzicije u tržišnu ekonomiju, većina ih je ušla u punopravno članstvo EU-a 2004. godine, a Rumunjska i Bugarska 2007. godine. Tranzicijski je proces uvjetovao slične ekonomske probleme i izazove poput osnivanja burzi i nadzornih tijela financijskih tržišta, reformi u javnom sektoru, privatizacije itd. Stoga zemlje članice EU-10 karakterizira mnogo sličnosti u njihovu ekonomskom razvojnom putu, što uz model male otvorene ekonomije, na kojemu počiva većina ekonomija spomenutih zemalja, čini ovu skupinu zemalja povoljnom za uvjerljivu komparativnu analizu.

Razdoblje u kojemu se zemlje promatraju obuhvaća period od ulaska u EU 2004. godine do 2013. godine, u kojemu su sve zemlje, osim Poljske, prošle od vrhunca ekspanzije poslovnoga ciklusa početkom razdoblja, do recesije sredinom razdoblja te oporavka krajem, što je ključno za izučavanje učinaka pravila u različitim okolnostima.

## 2. Pregled literature

Alesina i Bayoumi (1996) sva relevantna istraživanja utjecaja fiskalnih pravila svode na dva osnovna pitanja, a to su mogućnost fiskalnih pravila da potaknu i uspostave fiskalnu disciplinu te se, ako ta mogućnost zaista

postoji, postavlja drugo pitanje koje problematizira manju fleksibilnost fiskalne politike zbog uvođenja fiskalnoga pravila te kakve posljedice manja fleksibilnost može imati po kretanje BDP-a. Spomenuta su pitanja svakako uzročno-posljedično povezana, pogotovo u dijelu rasprave o adresiranju problema procikličke fiskalne politike. Ipak, iako se ovaj rad dotiče procikličnosti i kretanja BDP-a, primarno se bavi prvim pitanjem, odnosno utjecajem fiskalnih pravila na fiskalnu disciplinu.

Fiskalno je pravilo potrebno smjestiti u okvir različitih škola ekonomske misli te zatim vidjeti kako recentna ekonomska istraživanja uopće definiraju fiskalno pravilo i do kojih zaključaka dolaze kada je riječ u utjecaju pravila na fiskalnu disciplinu. Marneffe, Aarle, van der Wielen i Vereeck (2011) analiziraju utjecaj fiskalnoga pravila u eurozoni smještajući fiskalno pravilo u teorijski kontekst najpoznatijih ekonomskih škola ili pristupa ekonomiji, odnosno u neoklasični i kejnezijanski koncept. Međutim, kejnezijanska ekonomska politika u praksi nailazi na problem procikličnosti u vremenima ekonomske ekspanzije. Alesina i Tabellini (2005) problem vide u političkoj utakmici koja stvara uvjete u kojima su vladajući spremni tolerirati visoke deficite proračuna (*eng. deficit bias*), ne vodeći računa o dugoročnoj održivosti fiskalne pozicije. Stoga Marneffe, Aarle, van der Wielen i Vereeck (2011) ističu koncept uravnoteženog strukturno prilagođenog proračuna i ciklički prilagođenog proračuna, čime se zapravo nastoji pomiriti neoklasični pristup, koji inzistira na dugoročnoj održivosti i disciplini, i pristup koji inzistira na kratkoročnoj ulozi kontracikličke fiskalne politike. Tako se neoklasične ideje primjenjuju na strukturno uravnoteženom proračunu, dok se kejnezijanske primjenjuju na ciklički prilagođenom proračunu.

Wyplosz (2012) ističe da fiskalno pravilo dolazi u mnogo različitih oblika, ali im je zajednička karakteristika da nameću numeričke norme koje se tiču proračunskoga salda te proračunskih prihoda ili rashoda. Schaechter, Kinda, Budina i Weber (2012) smatraju da fiskalno pravilo nameće dugotrajno ograničenje fiskalnoj politici putem numeričkih ograničenja na različite proračunske veličine. S istom će se definicijom složiti Kennedy, Robbins i Delorme (2001), samo što se, prema njihovom viđenju, radi o zakonskom ili ustavnom ograničenju. Kopits i Symansky (1998) također definiraju pravilo kao trajno ograničenje fiskalnoj politici u obliku određenoga indikatora ukupnih fiskalnih performansi, ali ističu da je ključ u njegovoj trajnosti i kontinuiranoj primjeni od strane izvršne vlasti u određenoj državi, bilo na nacionalnoj ili podnacionalnoj razini.

Očito je da same definicije fiskalnoga pravila ne upućuju na kompleksnost koja se krije iza tog pojma. Osnovni je razlog tome što namjera uvođenja fiskalnoga pravila može biti različita. Tako Kennedy, Robbins i Delorme (2001) navode četiri razloga za uvođenje fiskalnoga pravila koji se međusobno ne isključuju, a to su: osiguravanje makroekonomske

stabilnosti, smanjenje negativnih eksternalija unutar federacije ili međunarodnog sporazuma, osnaživanje kredibiliteta vladine fiskalne politike i smanjenje deficita te osiguravanje stabilnosti dugoročne fiskalne pozicije. Posljednja dva razloga ujedno su i osnovni preduvjeti fiskalne discipline. Naime, definicija kaže da fiskalna disciplina postoji kada je u dužem razdoblju odnos javnoga duga i BDP-a stacionaran (Wyploz, 2012). Taj je zahtjev često narušen sklonošću nositelja vlasti da toleriraju visoke i neodržive deficite proračuna nastale kao posljedica pogodovanja interesnim skupinama, što sve u konačnici rezultira porastom udjela javnoga duga u BDP-u i prenošenjem tereta fiskalne discipline na sljedeća razdoblja ili čak sljedeće generacije.

Na kraju, postavlja se i pitanje učinka fiskalnoga pravila na fiskalnu disciplinu, što je i osnovni predmet istraživanja ovoga rada. Brzozowski i Siwinska-Gorzalak (2010), ispitujući utjecaj fiskalnih pravila na volatilitet fiskalne politike, empirijski potvrđuju svoje teorijske pretpostavke da pravila koja nastoje smanjiti deficit destabiliziraju fiskalnu politiku, dok pravila koja ograničavaju kretanje javnoga duga stabiliziraju fiskalnu politiku. Nerlich i Reuter (2013), istražujući utjecaj različitih fiskalnih okvira na proračunske rezultate, i to na 27 država članica EU-a od 1990. do 2012. godine, nalaze da numerička fiskalna pravila mogu značajno poboljšati primarni saldo proračuna.

### 3. Vrste i ključne sastavnice fiskalnoga pravila

Prema Drazenu (2002), fiskalna se pravila mogu podijeliti na dvije općenite kategorije. Prvu, koja postavlja različita kvantitativna ograničenja na varijable kao što su deficit, rashodi proračuna i sl., dok u drugu kategoriju spadaju restrikcije procedure kojom se donose odluke iz područja fiskalne politike. Ipak, pod fiskalnim pravilom podrazumijevaju se samo numerička ograničenja, kako stoji u uvodnom dijelu i iznesenoj definiciji istraživača MMF-a, što isključuje Drazenovu proširenu definiciju. Kada se jasno odredi što fiskalno pravilo jest, a što nije, tada se ona mogu sistematizirati na razne načine pa se tako obzirom na njihovu trajnost mogu podijeliti na privremena i trajna, obzirom na razinu vlasti mogu obuhvatiti centralni ili lokalne proračune itd. Međutim, najvažnija je odrednica fiskalnoga pravila agregat na koji nameće ograničenja pa se tako razlikuju četiri vrste pravila (Schaechter, Kinda, Budina i Weber, 2012): pravilo koje ograničava kretanje javnoga duga, pravilo uravnoteženoga proračuna, pravilo koje nameće ograničenja na prihode proračuna i pravilo koje ograničava rashode proračuna.

Prva vrsta pravila, koje obično stavlja ograničenje na postotni udio javnoga duga u BDP-u, spada u najjednostavnija pravila koja se vrlo lako predstavljaju javnosti. Izvrsna su za praćenje održivosti ekonomskoga modela zemlje jer konstantni rast udjela javnoga duga u BDP-u očito

sugerira suprotno, ali takva vrsta pravila nije dobra za kratkoročno praćenje fiskalne pozicije. Stoga je trend da razvijene zemlje orijentirane na ekonomsku održivost koriste ovu vrstu pravila, dok zemlje u razvoju zbog specifičnosti modela male otvorene ekonomije i važnosti kratkoročnog praćenja fiskalne pozicije koriste neke druge vrste pravila. Pravilo koje ograničava udio duga u BDP-u ima izražen problem računovodstvenih standarda, odnosno obuhvata duga, a eklatantan primjer toga su dana državna jamstva. Iako najnovije metodologije, poput ESA 2010, nastoje da obuhvat bude što širi, i dalje postoji prostor za manipulacije; primjerice, uključivanje projekata javno-privatnog partnerstva u javni dug. Dodatni problem ove vrste pravila je situacija u kojoj zemlja ima udio javnoga duga u BDP-u daleko ispod propisane granice, ali to ne mora značiti da je njena fiskalna politika dugoročno održiva i da nije na putu značajnoga pogoršanja (Schaechter, Kinda, Budina i Weber, 2012). U tom kontekstu takvo pravilo, kada postoji samostalno, nije dovoljan instrument održavanja fiskalne discipline.

Pravilo uravnoteženoga proračuna ograničava varijable koje primarno utječu na omjer duga, a koje su uvelike pod kontrolom kreatora politike. Ono može zahtijevati uravnotežen proračun, ciklički prilagođen proračun, strukturno prilagođen proračun ili zahtijevati da proračun bude uravnotežen tijekom poslovnoga ciklusa (engl. *balanced over the business cycle*), odnosno da ostvaruje suficite u vrijeme ekspanzije i deficite u vrijeme recesije. Važno je napomenuti da su posljednja tri znatno fleksibilnija, tj. imaju značajke ekonomskoga stabilizatora. Ipak, praćenje takvih pravila je iznimno kompleksno budući da je teško pratiti i odrediti samo kretanje poslovnoga ciklusa, a sukladno tome, izuzetno je teško javnosti predstaviti takvo pravilo.

Treća vrsta pravila su pravila koja postavljaju ograničenje na ukupnu, primarnu ili tekuću potrošnju te se obično određuju u apsolutnim iznosima, stopama rasta ili udjelom u BDP-u s vremenskim rasponom od tri do pet godina. Ponovno, takvo pravilo je veoma jednostavno i time ga je lako predstaviti javnosti, može biti dobar instrument za postepenu konsolidaciju u kombinaciji s ostalim pravilima, ali ipak ima značajnih nedostataka. Naime, kako kontrolira samo kretanje rashoda te ih ne stavlja u odnos s prihodima, takvo pravilo nije izravno povezano s ciljem održivosti kretanja javnoga duga, što je jedna od temeljnih odrednica fiskalne discipline. Dodatno nauštrb cilja održivosti javnoga duga, mogu se iz pravila isključiti veoma osjetljivi rashodi u vremenima krize, poput naknada za nezaposlene. U tom slučaju pravilo može pospješiti kontracikličnost fiskalne politike za vrijeme recesije.

Posljednja vrsta pravila su ona koja postavljaju ograničenja na prihode te su usmjerena na pospješivanje prikupljanja poreza i sprječavanje namećanja prevelikog poreznog tereta. Radi se o veoma specifičnom pravilu

koje nije usmjereno na održivost javnoga duga, što je prva pomisao kada se radi o fiskalnome pravilu, a veoma se rijetko uvodi samostalno jer tako samo dodatno stimulira procikličku fiskalnu politiku, ali kada dolazi u paketu, obično služi za kontrolu udjela države u BDP-u, slično kao i pravilo na strani rashoda.

Iz svega je razvidno da su prve dvije vrste pravila korisnije za postizanje cilja održivosti javnoga duga, dok se druge dvije vrste pravila više koriste za ograničavanje udjela države u BDP-u. Kada je riječ o cilju ekonomske stabilizacije, izrazitu ekonomsko-stabilizacijsku funkciju imaju samo podvrste pravila uravnoteženog proračuna, i to pravila uravnoteženog ciklički i strukturno prilagođenog proračuna te pravilo uravnoteženog proračuna tijekom poslovnog ciklusa (engl. *balanced over the business cycle*). Stoga je razumljivo da se pravila prilikom uvođenja kombiniraju; štoviše, već je pojašnjeno da pojedina pravila, samostalno uvedena, mogu imati štetan utjecaj na fiskalnu politiku. Često se kombinira pravilo koje ograničuje varijablu udjela javnoga duga u BDP-u s ciljem pospješivanja njegove održivosti, a paralelno se nedostaci toga pravila uklanjaju uvođenjem pravila koje ograničava rashode, čime se dodaje i komponenta kratkoročnog praćenja smjera fiskalnih kretanja.

Svako fiskalno pravilo sastoji se od šest ključnih komponenti: pravne snage, pokriva razine vlasti, pokriva agregata kojega regulira, posebne klauzule, automatskih korektivnih mehanizama i institucionalnog okvira. Kada se radi o pravnoj snazi, tada se može govoriti o četiri razine na kojima se uvodi fiskalno pravilo, a prema metodologiji koju koristi MMF. Prva i druga razina su političko opredjeljenje (eng. *political commitment*) i koalicijski sporazum, gdje uspjeh pravila ovisi pretežito o političkoj volji i ustrajnosti koalicijskih partnera na dogovorenom. Međutim, želi li se uvesti nešto trajnije fiskalno pravilo, tada se ono obično nameće u vidu posebnoga zakona. Takvo rješenje dominira u odnosu na koalicijski sporazum, političku obavezu ili posljednju razinu, a to je unošenje pravila u ustav. Razina vlasti koju fiskalno pravilo pokriva može se odnositi na ukupne fiskalne agregate na razini države ili na lokalnoj razini. Većina međunarodnih fiskalnih pravila odnosi se na ukupne agregate na razini države, što je razumljivo, budući da se međunarodna fiskalna pravila odnose na monetarne unije koje se žele zaštititi od neodgovorne fiskalne politike zemalja članica, odnosno uglavnom na EMU i EU, a najpoznatije takvo pravilo je Pakt o stabilnosti i rastu.

Jedne od najvažnijih komponenti svakoga fiskalnoga pravila su posebne klauzule, koje omogućuju izbjegavanje odredbi fiskalnoga pravila (engl. *escape clauses*). Naravno, one daju određenu fleksibilnost pravilu, koja je zasigurno potrebna, te nastoje predvidjeti neke iznenadne situacije. Uobičajene posebne klauzule omogućuju da se izbjegne poštivanje pravila u slučaju prirodne katastrofe, recesije, tj. depresije, a primjerice u



Slovačkoj, u slučaju sanacije banaka. Da bi pravilo bilo što efikasnije, važno je da posebne klauzule budu vrlo precizno definirane.

Osim zakonodavne razine na kojoj se pravilo uvodi, automatski korektivni mehanizmi otkrivaju stvarnu volju kreatora politike da se uvede kvalitetno fiskalno pravilo i time pospješi fiskalna disciplina. Automatski korektivni mehanizmi su *ex post* devijacija od propisanog pravila i mogu povećati njegovu provedivost, ali su dosad ugrađeni u svega nekoliko pravila. Primjer takvoga mehanizma je u Slovačkoj, gdje u slučaju da javni dug prelazi 50% BDP-a, ministar financija mora objasniti povećanje i predstaviti mjere njegova smanjenja. Na 53% udjela javnoga duga u BDP-u Vlada Republike Slovačke mora usvojiti paket mjera za smanjenje javnoga duga i zamrznuti plaće. Na 55% udjela, svi se rashodi smanjuju za 3% itd. Iluzorno je očekivati ovakve samonametnute mehanizme od strane kreatora politike u brojnim državama, iako proširenje Pakta o stabilnosti i rastu iz 2012. godine na to obvezuje.

Fiskalno pravilo ne garantira bolje proračunske rezultate (Bergman, Hutchinson i Jensen, 2013). Neki ga mogu smatrati izuzetno važnim, ali ono definitivno ne funkcionira ako nije popraćeno kvalitetnom podrškom potpornih zakonskih rješenja i institucija.

#### 4. Komparativna analiza učinka fiskalnoga pravila na fiskalnu disciplinu zemalja članica EU-10

U ožujku 2012. godine 25 zemalja članica EU-a, odnosno sve članice osim Češke i Ujedinjenoga Kraljevstva, potpisale su Fiskalni pakt (engl. *Fiscal compact*), sporazum koji obvezuje zemlje potpisnice da unutar godine dana od stupanja pakta na snagu uvedu pravilo uravnoteženog proračuna po kojemu strukturni deficiti ne smije prelaziti 0,5% BDP-a. Dakle, radi se o fiskalnome pravilu, k tome s automatskim korektivnim mehanizmima i sa zahtjevom da se unese u nacionalnu legislativu na ustavnoj razini ili u zakonskom aktu slične snage. Šest od deset promatranih zemalja imalo je pravilo tijekom tog desetogodišnjeg razdoblja, i to: Estonija, Litva, Poljska, Mađarska, Bugarska i Rumunjska. S druge strane, Latvija, Češka, Slovačka i Slovenija nisu imale pravilo. Međutim, Rumunjska i Mađarska su *sui generis* zemlje pa se promatraju odvojeno od preostale četiri zemlje s fiskalnim pravilom. Mađarska je, sve do izbijanja krize u Grčkoj, bila zemlja-slučaj u EU-u po pitanju fiskalnih prilika. Bilježila je značajne deficite proračuna u trenucima vrhunca ekspanzije u EU-u, zbog čega je godinama bila u Proceduri prekomjernoga deficita. S druge strane, Rumunjska je specifična iz razloga što je pravilo uvela 2010. godine, odnosno krajem promatranoga razdoblja te je jedina takva zemlja, zbog čega se mora promatrati odvojeno od ostatka zemalja.

#### 4.1. Estonija, Bugarska, Poljska i Litva

Fiskalno pravilo uvedeno 1993. godine u Estoniju bilo je temelj ekonomske i fiskalne politike u zemlji sve do danas. Iako pravilo nikada nije bilo pravno formalizirano u obliku zakona sve do 2014. godine, sve su ga vladajuće garniture ugrađivale u koalicijske sporazume ili ga poštivale do trenutka kada je zbog velike svjetske ekonomske krize pridržavanje odredbi pravila bilo nemoguće (Tournemire, Ayuso-i-Casals, Gaudillat i Snajdr, 2011). U Estoniji ne postoji nikakva nadopuna ovakvoga fiskalnog režima fiskalnim institucijama, ne postoji neovisno tijelo koje daje neovisne procjene, već ih daje ministarstvo financija zajedno s centralnom bankom. Nisu definirane nikakve posebne klauzule, a za nadzor implementacije pravila zaduženo je ministarstvo financija. Stoga Estonija od 2004. do 2013. godine implementira samo jedno pravilo na razini opće države s minimalnim tehničkim izmjenama tijekom tog razdoblja. Ipak, Estonija se uglavnom pridržavala pravila neuobičajeno disciplinirano te će se u konačnici pokazati kao jedna od najuspješnijih zemlja po pitanju održavanja fiskalne discipline.

Bugarski fiskalni režim pružao je dobar okvir za upravljanje javnim financijama sve do krizne 2009. godine, kada je pokazao značajne nedostatke. Zakonom o državnom dugu iz 2003. godine Bugarska uvodi veoma kompleksno fiskalno pravilo. Naime, ograničava se varijabla javnoga duga postavljanjem limita na godišnje zaduživanje, izdavanje državnih jamstava te ne dopušta rast neplaćenih dugovanja iznad prošlogodišnje razine ako udio javnoga duga u BDP-u prelazi 60%. Zakon je bio na snazi sve do 2014. godine kada je zamijenjen Zakonom o javnim financijama koji ne mijenja spomenute odredbe, već ih nadopunjuje korektivnim mehanizmima u slučaju kršenja (Bova, Kinda, Muthooru i Toscani, 2015). Drugo pravilo, koje je uvedeno 2006. godine, odnosi se na rashode proračuna, odnosno ne dopušta im rast iznad 40% udjela u BDP-u. Sve do 2009. godine radilo se o političkoj obvezi te je iste godine probijeno. Tek 2012. godine ponovno je uvedeno, ali ovaj put na zakonskoj osnovi, tj. u sklopu Zakona o financijskoj stabilizaciji, a od 2014. godine je nepromijenjeno u sklopu Zakona o javnim financijama. Nažalost, nema jasne posebne klauzule ili neovisnog tijela za davanje proračunskih procjena. Njegovu implementaciju nadzire ministarstvo financija, a ne neovisno tijelo, što pravilo čini slabim i nedovoljno obvezujućim. Treće fiskalno pravilo u Bugarskoj je pravilo uravnoteženoga proračuna iz 2006. godine. Sve do 2009. godine riječ je bila o političkoj obvezi da se proračun opće države uravnoteži ili da bude u suficitu, a nakon krizne 2009. godine zahtijeva da se deficit postepeno svede ispod 3% BDP-a, dok od 2012. godine, kada je uobičajeno unutar Zakona o financijskoj stabilnosti, pravilo nameće održavanje deficita ispod 2% BDP-a. Ponovno, ni ovo pravilo nema posebne klauzule, neovisno tijelo za nadzor implementacije itd.,

što ga čini tehnički manjkavim. Takav fiskalni okvir od 2005. godine Bugarska nadopunjuje i ograničenjima zaduživanja i izdavanja garancija lokalnih jedinica. Dakle, očito je da Bugarska godinama nastoji unaprijediti svoj fiskalni okvir te da u cijelom promatranom razdoblju od 2004. do 2013. godine ima fiskalno pravilo, a od 2006. godine čak tri.

Zemlja	Vrsta pravila	Pravna snaga	Trajanje	Razina vlasti	Automatski korektivni mehanizmi	Neovisno tijelo za nadzor	PK*
Estonija	uravnotežen proračun	trajanje	1993. g. do danas	opća država	da	ne	ne
Bugarska	ograničenje javnoga duga	zakon	2003. godine do danas	opća država	da	ne	ne
	ograničenje rashoda	zakon	od 2006. godine	opća država	ne	ne	ne
	uravnotežen proračun	zakon	od 2006. godine	opća država	ne	ne	ne

Tablica 1. Pregled pravila u Estoniji i Bugarskoj

Izvor: izradili autori prema Fiscal Rules at a Glance, MMF 2015.

\*PK – posebne klauzule

Litva je zemlja koja je od 1997. do 2015. godine uvela sve četiri vrste fiskalnoga pravila, najprije u obliku zakona, a 2015. godine, obzirom na obveze proizašle iz Fiskalnoga pakta, pravilo uravnoteženog proračuna uvodi na ustavnoj razini. Unatoč tomu, 2011. godine moglo se konstatirati da litavski fiskalni okvir pati od značajnih slabosti povezanih s manjkom transparentnosti proračunskoga procesa, uključujući prikladno izvješćivanje o prihodima i izvršenju rashoda, slabosti u nadzoru izvršenja fiskalnih ciljeva te usporedivosti proračunskih indikatora po gotovinskoj i obračunskoj metodi (Tournemire, Ayuso-i-Casals, Gaudillat i Snajdr, 2011). Fiskalni se okvir pokazao nedoraslim za postizanje ključnoga cilja, a to je obuzdavanje procikličke fiskalne politike obzirom na izrazito visoke stope rasta BDP-a i pregrijavanje ekonomije.

Poljska temelj svoga fiskalnoga režima postavlja Zakonom o javnim financijama. On nadopunjuje fiskalno pravilo u ustavu na način da određuje automatske korektivne mehanizme za situaciju u kojoj udio javnoga duga u BDP-u prelazi 50, 55 i 60% (Bova, Kinda, Muthoora i Toscani, 2015). Osim ustavnoga pravila iz 1999. godine i Zakona o javnim financijama, može se spomenuti i pokušaj uvođenja pravila uravnoteženoga proračuna 2006. godine kao političke obveze. Pokušalo se održati nominalno sidro deficita proračuna centralne države na četiri godine u iznosu od 30 milijardi poljskih zlota, no bezuspješno. U međuvremenu su se pokazatelji poljskih javnih financija toliko pogoršali da je Poljska 2009. godine ušla u proceduru prekomjernoga deficita EDP (engl. *excessive deficit procedure*) nametnutu od strane Europske komisije (EK). Poljska tek 2011. godine uvodi ograničenje na rast diskrecijske potrošnje cen-

tralne države koji ne može biti veći od 1% iznad indeksa inflacije. Ipak, pokazalo se da novo pravilo ima dosta nedostataka, da se nedovoljno jasno utvrđuje koji su to rashodi diskrecijski, da postoji mogućnost za *ad hoc* povećanje rashoda te da nema automatskih korektivnih mehanizama i propisanog procesa nadzora implementacije (Tournemire, Ayuso-i-Casals, Gaudillat i Snajdr, 2011). Dakle, Poljska je tijekom cijeloga promatranoga razdoblja imala izuzetno kvalitetno ustavno fiskalno pravilo koje određuje gornju granicu udjela javnoga duga u BDP-u, a od 2011. godine ima pravilo na strani rashoda na zakonskoj razini, uvedeno u sklopu brojnih mjera za izlazak iz EDP-a, koje se pokazalo manjkavim. Stoga i danas stoji ocjena da trenutni fiskalni okvir u Poljskoj pruža širok splet instrumenata, ali mu nedostaje obvezujući karakter u mnogim aspektima, pogotovo kada se radi o srednjoročnom proračunskom upravljanju.

Zemlja	Vrsta pravila	Pravna snaga	Trajanje	Razina vlasti	Automatski korektivni mehanizmi	Neovisno tijelo za nadzor	PK
Poljska	ograničenje javnoga duga	ustav	1999. godine do danas	opća država	da	ne	ne
	uravnotežen proračun	politička obveza	2006. do 2007. godine	središnja država	ne	ne	ne
	ograničenje rashoda	zakon	2011. godine do danas	središnja država	ne	ne	ne
Litva	ograničenje javnoga duga	Zakon	od 1997. godine do danas	središnja država	ne	ne	ne
	ograničenje rashoda	zakon	od 2008. godine	opća država	da	ne	ne
	ograničenje prihoda	zakon	od 2008. godine	opća država	da	ne	ne
	uravnotežen proračun	ustav	od 2015. godine	središnja država	da	da	ne

Tablica 2. Pregled pravila u Poljskoj i Litvi

Izvor: izradili autori prema Fiscal Rules at a Glance, MMF 2015.

\*PK – posebne klauzule

## 4.2. Mađarska i Bugarska

Na primjeru Mađarske jasno se može utvrditi utjecaj izbornog ciklusa na javne financije, gdje je deficit proračuna opće države bio najveći u izbornim godinama, a to su redom 1994., 1998., 2002. i 2006. godina (Tournemire, Ayuso-i-Casals, Gaudillat i Snajdr, 2011). Stoga je razumljivo da su mađarske javne financije bile u izrazito lošem stanju te je Mađarska po samome ulasku u EU 2004. godine ubrzo ušla u EDP, u kojemu je do danas. Stoga se Mađarska u kontekstu donošenja zaključaka u ovo-

me radu mora gledati kao *sui generis* među svim promatranim zemljama. Mađarski Zakon o javnim financijama nije se praktično mijenjao od usvajanja 1992. godine sve do kraja 2008. godine, kada je izmijenjen te nadopunjen Zakonom o fiskalnoj odgovornosti za vrijeme aranžmana s MMF-om uslijed svjetske ekonomske krize. Mađarska je do 2010. godine imala samo veoma slabo proceduralno fiskalno pravilo uvedeno 2004. godine, koje je zakonom određivalo da proračun opće države mora biti u primarnom suficitu. Promjenom vlasti 2010. godine došlo je i do velikih izmjena u fiskalnom okviru koje su uvelike umanjile uspjehe iz 2008. godine pa su tako smijenjeni članovi fiskalnog odbora izabrani jednoglasno u parlamentu 2009. godine. U sklopu paketa mjera krajem 2008. godine usvojena su dva privremena pravila, a njihovu provedbu je djelomično nadzirao, doduše oslabljen, fiskalni odbor, bez jasnih posebnih klauzula ili automatskih korektivnih mehanizama. Prijelazno pravilo uravnoteženoga proračuna i prijelazno pravilo na strani rashoda bili su usmjereni na smanjenje deficita u 2010. i 2011. godini te limitiranje rasta rashoda. U 2012. godini na snagu je trebao stupiti pravilo koje ograničava kretanje javnoga duga, ali sve je to napušteno nakon novoga Zakona o ekonomskoj stabilizaciji iz 2011. godine, koji je zamijenio paket iz 2008. godine (Bova, Kinda, Muthoora i Toscani, 2015). Njime su se mađarske vlasti odlučile na uvrštavanje novog pravila u ustav, koje postavlja gornju granicu javnoga duga na 50% BDP-a, ali ono realno stupa na snagu tek 2016. godine, što je izvan promatranog razdoblja. Na kraju, može se zaključiti da je od 2004. do 2013. godine, uz većinom loš fiskalni okvir, Mađarska imala proceduralna i privremena fiskalna pravila.

Fiskalni okvir u Rumunjskoj godinama se ističe brojnim manjkavostima, kao što su slab nadzor nad proračunskim procesom, slabo proračunsko planiranje ili pak proceduralno fiskalno pravilo (Tournemire, Ayuso-i-Casals, Gaudillat i Snajdr, 2011). To je dovelo do izrazito procikličke fiskalne politike u vremenima ekspanzije i onemogućilo kontracikličku politiku tijekom recesije. Nakon što su iskusile negativne posljedice takve politike, rumunjske se vlasti okreću jačanju fiskalnoga okvira 2010. godine putem paketa mjera unutar Zakona o fiskalnoj odgovornosti. Tako se odlučuju na kombinaciju osnaživanja fiskalnog odbora sa značajnim ovlastima i uvođenja fiskalnog pravila. Radi se o pravilu koje postavlja ograničenje na rashode općeg proračuna, odnosno radi se o nizu propisanih pravila. Nisu određena trajna numerička ograničenja, već će se ona usvajati ovisno o postavljenim ciljevima srednjoročnog proračunskog okvira ili MTBF (engl. *medium-term budgetary framework*). Tako jedno o pravila nalaže da deficit konsolidiranog proračuna opće države i rashodi za plaće ne mogu biti viši od maksimuma propisanog MTBF-om. S druge strane, ukupni rashodi proračuna opće države umanjeni za transfere iz fondova EU-a ne mogu biti viši od maksimalnog iznosa propisanog MTBF-om. Zanimljiva je odredba unutar pravila prema kojoj

tijekom godine sredstva namijenjena za kapitalne rashode ne mogu biti preusmjerena na tekuću potrošnju. Što se tiče posebnih klauzula, one su veoma detaljno razrađene. Kako se pravilo oslanja na MTBF, ono dopušta promjene ciljeva MTBF-a ako dođe do promjene vlasti, značajnog poremećaja makroekonomskih prilika ili ako se promijeni obuhvat proračuna. Zakon o fiskalnoj odgovornosti propisuje obvezu vlade da prezentira rezultate implementacije pravila više puta godišnje te snažne automatske korektivne mehanizme u slučaju kršenja, kao što je zabrana izdavanja državnih jamstava ili zabrana povećanja rashoda proračuna. Na primjeru Rumunjske može se vidjeti kvalitetna kombinacija pravila i institucija, gdje fiskalni odbor, osnovan u okviru Zakona o fiskalnoj odgovornosti, ima važnu ulogu.

Zemlja	Vrsta pravila	Pravna snaga	Trajanje	Razina vlasti	Automatski korektivni mehanizmi	Neovisno tijelo za nadzor	PK
Mađarska	uravnotežen proračun	zakon	2004. do 2009. godine	opća država	ne	ne	ne
	uravnotežen proračun	zakon	2010. do 2011. godine	opća država	ne	da	ne
	ograničenje rashoda	zakon	2010. do 2011. godine	opća država	ne	da	ne
Rumunjska	ograničenje rashoda	zakon	2010. do 2012.	opća država	da	da	da
	uravnotežen proračun	zakon	2013. do danas	opća država	da	da	da
	ograničenje javnoga duga	zakon	2013. do danas	opća država	da	da	da

**Tablica 3.** Pregled pravila u Mađarskoj i Rumunjskoj

Izvor: izradili autori prema Fiscal Rules at a Glance, MMF 2015.

\*PK – posebne klauzule

### 4.3. Češka, Slovačka, Slovenija i Latvija

Tijekom razdoblja od 2004. do 2013. godine Češka, Slovačka, Slovenija i Latvija nisu imale fiskalno pravilo, no ipak treba obratiti pozornost na njihove fiskalne režime. Prva u nizu, Češka, ne može se u promatranom razdoblju pohvaliti kvalitetnim fiskalnim okvirom. Uspoređujući se s ostalim zemljama, riječ je o snazi fiskalnog okvira na razini prosjeka EU-a (Tournemire, Ayuso-i-Casals, Gaudillat i Snajdr, 2011). Doduše, reformom proračunskoga okvira 2004. godine, Češka uvodi MTBF koji postavlja numeričko ograničenje na kretanje rashoda proračuna, ali se kao takvo ne može prema definiciji MMF-a smatrati fiskalnim pravilom. Neki od problema koje ima fiskalni okvir u Češkoj su slabo funkcioniranje

MTBF-a čija se ograničenja rashoda često mijenjaju u smjeru veće potrošnje, ograničenjem nisu pokriveni svi rashodi, veliki problemi u kontroli izvanproračunskih fondova, nepostojanje fiskalnih institucija i pravila, ne postoje nikakva ograničenja za lokalne jedinice itd.

Slovačka tijekom promatranoga razdoblja nije imala fiskalno pravilo sve do sredine 2012. godine, kada uvodi ograničenje na udio javnoga duga u BDP-u na 50%, i to na ustavnoj razini. Obzirom da se radi o pravilu koje donosi dugoročne efekte i koje je uvedeno na samome kraju promatranoga razdoblja, Slovačka je svrstana u skupinu zemlja bez pravila, ali je Slovačka po nečemu ipak specifičan slučaj. Naime, unatoč činjenici da nema fiskalno pravilo do 2012. godine, ima izuzetno razvijen proračunski proces uspostavljen nakon reforme 2005. godine. Slovačka ne samo da ima kvalitetan MTBF, već donosi izuzetno detaljan trogodišnji proračun s određenim numeričkim pravilima. Stoga, ako se na prije obrađenim primjerima poput Litve, koja ima četiri fiskalna pravila, moglo ustanoviti da samo fiskalno pravilo bez kvalitetnoga fiskalnoga okvira nije dovoljno da se uspostavi fiskalna disciplina, tada Slovačka predstavlja primjer u kojemu kvalitetan fiskalni okvir, a pogotovo proračunsko planiranje i MTBF, bez fiskalnoga pravila neće donijeti fiskalnu disciplinu. Tako postojeći fiskalni režim nije uspio zaustaviti procikličku fiskalnu politiku pa je Slovačka u godinama rasta BDP-a od 8% bilježila deficite proračuna (Tournemire, Ayuso-i-Casals, Gaudillat i Snajdr, 2011).

Slično kao u slučaju Slovačke, Slovenija je u razdoblju 2004. do 2008. godine imala prosječan rast gospodarstva od gotovo 5%, dok je prosječan deficit u tome razdoblju bio 1,4 posto BDP-a (Tournemire, Ayuso-i-Casals, Gaudillat i Snajdr, 2011). To jasno ukazuje na loš fiskalni okvir koji nije spriječio procikličku fiskalnu politiku u vremenima ekspanzije. Do 2009. godine se slovenski fiskalni okvir doista slabo razvijao. Tek spomenute godine, Slovenija, pogođena ekonomskom krizom, kreće s velikim reformama fiskalnoga okvira. Uvodi se MTBF s numeričkim pravilom, ali se prema definiciji MMF-a ne može smatrati fiskalnim pravilom, obzirom da traje kraće od tri godine. Nadalje, uvodi se i fiskalni odbor s veoma malim ovlastima i sredstvima koji je u godinama nakon uvođenja imao zanemariv doprinos u uspostavljanju fiskalne discipline. Unatoč reformama, slovenski fiskalni okvir ostao je ozbiljno manjkav, odnosno i dalje ima nedostatke poput nejasnih makroekonomskih projekcija prilikom sastavljanja proračuna, problem metodološkog obuhvata proračuna, a posebno izvanproračunskih korisnika, nedovoljno obvezujući karakter fiskalnih propisa itd.

Posljednja promatrana zemlja je Latvija, a pokazalo se da je njezin fiskalni okvir imao nedjelotvornu stabilizacijsku ulogu, da je izložen procikličkoj politici, da ima relativno slabu višegodišnju perspektivu, da često tijekom godine mijenja proračun u procikličkom smjeru te da potpuno

izostaje čvrsto fiskalno pravilo na razini središnje države (Tournemire, Ayuso-i-Casals, Gaudillat i Snajdr, 2011). Ako se tome doda nepostojanje fiskalnih institucija i slab MTBF, latvijski fiskalni okvir pati od značajnih slabosti. Kao takav, najslabije je razvijen među baltičkim zemljama, iako je Latvija među prvima ispunila zahtjeve Fiskalnoga pakta i uvela pravilo uravnoteženoga proračuna u Ustav s početkom primjene sredinom 2013. godine. Obzirom da se radi samo o posljednjih nekoliko mjeseci promatranoga razdoblja, Latvija je svrstana u skupinu zemlja bez pravila.

## 5. Zaključak

Pregled teorije fiskalnoga pravila donosi nekoliko zaključaka. Unatoč tome što odredbe samoga pravila mogu biti vrlo jednostavne, sve postavke koje prate pravilo čine instrument izuzetno kompleksnim. Prvi problem na koji se nailazi je odabir agregata koji pravilo regulira jer ono u potpunosti determinira efekte koje pravilo postiže. Nadalje, kada se izabere odgovarajući agregat, potrebno je odrediti posebne klauzule za specifične ekonomske i društvene okolnosti kako bi se izbjegli negativni učinci pravila, odnosno kako bi se postigla ravnoteža između zahtjeva discipline, ali i potrebne fleksibilnosti. Potom, izuzetno je važno da pravilo ima obvezujući karakter, odnosno da ima automatske korektivne mehanizme u slučaju njegova kršenja ili da mu je pravna snaga dovoljna da prisili kreatore politike na poštivanje odredbi pravila. Također, pravilo mora biti realno. Čak i kada se kumulativno ispune svi prethodni zahtjevi, pravilo neće funkcionirati bez kvalitetne podrške ostatka fiskalnoga okvira. On mora omogućiti neovisan nadzor nad provođenjem pravila i dati neovisno tijelo koje daje proračunske procjene kako bi se izbjegle manipulacije pravilom.

Kada je riječ o zaključcima proizašlima iz komparativne analize, oni su također značajni. Obzirom na postojanje kvalitetnoga fiskalnoga pravila koje je usmjereno na održavanje dugoročne održivosti javnoga duga, Estonija i Bugarska su gotovo u potpunosti prevenirale značajna pogoršanja toga pokazatelja. U Poljskoj se pravilo koje ograničuje kretanje javnoga duga pokazalo djelotvornim u spomenutom razdoblju te je javni dug ostao ispod traženih 60% BDP-a. Spomenute tri zemlje zaista se po tome pitanju radikalno ističu od ostatka grupe, gdje su zemlje članice u potpunosti gubile kontrolu nad javnim financijama i održivosti javnoga duga. Stoga se zaključuje da fiskalno pravilo uravnoteženoga proračuna ili ograničenja kretanja javnoga duga može uvelike doprinijeti održivosti javnoga duga. Litavski primjer jedini ne ide u korist pravilu, obzirom da su fiskalni rezultati u Litvi bili loši, ali se pomnom analizom može utvrditi da su pravila bila loše tehnički strukturirana i nepopraćena razvojem ostatka fiskalnoga okvira. Rumunjska od uvođenja pravila 2010. godine bilježi napredak u postizanju fiskalne discipline.



## Literatura:

- Alesina, A., Bayoumi, T. (1996.), "The costs and benefits of fiscal rules: Evidence from US States", Working paper No. 5614, National Bureau of Economic Research
- Alesina, A., Tabellini, G. (2005.), "Why is fiscal policy often procyclical?", Working paper No. 11600, National Bureau of Economic Research
- Bergman, M., Hutchinson, M., Hougaard Jensen, S. (2013.), „Do Sound Public Finances Require Fiscal Rules Or Is Market Pressure Enough?“, Economic Papers 489, European Economy.
- Bova, E., Kinda, T., Muthoora, P., Toscani, F. (2015.), "Fiscal Rules at Glance", Working paper WP/12/273 update, International Monetary Fund.
- Brzozowski, M., Siwinska-Gorzela, J. (2010.), "The impact of fiscal rules on fiscal policy volatility", *Jornal of Applied Economics*, Vol. 13, No 2, str. 205-231.
- Drazen, A. (2002.), "Fiscal Rules form a Political Economy Perspective", *Rules-Based Fiscal Policy in Emerging Markets*, str. 15-29.
- Kennedy, S., Robbins, J., Delorme, F. (2001.), "The Role of Fiscal Rules in Determining Fiscal Performance", *Fiscal Rules Conference*, str. 237.
- Koptis, G., Symansky, S. A. (1998.), "Fiscal policy rules", *Occasional paper No. 162*, International Monetary Fund.
- Krogstrup, S., Walti, S. (2007.), "Do fiscal rules cause budgetary outcomes?", *Public Choice*, Vol. 16, No. 1/2, str. 123-138.
- Mareneffe, W., Van Aarale, B., Van der Wielen, W., Vereeck, L. (2011.), "The impact of fiscal rules on public finances in the Euro Area", Working paper 3303, CESifo DICE Report 3/2011.
- Nerlich, C., Reuter, W. H. (2013.), "The Design of National Fiscal Framework and Their Budgetary Impact", Working paper No. 1588, European Central Bank.
- Schaechter, A., Kinda, T., Budina, N., Weber, A. (2012.), "Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the „Next Generation“ Rules", Working Paper WP/12/187, International Monetary Fund.
- Tournemiere, G., Ayuso-i-Casals, Gaudillat, P., Snajdr, J. (2011.), „Fiscal frameworks across Member States“, *Occasional Papers 91*, European Economy
- Vogel, L., Roeger, W., Herz, B. (2012.), "The Performance of simple fiscal policy rules in monetary union", *Economic Papers 470*, European Economy
- Wyploz, C. (2012.), "Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences", Working Paper No. 17884, National Bureau of Economic Research



doc. dr. sc. Josip Visković  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
E-mail: jviskovi@efst.hr

Mila Katavić, mag. oec.  
E-mail: mila.katavic@efst.hr

## DETERMINANTE KREDITNOG REJTINGA ZEMALJA EUROPSKE UNIJE<sup>1</sup>

### SAŽETAK

Kreditni rejting, koji dodjeljuju kreditne rejting-agencije, smatra se ključnom odrednicom troška zaduživanja na međunarodnim financijskim tržištima. Prilikom definiranja samih rejtinga agencije nisu u potpunosti transparentne i ne definiraju jasno parametre koje smatraju ključnima za ostvarivanje određene razine rejtinga, odnosno za njegove promjene. Države pak teže višim rejtingzima, odnosno nižim kamatnim stopama prilikom zaduživanja, pa je stoga bitno znati koji se parametri smatraju ključnima za određivanje razine rejtinga kako bi zemlje mogle ciljano težiti popravku istog. Prethodna istraživanja definirala su niz determinanti suverenog kreditnog rejtinga, a cilj ovoga rada je istražiti ključne determinante kreditnog rejtinga zemalja EU-a. Rezultati istraživanja, dobiveni višestrukom regresijom, pokazali su da u većini zemalja rast BDP-a i članstvo u EMU-u imaju pozitivan utjecaj na kreditni rejting, da proračunski suficit utječe pozitivno, a proračunski deficit negativno na rejting, dok godišnja stopa inflacije, javni dug, stopa nezaposlenosti i trgovinska otvorenost imaju negativan utjecaj na isti. Dobiveni rezultati također pokazuju da je svaka zemlja specifična i da se prilikom dodjele rejtinga u obzir uzimaju sve promatrane varijable, pri čemu pojedine imaju veći, a pojedine manji utjecaj na kreditni rejting u pojedinim zemljama.

**Ključne riječi:** suvereni kreditni rejting, determinante kreditnog rejtinga, zemlje EU-a, višestruka regresija

### 1. Uvod

Kreditni rejting definira se kao sadašnje mišljenje kreditne rejting-agencije o ukupnoj financijskoj (kreditnoj) sposobnosti dužnika da izvrši svoje financijske obveze na vrijeme i u cijelosti. Rejting stoga odražava ocjenu o sposobnosti, ali i spremnosti dužnika, izdavatelja vrijednosnih papira poput korporacija i država, da pravovremeno ispune kreditne obveze, odnosno rejting je svojevrsna procjena vjerojatnosti da će dužnik imati poteškoća u otplati. Kako je već spomenuto, kreditni rejting dodjeljuju rejting-agencije. Bit poslovanja kreditnih rejting-agencija je uklanjanje

---

<sup>1</sup> Ovaj rad rezultat je diplomskoga rada Mile Katavić, mag. oec., pod mentorstvom doc. dr. sc. Josipa Viskovića.

asimetričnih informacija između izdavatelja vrijednosnih papira i potencijalnih ulagača primjenom standardiziranih pokazatelja kvalitete rejtinga. Pritom treba naglasiti, kao što i same agencije za dodjelu kreditnog rejtinga ističu, a što investitori redovito zanemaruju, da kreditni rejting nije preporuka za investiciju ili kupnju vrijednosnih papira, već samo subjektivno mišljenje agencije o nečijoj kreditnoj sposobnosti. Ipak, činjenica je da međunarodni financijski subjekti, prilikom donošenja odluka o investicijama, relevantnima smatraju upravo ocjene rejting-agencija. Razlog tome su prvenstveno visoki troškovi dodjele rejtinga zbog kojeg investitori samostalno ne procjenjuju detaljno svakog pojedinog izdavatelja vrijednosnih papira.

Pri procjeni rizičnosti izdavatelja financijskih instrumenata kreditne rejting-agencije koriste metodologiju koja analizira javno dostupne podatke vezane za izdavatelje, ali i podatke koji nisu javno dostupni. Tijekom 1999. godine u svijetu je poslovalo oko 150 agencija za kreditni rejting, dok su koncem 2009. kao posljedica spajanja i preuzimanja manjih kreditnih rejting-agencija, na tržištu bile prisutne 73 kreditne rejting-agencije. Te agencije se nadalje dijele na one koje dodjeljuju ograničen broj rejtinga te one koje, putem statističkih modela, procjenjuju rizičnost velikog broja izdavatelja. Tržište za kreditni rejting ima strukturu oligopola, odnosno tri velike agencije: Standard & Poor's (S&P), Moody's i Fitch Publishing Company, imaju, prema ostvarenim prihodima industrije, tržišni udio od preko 90%. Te tri agencije su od samog nastanka kreditnih rejting-agencija zbog izrazite dominacije na tržištu svojevrsni sinonim za iste, dok bi manje agencije, ako se i pokažu uspješnima, bile preuzete od strane tržišnih lidera (Pavković, Vedriš, 2011). Agencije se razlikuju obzirom na obuhvat predmeta rejtinga i područja na kojem posluju. Tri najznačajnije rejting-agencije posluju na globalnoj razini (bilo izravno, bilo preko podružnica) i obuhvaćaju sve sektore za procjenu.

Kreditne rejting-agencije prvenstveno imaju značajnu ekonomsku ulogu jer dodijeljeni rejtinzi predstavljaju određujući faktor troška pozajmljivanja za izdavatelje vrijednosnih papira. Naime, kamatna stopa prilikom zaduživanja varira s rejtingom - viši rejting znači niži trošak kapitala, kao što i niži rejting znači viši trošak kapitala, odnosno višu kamatnu stopu na zaduživanje. Osim što određuje kamatnu stopu, visok kreditni rejting otvara i mogućnost povoljnijeg pristupa međunarodnom tržištu kapitala jer inozemna tržišta kapitala često nude niže troškove zaduživanja od domaćih izvora, a inozemna tržišta zahtijevaju postojanje kreditnog rejtinga koji dodjeljuju spomenute agencije. Iz svega navedenog, te zbog činjenice da se njihove ocjene najčešće poklapaju, uočava se iznimna moć koju agencije imaju jer diktiraju ponašanje investitora i određuju trošak kapitala dužnicima. U njihovoj ponudi financijskih usluga posebno mjesto ima dodjela suverenih kreditnih rejtinga, odnosno rejtinga država (engl. *sovereign rating*) kojima se ocjenjuje njihov kreditni rizik. Do 1980. g.

međunarodno tržište državnih obveznica je bilo relativno slabo razvijeno i američko je tržište bilo spremno prihvatiti samo AAA-rangirane države te nije ni bilo motiva da se državama dodjeljuje kreditni rejting. S razvojem tržišta državnog duga situacija se promijenila, tako da danas postoji vrlo malo zemalja koje nemaju ocjenu kreditnog rejtinga. Kreditni rejting države dodatno dobiva na važnosti kada se zna da ujedno predstavlja i „plafon“ za domaće izdavatelje vrijednosnih papira, čime determinira troškove zaduživanja domaćim subjektima.

Proces donošenja kreditnog rejtinga uključuje analizu kvalitativnih i kvantitativnih čimbenika prošlosti, sadašnjosti i budućnosti emitenta vrijednosnica. Prošlost i sadašnjost su samo uvod u ono što će budućnost donijeti, pa kreditni rejtingi moraju biti rezultat budućih operacija koje će omogućiti urednu i u rokovima definiranu otplatu dugova emitenta (Jurčić, Veljković, 2001). Ocjena rejtinga se temelji na podacima koje je agencija dobila od izdavatelja, kao i na informacijama koje je agencija pribavila iz svih drugih izvora koje smatra pouzdanim. Analitički okvir za ocjenu kreditnog rejtinga je specifičan za svaku agenciju i razlikuje se od agencije do agencije. Precizan način ocjenjivanja pojedine države nije javno dostupan i tu dolazi do problema i predmeta istraživanja ova rada, a to je odnos ključnih determinanti i kreditnog rejtinga države. Naime, budući da ne postoje jasno definirani ključni parametri koji određuju kreditni rejting, potrebno ih je pokušati empirijski istražiti. Prethodna istraživanja detektirala su niz determinanta suverenog kreditnog rejtinga, a ovaj rad usmjeren je na testiranje odabranih determinanta kao ključnih faktora koji utječu na kreditni rejting zemalja EU-a.

Na temelju navedenoga postavlja se cilj ovoga istraživanja, a to je utvrditi teorijsku podlogu relacije determinanta suverenog kreditnog rejtinga, odnosno adekvatnom metodologijom utvrditi determinante kreditnog rejtinga zemalja EU-a. Dobiveni rezultati mogu pomoći zemljama u detektiranju ključnih varijabli te time pomoći u težnji popravka istih i ostvarivanju viših rejtinga, to jest nižih troškova financiranja i lakšeg pristupa međunarodnim financijskim tržištima.

## 2. Pregled literature

Brojni su ekonomisti koristeći adekvatnu metodologiju nastojali procijeniti čimbenike koji utječu na promjene kreditnog rejtinga razvijenih zemalja i tržišta u nastajanju. Istraživanje Cantora i Packera (1996) tako je, između ostalog, zaključilo da se 90% promjena u rejtingima zemalja može objasniti pomoću osam varijabli: dohodak (BDP) po stanovniku, stopa rasta BDP-a, inflacija, fiskalna ravnoteža, vanjska ravnoteža, vanjski dug, povijest nemogućnosti podmirenja obveza i razina gospodarskog razvoja. Pritom, od spomenutih varijabla, njihov regresijski model šest varijabli nalazi signifikantnima: BDP po stanovniku, stopa rasta BDP-a,

inflacija, vanjski dug, povijest nemogućnosti podmirenja obveza i razina gospodarskog razvoja. Koeficijenti za fiskalnu i vanjsku ravnotežu pokazali su se statistički neznačajnima, što ukazuje na zanemarivanje ovih faktora, jer iako u mnogim slučajevima tržište daje niske kreditne rizike pri snažnim fiskalnim pozicijama i vanjskoj ravnoteži, sustavni odnos između ovih varijabli i rejtinga nije vidljiv u uzorku. Njihov uzorak se sastoji od 49 razvijenih i zemalja u razvoju koje su dobro integrirane sa svjetskom ekonomijom.

Istraživanje Monforta i Muldera (2000) za 20 zemalja u razvoju u središte stavlja odnos promjene tečaja i kreditnog rejtinga i uočava prociklično ponašanje rejtinga u situaciji nepovoljnog kretanja indikatora tečajne krize. Od ostalih determinanti kao signifikantnih varijabla, u statičnom i dinamičkom modelu detektiraju odnos duga i izvoza, rast BDP-a, fiskalnu ravnotežu, inflaciju, udio investicija u BDP-u, devizne rezerve, saldo tekućeg računa, javni dug, kao i varijable koje procjenjuju politički rizik, poput indeksa korupcije. Reprogramiranje duga i uvjeti trgovine pokazali su se značajnima samo u dinamičkom modelu.

Bhatia (2002) je u svome istraživanju zaključio da su kreditne rejting-agencije prije početka Azijske krize 1997. godine bile usmjerene na makroekonomske pokazatelje, zanemarujući potencijalne obveze i pokazatelje međunarodne likvidnosti, čime želi istaknuti njihov značaj u determiniranju rejtinga i izbjegavanju krize kada bi se iste uzimale u obzir.

Bissoondoyal-Bhennnick (2005) u svome istraživanju koristi varijable: BDP po glavi stanovnika, inflacija, omjer fiskalnog salda i BDP-a, udio državnog duga u BDP-u, realni tečaj, devizne rezerve i udio neto izvoza u BDP-u, tekući račun / BDP, vanjski dug / BDP, ali uključuje i nove varijable: stopa nezaposlenosti i jedinični trošak rada. Uzorak zemalja čini 95 zemalja koje dodatno dijeli u dva poduzorka. Prvi poduzorak čini kategorija 25 zemalja s visokim rejtingom (Moody's Aaa do Aa3, S&P AAA do AA), dok drugi poduzorak čine zemlje s niskim dodijeljenim rejtingom - 70 zemalja (Moody's A1 do C; S&P A+ do CC). Značajnima su se za cijelo razdoblje promatranja (1995.-1999.) i za sve zemlje pokazali BDP *per capita* i inflacija. Ostale ekonomske varijable pokazale su se pretežito neznačajnima, odnosno nesignifikantnima, pri čemu su se pojedine varijable pokazale značajnima za određene godine, ali ne i za cijelo petogodišnje razdoblje. Rezultati pokazuju i različit značaj pojedinih varijabla za pojedine skupine zemalja, pa je tako, primjerice, značajan utjecaj stope nezaposlenosti pri razini signifikantnosti od 10% za zemlje s visokim rejtingima, dok je ista varijabla za zemlje s niskim rejtingima nesignifikantna. Daljnja istraživanja, na primjer Bissoondoyal-Bhennnickova i sur. (2005), pored standardnih varijabla - BDP-a, inflacije, vanjske ravnoteže, realne kamatne stope, uključuje i druge varijable poput trgovinske otvorenosti, FDI-ja i tehnološkog razvitka. Na temelju uzorka od 57 zemalja,

autori u modeliranju kretanja kreditnog rejtinga zaključuju da je, uz BDP i inflaciju, tehnološki razvoj značajan faktor kretanja rejtinga.

Borensztein i Panizza (2006) pokazali su da BDP po glavi stanovnika objašnjava 80% promjena u kretanju rejtinga, dok su se prema Elkhouryju (2008) fiskalna pozicija, definirana kroz državni proračun i vanjska pozicija, definirana kao prosječno godišnje stanje tekućeg računa u BDP-u, pokazale neznačajnima.

Depken i sur. (2007), istražujući odnos korupcije i kreditnog rejtinga, u svojem istraživanju koriste uzorak od 57 razvijenih i zemalja u razvoju za razdoblje između 1995. i 2003. godine. Kao nezavisne varijable koriste pokazatelje fiskalne politike, proračun i javni dug, faktore političkog rizika, pokazatelje korupcije i socijalne indekse. Zaključuju kako korupcija negativno utječe na kreditni rejting. Depken i sur. (2007) u svome istraživanju koriste i varijable poput članstva u EU-u i trgovine (engl. *trade openness*), te nalaze obje varijable statistički značajnima s pozitivnim utjecajem na kreditni rejting.

Avendano i sur. (2009) su provodili istraživanje na 83 zemlje s fokusom na Latinsku Ameriku. Posebno su istraživali utjecaj doznaka radnika na suvereni rejting, ali su koristili i ostale determinante, kao što su BDP *per capita*, rast BDP-a, godišnja inflacija, proračunski saldo, saldo tekućeg računa, omjer ukupnog duga i izvoza, neispunjenje prijašnjih obveza, omjer pričuva u BDP-u te volatilnost kapitalnih tijekova. Uz promjenjivu signifikantnost pojedinih varijabli kroz tri modela, značajnim nalaze BDP *per capita*, rast BDP-a, godišnju inflaciju, omjer ukupnog duga i izvoza, neispunjenje prijašnjih obveza te volatilnost kapitalnih tijekova.

Canuto i sur. (2011) također su istraživali determinante kreditnog rejtinga države te su pritom koristili sljedeće varijable: BDP *per capita*, stopa rasta BDP-a, udio duga u izvozu, udio rezerva u izvozu i kratkoročnom dugu, volatilnost rasta, inflacija i vladavina prava. Rezultati istraživanja pokazuju da su predznaci nezavisnih varijabla u očekivanom smjeru i da su sve varijable značajne pri razini signifikantnosti od 10 posto. Sve varijable zajedno objašnjavaju oko 80 posto varijacija u rejtingu.

Arefjevs i Brasliņš (2013) u svome radu provode istraživanje o tome koje determinante ponajviše utječu na rejting Latvije za razdoblje od 1997. do 2012. godine. Pritom koriste varijable kao što su: BDP *per capita*, vanjski dug, stopa rasta BDP-a, fiskalni deficit, stopa nezaposlenosti i inflacija. Nalaze kontradiktorne rezultate, gdje rast BDP-a *per capita* vodi smanjivanju rejtinga, a visoka razina vanjskog duga njegovu poboljšanje.

Što se tiče ekonometrijskoga pristupa, postoje dvije glavne niti u istraživanjima. Prvi pristup je korištenje analize panel-podataka, koji je vidljiv u istraživanju Depkena i sur. (2007), dok drugi pristup koristi linearne regresijske metode na temelju gradacije rejtinga. Rano istraživanje Can-

tora i Packera (1996), primjenjuje OLS regresije (metoda najmanjih kvadrata) na linearni prikaz ocjene. Ovu metodologiju su provodili i Afonso (2002) te Afonso i sur. (2011). OLS analiza u istraživanju rejtinga vrlo je jednostavna metoda koja omogućuje kvalitetnu generalizaciju podataka (Afonso i sur., 2011). Spomenuta istraživanja uglavnom su se provodila za razvijene zemlje i zemlje u razvoju. Pritom nije bilo istraživanja koje se usmjerilo na istraživanje ključnih determinanti kreditnog rejtinga zemalja Europske unije, pri čemu će se u ovome radu, uz najznačajnije determinante, kao posebna varijabla razmotriti i članstvo zemlje u Europskoj monetarnoj uniji.

Pri određivanju rejtinga koristi se, dakle, niz faktora kvantitativne i kvalitativne prirode koji se tiču ekonomskih, financijskih i inih pokazatelja. Kada je riječ o rejtingu države, kao ključnom sektoru u pojedinom gospodarstvu, u smislu da njegov rejting određuje plafon rejtingu ostalih sektora, pokazalo se kako sljedeće varijable objašnjavaju 90% varijacija rejtinga: stopa rasta BDP-a, BDP *per capita*, inflacija, fiskalna ravnoteža, vanjska ravnoteža, vanjski dug, povijest nemogućnosti podmirenja obveza i razina gospodarskog razvoja. U ovome će se radu, obzirom na odabrani uzorak, uzeti u obzir dio spomenutih varijabli<sup>2</sup>, ali uzeti u obzir i neke druge varijable, poput javnog duga, trgovinske otvorenosti, nezaposlenosti, FDI-ja te članstva u EMU-u koje bi, s obzirom na uzorak, mogle biti značajne za kretanje rejtinga odabranih zemalja.

Što se tiče teorijskih relacija međuodnosa spomenutih varijabli i kreditnog rejtinga, on bi bio sljedeći. Smatra se da, što zemlja ima veći BDP *p/c*, veća je njena porezna baza te time i vjerojatnost da će zemlja u budućnosti moći ispunjavati svoje obveze. Osim toga, BDP *p/c* se smatra i pokazateljem političke stabilnosti, koja doprinosi i sigurnosti i sposobnosti servisiranja obveza zemlje. Slično tome, stopa rasta BDP-a predstavlja sposobnost vlade da servisira svoje postojeće obveze. Što je stopa rasta gospodarstva veća, servisiranje duga će biti lakše. Štoviše, rastući BDP ujedno pomaže i izbjegavanju problema nelikvidnosti. Osim toga, rast gospodarstva utječe i na smanjenje nezaposlenosti, povećanje životnog standarda i smanjenje mogućnosti socijalnih sukoba koji mogu dovesti do političke nestabilnosti. Politički stabilna zemlja omogućuje pouzdane institucije koje čine preduvjet za povoljne poslovne uvjete, čija je posljedica i gospodarski rast.

---

2 Varijabla BDP *per capita*, koja je ujedno i pokazatelj razine gospodarskog razvoja, uzrokuje problem multikolinearnosti (zbog varijable stopa rasta BDP-a), pa je isključena iz modela istraživanja. Nadalje, varijabla „*default history*“ također se neće koristiti u empirijskom dijelu rada jer je zanemariv broj takvih opažanja u odabranom relativno kratkom vremenskom razdoblju uzorka istraživanja. Konačno, varijabla vanjski dug, bitna prije svega zbog svoje veze s tečajnim promjenama u situaciji devizno denominiranog duga ili duga u devizama, također se neće koristiti jer članice eurozone praktički nemaju vanjskog duga.



Utjecaj inflacije je dvojak. S jedne strane, rast inflacije utječe negativno na dinamiku duga, jer može rezultirati višim nominalnim kamatnim stopama te većim opterećenjem prilikom ispunjavanja obveza. Nadalje, viša stopa inflacije ukazuje i na strukturne probleme u vladinoj politici koji mogu dovesti do inflacijskog financiranja države, što pak može dovesti do političke nestabilnosti. S druge strane, porast inflacije smanjuje realnu vrijednost duga, pa time i utječe na lakše servisiranje obveza.

Proračunski viškovi trebali bi biti u pozitivnoj korelaciji s kreditnim rejtingom. S druge strane, visoki proračunski deficit apsorbira privatnu domaću štednju te ukazuje na činjenicu da vladi manjka sposobnosti ili želje da provodi razboritu fiskalnu politiku. U nedostatku dovoljnih fiskalnih prihoda za financiranje postojećih visokih rashoda, vlada najčešće provodi populističku politiku javnih rashoda koja neće generirati rast BDP-a u duljem roku. Shodno proračunskom deficitu, bit će veći i javni dug, koji podrazumijeva veći teret otplate duga u budućnosti. Sve navedeno vodi nižem kreditnom rejtingu i višim kamatnim stopama u budućnosti, što vodi većem riziku od neplaćanja.

Postojanje velike vanjskotrgovinske aktivnosti ukazuje na to da se domaće gospodarstvo značajno oslanja na inozemnu gospodarsku aktivnost, pa zemlje koje su otvorenije mogu biti osjetljivije na šokove iz ostalih zemalja. Kako je za brojne zemlje izvoz značajan izvor priljeva deviza, veća otvorenost je pozitivno vezana uz kreditni rejting, jer rastom gospodarstva i izvoza smanjuje se vjerojatnost *defaulta*, odnosno poboljšava kreditna sposobnost. Slično tome, omjer vanjskog duga i BDP-a ukazuje na održivost vanjske zaduženosti zemlje. Naime, što je veća ukupna vanjska zaduženost cjelokupnog gospodarstva, veći je rizik novog zaduživanja, a međunarodna financijska stabilnost postaje upitna. Pitanje međunarodne likvidnosti posebno može doći do izražaja kada globalna financijska tržišta postanu konzervativnija i nesigurnija.

Stopa nezaposlenosti smatra se pokazateljem veličine jaza između *outputa* i neiskorištenih resursa. U slučaju visoke nezaposlenosti, ekonomski subjekti primaju niži dohodak te smanjuju svoju potrošnju i investicije. To nadalje negativno utječe na agregatnu potražnju, odnosno BDP. Pad BDP-a i manji prihodi države od prikupljanja poreza mogu dovesti u pitanje stabilnost i kredibilitet iste. Posljedica svega toga može biti pad suverenog kreditnog rejtinga. Isto tako, zemlja s niskom nezaposlenošću imat će fleksibilnije tržište rada, pa je manje osjetljiva na promjene u gospodarskom okruženju. Osim toga, manja nezaposlenost smanjuje fiskalni teret nezaposlenosti i socijalnih naknada, a proširuje osnovicu za oporezivanje rada, čime se generiraju veći fiskalni prihodi.

Članstvo u EMU-u bi trebalo pozitivno djelovati na rejting jer se zemlja članica percipira sigurnijom. Povijest parcijalnih ili ukupnih neizvršenja obveza je u negativnoj korelaciji s rejtingom. Zemlja koja je u prošlosti

imala problema s ispunjavanjem svojih obveza percipira se kao rizičnija zemlja. Isto tako, gospodarski razvijenije zemlje manje su sklone bankrotu te su rejting-agencije sklone takvim zemljama pripisivati manju vjerojatnost neispunjavanja svojih obveza. Konačno, može se očekivati da će određeni udio stranih direktnih investicija u BDP-u djelovati pozitivno na rast kreditnog rejtinga države jer će voditi investicijama i gospodarskom rastu, a time i mogućim boljim fiskalnim i gospodarskim pokazateljima. Dakle, u ovome istraživanju o determinantama suverenog kreditnog rejtinga istražuju se sljedeće determinante: rast BDP-a, godišnja inflacija, fiskalni saldo, javni dug, nezaposlenost, trgovina, FDI i članstvo u EMU-u te će se odgovarajućom metodologijom pokušati ustanoviti koje se varijable smatraju ključnima za pojedine zemlje.

### 3. Istraživački okvir i rezultati istraživanja

Analiza determinanti kreditnog rejtinga provest će se upotrebom višestruke regresijske analize. Višestruki regresijski model je algebarski model kojim se analitički određuje statistička povezanost jedne numeričke varijable s dvije ili više numeričkih varijabli (Jurun, 2015). U ovoj analizi pretpostavlja se linearna povezanost između zavisne varijable i skupa nezavisnih varijabli pa će se stoga koristiti model višestruke linearne regresije. Opći oblik modela višestruke linearne regresije je sljedeći:

$\hat{Y} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot X_1 + \hat{\beta}_2 \cdot X_2 + \dots + \hat{\beta}_k \cdot X_k + e$ , pri čemu je:  $\hat{Y}$  – zavisna varijabla;  $X_1, X_2, \dots, X_k$  – nezavisne varijable;  $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \dots, \hat{\beta}_k$  – parametri koje je potrebno procijeniti, te  $e$  – slučajna greška. Model višestruke regresije koji će se ocijeniti u ovome radu, za svaku zemlju zasebno, ima sljedeći oblik:

$$\hat{Y} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot X_1 + \hat{\beta}_2 \cdot X_2 + \hat{\beta}_3 \cdot X_3 + \hat{\beta}_4 \cdot X_4 + \hat{\beta}_5 \cdot X_5 + \hat{\beta}_6 \cdot X_6 + \hat{\beta}_7 \cdot X_7 + \hat{\beta}_8 \cdot X_8 + e$$

pri čemu je:  $\hat{Y}$  – kreditni rejting (kvantitativna varijabla dobivena linearnom transformacijom);  $X_1$  – stopa rasta BDP-a;  $X_2$  – stopa inflacije;  $X_3$  – fiskalni saldo (% BDP-a);  $X_4$  – javni dug (% BDP-a);  $X_5$  – stopa nezaposlenosti;  $X_6$  – članstvo u EMU-u (*dummy*-varijabla);  $X_7$  – trgovina (% BDP-a);  $X_8$  – direktne strane investicije (% BDP-a);  $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3, \hat{\beta}_4, \hat{\beta}_5, \hat{\beta}_6, \hat{\beta}_7, i \hat{\beta}_8$  – parametri koje je potrebno procijeniti, te  $e$  – slučajna greška.

U analizi jednog ovakvog modela polazi se od određenih pretpostavki. U prvom redu pretpostavlja se da su regresorske varijable nekorelirane, odnosno da u modelu ne postoji (ozbiljan) problem multikolinearnosti između regresorskih varijabli. Druga pretpostavka je da su slučajne greške, odnosno reziduali međusobno nekorelirani, odnosno da u modelu ne postoji problem autokorelacije reziduala. Zatim, pretpostavlja se da slučajna greška ( $e$ ) ima normalnu distribuciju s konstantom varijancom i očekivanjem jednakim nuli. Konačno, pretpostavlja se da je varijanca slučajne greške konstantna, odnosno da u modelu ne postoji problem heteroskedastično-

sti varijance reziduala. Važnost ispunjenja ovih pretpostavki regresijskog modela leži u činjenici da će, ako su iste ispunjene, metoda najmanjih kvadrata dati najbolje linearne nepristrane procjene parametara.<sup>3</sup>

Analiza će se provesti pomoću programskog paketa SPSS (engl. *Statistical Package for the Social Sciences*). Uzorak koji će se koristiti u ovome radu čini 21 zemlja članica Europske unije<sup>4</sup>. Podaci nezavisnih varijabla, korišteni u regresijskoj analizi, sekundarni su i godišnji, te se odnose na razdoblje od 2000. do 2013. godine, a preuzeti su iz baze podataka Svjetske banke i Eurostata. Zavisna varijabla korištena u analizi je kreditni rejting. Za podatke o kreditnom rejtingu uzeti su dugoročni (godišnji) kreditni rejtingi jedne od tri vodeće rejting-agencije u svijetu, Moody's. Tako, primjerice, prema ovoj agenciji, oznaka AAA označava najviši kreditni rejting, dok oznaka C podrazumijeva najniži kreditni rejting. Kako je riječ o kvalitativnoj varijabli, po uzoru na radove Larraina i sur. (1997), i Afonsa (2002), napravljena je linearna transformacija te je kreirana varijabla „REJTING“ koja poprima numeričke vrijednosti između 1 i 21 (rejting C = 1, Ca = 2, Caa = 3, pa redom sve do rejtinga Aaa = 21). Prvi korak u analizi bio je odabir metode izbora optimalnog skupa regresorskih varijabli u modelu višestruke regresije. U ovome radu odabrana je *backward* metoda izbora regresorskih varijabli.<sup>5</sup>

---

3 U ovome radu, za uočavanje problema multikolinearnosti između regresorskih varijabla, koristit će se pokazatelj faktor inflacije varijance (VIF) i ekvivalentni pokazatelj tolerancije (TOL). Za uočavanje problema autokorelacije reziduala koristit će se numerički test (Durbin-Watsonov test) i grafički prikaz (dijagram rasipanja reziduala). Za uočavanje normalne distribucije reziduala koristit će se grafički prikazi, tj. histogram standardiziranih reziduala i P-P grafikon normalno distribuiranih reziduala. Konačno, za utvrđivanje postojanja problema heteroskedastičnosti varijance reziduala koristit će se Spearmanov koeficijent korelacije ranga. Svi spomenuti pokazatelji i izračuni u ovome radu dostupni su na upit, a nisu uvršteni u rad zbog zadanog okvira istog.

4 Hrvatska nije uvrštena u istraživanje iako je članica Europske unije. Razlog tome je činjenica da je Hrvatska postala članica Europske unije 2013. godine, a budući da je razdoblje koje će istraživanje obuhvatiti od 2000. do 2013. godine, Hrvatska ne predstavlja adekvatnu jedinicu uzorka. Isto tako, budući da je u istraživanju došlo do problema s kojim su se susreli i Afonso (2002) te Larrain i sur. (1997), odnosno da šest zemalja (Austrija, Danska, Finska, Luksemburg, Nizozemska, Njemačka) imaju dugoročni kreditni rejting na najvišoj razini (AAA) za cijelo promatrano razdoblje, pa statistički program (SPSS) zavisnu varijablu kreditni rejting prepoznaje kao konstantu; ove zemlje nisu uključene u analizu u sklopu istraživanja. Zato će regresijska analiza biti provedena za preostalu 21 zemlju EU-a.

5 Kod ove metode na početku selektiranja u model se uključuju sve regresorske varijable te se postavljaju kriteriji za izlazak varijabli iz modela. Prvi kriterij je minimalna vrijednost F-omjera koji neka varijabla mora zadovoljiti da bi ostala u modelu. Varijable s F-omjerima manjim od kritičnoga mogu biti isključene ako je zadovoljen i drugi kriterij za isključenje. Drugi kriterij za isključenje je maksimalna signifikantnost za isključenje koja iznosi 0,10. U daljnjem postupku isključuje se varijabla koja ima najmanji koeficijent parcijalne korelacije s regresand-varijablom. Ako ta varijabla pritom udovoljava i kriterijima za isključenje, tada se i ona isključuje iz modela. Postupak se nastavlja sve dok ima varijabla koje udovoljavaju svim navedenim kriterijima za isključenje. Kao rezultat korištenja ove metode, u svim modelima ostale su samo one regresorske varijable koje imaju statistički značajan utjecaj na kreditni rejting i koje ujedno ne uzrokuju problem multikolinearnosti u istima.

Tablica 1. pokazuje rezultate analize kojom se pokušalo identificirati ključne determinante kreditnog rejtinga za svaku od ukupno promatrane 21 zemlje EU. Iz tablice se može uočiti da skoro svi procijenjeni modeli imaju zadovoljavajuće vrijednosti pokazatelja reprezentativnosti, odnosno zadovoljavajuće vrijednosti koeficijenta determinacije ( $R^2$ ) i korigiranog koeficijenta determinacije ( $\bar{R}^2$ ). Iznimku čine jedino Francuska, Švedska i Ujedinjeno Kraljevstvo. Niske vrijednosti navedenih pokazatelja reprezentativnosti kod ove tri zemlje posljedica su malog broja regresorskih varijabli u njihovim modelima. Visoka vrijednost koeficijenta multiple korelacije (R) kod svih modela pokazuje jaku i pozitivnu linearnu vezu između varijabla modela. Također je svaki procijenjeni model statistički značajan pri standardnim razinama signifikantnosti ( $\alpha^* > 5\%$  ili  $10\%$ ).

Što se tiče ispunjenja pretpostavki regresijskog modela, ni u jednom modelu ne postoji problem multikolinearnosti između regresorskih varijabli, dok reziduali nisu normalno distribuirani jedino kod modela procijenjenog za Maltu. Kod modela procijenjenog za Estoniju, Slovačku i Švedsku uočen je problem heteroskedastičnosti varijance reziduala, dok je kod Švedske i Ujedinjenoga Kraljevstva uočen problem autokorelacije reziduala pa se rezultati tih modela moraju uzeti s rezervom.

Kao što se iz tablice 1. može uočiti, od početnih osam regresorskih varijabli, od zemlje do zemlje se razlikuju one koje na kreditni rejting imaju najveći statistički značajan utjecaj. Promatrajući sve modele (zemlje) zajedno (tablica 2.), kao statistički značajne determinante kreditnog rejtinga najčešće se pojavljuju stopa nezaposlenosti i trgovina (devet puta), zatim javni dug, inflacija i fiskalni saldo (sedam puta), dok se rast BDP-a značajnim pokazao u pet modela. Pritom rast BDP-a i članstvo u EMU-u u većini modela imaju očekivano pozitivan statistički značajan utjecaj na kreditni rejting. Kako je već rečeno, stopa rasta BDP-a mjeri cjelokupno zdravlje gospodarstva i kvalitetu institucija u zemlji. Stoga, ako raste BDP, rast će i kreditni rejting. Što se tiče članstva u EMU-u, ono se za promatrano razbolje moglo analizirati za samo četiri zemlje (Cipar, Maltu, Slovačku i Estoniju) jer su ostale zemlje bile ili nisu članice u cijelom promatranom razdoblju. Za Maltu, Slovačku i Estoniju pristupanje i članstvo u EMU-u pokazali su se statistički značajnom varijablom, i to s pozitivnim utjecajem. Stoga je zaključak da se članstvo u EMU-u pozitivno odražava na kretanje rejtinga te da je pritom kreditni rejting viši nego što bi bio da zemlja nije članica. Na primjer, Malta je 2008. godine postala članica EMU-a te joj je kreditni rejting porastao.

Inflacija u većini modela u kojima se pojavljuje ima očekivani negativan utjecaj na kreditni rejting zemalja. Stopa inflacije mjeri kvalitetu vladinog vođenja financija i monetarne politike, kao i ukupnu stabilnost gospodarstva. Veća inflacija ukazuje na strukturne probleme u gospodarstvu te

popratne negativne efekte inflacije na gospodarstvo što implicira političku nestabilnost, a samim time i negativno utječe na kreditni rejting.

Fiskalni saldo pokazuje različite rezultate po modelima. Naime, u pet od sedam modela u kojima se pokazuje značajnim, fiskalni saldo ima negativan utjecaj na kreditni rejting, što se može protumačiti neočekivanim rezultatom. Ipak, pritom treba naglasiti da u zemljama s proračunskim deficitom fiskalni saldo ima negativan utjecaj, a u zemljama sa suficitom pozitivan utjecaj, što je u skladu s očekivanim rezultatima. Nadalje, javni dug, kao što je bilo očekivano, kod svih modela u kojima se pojavljuje, negativno utječe na kreditni rejting. Veći državni dug podrazumijeva teret viših kamatnih stopa i većih kamatnih obveza u budućnosti, a to je povezano s većim rizikom neplaćanja, odnosno nižim kreditnim rejtingom.

Nezaposlenost se pokazala statistički značajnom varijablom u devet modela s negativnim utjecajem na kreditni rejting. Naime, u slučaju visoke nezaposlenosti, ekonomski subjekti primaju niži dohodak te smanjuju svoju potrošnju i investicije. To nadalje negativno utječe na agregatnu potražnju, odnosno BDP. Pad BDP-a, loša situacija u gospodarstvu i manji prihodi države od prikupljanja poreza mogu dovesti u pitanje stabilnost i kredibilitet zemlje. Posljedica svega toga je niži kreditni rejting, što se i pokazalo u istraživanju.

		Belgija	Bugarska	Cipar	Češka	Estonija	Francuska	Grčka
Osnovni podaci o ocijenjenom modelu	$R$	0,969	0,981	0,992	0,848	0,836	0,559	0,987
	$R^2$	0,939	0,962	0,985	0,719	0,699	0,313	0,973
	$\bar{R}^2$	0,916	0,956	0,978	0,667	0,565	0,255	0,971
	$\alpha^*$	0,000	0,000	0,000	0,001	0,019	0,038	0,000
Vrijednosti ocijenjenih nestandardiziranih regresijskih parametara i njihove pripadajuće signifikantnosti	$\hat{\beta}_0(\alpha^*)$	25,14(0,000)	9,039(0,000)	44,24(0,000)	14,48(0,000)	15,07(0,000)	22,57(0,000)	25,93(0,000)
	$\hat{\beta}_1(\alpha^*)$	0,102(0,040)	-	-	-	-0,179(0,009)	-	-
	$\hat{\beta}_2(\alpha^*)$	-	-	-	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_3(\alpha^*)$	-	-	-0,279(0,004)	-	0,568(0,037)	-	-
	$\hat{\beta}_4(\alpha^*)$	-	-0,074(0,000)	-0,316(0,000)	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_5(\alpha^*)$	-	-	-	-	-	-0,187(0,038)	-0,951(0,000)
	$\hat{\beta}_6(\alpha^*)$	-	-	-2,426(0,001)	-	1,879(0,015)	-	-
	$\hat{\beta}_7(\alpha^*)$	-0,042(0,000)	0,037(0,005)	-0,083(0,004)	0,027(0,048)	-	-	-
$\hat{\beta}_8(\alpha^*)$	0,045(0,000)	-	-	-0,274(0,009)	0,142(0,029)	-	-	
Vrijednosti standardiziranih regresijskih parametara	$\hat{\beta}_1$	0,218	-	-	-	-0,960	-	-
	$\hat{\beta}_2$	-	-	-	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_3$	-	-	-0,186	-	0,738	-	-
	$\hat{\beta}_4$	-	-0,670	-1,066	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_5$	-	-	-	-	-	-0,559	-0,987
	$\hat{\beta}_6$	-	-	-0,304	-	0,627	-	-
	$\hat{\beta}_7$	-0,647	0,354	-0,246	0,404	-	-	-
	$\hat{\beta}_8$	0,701	-	-	-0,577	0,562	-	-
Ostala regresijska dijagnostika	MUL <sup>1</sup>	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
	NDR <sup>2</sup>	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA
	HVR <sup>3</sup>	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE
	AR <sup>4</sup>	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE

		Irska	Italija	Litva	Latvija	Mađarska	Malta	Poljska
Osnovni podaci o ocijenjenom modelu	$R$	0,992	0,940	0,910	0,856	0,937	0,983	0,885
	$R^2$	0,985	0,884	0,829	0,733	0,877	0,967	0,784
	$\bar{R}^2$	0,981	0,849	0,778	0,711	0,840	0,955	0,719
	$\alpha^*$	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001
Vrijednosti ocijenjenih nestandardiziranih regresijskih parametara i njihove pripadajuće signifikantnosti	$\hat{\beta}_0(\alpha^*)$	18,18(0,000)	34,22(0,000)	19,62(0,000)	18,99(0,000)	21,78(0,000)	19,09(0,000)	11,69(0,000)
	$\hat{\beta}_1(\alpha^*)$	-	0,178(0,065)	-	-	-	-	0,128(0,088)
	$\hat{\beta}_2(\alpha^*)$	-	-	-	-	-	-0,231(0,020)	-0,113(0,075)
	$\hat{\beta}_3(\alpha^*)$	-0,145(0,000)	-	-0,282(0,017)	-	-0,434(0,009)	-	-
	$\hat{\beta}_4(\alpha^*)$	-0,145(0,000)	-	-	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_5(\alpha^*)$	-	-0,863(0,000)	-0,466(0,000)	-0,401	-	-0,483(0,016)	-
	$\hat{\beta}_6(\alpha^*)$	-	-	-	-	-	1,683(0,000)	-
	$\hat{\beta}_7(\alpha^*)$	0,047(0,029)	-0,171(0,010)	-	-	-0,067(0,002)	-	0,050
Vrijednosti standardiziranih regresijskih parametara	$\hat{\beta}_1$	-	0,227	-	-	-	-	0,282
	$\hat{\beta}_2$	-	-	-	-	-	-0,203	-0,316
	$\hat{\beta}_3$	-0,350	-	-0,479	-	-0,439	-	-
	$\hat{\beta}_4$	-1,341	-	-	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_5$	-	-0,758	-1,188	-0,856	-	-0,250	-
	$\hat{\beta}_6$	-	-	-	-	-	0,858	-
	$\hat{\beta}_7$	0,211	-0,345	-	-	-0,566	-	0,630
	$\hat{\beta}_8$	-	-	-0,360	-	0,409	-	-
Ostala regresijska dijagnostika	MUL <sup>1</sup>	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
	NDR <sup>2</sup>	DA	DA	DA	DA	DA	NE	DA
	HVR <sup>3</sup>	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
	AR <sup>4</sup>	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE

		Portugal	Rumunjska	Slovačka	Slovenija	Španjolska	Švedska	UK
Osnovni podaci o ocijenjenom modelu	$R$	0,930	0,963	0,998	0,825	0,965	0,565	0,640
	$R^2$	0,864	0,928	0,996	0,681	0,932	0,319	0,409
	$\bar{R}^2$	0,840	0,914	0,992	0,623	0,911	0,263	0,302
	$\alpha^*$	0,000	0,000	0,000	0,002	0,000	0,035	0,055
Vrijednosti ocijenjenih nestandardiziranih regresijskih parametara i njihove pripadajuće signifikantnosti	$\hat{\beta}_0(\alpha^*)$	31,35(0,000)	20,40(0,000)	21,89(0,000)	26,59(0,000)	43,05(0,000)	22,39(0,000)	21,43(0,000)
	$\hat{\beta}_1(\alpha^*)$	-	-	0,059(0,019)	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_2(\alpha^*)$	-1,174(0,011)	-0,143(0,000)	-	-0,437(0,010)	0,743(0,083)	-	-
	$\hat{\beta}_3(\alpha^*)$	-	-	0,219(0,000)	-	-	-	-0,056(0,079)
	$\hat{\beta}_4(\alpha^*)$	-	-	-0,148(0,000)	-	-0,089(0,005)	-0,035(0,035)	-0,014(0,019)
	$\hat{\beta}_5(\alpha^*)$	-1,214(0,000)	-1,176(0,004)	-	-1,127(0,001)	-	-	-
	$\hat{\beta}_6(\alpha^*)$	-	-	2,846(0,000)	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_7(\alpha^*)$	-	-	-	-	-0,37(0,005)	-	-
	$\hat{\beta}_8(\alpha^*)$	-	-	-0,159(0,000)	-	-	-	-
Vrijednosti standardiziranih regresijskih parametara	$\hat{\beta}_1$	-	-	0,122	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_2$	-0,393	-0,756	-	-0,568	0,308	-	-
	$\hat{\beta}_3$	-	-	0,351	-	-	-	-0,738
	$\hat{\beta}_4$	-	-	-0,642	-	-0,568	-0,565	-1,043
	$\hat{\beta}_5$	-1,059	-0,335	-	-0,827	-	-	-
	$\hat{\beta}_6$	-	-	0,742	-	-	-	-
	$\hat{\beta}_7$	-	-	-	-	-0,515	-	-
	$\hat{\beta}_8$	-	-	-0,241	-	-	-	-
Ostala regresijska dijagnostika	MUL <sup>1</sup>	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
	NDR <sup>2</sup>	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA
	HVR <sup>3</sup>	NE	NE	DA	DA	NE	DA	NE
	AR <sup>4</sup>	NE	NE	NE	NE	NE	PA*	PA

**Tablica 1.** Rezultati regresijske analize

Napomena: 1 - multikolinearnost između regresorskih varijabli, 2 - normalna distribucija reziduala, 3 -heteroskedastičnost varijance reziduala, 4 - autokorelacija reziduala.



	BDP	INF	FS	JD	NEZ	EMU	TR	FDI
BEL	poz	poz					neg	Poz
BGR				Neg			neg	
CYP			neg	Neg		Neg	neg	
CZE							poz	Neg
EST	neg		poz			Poz		Poz
FRA					Neg			
GRC					Neg			
IRL			neg	Neg			poz	
ITA	poz				Neg		neg	
LTU			neg		Neg			Neg
LVA					Neg			
HUN			neg				neg	Poz
MLT		Neg			Neg	Poz		
POL	poz	Neg					poz	
PRT		Neg			Neg			
ROM		Neg			Neg			
SVK	poz		Poz	neg		Poz		Neg
SVN		Neg			Neg			
ESP		poz		neg			neg	
SWE				neg				
GBR			Neg	neg				
$\Sigma$ NEG	1	5	5	7	9	1	6	3
$\Sigma$ POZ	4	2	2	0	0	3	3	3

Tablica 2. Pozitivni/negativni utjecaji determinanta na kreditni rejting

Varijabla trgovinska otvorenost pokazuje različite rezultate po modelima. U šest od devet modela varijabla ima negativan, dok kod tri modela pokazuje pozitivan utjecaj na kreditni rejting. Dobiveni rezultati zasigurno su pod utjecajem financijske krize. Naime, zemlje koje su otvorenije, a upravo takve su zemlje EU-a, mogu biti osjetljivije na šokove iz ostalih zemalja. Naime, s jedne strane, velika otvorenost može značiti lakše prelijevanje krize u nacionalnu ekonomiju i time imati negativne posljedice na gospodarstvo i u konačnici na kreditni rejting, a s druge strane, može u doba rasta dodatno poboljšati ekonomske indikatore, što može rezultirati većim rejtingom.

Strane direktne investicije pokazuju se statistički značajnima kod šest modela, od kojih tri modela pokazuju pozitivan, a tri negativan utjecaj na kreditni rejting. Razlog tome može biti struktura samog FDI-ja u pojedinim zemljama. Može se očekivati da će FDI pozitivno djelovati na rast kreditnog rejtinga države jer vodi investicijama i gospodarskom rastu, a time i mogućim boljim fiskalnim i gospodarskim pokazateljima.

## 4. Zaključak

Uloga kreditnih rejting-agencija na financijskom tržištu promatra se kroz njihovu osnovnu funkciju u vidu smanjivanja asimetrije informacija između potencijalnih investitora i izdavatelja vrijednosnih papira. U svome djelovanju rejting-agencije nemaju transparentne sustave, pa se istraživanjima nastoji uočiti koje su to glavne determinante suverenog kreditnog rejtinga.

U radu je stoga postavljen model kojim se istražuju ključne determinante suverenog kreditnog rejtinga zemalja članica EU-a. Empirijski dio je pokazao da varijable rast BDP-a i članstvo u EMU-u pozitivno utječu na kreditni rejting, dok s druge strane, godišnja inflacija, javni dug i stopa nezaposlenosti imaju negativan utjecaj, što je bilo i očekivano i u skladu s prethodnim istraživanjima. Što se tiče fiskalnog salda, rezultati pokazuju da na zemlje s proračunskim suficitom utječe pozitivno, dok na zemlje s proračunskim deficitom ima negativan utjecaj. Otvorenost gospodarstva se također pokazala značajnom i ima dominantno negativan utjecaj, a razlog tome je prelijevanje krize između zemalja i njen utjecaj na gospodarske indikatore, što je rezultiralo snižavanjem rejtinga. Udio stranih direktnih investicija u BDP-u je pokazao i pozitivan i negativan utjecaj, što upućuje na značaj strukture FDI-ja. Glavni zaključak bi bio da sve analizirane determinante utječu na suvereni kreditni rejting. Međutim, koja varijabla utječe koliko i koji predznak ima ovisi o promatranoj zemlji za promatrano razdoblje. Može se zaključiti da je svaka zemlja specifična i da pojedine determinante imaju veći, a pojedine manji utjecaj na kreditni rejting u pojedinim zemljama.

## Literatura:

- Afonso, A. (2002.), Understanding the Determinants of Sovereign Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 27, Number 1, str. 56-74.
- Afonso A., Gomes P., Rother P. (2011.), Short and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings, *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 16, Issue 1, str. 1–15.
- Avendano R., Gaillard N., Nieto-Parra S. (2009.), Are workers' remittances relevant for credit ratings agencies?, *OECD development centre working paper No. 282*
- Arefjevs I., Braslinš G. (2013.), Determinants of sovereign credit rating – example of Latvia, *Zbornik radova međunarodne konferencije New Challenges of Economic and Business Development*, University of Latvia, Riga, str. 15-25.
- Bhatia, A. V. (2002.), Sovereign Credit Ratings Methodology: an Evaluation, *IMF working paper No. 02/170*
- Bissoondoyal-Bheenick E. (2005.), An analysis of the determinants of sovereign ratings, *School of Economics and Finance, Global Finance Journal*, Vol. 15, Issue 3, str. 251–280.
- Bissoondoyal-Bheenick E., Brooks R., Yip A. Y. N. (2005.), Determinants of sovereign ratings: A comparison of cased-based reasoning and ordered probit approaches, *Department of Econometrics and Business Statistics, Monash University working paper No. 9/05*
- Borensztein E., Panizza U. (2006.), The Cost of Sovereign Default, *IMF working paper No. 08/238*
- Canuto, O, Mohapatra, S. i Ratha, D. (2011): Shadow Foreign Ratings, *Economic Premise*, Number 63, World Bank
- Cantor R., Packer F. (1996.), Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, *FRBNY Economic Policy review*, str. 37–54.
- Depken, C., LaFountain, C. and Butters, R. (2007.), Corruption and Creditworthiness: Evidence from Sovereign Credit Ratings, *University of Texas at Arlington working wapers No. 0601*
- Elkhoury, M. (2008.), Credit rating agencies and their potential impact on developing countries, *UNCTAD Discussion Papers*
- Jurčić, D., Veljković, D., *Financiranje kapitalnih projekata lokalnog javnog sektora*, Vitagraf d.o.o., Rijeka, 2001.
- Jurun E. (2007.), *Kvantitativne metode u ekonomiji*, bilješke s predavanja

- Larrain, G., Reisen, H., Pacheco, J. v M. (1997.), Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings, OECD development centre working paper No. 124
- Moody's (2015.), Moody's Corporation, <https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx> (pregledano 14. 11. 2015.)
- Monfort, B., Mulder, C. (2000): Using credit ratings for capital requirements on lending to emerging market economies - possible impact of a new Basel accord, IMF working paper No. 00/69
- Pavković A., Vedriš D. (2011.), Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom finansijskom sustavu, *Ekonomska misao i praksa*, No. 1., str. 225-250.

Luka Vladović, univ. bacc. oec.  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
E-mail: lvlado00@student.efst.hr

Vesna Vela, univ. spec. oec.  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
E-mail: vela.vesna@hotmail.com

doc. dr. sc. Marija Šimić Šarić  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
E-mail: msimic@efst.hr

## PROMJENE NA NEFORMALNOM TRŽIŠTU RIZIČNOG KAPITALA U EUROPI

### SAŽETAK

Tržište rizičnog kapitala sastoji se od formalnog i neformalnog tržišta. Formalno tržište rizičnog kapitala čine fondovi rizičnog kapitala dok neformalno tržište rizičnog kapitala predstavljaju poslovni anđeli. Poslovni anđeli su bogati pojedinci koji vlastito bogatstvo ulažu u poduzeća u najranijim fazama njihova razvoja. Osim potrebnog kapitala spremni su ponuditi i tzv. „pametni kapital“ (engl. *smart capital*) u obliku znanja, iskustva i mreža kontakata. Međutim, do poslovnih anđela je jako teško doći jer se isti smatraju latentnim ulagačima. Stoga se tržište poslovnih anđela dijeli na vidljivo i nevidljivo. Vidljivo tržište čine ulaganja poduzeta putem mreža poslovnih anđela, dok se nevidljivo tržište procjenjuje na temelju vidljivog tržišta. Vidljivo tržište čini samo oko 10% nevidljivog tržišta što istraživanje ovoga područja čini izuzetno zahtjevnim.

Cilj rada je, na temelju sekundarnih podataka, prikazati promjene i kretanja na neformalnom tržištu rizičnog kapitala u Europi u periodu od 2011. do 2015. godine.

**Ključne riječi:** formalno tržište rizičnog kapitala, neformalno tržište rizičnog kapitala, mreže poslovnih anđela, Europa

### 1. Uvod

Mlada poduzeća se, nakon što iskoriste sredstva obitelji i prijatelja, često susreću s nedostatkom izvora financiranja za potrebe rasta i razvoja. U toj eksperimentalnoj, odnosno sjemenskoj fazi razvoja, bankovni krediti nisu im dostupni budući da takva poduzeća nemaju dovoljno vrijedne kolaterale kojima bi se banke mogle osigurati od eventualnih gubitaka (Šimić, 2014). Dodatni problem koji ograničava mlada poduzeća u pribavljanju vanjskih izvora financiranja je i problem asimetričnosti informacija (Mishkin i Eakins, 2005). Činjenica nedostupnosti izvora financiranja za poduzeća u sjemenskoj fazi razvoja predstavlja jedan od glavnih uzro-

ka razvoja tržišta rizičnog kapitala. S ciljem premošćivanja navedenog financijskog jaza pojavljuju se poslovni anđeli kao neformalni ulagači rizičnog kapitala, ali i fondovi rizičnog kapitala kao institucionalni ulagači rizičnog kapitala.

Kada se govori o neformalnom tržištu rizičnog kapitala u Europi, ono se može najbolje opisati kao vrlo raznoliko, različitog stupnja zrelosti te su na vidiku novi modeli i načini suradnje (BAE, 2015). Najrazvijenija tržišta su tržišta zemalja poput Velike Britanije, Francuske i Njemačke dok su, s druge strane, zemlje kao što su Portugal i Španjolska, koje su sudjelovale u investicijama na tržištu anđela od samih početaka, danas pogođene posljedicama financijske krize. Kada se radi o zemljama Istočne Europe, u većini se zemalja razvoj tržišta poslovnih anđela nalazi u vrlo ranoj fazi razvoja (BAE, 2015).

Sve u svemu, u posljednjih deset godina došlo je do strahovitih promjena u načinu ulaganja poslovnih anđela te se ne može govoriti o jedinstvenom tržištu poslovnih anđela u Europi. Nadalje, tržište poslovnih anđela jako je teško kvantificirati jer je riječ o ulaganjima u ranim fazama. Veliki dio takvog ulaganja odnosi se na neformalno ulaganje kao i na ulaganje koje se javno ne bilježi. Bez obzira na navedena ograničenja, ulaganja poslovnih anđela i dalje predstavljaju osnovni izvor financiranja *start-upova* u Europi (EBAN, 2016).

Stoga je cilj ovoga rada prikazati promjene i kretanja na neformalnom tržištu rizičnog kapitala u Europi. Istraživanje je i kvalitativno i kvantitativno i odnosi se na identifikaciju, analizu i usporedbu podataka o promjenama na tržištu poslovnih anđela u Europi. Vremenski okvir istraživanja odnosi se na razdoblje od 2011. do 2015. godine. Za prikaz promjena na tržištu poslovnih anđela u Europi koristit će se podaci vezani uz broj poslovnih anđela, broj mreža poslovnih anđela, ukupna ulaganja, veličinu vidljivog i nevidljivog tržišta, broj poduzeća koja su privukla sredstva poslovnih anđela, veličinu prosječnog ulaganja po poduzeću, kao i broj novostvorenih radnih mjesta. Korišteni podaci preuzeti su iz različitih javno dostupnih publikacija Europskog trgovinskog udruženja za poslovne anđele, fondove za sjemenska ulaganja i druge ulagače u ranim fazama razvoja – EBAN (engl. The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and Other Early Stage Market Players ).

## 2. Tržište rizičnog kapitala

### 2.1. Formalno tržište rizičnog kapitala

Začetak današnje industrije rizičnog kapitala datira iz 1946. godine kada je američki general Georges Doriot zajedno s Karlom Comptonom i Ralphom Flendersom prepoznao potrebu za rizičnim kapitalom te osno-

vao American Research and Development Corporation (ARD). Svrha osnivanja ARD-a bilo je prikupljanje sredstava od bogatih pojedinaca i sveučilišnih zaklada za investiranje u poduzetničke *start-up* tvrtke tehnološki orijentirane proizvodnje (Šimić, 2010). Rizični kapital je nekoliko desetaka godina nakon toga postao vrlo važan izvor financiranja poduzeća. Tome u prilog govori činjenica da su neka od najvećih poduzeća danas s tržišnom kapitalizacijom od preko 350 milijardi dolara (Apple, Google, Microsoft) u određenoj fazi svoga razvoja koristila sredstva različitih aktera na tržištu rizičnog kapitala (NVCA, 2015).

Prema definiciji Europskoga *private equity* i *venture capital* udruženja (EVCA, 2007) *private equity* predstavlja vlasničko ulaganje u poduzeća koja ne kotiraju na burzi te koja imaju veliki potencijal rasta. Za razliku od *private equityja*, rizični kapital (engl. *venture capital*) se odnosi na vlasničko ulaganje u poduzeća u ranoj fazi razvoja i ekspanzije. Rizični kapital predstavlja dio *private equityja*. Osim rizičnog kapitala, *private equity* se sastoji i od *mezzanin*-financiranja, otkupa poduzeća (engl. *buyout*) te investiranja u poduzeća koja se nalaze u problemima (engl. *distress investing*).

Formalno tržište rizičnog kapitala predstavlja investicijske fondove koji se razlikuju od drugih investicijskih fondova po tome što ulažu u rizičnije poslove i imaju veće stope prinosa. Fond može biti u obliku otvorenog investicijskog fonda dostupnog javnosti ili zatvorenog, s ograničenim vremenom postojanja (Šokić, 2015). Zatvoreni investicijski fondovi izdaju dionice, i to najčešće putem javne ponude dionica. Ponuda se odnosi na određeno vremensko razdoblje i u navedenom razdoblju zainteresirana strana može kupiti dionicu fonda po određenoj cijeni. Ako se prikupi dovoljno sredstava, fond se upisuje u sudski registar, a u suprotnom, novac se vraća. Ako je fond osnovan, dionicama se dalje trguje na burzi. S druge strane, kod otvorenih investicijskih fondova izdaju se udjeli te je u svakom trenutku moguće kupiti nove ili prodati postojeće udjele otvorenom investicijskom fondu (Šokić, 2015).

## 2.2. Neformalno tržište rizičnog kapitala

Morrisette (2007) navodi kako je Marca Pola u 13. stoljeću financirao poslovni anđeo. Putovanje Kristofora Kolumba je također financirala kraljica Izabela u 15. stoljeću. Navedena ulaganja smatraju se pretečom ulaganja poslovnih anđela. Prema Ramadani (2008) termin poslovni anđeo potječe s Broadwaya. Naime, krajem 19. stoljeća su bogati pojedinci osiguravali sredstva za izvođenje novih predstava i mjuzikala. Njihova motivacija nije bila isključivo ostvarenje novčanog povrata, već se sagledavala kroz ljubav prema kazalištu i prilici da upoznaju i da se druže s poznatim glumcima i redateljima. Kroz povijest su i velikane poput

Henryja Forda i Alexandera Grahama Bella financirali poslovni anđeli. Alexandera Grahama Bella su 1874. sufinancirali poslovni anđeli kako bi osnovao Bell Telephone Company. U 1903. godini su petorica poslovnih anđela uložila 41.500 dolara u kompaniju Henryja Forda; njihovo je ulaganje nakon 15 godina bilo vrijedno oko 145 milijuna dolara. Najveća današnja poduzeća su u njihovim počecima također financirali poslovni anđeli. Neki od primjera su Apple (1977. godine poslovni anđeo uložio je 91.000 \$) i Amazon.

Prema Europskoj komisiji (engl. *European Commission*, 2015) poslovni anđeli su pojedinci (vrlo često bogati) koji imaju poslovno iskustvo, stručnost i utjecajnu mrežu kontakata. Nadalje, poslovni anđeli direktno ulažu dio svoje imovine u nova i rastuća poduzeća koja još ne kotiraju na burzi u nadi da će ostvariti financijski povrat. Iz navedene definicije mogu se prikazati neke od temeljnih karakteristika poslovnih anđela (Mason, 2005):

- bogati pojedinci

Posjedovanje bogatstva u novčanom smislu jedan je od ključnih uvjeta za postajanje poslovnim anđelom, Poslovni anđeli u svom portfelju mogu imati nekoliko investicija, a vrijednost tih investicija može biti različita, odnosno može se kretati od 10.000 € pa sve do nekoliko stotina tisuća eura. Budući da ulaganja u ovakva poduzeća podrazumijevaju visoki rizik, poslovni anđeli u ovakav oblik investiranja prosječno alociraju od 5 do 15% svoje ukupne imovine.

- poslovni anđeli ulažu svoj vlastiti novac

Ova činjenica razlikuje poslovne anđele od fondova rizičnog kapitala. Poslovni anđeli nisu primorani ulagati novac ako za to nisu pronašli odgovarajuću priliku, dok fondovi rizičnog kapitala moraju uložiti sredstva te ih svojim investitorima moraju vratiti kroz određeno vremensko razdoblje. Dodatno, zbog toga što ulažu vlastiti novac, poslovni anđeli mogu brže donositi poslovne odluke i provoditi manje profesionalno dubinsko snimanje te time imaju manje troškove pri investiranju.

- direktno investiranje

Poslovni anđeli samostalno donose odluku o investiranju. Ovo podrazumijeva da poslovni anđeli moraju imati kontakte koji će im omogućiti priljev novih investicijskih prilika, ali i da trebaju posjedovati analitičke vještine kako bi bili sposobni procijeniti u koja mlada poduzeća i poduzetničke ideje treba investirati.



- stručnost i iskustvo

Poslovni anđeli su često ljudi koji posjeduju značajno iskustvo i stručnost koje su stekli ili u razvijanju vlastitog pothvata u prošlosti ili kao menadžeri. Na temelju stečenog iskustva, poslovni anđeli često pružaju potporu onim poduzetnicima u čije poduzeće su investirali. Ta potpora može uključivati direktno uključivanje u poslovanje poduzeća, mentorstvo, pružanje mreže kontakata, i sl. Na ovakav način poslovni anđeli smanjuju rizik povezan s asimetrijom informacija i moralnim hazardom.

- ulaganje u poduzeća koja ne kotiraju na burzi

Kao alternativa ulaganju u mlada i poduzeća s velikim potencijalom rasta javlja se ulaganje u ona poduzeća koja kotiraju na burzi kroz kupnju njihovih financijskih instrumenata. Ovakva situacija predstavlja pasivni način ulaganja, dok su ulaganja poslovnih anđela aktivna jer su investitori svakodnevno uključeni u rad poduzeća te svojim radom utječu na rast i prosperitet poduzeća.

- financijski povrat

Kao i kod svakog ulaganja, jedan od temeljnih motiva je ostvarenje povrata od uloženi sredstava, no kod ulaganja poslovnih anđela javljaju se i neki drugi, ne isključivo novčani motivi o kojima ćemo nešto više reći u nastavku rada. Poslovni anđeli, prema Rončević (2008), do financijskog povrata mogu doći na jedan od sljedećih načina: ponudom osnivaču da otkupi njihov udio, prodajom svoga udjela nekom od fondova rizičnog kapitala ili otpisom potraživanja ako je investicija propala. Prema podacima EBAN-a (2016), 60% poslovnih anđela ostvarilo je pozitivan povrat u 2014. godini, dok je u 2015. godini 67% ostvarilo pozitivan povrat.

### 2.3. Formalno vs neformalno tržište rizičnog kapitala

Fondovi rizičnog kapitala, za razliku od poslovnih anđela, uglavnom ulažu u kasnijim fazama razvoja poduzeća. Prema Masonu (2005), razlog tome su transakcijski troškovi, odnosno njihov veliki udio u ukupnoj investiciji što tu investiciju čini neekonomičnom. Transakcijski troškovi uključuju vrijeme provedeno u poduzimanju evaluacije i sklapanja dogovora te troškove povezane s pružanjem profesionalne poslovne podrške nakon poduzimanja investicije. Poslovni anđeli se ne susreću s tim troškovima u tolikom opsegu jer nemaju toliku potrebu za angažiranjem odvjetnika, analitičara, računovođa i različitih profesionalaca čija je svrha pružiti pomoć poduzetnicima i njihovim poduzećima.

Detaljnija razlika između poslovnih anđela i fondova rizičnog kapitala prikazana je u tablici 1.

	<b>Poslovni anđeli</b>	<b>Fondovi rizičnog kapitala</b>
<b>Izvori financiranja</b>	vlastita sredstva poslovnog anđela	investitori
<b>Sklopljeni dogovori po godini</b>	jedna investicija u dvije godine	5-10 godišnje
<b>Veličina investicije po poduzeću</b>	25.000-250.000 USD; u prosjeku od 50.000 USD do 75.000 USD	1-10 milijuna USD; u prosjeku 4 milijuna dolara
<b>Faza razvoja poduzeća</b>	mala poduzeća, <i>start-up</i> , poduzeća u ranoj fazi razvoja	velika poduzeća; u fazi ekspanzije
<b>Geografski fokus</b>	obično blizu prebivališta	na razini države, ponekad i regionalno
<b>Industrijski fokus</b>	nema fokusa, preferiraju industrije koje poznaju	fokusiraju se na jednu ili dvije industrije
<b>Izvor dogovora</b>	ostali anđeli, prijatelji, poslovni kontakti	ostali fondovi rizičnog kapitala, podneseni zahtjevi
<b>Karakteristike donositelja odluke</b>	poduzetnik s iskustvom individualno donosi odluku; 50 godina starosti	MBA odbori sastavljeni od profesionalaca; 40 godina starosti
<b>Karakteristike dubinskog snimanja</b>	minimalno, subjektivno, neformalno	opširno, analitičko, formalno
<b>Struktura investicije</b>	jednostavna, dionice	kompleksna, konvertibilne preferirane dionice
<b>Uključenost investitora u poduzeće</b>	aktivna participacija	strateško, zauzimanje pozicije u upravi
<b>Investicijski horizont</b>	duži, 5 ili više godina	kraći, 3-5 godina
<b>Izlazna strategija</b>	manje važna	IPO ili prodaja poduzeća
<b>Očekivanja povrata na investiciju</b>	20-30%, ali nemaju unaprijed definirano očekivanje povrata na investiciju	30-50% povrata na investiciju

Tablica 1. Razlika između poslovnih anđela i fondova rizičnog kapitala  
Izvor: Morrissette S. G.(2007): *A Profile of Angel Investors*

### 3. Sindikati vs mreže poslovnih anđela u Europi

U slučaju poduzimanja većih investicija poslovni anđeli mogu formirati sindikat poslovnih anđela. Prema Etuli (2015) sindikat poslovnih anđela predstavlja zajedničko investiranje nekoliko investitora pri kojemu grupu predstavlja jedna osoba. Formiranjem sindikata omogućuje se diversifikacija portfelja, bolje upravljanje rizikom, udruživanje znanja, kontakata, iskustva te se povećava kvaliteta dubinskog snimanja. Sindikati poslovnih anđela postaju sve značajniji te mogu imati veliki utjecaj na razvoj poduzetništva zbog svojih prednosti.

Prednosti sindikata poslovnih anđela prema Masonu (2005):

1. reduciraju izvore neefikasnosti na tržištu poslovnih anđela jer se na takav način povećava vidljivost tržišta poslovnih anđela i olakšava se pristup poduzetnicima

2. stimuliraju ponudu na tržištu poslovnih anđela (udruživanjem novčanih resursa, znanja, kontakata, omogućavajući priliku za diversifikaciju portfelja)
3. popunjavaju jaz u financiranju (već smo vidjeli kako fondovi rizičnog kapitala sve više ulažu u kasnijim fazama razvoja poduzeća te sindikati poslovnih anđela popunjavaju jaz u financiranju između obitelji, prijatelja i poslovnih anđela s jedne strane i fondova rizičnog kapitala s druge strane)
4. bolja mogućnost investiranja dodatnih sredstava nakon inicijalne investicije
5. veća sposobnost stvaranja dodatne vrijednosti za poduzeće
6. bolji kredibilitet kod fondova rizičnog kapitala (fondovi rizičnog kapitala često imaju lošu sliku o poslovnim anđelima jer poslovni anđeli znaju precijeniti svoje investicije čime otežavaju konačni dogovor prilikom preuzimanja poduzeća).

Sindikati poslovnih anđela imaju i određene nedostatke, a to su prema EBAN-u (2009) prvenstveno:

1. podcjenjivanje rizika
2. činjenica da pothvati postaju kompleksniji, formaliziraniji zbog većeg broja investitora
3. više vremena je potrebno za donošenje odluke
4. mogućnost pojave teškoća u radu s osobama drugačije osobnosti
5. poteškoće s voditeljima sindikata.

Prema Europskoj komisiji (2015) mreže poslovnih anđela predstavljaju organizacije čiji je cilj olakšati spajanje poduzetnika i poslovnih anđela. Suština mreža poslovnih anđela je u tome da omoguće poduzetnicima (koji traže izvore financiranja svojih pothvata) da privuku pozornost poslovnih anđela te da istodobno omoguće poslovnim anđelima dobivanje informacije o investicijskim prilikama koje će biti u skladu s njihovim investicijskim preferencijama (Mason, 2005). Mreže poslovnih anđela su uglavnom sastavljene od 10 do 150 poslovnih anđela te su formirane kao privatne inicijative uz podršku javnog sektora. Prema Rončević (2008), razlikuju se dva načina upravljanja mrežama poslovnih anđela. Jedan je da se zaposle profesionalci, a drugi je organiziran na način da članovi grupe obavljaju određene poslove. Kako bi se pokrili administrativni i specifični troškovi (dubinsko snimanje, profesionalne usluge) mreža poslovnih anđela, poslovni anđeli uplaćuju članarine (od nekoliko stotina do nekoliko tisuća američkih dolara).

U tablici 2. prikazane su koristi koje poduzetnici i investitori mogu imati od mreža poslovnih anđela. Zahvaljujući postojanju mreža poslovnih anđela, poduzetničke ideje postaju vidljivije potencijalnim investitorima

te na taj način poduzetnici imaju veću vjerojatnost za realizaciju svoga pothvata. Dodatno, mreže poslovnih anđela olakšavaju uspostavljanje kontakta poslovnog anđela s poduzetnikom te također mogu poduzetnicima pružiti znatan broj kvalitetnih informacija (u vidu financijskih savjeta ili informacija potrebnih za daljnje prikupljanje sredstava). S druge strane, koristi koje poslovni anđeli imaju od mreža poslovnih anđela odnose se u prvom redu na kvalitetniju bazu podataka o dobrim projektima, ali i na puno veći priljev poduzetničkih ideja. Veća kvaliteta podataka o dobrim projektima je posljedica organizacije različitih investicijskih foruma, ali i objavljivanja informacija u obliku biltena i časopisa čime se dobivaju znatno kvalitetnije i ažurnije informacije o poduzetničkim idejama i njihovom razvoju.

S aspekta poduzetnika	S aspekta poslovnog anđela
identifikacija potencijalnih investitora	organizacija investicijskih foruma
uspostavljanje kontakta s poslovnim anđelom	informacije u obliku biltena, časopisa
financijsko savjetovanje	baza podataka o dobrim projektima
vidljivost	pristup regionalnom priljevu pothvata
pomoć pri pronalasku potencijalnog investitora	olakšavanje upoznavanja s poduzetnikom
informacije za daljnje prikupljanje sredstava	mogućnost zajedničkog financiranja s ostalim poslovnim anđelima
	veza s drugim mrežama poslovnih anđela

**Tablica 2.** Uloga mreža poslovnih anđela s aspekta poduzetnika i investitora  
Izvor: EBAN (2009): *Introduction to business angels and business angels network activities in Europe*

Nedostaci mreža poslovnih anđela prema EBAN-u (2009) su:

- mogu biti geografski ograničeni
- mnogi poslovni anđeli su neovisni i ne žele postati dio mreže poslovnih anđela
- ovisne su o kvaliteti menadžera
- financiranje mreže poslovnih anđela može zahtijevati javnu podršku
- mreže poslovnih anđela moraju biti neovisne (službenici mreže poslovnih anđela ne bi smjeli davati savjete ili preporuke).

#### 4. Metodologija

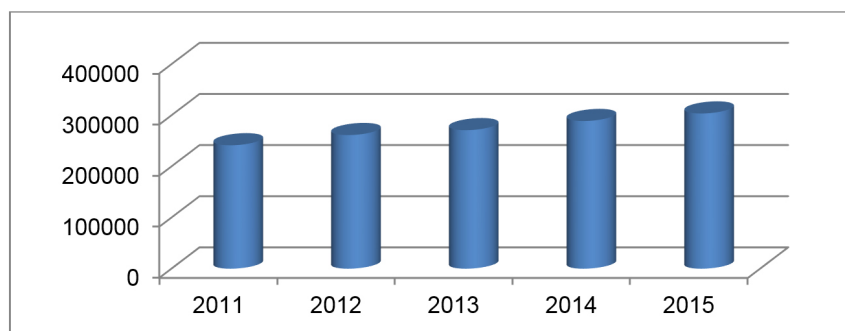
Istraživanje je i kvalitativno i kvantitativno i odnosi se na identifikaciju, analizu i usporedbu podataka o promjenama na tržištu poslovnih anđela u Europi. Vremenski okvir istraživanja odnosi se na razdoblje od 2011. do 2015. godine. Za prikaz promjena na tržištu poslovnih anđela u Europi koristit će se podaci vezani uz broj poslovnih anđela, broj mreža poslovnih anđela, ukupna ulaganja, veličinu vidljivog i nevidljivog tržišta, broj poduzeća koja su privukla sredstva poslovnih anđela, veličinu prosječnog ulaganja po poduzeću kao i broj novostvorenih radnih mjesta.

Korišteni podaci preuzeti su iz različitih javno dostupnih publikacija Europskog trgovinskog udruženja za poslovne anđele, fondove za sjemenska ulaganja i druge ulagače u ranim fazama razvoja – EBAN (engl. The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and Other Early Stage Market Players ).

## 5. Rezultati

### 5.1. Deskriptivna statistika za broj i mreže poslovnih anđela

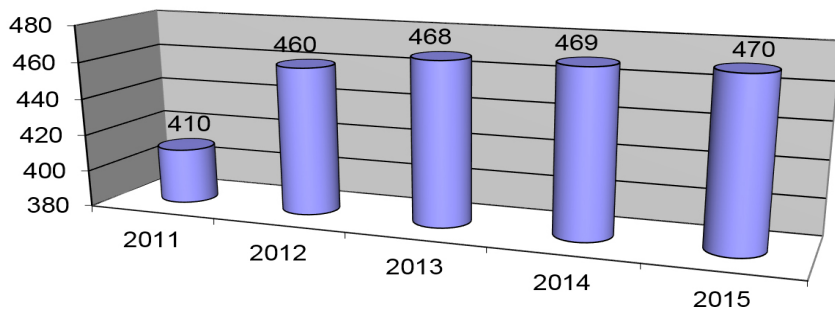
Kada se govori o neformalnom tržištu rizičnog kapitala u Europi, ono se može najbolje opisati kao vrlo raznoliko, različitog stupnja zrelosti te su na vidiku novi modeli i načini suradnje (BAE, 2015). Nadalje, tržište poslovnih anđela jako je teško kvantificirati jer je riječ o ulaganjima u ranim fazama. Veliki dio takvog ulaganja odnosi se na neformalno ulaganje, kao i na ulaganje koje se javno ne bilježi (EBAN, 2016). Nadalje, ulaganja poslovnih anđela i dalje predstavljaju osnovni izvor financiranja *start-upova* u Europi (EBAN, 2016).



**Grafikon 1.** Broj poslovnih anđela u Europi od 2011. do 2015. godine  
*Izvor:* Prikaz autora prema EBAN-u 2014. i EBAN-u 2016.

Grafikon 1. pokazuje kretanje broja poslovnih anđela u promatranom petogodišnjem razdoblju za Europu. Vidljivo je kako je broj poslovnih anđela tijekom promatranog razdoblja u konstantnom rastu, a maksimum se ostvaruje u 2015. godini s ukupnim brojem poslovnih anđela od 303 650. U odnosu na 2011. godinu to predstavlja rast od 25,76%.

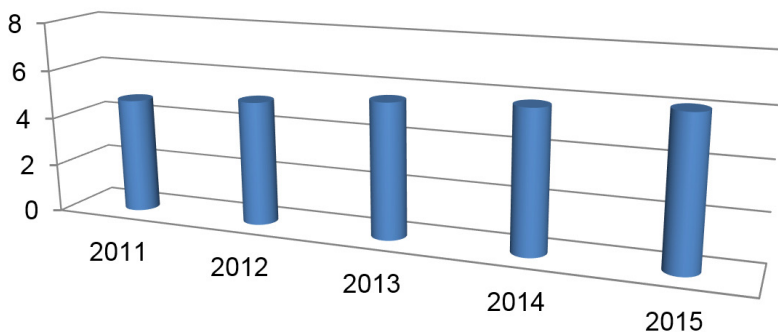
Trend rasta udruživanja poslovnih anđela kroz mreže poslovnih anđela u Europi dokazuju podaci iz grafikona 2. U 2011. godini u Europi je bilo 410 mreža poslovnih anđela, dok je u 2015. g. zabilježeno 470 mreža. Najveći skok u broju mreža poslovnih anđela dogodio se u 2012. u odnosu na 2011. godinu, kada je došlo do osnivanja dodatnih 50 mreža. Tijekom promatranog razdoblja vidljiv je konstantan rast broja mreža, što potvrđuje činjenicu kako sve veći broj poslovnih anđela koristi prednosti koje donosi članstvo u mrežama.



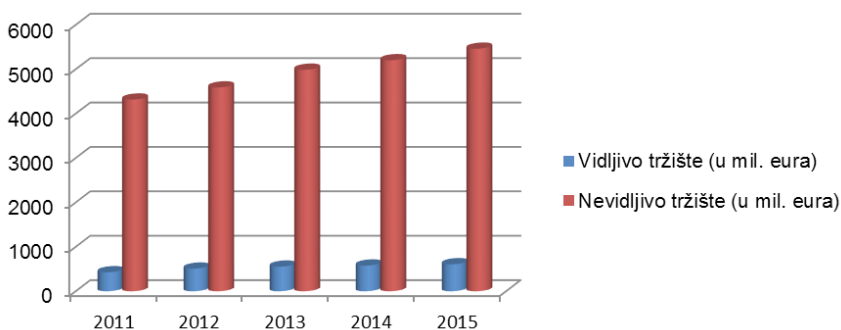
**Grafikon 2.** Mreže poslovnih anđela u Europi u razdoblju od 2011.do 2015. godine  
 Izvor: Prikaz autora prema EBAN-u 2012., EBAN-u 2014. i EBAN-u 2016.

## 5.2. Deskriptivna statistika za ukupna ulaganja u Europi

U vezi ukupnih ulaganja poslovnih anđela u Europi u razdoblju od 2011. do 2015. godine, također se uočava pozitivan trend (grafikon 3.). Vrijednost ulaganja u 2015. godini dosegla je najvišu razinu u promatranom razdoblju te su ulaganja iznosila 6,069 milijardi eura. To predstavlja rast od 27,9% u odnosu na 2011. godinu.



**Grafikon 3.** Ukupna ulaganja poslovnih anđela u Europi u milijardama eura  
 Izvor: Prikaz autora prema EBAN-u 2014. i EBAN-u 2016.

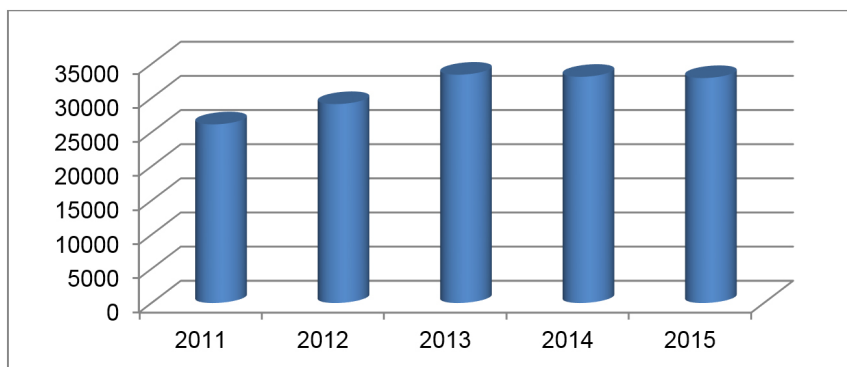


**Grafikon 4.** Veličina vidljivog i nevidljivog tržišta u Europi u milijunima eura  
 Izvor: Prikaz autora prema EBAN-u 2012., EBAN-u 2014. i EBAN-u 2016.

Ukupna ulaganja poslovnih anđela čine ulaganja na vidljivom i nevidljivom tržištu. Ulaganja na nevidljivom tržištu poslovnih anđela procjenjuju se na temelju vidljivog tržišta. Iz grafikona 4. očito je da je nevidljivo tržište poslovnih anđela daleko veće od vidljivog tržišta, odnosno tijekom cijeloga promatranog razdoblja veličina ulaganja na vidljivom tržištu iznosi između 9-11% veličine ulaganja na nevidljivom tržištu. Ulaganja u 2015. godini na vidljivom tržištu iznosila su 607 milijuna eura i u odnosu na 2011. godinu porasla za 180 milijuna eura. Ulaganja na nevidljivom tržištu u 2015. godini iznosila su 5462 milijuna eura te su u odnosu na 2011. porasla za 1145 milijuna eura. Tijekom promatranog razdoblja oba tržišta bilježe konstantan rast ulaganja.

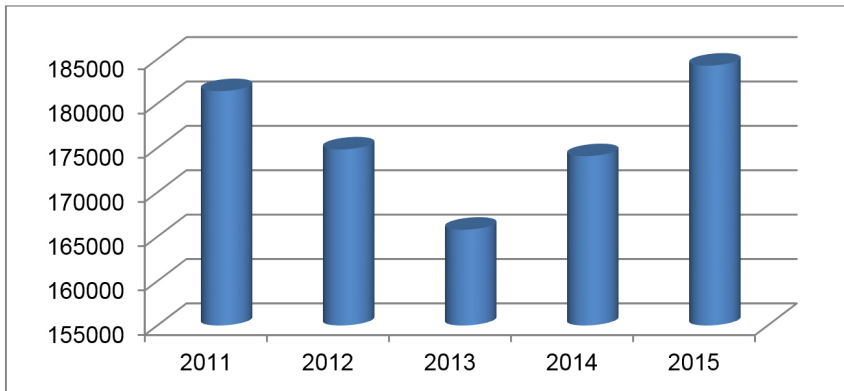
### 5.3. Deskriptivna statistika za broj poduzeća, prosječno ulaganje po poduzeću te broj novostvorenih radnih mjesta

Vezano uz broj poduzeća koja su uspjela privući sredstva poslovnih anđela u Europi, iz grafikona 5. je vidljivo kako je od 2011. do 2013. godine zabilježen rast broja poduzeća. Maksimalno je ostvaren u 2013. godini kada je 33.430 poduzeća uspjelo privući sredstva poslovnih anđela. Nakon toga se bilježi blagi pad do 2015. godine, i to od 0,93% (u 2014. godini u odnosu na 2013. g.) i 0,54% (u 2015. godini u odnosu na 2014. g.).



**Grafikon 5.** Broj poduzeća koja su privukla investicije poslovnih anđela u Europi  
Izvor: Prikaz autora prema EBAN-u 2014. i EBAN-u 2016.

Međutim, zanimljivo je uočiti da je zabilježeno prosječno ulaganje po poduzeću bilo minimalno 2013. godine, dok je maksimum zabilježen u 2015. godini. Dakle, u 2013. godini su poduzeća u prosjeku privukla manje sredstava po pojedinoj investiciji nego što je to bio slučaj u sljedeće dvije godine (grafikon 6.).



**Grafikon 6.** Prosječno ulaganje poslovnih anđela po poduzeću u eurima  
 Izvor: Prikaz autora prema godišnjim izvješćima EBAN-a za 2011., 2012., 2014., 2015. godinu

Značaj poslovnih anđela vidljiv je i kroz broj novostvorenih radnih mjesta koja su rezultat njihovih ulaganja. Broj novostvorenih radnih mjesta u Europi kreće se u rasponu od 154.597 u 2011. godini do 184.170 u 2013. godini. Za 2014. i 2015. godinu podaci o novostvorenim radnim mjestima nisu dostupni (tablica 3.).

Godina	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Novostvorena radna mjesta u Europi	154.597	178.813	184.170	/	/

**Tablica 3.** Broj novostvorenih radnih mjesta u Europi  
 Izvor: izrada autora prema EBAN-u 2014. i EBAN-u 2016.

## 6. Zaključak

Poslovni anđeli, kao bogati pojedinci, spremni su kako svoje bogatstvo tako i svoje znanje i mrežu kontakata podijeliti s poduzećima koja se nalaze u ranim fazama svoga razvoja. Riječ je o fazi u kojoj poduzeća bez dodatnog kapitala nisu u mogućnosti opstati niti se razvijati na tržištu.

Poslovni anđeli čine neformalno tržište rizičnog kapitala, koje može biti vidljivo i nevidljivo. Nevidljivo tržište čine pojedinačna ulaganja poslovnih anđela, koja su najčešće tajna kako po iznosu ulaganja tako i po poduzeću. S druge strane, vidljiva ulaganja poslovnih anđela su ona ulaganja koja se ostvaruju putem mreža poslovnih anđela.

Jedna od promjena na tržištu neformalnog rizičnog kapitala je činjenica da broj mreža poslovnih anđela u promatranom razdoblju raste iz godine u godinu, odnosno poslovni anđeli su svjesni prednosti koje im donosi



članstvo u mrežama. U 2011. godini u Europi je bilo 410 mreža poslovnih anđela, dok je u 2015. zabilježeno 470 mreža, što ukazuje na njihov konstantni rast. Nadalje, ukupna ulaganja poslovnih anđela u Europi su također u konstantnom rastu, kao i broj poslovnih anđela. Vrijednost ulaganja u 2015. godini dosegla je najvišu razinu u promatranom razdoblju te su ulaganja iznosila 6,069 milijardi eura, što predstavlja rast od 27,9% u odnosu na 2011. godinu. Slična situacija je i s brojem poslovnih anđela čiji je maksimum zabilježen u 2015. godini s ukupnim brojem poslovnih anđela od 303.650, što predstavlja rast od 25,76% u odnosu na 2011. godinu. Prosječna ulaganja poslovnih anđela također u 2015. godini bilježe svoj maksimum. Iz svega navedenog su vidljive promjene, kao i značaj tržišta poslovnih anđela za Europu.

## Literatura:

- Business Angels Europe (BAE), (2015.), The European Confederation for Angel Investing: The European Business Angels Market An Approximation, [http://www.businessangelseurope.com/News/Documents/BAE\\_Book\\_final.pdf](http://www.businessangelseurope.com/News/Documents/BAE_Book_final.pdf) (pregledano 18. 8. 2016.)
- EBAN, (2009.), Introduction to business angels and business angels network activities in Europe, [https://ec.europa.eu/research/industrial\\_technologies/pdf/eban-tool-kit\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/research/industrial_technologies/pdf/eban-tool-kit_en.pdf) (pregledano 2. 6. 2016.)
- EBAN, (2012.), European Angel Investment Overview 2012, <https://www.slideshare.net/FiBAN/eban-angelinvestmentoverview2012> (pregledano 5. 6. 2016.)
- EBAN, (2014.), Statistics Compendium. <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2014/09/13.-Statistics-Compendium-2014.pdf> (pregledano 5. 6. 2016.)
- EBAN, (2016.), European Early Stage Market Statistics 2015, <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2016/06/Early-Stage-Market-Statistics-2015.pdf> (pregledano 10. 6. 2016.)
- Etula S., (2015.), Sweat, Networks and Equity, Guide to finding an Angel Investment, FiBAN- Finnish Business Angels Network, Helsinki, Finland
- European Commission, (2015.), Fostering business angels activities in support of SME growth, <https://bookshop.europa.eu/en/fostering-business-angel-activities-in-support-of-sme-growth-pbETBN15002/?pgid=GSPefJMEtXBSR0dT-6jbGakZD00001AUei97I;sid=Zb9XQQmJDcNXUVEqCcDJ5musKNx-JM0Tqe80=?CatalogCategoryID=r2yep2OwGwsAAAF2xwhY3hG> (pregledano 2. 4. 2016.)
- EVCA, (2007.), Guide on Private Equity and Venture Capital for entrepreneurs, <http://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf> (pregledano 15. .5. 2016.)
- Mason C., (2005.), Informal source of venture finance, <https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelGroupResarch/1d%20-%20Resources%20-%20Research/20%20Parker%20chapter%20WP%20version.pdf> (pregledano 5. 5. 2016.)
- Mishkin F. S., Eakins S. G., (2005.), Financijska tržišta + institucije, MATE, Zagreb
- Morrisette S. G., (2007.), A profile of Angel Investors, The Journal of Private Equity, str. 52-66.
- NVCA, (2015.), National Venture Capital Association, Yearbook 2015, <https://mthightech.org/wp-content/uploads/2015/11/NVCA-Yearbook-2015.pdf> (pregledano 3. 7. 2016.)

- Ramadani V. (2008.), Business Angels, Who they really are? Strategic Change: Briefings on Entrepreneurial Finance, Vol. 18, Nos. 7-8, Chichester: John Wiley and Sons, November 2009., str. 249-258.
- Rončević A., (2008.), Poslovni anđeli kao izvori financiranja početnih faza poduzetničkog pothvata, *Financiranje malih i srednjih poduzeća*, ed. Cvijanović et al., str. 117-124.
- Šimić M. (2014.), Latentni ulagači, *Financije nakon krize: forenzika, etika i održivost*, Ekonomski fakultet Split, str. 301-311.
- Šimić, M. (2010.), Riziko kapital u RH, *Financije danas: dijagnoze i terapije*, Ekonomski fakultet Split, str. 263-275.
- Šokić, T., (2015.), Osnovne vrste i karakteristike rizičnog kapitala, CERP, <http://cerpcentar.com/osnovne-vrste-i-karakteristike-rizicnog-kapitala/> (pregledano 12. 6. 2016.)



Ivana Vukava, mag. oec.  
E-mail: ivana.vukava@gmail.com

doc. dr. sc. Ana Rimac Smiljanić  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu  
E-mail: ana.rimac.smiljanic@efst.hr

## FINANCIJSKA PISMENOST STUDENATA U REPUBLICI HRVATSKOJ<sup>1</sup>

### SAŽETAK

U ovome se radu istražuje i analizira pismenost hrvatskih studenata s ciljem utvrđivanja razine njihove financijske pismenosti. Studenti su izabrani kao ciljane skupine obzirom da ubrzo slijedi njihovo financijsko osamostaljenje od primarne obitelji, a već sada donose neke financijske odluke. Dosadašnja istraživanja u Hrvatskoj su ukazala na to da skupina mladih ima nisku razinu financijske pismenosti, a studenti predstavljaju skupinu koja je na prelasku iz mladih u stariju dobnu skupinu. Osim toga, studenti koji studiraju na ekonomskim fakultetima stječu znanja iz financija te se u njihovoj usporedbi s drugim studentima može testirati utjecaj financijskog obrazovanja na financijsku pismenost. Anketni upitnik je kreiran na osnovu OECD-ovog upitnika za financijsku pismenost uz prilagodbu ciljanoj skupini ispitanika – hrvatskim studentima. Istraživanje je provedeno *on-line* koristeći grupe koje studenti raznih fakulteta imaju na Facebooku. Rezultati istraživanja prikazanog u ovome radu temelje se na uzorku od 703 studenta svih hrvatskih sveučilišta i pokazuju da studenti Republike Hrvatske nisu dovoljno financijski pismeni, a da su studenti ekonomskih fakulteta pismeniji od studenata ostalih fakulteta. Time smo dodatno pronašli dokaze da financijsko obrazovanje doprinosi rastu financijske pismenosti.

**ključne riječi:** financijska pismenost, studenti, financijsko obrazovanje, ekonomski fakultet

### 1. Uvod

Financijska kriza na globalnoj razini te nedavni slučaj s kreditima u švicarskim francima na nacionalnoj razini u fokus su stavili problem financijske neobrazovanosti i neznanja. Činjenica je da se financijsko tržište razvija i širi velikom brzinom te da potrošači ne drže korak s tim promjenama. Potrošači koriste financijske instrumente, a da nisu ni svjesni kako oni zapravo funkcioniraju. Danas postoji velika nejednakost između informacija i znanja koje posjeduju pružatelji financijskih usluga u odnosu na one koje posjeduju korisnici tih istih proizvoda i usluga. Uočena

---

<sup>1</sup> Ovaj rad rezultat je diplomskog rada Ivane Vukave, mag. oec., pod mentorstvom doc. dr. sc. Ane Rimac Smiljanić.

neravnoteža proizlazi iz nedovoljne transparentnosti rada financijskih institucija, nedostupnosti svih relevantnih informacija, ali i nedovoljnog znanja i vještina stanovništva da iskoristi dostupne informacije. Navedeno je omogućilo i pojavu tzv. „predatorskog kreditiranja“ što je obilježilo veliki broj nenaplativih zajmova dužnika i njihovu prisilnu naplatu prodajom doma dužnika nakon izbijanja *suprime* krize (Ashcraft, Schuermann, 2009). Danas je očito da ti dužnici većinom nisu razumjeli uvjete kredita koje su im banke nudile, a ni trenutačnu situaciju na financijskim tržištima i tržištima nekretnina. Njihov jedini motiv bio je osigurati dom u kojem će živjeti, utočište, primarnu ljudsku potrebu nakon hrane. Stoga se važnost istraživanja, promoviranja i unaprjeđivanja financijske pismenosti može objasniti i rizicima koji proizlaze iz financijske nepismenosti. Ne samo da je važno razvijati financijsku pismenost već je bitno podizati svijest javnosti o opasnostima koje proizlaze iz nedovoljnog znanja, sposobnosti i vještina za donošenje financijskih odluka, ne samo za pojedinca već i za nacionalne financijske sustave (Furtuna, 2008). Prema Svjetskoj banci bolja zaštita potrošača i financijska pismenost pomažu izgradnji povjerenja javnosti u financijske institucije, proizvode i usluge koje one nude te predstavljaju jamstvo da će financijske institucije uložiti napor kako bi služile potrebama stanovništva (SB, 2010). Iako je u novije vrijeme pitanje financijske pismenosti prepoznato kao izuzetno bitno za daljnji razvoj i napredak, u slučaju Republike Hrvatske još uvijek nije dobilo dovoljno pozornosti. Rezultati istraživanja PISA (*Programme for International Student Assessment*, OECD, 2014) pokazali su poražavajuće rezultate za Republiku Hrvatsku čiji su učenici postigli statistički značajno niže rezultate od prosjeka zemalja OECD-a. Na nedostatnu financijsku pismenost hrvatskih potrošača upozorava i Svjetska banka (SB, 2010). Dodatno, rezultati istraživanja Vehovec, Rajh i Škerbin Kirbiš (2015) ukazuju da je u Hrvatskoj bolja financijska pismenost starijeg i bolje obrazovanog stanovništva. Istraživanje HNB-a i FINA-e (2010) i Golemac, Lončar (2016) ukazuju na lošiju financijsku pismenost mladih. Stoga je svrha ovoga rada istražiti financijsku pismenost mladih, tj. studenata na hrvatskim sveučilištima. Studenti kao skupina stanovništva nalaze se u osjetljivoj fazi života kada iz situacije financijske ovisnosti od svojih roditelja, staratelja, prelaze u fazu financijske neovisnosti. Financijska, kao i svaka druga vrsta neovisnosti, za sobom povlači određenu razinu odgovornosti za poduzete odluke. Drugi razlog zbog kojega su izabrani studenti kao ispitivana skupina leži u činjenici što su upravo oni ti koji će u skorij budućnosti doći na tržište rada kao visokoobrazovana radna snaga i direktno sudjelovati u gospodarskim zbivanjima. Od njih se očekuje da donose dobre financijske odluke za sebe, ali i da radom direktno ili indirektno utječu na financijske odluke drugih skupina društva. Primjeri velikog broja mladih obitelji u Hrvatskoj koje su bile suočene s kreditima u CHF govore u prilog većoj potrebi financijskog opismenjanja mladih. Važnost znanja o rizicima za uspješno upravljanje osobnim

financijama ističu i Ivanov i Barbić (2016). Nadalje, s obzirom na životnu dob, studente ubrzo očekuje i donošenje značajnih financijskih odluka poput kupnje doma i time dugoročnog zaduživanja. Obzirom na prekretnicu života s kojom će se ubrzo susresti, donošenje financijskih odluka će zasigurno značajno oblikovati njihov materijalni položaj, a indirektno i čitavog društva. Činjenica je da se danas potrošači suočavaju s donošenjem kompleksnih financijskih odluka te da pogreške napravljene u ranim fazama života mogu imati dalekosežne posljedice. Naime, Lusardi, Mitchell i Curto (2010) navode rezultate istraživanja koja su pokazala kako je sve više mladih ljudi opterećeno rastućim brojem studentskih kredita ili kredita po kreditnim karticama te naglašavaju kako takve obveze u ranim fazama života otežavaju njihovu potencijalnu sposobnost da akumuliraju bogatstvo. Istraživanja Atkinson i Messy (2012) i Vehovec, Rajh i Škerbin Kirbiš (2015) su potvrdila da su obrazovaniji ljudi financijski pismeniji. Stoga je očekivano da studenti viših godina budu financijski pismeniji od studenata nižih godina. Dodatno, financijsko znanje je jedna od komponenti financijske pismenosti te se može očekivati da će studenti ekonomskih fakulteta biti pismeniji od ostalih studenata. Navedenim pretpostavkama idu u prilog i rezultati dosadanih istraživanja (Volpe, Chen i Pavlicko, 1996; Rodrigues *et al.*, 2012; Hashim i Kayode, 2013; Shaari *et al.*, 2013; Sarigul, 2014; Lončar i Golemac, 2015). Kako bi se pronašli odgovori na navedena pitanja te ostvario cilj ovoga rada, provedeno je primarno anketno istraživanje među studentima hrvatskih sveučilišta. Anketni upitnik je kreiran na temelju upitnika Jump\$tart Questionnaire (Mckenzie, 2009) i OECD-ovog upitnika (OECD, 2015) za financijsku pismenost uz prilagodbu ciljanoj skupini ispitanika – hrvatskim studentima. Anketnim pitanjima bile su obuhvaćene tri komponente financijske pismenosti: financijsko znanje, stavovi i uvjerenja o financijama i ponašanje prilikom donošenja financijskih odluka. Anketa je sadržavala i specifična pitanja povezana za studentsku populaciju. Istraživanje je provedeno *online* koristeći grupe koje studenti raznih fakulteta imaju na Facebooku. Rezultati istraživanja prikazanog u ovome radu se temelje na uzorku od 703 studenta svih hrvatskih sveučilišta i pokazuju da studenti Republike Hrvatske nisu dovoljno financijski pismeni, a da su studenti ekonomskih fakulteta pokazali veću razinu pismenosti od studenata ostalih fakulteta. Time smo dodatno pronašli dokaze da financijsko obrazovanje doprinosi rastu financijske pismenosti. Navedeni rezultati trebaju poslužiti za podizanje svijesti o važnosti financijske pismenosti, ali i nužnosti razvijanja i implementacije financijskog obrazovanja među studentskom populacijom u Hrvatskoj.

Rad je organiziran na sljedeći način: nakon uvodnog izlaganja iznosi se pregled teorijskih spoznaja i empirijskih istraživanja. Potom slijedi poglavlje u kojemu se iznosi metodologija i uzorak istraživanja. U konačnici se opisuju i analiziraju dobiveni empirijski rezultati. Rad završava zaključkom.

## 2. Financijska pismenost – neophodno znanje za 21. stoljeće

Problem financijske pismenosti nakon krize 2008. godine postaje predmet istraživanja širom svijeta. U svom radu Hung *et al.* (2009) naglašavaju kompleksnost i važnost donošenja optimalnih financijskih odluka za svakog pojedinca. Naime, svaki pojedinac je svakodnevno suočen s donošenjem velikog broja financijskih odluka, bilo onih kratkoročnih koje utječu na zadovoljavanje osnovnih životnih potreba, ili pak dugoročnih vezanih uz osiguravanje mjesta stanovanja ili pripreme za mirovinu. Pogrešne odluke koje su posljedica neupućenosti u osnovne financijske termine i nepoznavanja zakonitosti i alata koji se koriste u financijskom svijetu mogu imati dalekosežne posljedice na kvalitetu života donositelja takvih odluka. Stoga financijska pismenost postaje neophodno znanje za 21. stoljeće. Europska bankovna federacija (EBF, 2009) definira financijsku pismenost kao neophodnu komponentu u današnjim kompleksnim financijskim tržištima koja omogućava potrošačima razumijevanje donesenih financijskih odluka kako bi izbjegli nepotrebne rizike, prevelike dugove i potencijalne financijske katastrofe. Štoviše, osim samog izbjegavanja potencijalnih negativnih strana korištenja financijskih instrumenata, financijska pismenost omogućuje i korištenje svih prednosti koje ti isti financijski instrumenti mogu ponuditi. Važnost tih znanja među prvima je prepoznao OECD koji je osnovao međunarodnu mrežu za financijsko obrazovanje te uključio komponentu Financijska pismenost u globalne testove znanja - PISA za testiranje srednjoškolaca. Svjetska banka svojim publikacijama također nastoji istražiti te promovirati svijest o važnosti financijske pismenosti za dobrobit pojedinaca, ali i stabilnosti financijskog sustava (SB, 2010).

Što se podrazumijeva pod pojmom financijska pismenost? Huston (2010) navodi kako 72% studija provedenih na temu financijske pismenosti nisu uključile definiciju tog pojma. Autor navedeno konstatira na temelju istraživanja provedenog na uzorku od 71 individualne studije. Unatoč važnosti koja se pridaje financijskoj pismenosti, u literaturi se ne pridaje dovoljno pozornosti definiranju i mjerenju iste, te se pojmovi financijske pismenosti, financijskog znanja i financijskog obrazovanja često koriste kao sinonimi (Huston, 2010). Brojni istraživači navode svoja viđenja financijske pismenosti, ali još ne postoji jedinstvena, općeprihvaćena definicija tog pojma. Tako su primjerice Hung *et al.* (2009) opisali financijsku pismenost kao krug financijskog znanja, financijskih vještina i financijskog ponašanja. Financijsko znanje pojedinca reflektira se u percipiranom znanju pojedinca i utječe na financijske vještine koje su opet određene financijskim znanjem. Financijsko ponašanje ovisi o svim navedenim komponentama (financijskom znanju, percipiranom znanju i financijskim vještinama) dok, naposljetku, iskustvo stečeno kroz financijsko ponašanje doprinosi stvarnom i percipiranom financijskom znanju.



Osim stvarnog znanja pojedinca ističe se i kategorija percipiranog znanja jer ljudi često nisu svjesni stvarnog opsega znanja koje posjeduju. Ponekad osobe koje posjeduju veću dozu samouvjerenosti smatraju da znaju puno više nego što zapravo znaju i obratno. Rezultati istraživanja OECD-a (2006) o važnosti financijske pismenosti ukazuju na to da se ključni izazov budućeg djelovanja sastoji u uvjeravanju stanovništva da nisu financijski pismeni onoliko koliko misle da jesu. Nažalost, posljedice krize 2007./08. dodatno ukazuju na jaz između percipirane i stvarne financijske pismenosti stanovništva. S druge strane, dvodimenzionalni koncept financijske pismenosti Golemac i Lončar (2015) objašnjavaju postojanjem dvije dimenzije: razumijevanja (financijsko znanje) i upotrebe (sposobnost i samouvjerenost da se efektivno primijeni i koristi stečeno znanje). Cjelokupna financijska pismenost kao temelj posjeduje financijsko znanje koje se stječe obrazovanjem i/ili iskustvom korištenja financijskih instrumenata za upravljanje osobnim financijama. Međutim, posjedovanje samog znanja ne znači puno ako pojedinac nema sposobnost i samouvjerenost kojima može efektivno primijeniti i koristiti stečena znanja. Dobro informirani pojedinci, oni koji posjeduju određeni stupanj financijskog znanja, trebali bi donositi racionalne, dobre financijske odluke koje će utjecati na povećanje sigurnosti i dobrobiti cjelokupnog financijskog osobnog stanja, a indirektno i čitave nacionalne ekonomije. Takvi potrošači su ključni čimbenik u efektivnom i efikasnom funkcioniranju financijskih tržišta i realne ekonomije. Primjerice, potrošači koji su dobro upoznati s uvjetima na tržištu, koji poznaju kamatne stope, koji razumiju moguće posljedice kreditnog rizika te su svjesni kako se njihova osobna financijska situacija uklapa u situaciju na tržištu teško da će se zadužiti po nepovoljnim uvjetima ili postati žrtvom financijskih prijevara (Hilgert i Hogarth, 2003). Osim znanja i ponašanja, ustanovljena je još jedna važna dimenzija financijske pismenosti (Atkinson i Messy, 2012), a to su stav i preferencije. Primjerice, ako pojedinac ima negativan stav prema štednji za svoju budućnost, postoji manja vjerojatnost da će takav pojedinac štedjeti. Slično, ako je pojedincu prioritet financijsko blagostanje u kraćem vremenskom periodu manja je vjerojatnost da će osigurati financijske zalihe za hitne, neočekivane slučajeve ili da će napraviti dugoročne financijske planove. Ipak, ne smije se zanemariti utjecaj financijskog znanja i prijašnjeg financijskog iskustva na osobne stavove i preferencije potrošača. Znanje i iskustvo mogu utjecati na promjenu stavova i preferencija, a u tom kontekstu je ključna uloga obrazovnih programa i afirmacija u društvu o važnosti financijske pismenosti za donošenje boljih financijskih odluka, a time i kvalitetnijeg života pojedinaca. Za provođenje istraživanja prezentiranoga u ovome radu, a uzimajući u obzir rezultate prethodnih istraživanja, financijsku pismenost definiramo kao skup financijskih znanja, stavova o financijama te ponašanja prema financijskim odlukama.

Financijska pismenost je važna na mnogim razinama. Najvažnija je za pojedinca jer ima direktne implikacije na njegov život. Naime, financijski pismene osobe imaju veću svijest o novcu i raspodjeli istog te im je cilj upravljanja s novcem maksimizacija vlastite financijske pozicije. Spretno upravljanje novcem doprinosi većim povratima od ulaganja, manjem riziku te naposljetku većem financijskom blagostanju. S druge strane, ako pojedinac, suočen sa sve većom kompleksnošću financijskih proizvoda i usluga koje se nude na financijskim tržištima, donese pogrešnu financijsku odluku, u pitanje dovodi financijsko blagostanje, osobno i obiteljsko. Promjene u društvu traže od pojedinca donošenje dalekosežnih financijskih odluka, poput onih vezanih za mirovinu. Prijašnje generacije radnika većinom nisu bile upućene u aktivnosti koje su poduzimali mirovinski fondovi dok se danas od radnika očekuje da o tome odlučuju. Također, produžuje se očekivano trajanje života što znači da su potrebni i veći iznosi štednje za budućnost nego prethodnim generacijama. Financijska pismenost ima i veliku važnost u području zapošljavanja. Od koncepta cjeloživotnog zaposlenja naglasak je stavljen na programe cjeloživotnog učenja i usavršavanja. Kako bi pratili dinamične promjene u području karijere, promjene radnih mjesta i poslova, potrebno je učinkovito upravljanje programom osobnih financija kako bi premostili razdoblja kratko-ročne nezaposlenosti (Cvrlje, 2014).

Loša razina financijskog znanja od strane pojedinaca i rastuća kompleksnost financijskih proizvoda institucija koje nude proizvode i usluge može dovesti do značajnih troškova za nacionalnu ekonomiju. Ova konstatacija se posebno odnosi na situacije u kojima potrošači postaju žrtvama predatorskog kreditiranja ili raznim drugim oblicima financijskih prijevara. Činjenica je također da je uočena međuovisnost između financijske pismenosti i siromaštva. Pojedinci koji imaju nižu razinu dohotka uglavnom imaju nižu razinu obrazovanja te oni često imaju pristup samo standardiziranim proizvodima i uslugama koje ne zadovoljavaju njihove potrebe u potpunosti. (Habschick *et al.*, 2007). U tom kontekstu na financijsku pismenost treba gledati kao i na javnu potrebu. Naime, država putem mehanizma javnih financija zadovoljava javne potrebe stanovništva. Financiranjem sudstva, vojske, policije, zdravstva i dr. pruža svojim građanima zaštitu od raznih opasnosti koje ih tijekom života mogu susresti. Tragične sudbine ljudi koji su za vrijeme uzleta u cijenama nekretnina kupili nekretninu, dom za svoju obitelj, te se zadužili pod nepovoljnim financijskim uvjetima nameće pitanje: Je li za zdravlje tih ljudi bio važniji redoviti liječnički pregled i zdrava prehrana ili donošenje dobre financijske odluke? Je li sustav koji nas uči da živimo u državi koja nas svojim djelovanjem štiti od opasnosti utjecao na to da podcjenjujemo opasnosti koje mogu proizaći iz donošenja pogrešnih financijskih odluka? Koliko smo mi kao građani naše domovine uopće svjesni važnosti financija za opću kvalitetu našeg života? Posjeduje li prosječni građanin uopće zna-

nje pomoću kojega bi mogao odgovoriti na navedeno/a pitanje/a? Koliku spoznaju o tome imaju hrvatski studenti nastojat ćemo odgovoriti kroz rezultate istraživanja prezentiranoga u ovome radu.

### 3. Empirijsko istraživanje

Za ostvarivanje postavljenih ciljeva rada bilo je potrebno prikupiti primarne podatke te provesti primarno istraživanje. Za prikupljanje podataka kao istraživački instrument korišten je anketni upitnik, te je istraživanje provedeno u razdoblju od 5. 6. 2016. do 21. 7. 2016. godine *online* koristeći grupe koje studenti raznih fakulteta imaju na Facebooku na uzorku studenata svih sveučilišta u Republici Hrvatskoj (703 studenta). Kao instrument istraživanja odabran je anonimni anketni upitnik koji se sastojao od ukupno 21 pitanja koji je kreiran na osnovu OECD-ovog upitnika za financijsku pismenost uz prilagodbu ciljanoj skupini ispitanika. Pitanja su sačinjavala tri osnovne komponente financijske pismenosti: financijsko znanje, stavovi i uvjerenja te financijsko ponašanje. Upitnik je dodatno proširen pitanjima o dobi, spolu, ali i karakterističnim obilježjima studentske populacije, poput fakulteta koji studiraju, godini studija, osamostaljenju od roditelja te eventualnom radnom iskustvu. Prikupljeni podaci su obrađeni statističkim programom SPSS uz korištenje deskriptivne statistike te neparametrijskih testova.

U anketi je sudjelovalo 42,5% muškaraca i 57,6% žena. Većina je bila dobne skupine između 21-23 godine (45,1%) te između 18-20 godina (35,8%). Između 24-26 godina bilo je 14,8% anketiranih studenata, a samo 4,3% je bilo starijih od 26. Povezana s dobnom strukturom je i struktura studenata prema godini studija, što je prikazano u tablici 1.

	<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid Percent</i>	<i>Cumulative Percent</i>
1	206	<b>29,3</b>	29,3	29,3
2	136	19,3	19,3	48,6
3	109	15,5	15,5	64,2
4	117	16,6	16,6	80,8
5	135	19,2	19,2	100,0
Ukupno	703	100,0	100,0	

**Tablica 1.** Godina studija

Izvor: Rezultati ankete

Iz tablice 1. je vidljivo da su većina ispitanika studenti prve godine, ali se može konstatirati da je distribucija studenata s drugih godina ravnomjerna te da može reprezentirati strukturu hrvatskih studenata. Ovim istraživanjem se želi utvrditi postoji li razlika u razini financijske pismenosti studenata ekonomskih fakulteta i studenata ostalih fakulteta i time testirati utjecaj financijskog znanja na financijsku pismenost. Kako bi

se moglo doći do željenih rezultata, ispitanici su svrstani u kategorije s obzirom na to koji fakultet pohađaju. Od ispitanih studenata, najviše ih se izjasnilo da studiraju tehničke fakultete (37,3%), pa slijede studenti ekonomije (23,6%). Struktura fakulteta ostalih znanosti je kako slijedi: 12,9% studenata bilo je s ostalih društvenih fakulteta (pravo, sociologija, psihologija i sl.), 11,0% s biomedicine i zdravstva, prirodnih znanosti 7,7% i humanističkih znanosti 7,5%. U sljedećem koraku se htjelo ispitati radno iskustvo studenata, a time indirektno i financijska neovisnost od roditelja/staratelja. Naime, postavljeno je pitanje o radnom iskustvu pri čemu je pojam rad obuhvaćao poslove s punim radnim vremenom, povremene poslove, ali i sezonske poslove te razne programe stručnih praksi i slično. Prema dobivenim odgovorima najviše je ispitanika izjavilo da ima radno iskustvo manje od pola godine (31,3%) odnosno, kumulativno gledano, 51,1% ispitanih studenata nema nikakvo, do najviše 6 mjeseci radnog iskustva. Navedeno ukazuje na to da je većina hrvatskih studenata značajno financijski ovisna o svojim roditeljima, starateljima, te da svoje financijske odluke prema tome vjerojatno značajno preslikavaju iz vlastitog kućanstva. S druge strane, nije zanemarivo da čak 24% ispitanika ima radno iskustvo duže od dvije godine te da su zasigurno samostalno donijeli značajan broj financijskih odluka. Stoga se sljedećim pitanjem htjelo doći do odgovora gdje su najviše naučili o upravljanju novcem. Prema podacima prikazanim u tablici 2. vidljivo je kako većina ispitanika (53,2%) smatra da su o upravljanju novcem najviše naučili iz vlastitog upravljanja novcem.

	<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid Percent</i>	<i>Cumul. Percent</i>
Iz medija	23	3,3	3,3	3,3
Iz vlastitog iskustva upravljanja novcem	374	<b>53,2</b>	53,2	56,5
Kod kuće	267	38,0	38,0	94,5
U razgovoru s prijateljima	8	1,1	1,1	95,6
U školi / na fakultetu	31	4,4	4,4	100,0
Ukupno	703	100,0	100,0	

Tablica 2. Gdje ste najviše naučili o upravljanju novcem?

Osim što je najveći broj studenata izjavio da su o upravljanju novcem najviše naučili iz vlastitog iskustva, iz tablice 2. je vidljivo da 38% ispitanih studenata navodi da su o novcu najviše naučili kod kuće. U prilog tome govori istraživanje Sabri (2011) u kojemu navodi rezultate istraživanja *Youth and Money Survey* koje je otkrilo da se 94% studenata obraća svojim roditeljima za pitanja vezana uz financije. Najmanje ispitanih studenata (1,1%) je izjavilo da je o upravljanju novcem naučilo iz razgovora s prijateljima dok ih također vrlo malo smatra da su o upravljanju novcem naučili u školi, odnosno na fakultetu (4,4%) te iz medija (novine, časopisi, radio, televizija, internet) – samo 3,3%. Ako uzmemo u obzir i istraživanje OECD-a (2014) prema kojemu je Hrvatska pri dnu u financijskom

znanju koje učenici stječu kroz obrazovni sustav, nameće se potreba za preispitivanjem zastupljenosti financijske problematike u nastavnim sadržajima. Pitanja iz anketnog upitnika koja su se odnosila na znanje o financijama koncipirana su na način da ispituju razumijevanje pojmova kao što su likvidnost, kamatne stope, rizičnost financijskih ulaganja, utjecaj inflacije na vrijednost novca te osnovni razlog postojanja osiguranja. Studenti hrvatskih sveučilišta su u prosjeku, bez obzira na upisani studij, točno odgovorili na tri od postavljenih sedam pitanja iz skupine pitanja o financijskom znanju (preciznije, 3,10 točno odgovorenih pitanja). Za potrebe provedbe ovoga istraživanja smatra se potrebnim da ispitanik točno odgovori na četiri od postavljenih sedam pitanja, odnosno na više od 50% postavljenih pitanja kako bi se smatrao financijski pismenim.<sup>2</sup> Testiranje financijske pismenosti testira se T-testom gdje se kao testna vrijednost uzima 4 kao prag financijske pismenosti. Na sva pitanja, osim mišljenja o glavnom razlogu kupovine osiguranja (točno je odgovorilo 76,24% ispitanih studenata), najveći broj ispitanika nije znao točan odgovor. Značajan je i podatak da 66,57% ispitanih studenata nije znalo odgovor na pitanje o kretanju cijena državnih obveznica dok su najviše dvojbi imali kod pitanja o pojmu inflacije gdje je točno odgovorilo 49,50% (ekvivalentno, 50,50% dalo je netočan odgovor). Kako bi se testirala razlika u financijskoj pismenosti između studenata ekonomskih i studenata ostalih fakulteta, studenti su podijeljeni u dvije kategorije. Rezultati su prikazani u nastavku u tablici 3.

	Fakultet	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Broj točnih odgovora	EF	166	<b>4,00</b>	1,595	,124
	OS	537	2,82	1,564	,068

Tablica 3. Broj točnih odgovora s obzirom na fakultet

Napomena: EF – studenti ekonomskog fakulteta; OS – studenti ostalih fakulteta

Iz tablice 3. se može uočiti da je prosječan broj točnih odgovora studenata ekonomskog fakulteta 4 s prosječnim odstupanjem od aritmetičke sredine 1,595, dok je prosječan broj točnih odgovora studenata ostalih fakulteta 2,82 s prosječnim odstupanjem od aritmetičke sredine 2,82. Razlika u financijskoj pismenosti testirana je T-testom te se na temelju vrijednosti T-testa od 8,459 pri 701 stupnju slobode može donijeti zaključak da postoji statistički značajna razlika u broju točnih odgovora među studentima ekonomskog fakulteta i studenata ostalih fakulteta. ANOVA test broja točnih odgovora i ispitanika drugih fakultetskih usmjerenja, osim ekonomskog, pokazao je da je statistički značajan te da razlika postoji. Kako bi se vidjelo koji od ostalih fakulteta ima najvišu razinu financijske pismenosti, formirana je tablica br. 4 u kojoj je prikazan prosječan broj točnih odgovora prema prethodno definiranim skupinama fakulteta.

<sup>2</sup> Navedeni kriterij je u skladu s Atkinson i Messy (2012), Valope, Chen, Pavlicko (1996) i Remund, D. L. (2010).

	Fakultet	N	Prosječan broj točnih odgovora
Total		537	2.81936
Fakultet	ostale društvene znanosti	91	2.27472
	tehničke znanosti	262	3.16030
	prirodne znanosti	54	2.03703
	humanističke znanosti	53	2.22641
	biomedicina i zdravstvo	77	3.25974

**Tablica 4.** Struktura točnih odgovora pri neekonomskim fakultetima

Izvor: rezultati ankete

Najviše prosječnih točnih odgovora, bez studenata ekonomije, ostvarili su studenti biomedicinskih fakulteta (3,26 točnih odgovora) dok su najlošiji rezultat ostvarili studenti koji studiraju u području prirodnih znanosti (2,04 točnih odgovora). Prema dobivenim rezultatima vidljivo je da je najviše ispitanih studenata biomedicinskih fakulteta u kategoriji 4. (41,56%) i 5. godine studija (22,08%). Najviše studenata koji studiraju u području prirodnih znanosti, a koji su ostvarili najlošiji rezultat, studira na 1. (48,15%) i 2. godini studija (20,37%).

Osim pitanja o financijskom znanju hrvatskih studenata, u okviru istraživanja bilo je postavljeno i pitanje koliko je percipirano znanje pojedinca razmjerno stvarnom znanju. Kako je navedeno ranije u radu, istraživanja provedena u SAD-u su pokazala (*Financial Capability Study*, 2009; Lusardi i Mitchell, 2014) da postoji veliki nerazmjer između percipiranog znanja i stvarnog znanja pojedinaca. Međutim, testiranje dostupnih podataka pokazalo je drugačiju sliku od očekivane. Prema rezultatima postoji statistički značajna razlika u broju točnih odgovora između onih studenata koji se smatraju sposobnima, odnosno samouvjerenima u upravljanju vlastitim financijama i onih koji se ne smatraju sposobnima. Iz podataka prikazanih u tablici br. 5. evidentno je da su ispitanici koji se smatraju potpuno sposobnima, odnosno koji su izjavili da razumiju upravljanje novcem vrlo dobro, u prosjeku imali najveći broj točnih odgovora. Slijede ih oni koji su izjavili da se smatraju sposobnima, odnosno oni koji razumiju većinu onoga što im je potrebno za upravljanje novcem (brojčano najveća skupina - 314 ispitanika), dok su najmanji prosječni broj bodova imali oni studenti koji sami sebe smatraju nesposobnima te je njih brojčano i najmanje (samo 38 ispitanika).

	Stav ispitanika	N	Broj točnih odgovora
Ukupno		703	3.098151
Koliko se smatrate sposobnima (samouvjerenima) upravljati vlastitim financijama?	ne smatram se sposobnim uopće	38	2.315789
	potpuno sposoban	120	3.341667
	relativno sposoban	231	2.835498
	sposoban	314	3.292994

**Tablica 5.** Percipirano i stvarno znanje

Osim znanja, anketiranjem su obuhvaćena i pitanja o stavovima, navikama i ponašanju studenata hrvatskih sveučilišta kada je riječ o novcu i upravljanju novcem. Najveći broj ispitanika, 80,9%, izjavilo je da prije kupnje pažljivo procijene mogu li si to priuštiti dok najmanji broj ispitanika (25,5%) smatra da novac postoji da bi se potrošio. Prethodna tvrdnja bila je postavljena i prilikom prvog nacionalnog istraživanja financijske pismenosti koje je provela HNB (HNB i HANFA, 2015) te je također pokazala da je mali broj građana označio da novac postoji da bi se potrošio. Čak 513 studenata (73%) je izjavilo da uvijek podmiruju svoje račune/obveze na vrijeme, što je pozitivan rezultat te govori da hrvatski studenti planiraju svoje primitke i izdatke te da vode računa o pravovremenom podmirivanju svojih obveza. Otprilike trećina ispitanika je izjavila da je postavila dugoročne financijske ciljeve te da ih se trudi ostvariti (31,4%) dok je 30,4% izjavilo da su spremni riskirati dio svog novca prilikom štednje ili investiranja. S obzirom na to da je istraživanje pokazalo da više od polovice ispitanika štedi na način da ostavljaju novac u novčaniku ili kod kuće, odnosno da štede povećavajući saldo na tekućem ili žiro računu, ne čudi da je samo 30,4% spremno riskirati dio novca prilikom štednje ili investiranja.

	<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>	<i>V a l i d Percent</i>	<i>Cumulative Percent</i>
Ne štedim	121	17,2	17,2	17,2
Kupujem dionice/obveznice / ostale fin. instrumente	14	2,0	2,0	19,2
Ostavljam novac u novčaniku ili kod kuće	309	<b>44,0</b>	44,0	63,2
Povećavam saldo na tekućem / žiro računu	132	18,8	18,8	81,9
Uplaćujem na štedni račun u banci	127	18,1	18,1	100,0
Ukupno	703	100,0	100,0	

Tablica 6. Na koji način štedite novac?

Stav ispitanika prema štednji prikazan je u tablici br. 6. Najviše ispitanika (44%) izjavilo je da novac ostavljaju u novčaniku ili kod kuće, dok je 18,8% izjavilo da štede povećavajući saldo na tekućem ili žiro računu. Iz ovakvih rezultata se zaključuje kako skupina mladih stanovnika Hrvatske nema naviku korištenja bankarskih usluga i/ili da nema povjerenja u bankarski sustav. Razlog tome može biti činjenica da njihovi roditelji, ukućani, rodbina i prijatelji imaju negativna iskustva s poslovanjem banaka ili je pak možda još uvijek u kolektivnoj svijesti da je najsigurnije novac čuvati u novčaniku ili kod kuće. Ovi rezultati su u skladu s rezultatima Cvrlje (2012) koji ukazuje na nužnost veće financijske uključenosti mladih, osobito studenata u korištenje financijskih proizvoda i usluga. Anketom se htjelo provjeriti planiraju li studenti unaprijed, i u kojoj mjeri, svoj mjesečni budžet i, ako planiraju, drže li se postavljenih planova. Pitanje je postavljeno s ciljem saznavanja troše li studenti novac kojim raspolažu stihijski ili su u stanju razmišljati o budućnosti i donositi racionalne ekonomske odluke. Rezultati su prikazani u tablici br. 7. gdje je

vidljivo da je više od polovice ispitanih studenata (57,2%) odgovorilo da planira mjesečni budžet. Iz desnog dijela tablice je vidljivo da je većina studenata koji planiraju mjesečni budžet dosljedna svojim planovima pa se tako i pridržava zacrtanih ciljeva.

Planiranje mjesečnog budžeta			Uvažavanje planiranog budžeta ako on postoji				
	<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid Percent</i>	<i>Cumulative Percent</i>
			n/a	224	31,9	31,9	31,9
Da	402	57,2	Da	308	43,8	43,8	75,7
Ne	301	42,8	Ne	171	24,3	24,3	100,0
Ukupno	703	100,0	Ukupno	703	100,0	100,0	

Tablica 7. Mjesečni budžet i planiranje mjesečnog budžeta

U sljedećem se koraku htjelo dodatno ispitati koriste li studenti, i u kojoj mjeri, kreditne kartice, te ako ih koriste, imaju li vlastite ili koriste kreditne kartice od roditelja. Iz tablice br. 8. je vidljivo da gotovo polovica ispitanika posjeduje vlastitu kreditnu karticu (49,8%) dok 31,6% ne koristi kreditne kartice.

	<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid Percent</i>	<i>Cumulative Percent</i>
Ne koristim kreditne kartice	222	31,6	31,6	31,6
Od roditelja	43	6,1	6,1	36,7
Vlastite	350	<b>49,8</b>	<b>49,8</b>	87,5
I svoju i od roditelja	88	12,5	12,5	100,0
Ukupno	703	100,0	100,0	

Tablica 8. Kreditne kartice

<i>Pearson Chi-square</i>	FAKULTET x (tvrdnja)	<i>Chi-square</i>	<i>df</i>	<i>p</i>
	Planiranje mjesečnog budžeta	7,320289	df=1	p=,00682
	Gdje ste najviše naučili o upravljanju novcem?	25,30037	df=4	p=,00004
	Na koji način štedite novac?	13,30129	df=4	p=,00989

Tablica 9. Samouvjerenost u upravljanju financijama

Istraživanjem se htjelo utvrditi postoji li i razlika među studentima ekonomskih fakulteta i drugih s obzirom na ispitivane tvrdnje. Prema rezultatima *Pearson Chi-square* testa, studenti ekonomskih fakulteta češće planiraju mjesečne budžete ( $p < 0,05$ ) te višak gotovine polažu na račune banaka ( $p < 0,05$ ). Očekivano, više znanja o financijama su stekli obrazovanjem, a manje od obitelji. Testirana je razlika u stavu studenata o njihovoj percepciji sposobnosti upravljanja osobnim financijama te su rezultati prikazani u tablici br. 9 pokazali da su studenti ekonomskih fakulteta samouvjereniji u tom pogledu. Ako se uzmu u obzir njihovi rezultati u pogledu financijskih znanja, navedena razlika je bila očekivana. Jednake rezultate za SAD je dobio McKenzie (2009). Tablica 10. prikazuje rezultate Mann-Whitney U Testa.



Mann-Whitney U Test by variable FAKULTET marked tests are significant at $p < .05000$	
	p-value
Koliko se smatrate sposobnima (samouvjerenima) upravljati vlastitim financijama?	0,000022

**Tablica 10.** Razlike među studentima s obzirom na ekonomsko obrazovanje

Da bi se smatrali financijski pismenima, pojedinci trebaju pokazati da imaju potrebno znanje, vještine i sposobnosti. U stvarnim uvjetima na tržištu svi pojedinci su suočeni s izborom između standardnih financijskih proizvoda i usluga unatoč tome što pripadaju različitim sociodemografskim grupama (Huston, 2010). Obzirom na to da ne postoji općeprihvaćena mjera financijske pismenosti, a poznato je da je cilj financijskog obrazovanja povećati svijest i razinu financijske pismenosti stanovništva, postavlja se pitanje kako će se mjeriti očekivani napredak na tom polju. Znanstvenici, profesori, istraživači, regulatori i drugi koji rade na povećanju razine financijske pismenosti pomoću provedenih istraživanja dolaze do zaključaka o mjerama i poželjnim ishodima koje smatraju optimalnima. Međutim, ostale karakteristike, poput odstupanja u ponašanju, impulzivnosti, nepredviđenih okolnosti ili različitih preferencija dovode do toga da se pojedinci ne ponašaju sukladno očekivanjima, odnosno prema ekonomskoj teoriji donose loše financijske odluke. Mjera financijske pismenosti samo pokazuje količinu ljudskog kapitala koju posjeduju pojedinci, ali ne osigurava da će se pojedinci ponašati optimalno. Brojna istraživanja na polju financijske pismenosti su potrebna kako bi se osigurala potrebna mjera koja će omogućiti komparaciju razine financijske pismenosti, ukazati na područja potencijalnih poboljšanja te osigurati da svi stanovnici imaju jednak pristup informacijama u svrhu osiguravanja vlastitog financijskog blagostanja, a na taj način i stabilnosti cjelokupnog financijskog sustava. Činjenica je da pitanje financijske pismenosti još uvijek nije promatrano kao vrlo važno pitanje već se često spominje marginalno u Republici Hrvatskoj te većinom samo u slučajevima kada regulatorna tijela zadužena za pitanje financijske pismenosti ili druge nevladine udruge ulože napor da istaknu važnost i potrebu za financijskom pismenošću. Stoga se istraživanjem htjelo saznati koliko su hrvatski studenti zainteresirani poboljšati svoje znanje o financijama te je na taj način moguće saznati koliko oni smatraju financijsko znanje važnim faktorom za donošenje dobrih financijskih odluka. Kako bi dobili odgovor, u anketnom upitniku postavljeno je pitanje u obliku Likertove ljestvice gdje broj 1 označava potpunu zainteresiranost za poboljšanje znanja o financijama, a broj 5 označava potpunu nezainteresiranost. Rezultati su pokazali da je najveći broj studenata (25,2%) označilo broj 3 na ljestvici što pokazuje njihovu indiferentnost prema pitanju važnosti financijskog znanja dok je najmanje studenata odgovorilo da su potpuno nezainteresirani. S druge strane, gledajući kumulativno zbrajane postotke, 67% studenata je označilo brojeve od 1 do 3 što pokazuje da je većina studenata ipak zainteresirana poboljšati svoje znanje o financijama. Dakle,

iako nisu pokazali zavidno znanje o financijama odgovarajući na pitanja o financijskim pojmovima poput inflacije, kamatnog računa, osiguranja, ulaganja i rizika, ipak su zainteresirani napredovati i poboljšati svoje znanje o upravljanju novcem.

#### 4. Zaključak

Tema financijske pismenosti kao relativno novi pojam pažnju znanstvenika i istraživača zaokupila je u posljednja dva desetljeća kada je i zanimanje javnosti za teme osobnih financija počelo rasti. Globalna financijska kriza istaknula je potrebu i važnost financijske pismenosti za osobno financijsko blagostanje svakog pojedinca dok je nedavni slučaj s kreditima u švicarskim francima na nacionalnoj razini u fokus stavio problem financijske neobrazovanosti i neznanja. Važna karakteristika današnjih financijskih tržišta je da ona postaju izrazito kompleksna i dinamična s povećanom ponudom financijskih proizvoda dok se, promatrano s druge strane, sve više povećava kompleksnost potreba pojedinaca. U takvom slučaju most između povećanih potreba pojedinaca i povećane kompleksnosti financijskih tržišta predstavlja financijska pismenost. Budući da ne postoji općeprihvaćena mjera financijske pismenosti, a poznato je da je cilj financijskog obrazovanja povećati svijest i razinu financijske pismenosti stanovništva, postavlja se pitanje kako će se mjeriti očekivani napredak na tom polju. Znanstvenici, profesori, istraživači, regulatori i drugi koji rade na povećanju razine financijske pismenosti pomoću provedenih istraživanja dolaze do zaključaka o mjerama i poželjnim ishodima koje smatraju optimalnima. Međutim, ostale karakteristike osim znanja i vještina pojedinaca, poput odstupanja u ponašanju, impulzivnosti, nepredviđenih okolnosti ili različitih preferencija dovode do toga da se pojedinci ne ponašaju sukladno očekivanjima, odnosno prema ekonomskoj teoriji donose loše financijske odluke. Mjera financijske pismenosti samo pokazuje količinu ljudskog kapitala koju posjeduju pojedinci, ali ne osigurava da će se pojedinci ponašati optimalno. Činjenica je da je financijska pismenost važna za pojedince svih sociodemografskih karakteristika, ali važno je istaknuti da je skupina mladih najranjivija skupina stanovnika. Naime, mladi, odnosno studenti, završetkom svojih obrazovanja nalaze se na prekretnici života, gdje većina tada iz situacije financijske ovisnosti prelazi u situaciju financijske neovisnosti. Odluke koje tada donesu mogu imati dalekosežne posljedice na njihov, ali u nekim slučajevima i na život njihovih bližnjih, te je upravo zbog toga važno da budu svjesni prednosti i rizika svih financijskih proizvoda s kojima su suočeni, da prepoznaju posljedice donošenja financijskih odluka te da usvojena znanja i vještine mogu primjenjivati. Brojna istraživanja na polju financijske pismenosti su potrebna kako bi se osigurala potrebna mjera koja će omogućiti komparaciju razine financijske pismenosti, ukazati na područja potencijalnih po-

boljšanja te osigurati da svi stanovnici imaju jednak pristup informacijama u svrhu osiguravanja vlastitog financijskog blagostanja, a na taj način i stabilnost cjelokupnog financijskog sustava. Istraživanje je provedeno u nadi da rezultati mogu ukazati na potrebni daljnji smjer ulaganja u edukativne i razne druge stručne programe promicanja financijske pismenosti u Republici Hrvatskoj. Loši rezultati financijske pismenosti hrvatskih studenata ne odstupaju značajno o drugih dosadašnjih istraživanja o financijskoj pismenosti Hrvata, ali tjeraju na razmišljanje. Svjedoci smo žustre javne rasprave o kurikularnoj reformi u Hrvatskoj. Razni ideološki i politički pravci se javno sukobljavaju o smjeru kojim treba unaprijediti obrazovanje u Hrvatskoj. Međutim, o financijskoj pismenosti – jednoj od neophodnih vještina za 21. stoljeće – nema mnogo riječi. Rezultati ovoga rada ukazuju na to da trenutačnim stanjem ne možemo biti zadovoljni.

## Literatura:

- Altman, M. (2012.), Implications of Behavioral Economics for Financial Literacy and Public Policy, *Journal of Socio-Economics*, 41, str. 677–690.
- Ashcraft, B. A., Schuermann, T. (2009), The Seven Deadly Frictions of Subprime Mortgage Credit Securitization, *The First Credit Market Turmoil of the 21st Century: Implications for Public Policy*, ur. Evanoff, Hartmann, Kaufman, World Scientific Publishing
- Atkinson, A., Messy, F. (2012.), Measuring Financial Literacy: Results of the OECD/International Network on Financial Education Pilot Study, *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, OECD Publishing, <https://ideas.repec.org/p/oec/dafaad/15-en.html> (pregledano 2.5.2016.)
- Braš Roth, M., Gregurović, M., Markočić Dekanić, A., Ružić, D., (2014.), PISA 2012: Financijska pismenost, Nacionalni centar za vanjsko vrednovanje obrazovanja – PISA centar, Zagreb
- Brau, J. C., Holmes, A. L., Israelsen, C. L. (2010.), Financial Literacy among College Students: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Education*, str. 1-34.
- Cvrlje, D (2012.), Financial exclusion analysis with a focus on the Croatian young people, *Proceedings of the 5th International Colloquium on Business & Management, 4<sup>th</sup> International Conference on Business & Management Education*, (ed. Neal, Mark), Bangkok.
- Cvrlje, D. (2014.), Povezanost koncepta financijske pismenosti s uspješnošću upravljanja osobnim financijama, doktorski rad, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb
- Danes, S.M. i Hira, T.K. (1987.), Money Management Knowledge of College Students, *Journal of Student Financial Aid*, 17(1), str. 4-16.
- EBF (2009.), *Financial literacy – empowering consumers to make the right choices*, Guido Ravoet Editor Responsible, Brussels.
- Furtuna, F. (2008.), College Students Personal Financial Literacy: Economic Impact and Public Policy Implications, *Undergraduate Economic Review*, 4(1), str. 1-32.
- Golemac, Z. i Lončar, I. (2016.), The Importance of Financial Literacy for Teens, *Some Studies of Economics Changes*, ur. Karlovizt, Komárno
- Habschick, M., Seidl, B. i Evers, J. (2007.), Survey of Financial Literacy Schemes in the EU27, *Financial Services*, Evers Jung Research and Consulting.
- Hashim, C. N. i Kayode, K. B. (2013.), Economics Literacy among University Students: A Case Study of International Islamic University Malaysia, *World Applied Sciences Journal*, 28 (6), str. 871-875.

- Hilgert, M., Hogarth, J., Beverley, S. (2003.), Household financial management: The connection between knowledge and behavior, Federal Reserve Bulletin, Washington
- HNB i HANFA (2015.), Mjerenje financijske pismenosti i financijske uključenosti u Hrvatskoj, Ipsos puls d.o.o., Zagreb
- Hung, A. A., Parker, A. M. i Yoong, J. (2009.), Defining and Measuring Financial Literacy, Rand Corporation, Working paper
- Huston, S.J. (2010.), Measuring Financial Literacy, The Journal of Consumer Affairs, 44 (2), str. 296-316.
- Ivanov, M., Barbić, D. (2016), Analiza rizika u upravljanju osobnim financijama, u knjizi Aktualni problemi i izazovi razvoja financijskog sustava, ur. Stojanović, A., Šimović, H., Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb
- Lončar, I. i Golemac, Z. (2015.), Važnost ekonomskog obrazovanja za unapređenje financijskog znanja, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 13 (1), str. 147-163.
- Lusardi, A., Mitchell, O. S. (2014.), The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, Journal of Economic Literature, 52 (1), str. 5-44.
- Lusardi, A., Mitchell, O. S., Curto, V. (2010.), Financial literacy among the young: Evidence and implications for consumer policy, CFS Working Paper No. 2010/09.
- Mckenzie, M. V.(2009.), The Financial Literacy of University Students: a Comparison of Graduating Seniors' Financial Literacy and Debt Level, University of South Florida
- Nidar, S.R., Bestari, S. (2012.), Personal Financial Literacy Among University Students, World Journal of Social Sciences, 2 (4), str. 161-171.
- OECD (2014.), PISA 2012 Results: Students and Money (Volume VI) Financial Literacy Skills for the 21st Century, OECD Publishing
- OECD (2015.), 2015 OECD/Infe Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusion, OECD Publishing
- Remund, D. L. (2010.), Financial Literacy Explicated: The Case for a Clearer Definition in an Increasingly Complex Economy, The journal of consumer affairs, 44( 2), str. 276-295.
- Rodrigues, C.S., Vieira, F.D., Amaral, A. i Martins, F.V. (2012.), Financial Literacy of University Students, Portugal
- Sabri, M., F.(2011.), Pathways to financial success: Determinants of financial literacy and financial well-being among young adults, Graduate Theses and Dissertations

- Sargül, H. (2014.), A Survey of Financial Literacy Among University Students, *The Journal of Accounting and Finance*, str. 207-224.
- SB (2010.), Hrvatska: Dijagnostički pregled zaštite potrošača i financijske pismenosti, Svezak I: glavni nalazi i preporuke, Washington DC
- Shaari, N. A., et al. (2013.), Financial Literacy: A Study Among the University Students, *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*, Institute of Interdisciplinary Business Research, 5 (2), str. 279-299.
- Vehovec, M., Rajh, E. i Kirbiš Škreblin, I. (2015.), Financijska pismenost građana u Hrvatskoj, Privredna kretanja i ekonomska politika, Ekonomski institut, 24 ((1(136))), str. 53-76.
- Vukava, I. (2016), Financijska pismenost studenata u Republici Hrvatskoj, diplomski rad, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, Split



ISBN 978-953-7813-34-5