

ZNAČAJ INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U EVOLUCIJI FINANCIJSKIH SUSTAVA

Datum prijave: 31.03.2015.
Datum prihvaćanja: 29.05.2015.

UDK: 336
Stručni rad

Doc. dr.sc. Bojana Olgić Draženović

Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet
Filipovića 4, 51000 Rijeka, Hrvatska
Telefon: 051-355-128 Fax: 051-212-268 E: mail: bolgic@inet.hr

Tino Kusanović, dipl.oecc.

Sveučilište u Splitu, Sveučilišni odjel za stručne studije,
Kopilica 5, 21000 Split, Hrvatska
Telefon: 021-393-204 E-mail: tinook@oss.unist.hr

Zlatka Jurić¹

Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet
Filipovića 4, 51000 Rijeka, Hrvatska
E: mail: zlatka15@hotmail.com

SAŽETAK - *Financijski sustav zrcalo je gospodarskog dostignuća svake zemlje, jer njegova učinkovitost ima direktan utjecaj na funkcioniranje nacionalnog gospodarstva. Financijske institucije i tržišta predstavljaju okosnicu i mehanizam uz pomoć kojeg djeluje cjelokupan financijski i gospodarski sustav, ali nastanak efikasnog i reguliranog sustava s mnoštvom sudionika evolucijski je i dugotrajan proces. Financijski sustavi u suvremenim uvjetima postaju sve više određeni spletom nebankovnih financijskih intermedijara koji ubrzavaju promet vrijednosnih papira i nekreditnih oblika financiranja te inoviraju tehnike pribavljanja kapitala. U institucionalnoj strukturi financijskog tržišta stalno nastaju promjene, a u posljednje vrijeme posebno se ističe brz razvoj institucionalnih investitora, zahvaljujući politici diverzifikacije ulaganja, koncentraciji znanja i olakšanog pristupa informacijama te visokoj likvidnosti. Suvremeni financijski sustavi time postaju institucionalno diverzificiranijim, procesno i strukturno složenijim te tržišno učinkovitijim. Institucionalni investitori važan su dio financijske strukture, jer imaju izravan utjecaj na razvoj tržišta kapitala dok s gledišta bankovnih financijskih posrednika utječu na rast konkurentnosti. Cilj rada je istražiti prirodu i implikacije procesa „institucionalizacije“ štednje kao vodeće odrednice evolucije financijske strukture i razvoja financijskih sustava u posljednja dva desetljeća.²*

Ključne riječi: *financijski sustav, razvoj, financijska intermedijacija, institucionalni investitori*

SUMMARY - *The financial system mirrors the economic achievements of each country because its effectiveness has direct impact on functioning of the national economy. Financial institutions and markets are the backbone and the mechanism for operating entire financial and economic system. However, the emergence of an efficient and regulated financial system with many participants is evolutionary and lengthy process. Financial systems in modern conditions are becoming more and more determined by networks of non-bank financial intermediaries, which fasten trading of securities and non-loan forms of financing and innovates techniques of raising capital. The institutional structure of the financial market is changing constantly. In recent years, special emphasis is on the rapid development of institutional investors, thanks to the policy of investments diversification, concentration of knowledge and facilitating access to information and high liquidity. Modern financial systems thus become more institutionally diversified, procedurally and structurally more complex and efficient. Institutional investors are an important part of the financial structure, because they have a direct impact on the development of capital markets while from the bank viewpoint financial intermediaries affect the growth of competitiveness. The aim of this paper is to explore the nature and implications of institutionalization of saving as the main determinant of the evolution of the financial structure and development of the financial system in the last two decades.*

Key words: *financial system, development, financial intermediation, institutional investors*

¹ diplomandica Ekonomskoga fakulteta Sveučilišta u Rijeci.

² Ovo istraživanje je sufinanciralo Sveučilište u Rijeci u okviru projekta 13.02.1.2.02.

1. UVOD

Financijski sustav zrcalo je gospodarskog dostignuća svake zemlje, jer zdrava privreda zahtijeva efikasan financijski sustav koji kanalizira financijska sredstva prema ekonomski opravdanim investicijama. Brojni teorijski i empirijski radovi dokazali su da postoji pozitivna, kauzalna veza između financijskog razvoja i ekonomskog rasta na dugi rok (Levine, 1997; Rajan i Zingales, 1998; Demirgüç-Kunt i Levine, 2008). Zato je ostvarenje efikasnog financijskog sustava od posebnog interesa za nositelje nacionalne vlasti. Ipak, financijski i realan sektori u stalnoj su interakciji zbog čega se kauzalnost ne može promatrati kao proces samo u jednom smjeru.

Pri tome financijska tržišta, financijske institucije i financijski instrumenti predstavljaju okosnicu i mehanizam djelovanja financijskog sustava³, ali i cjelokupne nacionalne ekonomije. Njihova međuovisnost i međusobna uvjetovanost dolazi do izražaja u kompleksnim tržišnim odnosima ponude i potražnje. Razvoju tržišta na strani potražnje izravno doprinose financijske institucije, a posebno financijski posrednici, jer veliki dio njih ulaže u financijske instrumente. Istovremeno su snage ponude na financijskom tržištu određene brojem i raznolikošću financijskih instrumenata, ali i potrebama tržišnih aktera za financijskim sredstvima.

Financijske institucije mobiliziraju i okrupnjuju štednju suficitarnih ekonomskih jedinica i alociraju ih efikasno unutar financijskih tržišta. Posljednjih desetljeća dominantna pozicija banaka je ugrožena rastućom važnosti nebankovnih financijskih institucija, prije svega mirovinskih fondova, osiguravajućih društava i investicijskih fondova. Navedena skupina nedepozitnih financijskih institucija naziva se institucionalnim investitorima. Njihova veličina uravnotežuje tržište te promovira konkurentnost i efikasnost u financijskom sustavu. Osim toga, institucionalni investitori potiču inoviranje financijskih tehnika, unapređuju tržište kapitala, jačaju transparentnost, informacijsku otvorenost i korporativno upravljanje (Olgić Draženović 2012: 1).

2. EVOLUCIJA FINANCIJSKIH SUSTAVA

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

obavljanja njegovih funkcija, neovisno o prihvaćenoj institucionalnoj formi.

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

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

Evolucija financijskog sustava može se promatrati sa stajališta važnosti i relativnog udjela banaka i tržišta kapitala odnosno prema raznolikosti i zastupljenosti ostalih financijskih institucija i financijskih instrumenata. Razvojni proces financijske arhitekture kreće se od bankovne prema tržišnoj strukturi, a završava sekuritiziranom fazom (Davis i Steil, 2001).

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

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

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

Tijekom tržišno-orijentirane faze, mijenjaju se odnosi u financijskim sustavima koji postaju kompleksniji i sofisticiraniji. Kao konkurencija bankama sve više jačaju institucionalni investitori s novim financijskim proizvodima. Važnost bankovnog sustava se smanjuje, ali banke ipak ostaju glavni izvor financiranja nefinancijskih poduzeća. Mijenja se i tradicionalno shvaćanje banke kao isključivo depozitno-kreditne institucije te se smanjuje primarna važnost depozita u aktivi kućanstava i kredita kao izvora financiranja poduzeća. Tržište

institucije, u temeljne elemente ubraja se i tržišna infrastruktura.

³Većina autora u sastavne dijelove financijskog sustava ubraja financijska tržišta, financijske institucije i financijske instrumente objedinjenih zakonodavnim okvirom. Prema metodologiji ECB-a, uz tržišta i

kapitala u početnoj je fazi razvoja, a najčešća izdanja su državne obveznice i manjim dijelom nova dionička izdanja.

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

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

U trećoj, sekuritiziranoj fazi razvoja, primat u eksternom financiranju nefinancijskog i financijskog sektora ima tržište kapitala. Korporativna izdanja obveznica i komercijalni papiri substituiraju bankovne kredite, a hipotekarni i potrošački krediti mogu biti sekuritizirani. Prikupljanje i alociranje štednje, monitoring i kontrola provode se posredstvom tržišta odnosno najčešće putem rejting agencija, investicijskih banaka i institucionalnih investitora. Vrijednosni papiri u ovoj fazi evoluiraju i javljaju se u formi raznih derivativnih instrumenata. Tradicionalno bankarstvo sve više gubi na važnosti, uz istovremeno jačanje novih nebankovnih usluga kao što su trgovanje vrijednosnim papirima, usluge savjetovanja i potpisivanja emisija te usluge portfolio managementa.

Posljednja faza razvoja financijskog sustava karakteristična je za anglosaksonske zemlje (Kanada, Velika Britanija i SAD), koje odlikuje raznovrsnost oblika i tehnika financiranja, kao i vrlo visoki obujam trgovanja na financijskim tržištima (Olgić Draženović 2012: 10).

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

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

1. Brži rast financijskih sustava od samih nacionalnih ekonomija;
2. Smanjenje udjela banaka u strukturi financijskih sustava uslijed dva suprotna procesa: jačanja dezintermedijacije odnosno direktnog financiranja putem tržišta i rasta nebankovnih financijskih intermedijara;

3. Produblivanje financijskih tržišta uslijed sve većeg volumena i brzine trgovine, ali i raznolikosti financijskih instrumenata;
4. Kompleksna struktura veza između krajnjih posuđivača i korisnika sredstava odnosno višeslojna intermedijacija na međusektorskoj i međunarodnoj osnovi;
5. Rastuća važnost tržišne intermedijacije koja trajno mijenja strukturu prihoda financijskih institucija u korist nekamatnih vrsta prihoda (naknade za potpisničke usluge, usluge portfolio managementa, usluge savjetovanja i sl.);
6. Rastući utjecaj financijskih konglomerata⁴ u financijskim sustavima postavlja nove izazove za sustave financijske regulacije i nadzora;
7. Smanjenje troškova pribavljanja informacija zbog revolucije informacijske tehnologije. Ipak, napredak se nije ogledao u linearnom smanjenju problema informacijske asimetrije već u razvoju kompleksnih financijskih proizvoda.

Poveznica svih navedenih procesa je rastući značaj institucionalnih investitora koji su u direktnoj vezi s efikasnijim izvršenjem funkcija financijskog sustava. Ubrzani rast i razvoj institucionalnih investitora od kraja dvadesetog stoljeća do danas rezultat je demografskih promjena, provođenja mirovinskih, osiguravateljskih i zdravstvenih reformi, procesa privatizacije, kao i sve bolje obrazovanosti i informiranosti stanovništva.

3. INSTITUCIONALNI INVESTITORI

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

Povezivanjem sudionika procesa uravnoteženja ponude i potražnje za financijskim sredstvima odnosno kreditora ili novčanosuficitarnih ekonomskih jedinica s jedne strane i dužnika ili

financijska sektora: osiguranje, bankarstvo ili tržište kapitala" (BIS 1995).

⁴ Financijski konglomerat u najširem smislu se definira kao "grupa kompanija pod zajedničkom kontrolom, čije se isključive ili dominantne aktivnosti sastoje od pružanja najvećeg dijela usluga u najmanje dva različita

novčanodeficitarnih jedinica s druge strane, financijske institucije prevladavaju nedostatke izravnog ili direktnog financiranja. Pristup izravnom financiranju za većinu malih investitora onemogućen je, jer je riječ o veleprodajnom tržištu.

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

Financijski posrednici poslovanje na financijskim tržištima čine efikasnijim, jer neizravno alociraju novčani kapital prema profitabilnim i ekonomski opravdanim projektima i time uspješno ispunjavaju najvažniju funkciju financijskog sustava odnosno funkciju alokacije. Načelo alokativne efikasnosti omogućuje napredak i razvoj nacionalnog gospodarstva te isključuje upotrebu raspoloživog kapitala prema političkim, socijalnim i drugim netržišnim kriterijima. Financijske institucije na sebe preuzimaju i funkciju transformacije, jer pretvaranjem izravnih u neizravna potraživanja stvaraju nove financijski instrumente čineći ih atraktivnijima za sve zainteresirane aktere.

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

Dominantan udio nebankovnog posredovanog financiranja obavljaju institucionalni investitori koji

najveći dio prikupljenih novčanih sredstava ulažu u vrijednosne papire. Njihov interes je što veća i kvalitetnija ponuda utrživih financijskih instrumenata zbog čega igraju važnu ulogu u razvoju financijskih tržišta, a posebno tržišta kapitala.

3.1. Pojam institucionalnih investitora

Institucionalni investitori (engl. institutional investors, njem. institutionelle Geldgeber) su specijalizirane financijske institucije koje sakupljaju, okrupnjuju i upravljaju štednjom malih investitora ulažući je u različite investicijske oblike u skladu s definiranim, specifičnim ciljevima kao što su prihvatljivi rizik, maksimizacija povrata i dospjeće potraživanja (Davis i Steil 2001: 12). Za razliku od pojedinca - individualnih investitora, u stanju su disperzirati rizik formirajući raznoliku strukturu ulaganja. Svojom veličinom i značenjem mogu utjecati na cijene i ostale uvjete na tržištu.

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

Institucionalni investitori važan su dio financijske strukture⁵, jer smanjuju transakcijske troškove i omogućuju individualnim investitorima da profitiraju od postojanja financijskih tržišta. Individualni ulagatelji kupnjom udjela u investicijskim fondovima, premija osiguranja u osiguravajućim društvima ili uplatama u mirovinske fondove stječu pravo na odgovarajući prinos. U većini slučajeva, samostalnim ulaganjima na tržištu pojedinačno bi ostvarili niže povrate uslijed nemogućnosti ulaska na određena tržišta (devizno, novčano, tržište državnih obveznica i sl.), potrebnih visokih denominacija ili ulaganja u nedjeljivu imovinu, nedostupnosti informacija ili nedostatka stručnih znanja i razumijevanja tržišnih odnosa. Naime, zbog koncentracije uloga pojedinačnih investitora institucionalni investitori raspoložu s visokim iznosima okrupnjene štednje uslijed čega se smanjuju transakcijski troškovi, a troškovi

užem smislu, riječ je o relativnoj važnosti financijskih tržišta i bankovnih financijskih intermedijara.

⁵Financijska struktura podrazumijeva sastav i relativnu važnost različitih financijskih institucionalnih aranžmana u financijskom sustavu (Lin, Sun i Yiang, 2009: 2). U

profesionalnog portfolio managementa dijele se među velikim brojem ulagatelja. Iz navedenog proizlazi mogućnost maksimiziranja povrata za dani rizični profil individualnih ulagatelja zbog mogućnosti da profitiraju na ekonomiji obujma, a ponekad i na ekonomiji obuhvata.⁶

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

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

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

1. Diverzifikacija rizika - različitim kombinacijama domaćih vrijednosnih papira i međunarodnim ulaganjima omogućuje se povoljniji odnos rizika i povrata ulaganja za razliku od direktnih investitora;
2. Veća likvidnost ulaganja - institucije preferiraju velika i likvidna tržišta kapitala i standardizirane instrumente visokog stupnja utrživosti, što ulagateljima pruža sigurnost i mogućnost dezinvestiranja⁷;
3. Informacijska intermedijacija - sposobnost institucionalnih investitora da prikupljaju i procesuiraju informacije;
4. Usklađivanje aktive i obveza po dospelju - prevladavaju dugoročne obveze te profitabilniji i rizičniji instrumenti dužeg roka dospelja, iako se u slučaju ročne transformacije sredstava ne

dovodi u pitanje likvidnost institucionalnog investitora;

5. Ekonomija razmjera - manji su prosječni troškovi za investitora zbog veličine institucija, visokih iznosa prikupljenih sredstava i manjih transakcijskih troškova.

Institucionalni investitori najznačajniji su kupci dugoročnih vrijednosnih papira te u velikoj mjeri determiniraju dinamiku tržišta kapitala. S tog stajališta, vrijedi istaknuti njihov doprinos osiguranju likvidnosti tržišta i jačanju konkurentnosti, a u najširem smislu i ubrzanju finansijskih inovacija. Osim toga, doprinos institucionalnih investitora kvalitativnom razvoju tržišta kapitala očituje se u domeni korporativnog upravljanja⁸, poboljšanju sustava prijeboda i namire te unapređenju prilagođavanja cijena aktive fundamentalnim vrijednostima.

Institucionalni investitori kao "veliki igrači" na tržištu neizbježni su u procesu financiranja državnih deficita i otplate javnog duga kupnjom državnih vrijednosnih papira te se u većini razvijenih ekonomija javljaju kao najvažniji kreditori države. Stoga se može reći da su za razvoj institucionalizirane štednje ključnu ulogu imale državne vlasti i to: razvojem tržišta javnog duga te raznim državnim i društvenim reformama (privatizacija, mirovinska reforma, promjene u zdravstvenim sustavima, reformama poreznog sustava, programima finansijskog opismenjavanja stanovništva i dr.) U širem smislu državni intervencionizam može omogućiti bolje funkcioniranje tržišta kapitala, ali i ukupne ekonomije.

Sagledavajući širi kontekst, važnost institucionalnih investitora ogleda se u podizanju efikasnosti finansijskog sustava (Vittas, 1998; Davis i Steil, 2001). Oni osiguravaju bolje investicijske mogućnosti i efikasnije kanale za alociranje ekonomskih resursa i kroz prostor u vrijeme te različite industrije (Harichandra i Thangavelu, 2004).

Osnovni problem koji se može javiti u postupanju institucionalnih investitora proizlazi iz različitih ciljeva investitora i fond menadžera odnosno iz mogućnosti da fond menadžera upravlja imovinom suprotno interesima klijenta ili u skladu s interesima povezane finansijske institucije. U širem obuhvatu, institucionalni investitori mogu utjecati i na

⁶ Ekonomija obujma predstavlja uštedu odnosno smanjenje transakcijskih troškova s rastom prikupljenih sredstava. Ekonomija obuhvata podrazumijeva rast opsega poslovanja do kojeg će doći putem ponude većeg broja proizvoda na jedinstvenoj, lako dostupnoj lokaciji (Mishkin i Eakins, 2005: 564).

⁷ Dezinvestiranje označava povlačenje iz investicija zbog izbjegavanja gubitaka ili iskorištavanja boljih prilika na tržištu (Leko 2008: 15).

⁸ Pojam korporativnog upravljanja podrazumijeva uređivanje odnosa između (prema Šonje, 2005: 40):

- menadžera i vlasnika: zbog asimetričnih i nepotpunih informacija menadžeri ne koriste imovinu tvrtke u skladu s interesima vlasnika;
- većinskih i manjinskih vlasnika: opasnost da se potencijalni konflikt uvijek razrješava u korist većine, bez mogućnosti manjinskih vlasnika da iskoriste adekvatan pravni odgovor;
- kreditora i dužnika: opasnost da kreditor ne može adekvatno nadzirati ponašanje dužnika.

stabilnost financijskog sustava, posebno ukoliko su isti članovi financijskih grupa ili konglomerata. Navedeno ističe potrebu i nužnost sveobuhvatnog i adekvatnog sustava supervizije i regulacije ovih financijskih institucija.

Vrijedi napomenuti da se suvremena financijska regulacija mora bazirati na koegzistenciji i mogućim interakcijama između tržišta i institucionalnih investitora, koji najveći dio svojih sredstava ulažu na dugi rok. Uzevši u obzir njihovu visoku tržišnu izloženost, isti su izuzetno osjetljivi na tržišne nestabilnosti.

3.2. Vrste institucionalnih investitora

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

Od širokog spektra institucionalnih investitora posebno se ističu tri vrste financijskih institucija:⁹

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

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

Osim navedenih „tradicionalnih“ institucionalnih investitora, u širem smislu pod institucionalnim investitorima podrazumijevamo i banke, zaklade, sindikalne fondove, investicijske banke, financijske kompanije i sve financijske institucije koje upravljaju tuđom imovinom ulažući je na financijskim tržištima.

Razlike između pojedinih vrsta institucionalnih investitora s obzirom na financijske instrumente u koje ulažu prikupljena financijska sredstva ili ih emitiraju zorno prikazuje tablica 1.

TABLICA 1: STRUKTURA FINANCIJSKIH INSTRUMENATA KOJE DRŽE I KOJE EMITIRAJU RAZLIČITI INSTITUCIONALNI INVESTITORI

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

Izvor: Lovrinović, 1997: 139.

Investicijski fondovi (fondovi zajedničkog ili uzajamnog investiranja) su institucionalni investitori koji udružuju financijska sredstva investitora i plasiraju ih u razne investicije, a najčešće u diverzificirane portfolije vrijednosnih papira. Individualni investitor ulaganjem u investicijski fond ostvaruje niz prednosti, od kojih su najznačajnije: profesionalno ulaganje imovine, smanjenje rizika držanjem diverzificiranog portfolija, mogućnost manjih iznosa ulaganja, automatsko reinvestiranje dobiti, niži transakcijski troškovi i viši stupanj likvidnosti ulaganja (Prohaska, 1996). Ujedno se daje mogućnost ulaganja u vrijednosne papire koji inače nisu dostupni malim investitorima, primjerice državne obveznice, inozemni vrijednosni papiri, instrumenti tržišta novca i slično.

Investicijski fond odvojen je od društva za upravljanje fondovima te može, ali i ne mora imati pravnu osobnost. Organizatori fonda najčešće su

posebno se ističu institucije za upravljanje imovinom koje investiraju imovinu za ime svojih klijenata (Celik i Isaksson, 2014: 96).

⁹ OECD klasificira institucionalne investitore na navedeni način te uključuje i četvrtu skupinu - ostali institucionalni investitori. Posljednjih godina, kao posebna kategorija institucionalnih investitora

banke, osiguravajuća društva, tvrtke za upravljanje fondovima, velike brokerske kuće i druge institucije. Za svoje usluge fondovi naplaćuju naknade, koje se u većini slučajeva odnose na pristupninu i određenu proviziju.

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

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

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

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

naknadama, operativnim troškovima i ciljnoj profitnoj marži osiguravajućeg društva.

Stabilnost i efikasnost društava za osiguranje s jedne je strane određena stvaranjem jake kapitalne baze, prvenstveno kumuliranjem premija osiguranja.¹⁰ S druge strane, prihodi se ostvaruju i na finansijskim tržištima ulaganjem prikupljenih sredstava čime povećavaju potražnju za vrijednosnim papirima.

Osiguravajuća društva smatraju se najstarijim institucionalnim investitorima, ali u novije vrijeme su po važnosti i rastu izgubili primat. Povijesno gledajući, poslovi osiguranja poznati su još iz srednjeg vijeka kada se je osiguravala imovina brodovlasnika.

U nastavku će se obrazložiti različita gledišta na probleme finansijske intermedijacije.

4. TRADICIONALNA I ALTERNATIVNA TEORIJA FINANCIJSKE INTERMEDIJACIJE

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

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

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

1. argument informacijske asimetrije: finansijski posrednici prevladavaju probleme negativne selekcije imoralnog hazarda koji generiraju tržišne nesavršenosti i dovode do transakcijskih troškova;
2. argument transakcijskih troškova:¹¹ finansijski posrednici smanjuju troškove na tržištu zahvaljujući svojoj veličini odnosno sposobnosti

precizna predviđanja i određivanje profitabilnih cijena police osiguranja.

11. Transakcijski troškovi ne uključuju samo novčane troškove i troškove razmjene već i troškove prikupljanja informacija, monitoringa i revizije. U postupku izravnog ulaganja sredstava transakcijski troškovi dolaze do izražaja u dva osnovna oblika. Prvo,

¹⁰ Poslovanje osiguravajućih društava je održivo temeljem zakona velikih brojeva tako da rizik može biti raspoređen na veliki broj različitih policia. Osiguranjem velikog broja osoba distribucija vjerojatnosti mogućih gubitaka ima normalnu distribuciju vjerojatnosti kojom se omogućuju

korištenja ekonomije obujma i obuhvata. Posrednici obavljaju kvalitativnu transformaciju aktive odnosno pretvaranje financijskih potraživanja u ostale oblike potraživanja. U tom smislu, posrednici osiguravaju likvidnost i diverzifikaciju ulaganja;

3. argument regulacije: aktivnosti financijskih posrednika potrebno je nadzirati i primjereno regulirati s ciljem očuvanja stabilnosti sveukupnog financijskog sustava. Regulacija proizvodi direktne i indirektno troškove te utječe na solventnost i likvidnost institucija.

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

Ipak, posljednjih desetljeća se uslijed razvoja informacijske tehnologije, procesa deregulacije, produblivanja financijskih tržišta i uvođenja financijskih inovacija, navedeni problemi umanjuju i dovodi se u pitanje svrha postojanja financijskih intermedijara. No, usprkos navedenom napretku u sofisticiranosti tržišta, suvremeni financijski sustavi određeni su rastom institucionalizirane štednje. U skladu s navedenim, razvijenost financijskih intermedijara upravo je najveća u ekonomijama obilježenim visokom efikasnošću tržišta. Ove paradokse objašnjava alternativna (nova) teorija financijske intermedijacije. Na ovaj način pruža se osnova za analiziranje i razumijevanje promjena u financijskom sustavu i s aspekta njihova doprinosa efikasnosti izvršenja financijskih funkcija i s aspekta moguće prijetnje stabilnosti sustava (Olgić Draženović 2012: 26).

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

Razlike između tradicionalne i alternativne teorije financijske intermedijacije sažeto su prikazane u tablici 2.

kroz nemogućnost zarade od plasmana zbog malih iznosa ulaganja i visokih minimalnih transakcijskih troškova. S druge strane, malim ulagateljima otežano

TABLICA 2: TEMELJNE POSTAVKE TRADICIONALNE I ALTERNATIVNE TEORIJE FINANCIJSKE INTERMEDIJACIJE

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

Izvor: Scholtens i Wensveen, 2003.

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

5. ZAKLJUČAK

Institucionalni investitori zbog svoje veličine i visokih iznosa prikupljenog kapitala uživaju povlašteni tretman na financijskim tržištima u smislu nižih troškova i boljeg pristupa informacijama. U stanju su pokrenuti ili umrtviti tržište, imaju velik utjecaj na cijene vrijednosnih papira, likvidnost i volatilitnost tržišta te na ostale uvjete na tržištu.

je stvaranje portfolija i diverzifikacija rizika zbog visokih transakcijskih troškova po jednom ulaganju.

Nastanak i razvoj institucionalnih investitora povezan je s procesom jačanja institucionalizirane štednje. Naime, posljednjih desetljeća zamjetan je strelovit rast profesionalno upravljane štednje stanovništva i ostalih novčanosuficitarnih jedinica, dok se udio štednje koja se direktno investira u vrijednosne papire ili drži u formi bankovnih depozita proporcionalno smanjuje. Ove promjene smatraju se ključnima u evoluciji financijske strukture i promjena u financijskim sustavima.

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

S obzirom na brojne mogućnosti djelovanja nositelja ekonomske politike proces diverzifikacije sustava financijskog posredovanja, institucija, oblika i instrumenata financiranja trebao bi se sustavno poticati i podupirati.

LITERATURA

- Allen, F., Santomero, A. M. (1997): The theory of financial intermediation, *Journal of Banking and Finance*, 21
- Celik, S., Isaksson (2014): Institutional investors and ownership engagement, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2, str. 93-114
- <http://www.bis.org/publ/bcbs20.htm>
- Davis, E. P. i Steil, B. (2001): *Institutional investors*. Cambridge: MIT Press
- Demirgüç-Kunt, A. i Levine, R. (2008): Finance, financial sector policies, and long-run growth, Policy Research Working Paper Series 4469, The World Bank.
- Foley, B. J. (1998): Tržište kapitala. Zagreb: Mate
- Harichandra K., Thangavelu, S.M. (2004): Institutional Investors, Financial Sector Development And Economic Growth in OECD Countries. Department of Economics, National University of Singapore, Working Paper 0405.
- Jurković, P. (1994): *Financijski management u praksi*. Zagreb: Masmedia
- Leko, V. (2008): *Financijske institucije i tržišta (pomoćni materijali za izučavanje)*. Zagreb: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
- Levine, R. (1997): Financial development and economic growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, str. 688-786.
- Lin, J. Y., Sun, X., Jiang, Y. (2009): Toward a theory of optimal financial structure, WPS 5038, World Bank.
- Lovrinović, I. (1997): *Novčano tržište - srce financijskog tržišta*. Zagreb: O-tisak
- Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2005): *Financijska tržišta i institucije*. Zagreb: Mate
- Novak, B. (2005): *Financijska tržišta i institucije*. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku
- Olgić Draženović, B. (2012): *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*, znanstveni doktorski rad, Rijeka: Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci
- Prohaska, Z. (1996): *Analiza vrijednosnih papira*. Zagreb: Infoinvest
- Rajan, R. G. i Zingales, L. (1998): Financial dependence and growth. *The American Economic Review*, Vol. 88, str. 559-586.
- Scholtens, D., Wensveen, D. (2003): *The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain*, SUERF - The European Money and Finance Forum, SUERF Studies Beč.
- Šonje, V., ur. (2005): *Veza koja nedostaje: kako povezati razvitak tržišta kapitala i gospodarski rast*. Zagreb: Arhivanalitika
- Vittas, D. (1998): *Institutional Investors and Securities markets: Which Comes First?* Washington: World bank.