

Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire*

*Antun Jurman*¹

Sažetak

U radu su prikazane osnovne značajke dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira i analizirana je visina, struktura te obilježja portfelja vrijednosnih papira hrvatskih banaka u razdoblju od 1993. do 2004. godine. Analizom je utvrđeno da je u cjelokupnom analiziranom razdoblju Republika Hrvatska zajedno s republičkim fondovima i ostalim državnim institucijama glavni izdavatelj vrijednosnih papira koje su banke otkupile, da je zanemariv udio banaka i poduzeća kao izdavatelja, te da su banke naglo ušle u potporu procesu privatizacije društvenih poduzeća odobravanjem kredita za kupovinu dionica i zamjenom kreditnih potraživanja za vlasničke uloge i tako stekle značajan portfelj dionica kojeg su kasnije okrupnile i najvećim dijelom prodale na tržištu. Podaci o značajnom smanjenju udjela portfelja vrijednosnih papira u aktivi banaka, od visokih 46,1% u 1993. na svega 10,6% u 2004. godini, ukazuju na nedovoljnu razinu poslovanja s vrijednosnim papirima u Hrvatskoj. To znači, da bi središnja i lokalna država, banke i drugi gospodarski subjekti trebali u narednim godinama znatno više nego do sada pribavljati novčana sredstva izdavanjem vrijednosnih papira, a ne kreditnim zaduživanjem, pogotovo ne u inozemstvu, te da bi banke barem dio svojih kreditnih plasmana trebale supstituirati većim otkupom kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnica. Na taj bi se način poslovanje s vrijednosnim papirima više afirmiralo, a investitori bi koristili prednosti ulaganja u vrijednosne papire u odnosu na do sada uobičajeno ulaganje novčanih sredstva u obliku depozita kod banaka.

JEL klasifikacija: G21

Ključne riječi: vrijednosni papir, banka, portfelj vrijednosnih papira, aktiva banaka

1. Uvod

Banke prikupljaju depozite od fizičkih i pravnih osoba i pribavljaju kreditna sredstva u zemlji i u inozemstvu te ih zajedno s vlastitim izvorima, po odbitku obvezne

* Prilmeno: 13.06.2005.; prihvaćeno: 05.12.2005.

¹ Redoviti profesor na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Rijeci, Ivana Filipovića 4, 51000 Rijeka, Hrvatska. Znanstveni interes: *Financije, Bankarstvo*. Tel.: ++ 385 51 355 139; e-mail: antun.jurman@efri.hr

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

pričuve i rezervi likvidnosti, ulažu pretežitim dijelom u razne oblike kreditnih i nekreditnih plasmana, a manjim dijelom u obliku danih depozita drugim bankama u zemlji i u inozemstvu i u materijalnu osnovu rada.

Ulaganje u vlasničke te kratkoročne i dugoročne dužničke vrijednosne papire je glavni oblik nekreditnih plasmana banaka. Prilikom ulaganja sredstava u vrijednosne papire banke trebaju voditi računa: (1) o sigurnosti izdavatelja, (2) o likvidnosti ili brzjoj unovčivosti vrijednosnih papira bez značajnijeg gubitka, (3) o profitabilnosti, odnosno ukupnom prinosu na uložena sredstva, ali i (4) o multiplikativnim učincima na poslovanje banke (dodatni rast financijskog i kreditnog potencijala, povećanje profita itd.) koji proizlaze iz takvih ulaganja.

U ovom su radu (1) obrađeni pojam, vrste i obilježja vrijednosnih papira, (2) analizirane su visina, struktura i glavne značajke portfelja vrijednosnih papira banaka u razdoblju od 1993. do 2004. godine, (3) dana je ocjena politike plasmana sredstva banka u vrijednosne papire, (4) predložene su mjere za unaprjeđenje politike ulaganja banaka u te namjene i naposljetku (5) u zaključku su rezimirani rezultati istraživanja.

2. Pojam, vrste i značajke vrijednosnih papira

Vrijednosni papiri mnogo se koriste u praksi, pogotovo u gospodarski razvijenim zemljama. U najopćenitijem smislu vrijednosni papir je isprava o građanskom pravu koje je u ispravi inkorporirano (utjelovljeno), a realizacija tog prava moguća je samo imatelju isprave (Bukljaš, 1964.). Prema sadržaju prava koje je vezano uz vrijednosni papir postoje stvarnopravni, obveznopravni i korporativni ili vrijednosni papiri s pravom učešća («vlasnički» vrijednosni papiri).

Stvarnopravni vrijednosni papiri sadrže neko stvarno pravo koje se može koristiti samo na temelju tog papira. Takav je vrijednosni papir primjerice založnica. Ovamo spadaju i tzv. tradicioni papiri, kao što su skladišnica, teretnica i sl. Mada ovi papiri ne sadrže stvarno pravo, predaja tih papira zamjenjuje predaju stvari označenih u papiru, pa se na taj način predajom papira prenosi vlasništvo.

Obveznopravni (obligacioni) vrijednosni papiri sadrže neku novčanu ili nenovčanu tražbinu. Takvi su vrijednosni papiri mjenica, ček, kao i razne kratkoročne i dugoročne zadužnice ili dužnički vrijednosni papiri.

Korporacioni ili vlasnički vrijednosni papiri daju članstvo u nekoj korporaciji. Dionice su najvažniji korporacioni papiri (Bukljaš, 1964.).

Domaće banke (1) pribavljaju kapital emisijom dionica, a kreditna (povratna) sredstva izdavanjem dužničkih vrijednosnih papira, (2) ulažu novčana sredstva u kupovinu zadužnica i dionica raznih izdavatelja te (3) otkupljuju čekove i eskontiraju mjenice. Portfelj vrijednosnih papira u okviru svoje aktive banke formiraju prvenstveno od kratkoročnih i dugoročnih zadužnica, znatno manje od dionica, a tek povremeno i ne toliko značajno od čekova i mjenica.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

Prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira² (23, čl. 2) poduzeća, banke i druge osobe mogu izdavati (1) vlasničke vrijednosne papire – dionice i (2) dužničke vrijednosne papire kao što su trezorski zapisi, blagajnički zapisi, komercijalni zapisi, obveznice, certifikati o depozitu i drugi vrijednosni papiri izdani u seriji. Zakonom o obveznim odnosima vrijednosni papir je definiran kao isprava kojom se njezin izdavatelj obvezuje ispuniti obvezu upisanu u toj ispravi njezinu zakonitom imatelju³ (24, čl. 1135). Zakonitim imateljem smatra se donositelj, ako je vrijednosni papir izdan na donositelja, a ako je vrijednosni papir na ime ili po naredbi, zakonitim imateljem smatra se osoba na koju vrijednosni papir glasi, odnosno osoba na koju je uredno prenesen.

Prema odredbama Zakona o tržištu vrijednosnih papira (članak 20. i 28.), kad izdaje dugoročne vrijednosne papire u Republici Hrvatskoj, izdavatelj je obavezan objaviti prospekt (javna ponuda) ili potencijalnim ulagateljima dostaviti prospekt izdanja vrijednosnih papira (privatna ponuda). Pored poziva na upis vrijednosnih papira prospekt obvezno sadrži cjelovitu, objektivnu i točnu informaciju o imovini i obvezama, gubitku ili dobitku, financijskom položaju i perspektivama izdavatelja, svrsi prikupljanja sredstava, čimbenicima rizika te o pravima koja daju vrijednosni papiri na koje se odnosi prospekt, na temelju koje potencijalni ulagatelj može objektivno procijeniti izglednost i rizike ulaganja i donijeti odluku o ulaganju. Prospekt ne smije biti objavljen niti dostavljen potencijalnim ulagateljima dok ga Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske ne odobri.

Izdavatelji kratkoročnih vrijednosnih papira nisu dužni izraditi prospekt, a o izdanju i osnovnim karakteristikama kratkoročnih vrijednosnih papira dužni su pisanom obaviješću izvijestiti Komisiju u roku od sedam dana od izvršenog izdanja. Obavijest mora sadržavati podatke o izdavatelju i odgovornim osobama kao i podatke o vrijednosnim papirima, upisu i uplati.

2.1. Dionice – vlasnički vrijednosni papiri

Dionice su dugoročni tržišni vrijednosni papiri bez unaprijed utvrđenog dospjeća, odnosno povrata uloženi sredstava. One reprezentiraju idealan dio vlasništva nekog dioničkog društva (Leko, 1993.). Zato se može kazati da je dionica isprava o vlasništvu na sredstvima uloženi u poduzeće, banku, drugu financijsku organizaciju, organizaciju za osiguranje i drugu pravnu osobu koja može stjecati dobitak. Na temelju odredbi Zakona o trgovačkim društvima⁴ (21), statuta društva i osnovnih pravila dioničarske ekonomije vlasnik kapitala kupovinom jedne ili više dionica nekog poduzeća postaje članom društva i ima sva prava utvrđena pravilima

² Prema članku 2. Zakona o tržištu vrijednosnih papira, Narodne novine, broj 84/2002.

³ Prema članku 1135. Zakona o obveznim odnosima, Narodne novine, broj 35/2005.

⁴ Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, broj 111/1993., 34/1999., 52/2000. i 118/2003.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

dioničkog društva. Tako vlasnici redovnih ili običnih dionica imaju više prava (Orsag, 1990.).

- *Prvo* pravo je *pravo upravljanja društvom* koje se prvenstveno ostvaruje sudjelovanjem na skupštini dioničara i odlučivanjem o svim bitnim pitanjima iz poslovanja društva. Tako skupština donosi statut, utvrđuje poslovnu politiku, razmatra i prihvaća godišnje izvješće o poslovanju, odlučuje o raspodjeli dobitka i pokriću eventualnog gubitka, bira nadzorni odbor, imenuje revizora, daje razrješnicu upravi i nadzornom odboru, odlučuje o povećanju ili smanjenju kapitala društva, o prestanku rada, kao i drugim bitnim pitanjima iz poslovanja dioničkog društva.
- *Drugo* pravo je *pravo na dividendu* kao dio dobitka ostvarenog poslovanjem društva.
- *Treće* pravo dioničara je *pravo prodaje dionica*. Vlasnik može dionice prodati, bez posebnih objašnjenja, postojećim dioničarima ili ostalim zainteresiranim fizičkim i pravnim osobama.
- *Četvrto* pravo vlasnika dionica je *pravo na isplatu u postupku stečaja ili likvidacije* dioničkog društva. Imatelj dionica nije običan vjerovnik koji ima novčana potraživanja prema društvu, već je vlasnik srazmjernog dijela imovine društva, i dobiva određen «postotak» od preostale imovine nakon podmirenja svih obveza dioničkog društva.
- *Peto* pravo je pravo vlasnika na *obavješćavanje o poslovanju* dioničkog društva, pravo na *uvid u poslovne knjige, pravo nadzora* itd.

Vlasnici *povlaštenih (prioritetnih ili preferencijalnih) dionica* imaju u odnosu na vlasnike redovnih dionica neka posebna prava utvrđena pravilima dioničkog društva i odlukom o izdanju dionica. Ta posebna prava mogu biti različita (Papuga, Adrović, Orsag, Mikac, 1990.). *Prvo* pravo je pravo isplate dividende u fiksnom iznosu prije podjele dividende vlasnicima redovnih dionica. *Drugo* pravo je prvenstvo isplate u postupku likvidacije dioničkog društva. Vlasnici povlaštenih dionica isplaćuju se iz stečajne mase prije vlasnika redovnih dionica. *Treće* pravo je mogućnost zamjene povlaštenih u redovne dionice. *Četvrto* pravo je pravo prvokupa kod nove emisije dionica. Budući da povlaštene dionice sadrže neka od navedena četiri prava, a mogu i druga, vlasnici povlaštenih dionica najčešće nemaju pravo upravljanja dioničkim društvom.

2.2. Dužnički vrijednosni papiri

Izdavatelji emitiraju kratkoročne dužničke vrijednosne papire, najčešće blagajničke zapise, rizničke zapise i komercijalne zapise te dugoročne dužničke vrijednosne papira kao što su obveznice, dok certifikati o depozitu mogu biti ponekad kratkoročni, ali se najviše izdaju kao dugoročni vrijednosni papiri.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

2.2.1. Blagajnički zapisi

Blagajnički zapis je kratkoročni utrživi vrijednosni papir s rokom dospijeća do jedne godine. Blagajničke zapise mogu izdavati Hrvatska narodna banka (HNB), poslovne banke i druge financijske organizacije. Blagajnički zapis smatra se «nerizičnim» financijskim instrumentom, a sigurnost i umjereni prinos glavna su mu obilježja. Zapis se prodaje uz diskont, dakle umanjen za kamatu, a o dospijeću isplaćuje se nominalna vrijednost upisana na zapisu (Leko, 1993.).

Blagajničke zapise koje izdaje HNB upisuju banke i druge financijske organizacije. Zapisi su temeljni instrument kojim HNB politikom otvorenog tržišta regulira količinu novca u opticaju i to na način da izdavanjem i prodajom zapisa povlači viškove novčanih sredstava u bankarskom sustavu. HNB svojim odlukama utvrđuje uvjete upisa blagajničkih zapisa, kao što su rok dospijeća, kamatna stopa, mogućnost prijevremenog iskupa itd., ali i uvjete korištenja lombardnog kredita na založene zapise, prvenstveno postotak od nominalne vrijednosti upisanih zapisa u kunama i u stranoj valuti te broj dana korištenja kredita.

Blagajničke zapise koje izdaju banke i druge financijske organizacije mogu upisivati poduzeća, druge pravne i fizičke osobe. Osnovni razlog koji bi trebao motivirati banke na izdavanje blagajničkih zapisa je potreba da se sredstva po viđenju, čije je kretanje neizvjesno i nepredvidivo, mobiliziraju i stabiliziraju, odnosno kratkoročno «oroče» kupnjom blagajničkih zapisa.

2.2.2. Riznički zapisi

Riznički zapisi su kratkoročni vrijednosni papiri, vrlo slični blagajničkim zapisima HNB-a, a izdaje ih Ministarstvo financija Republike Hrvatske radi pribavljanja kratkoročnih novčanih sredstava potrebnih za premošćivanje neravnomjernog priljeva sredstva u proračun. U pravilu su kamatne stope na rizničke zapise nešto više od kamatnih stopa na blagajničke zapise HNB-a, ali su zato uvjeti korištenja lombardnog kredita na blagajničke zapise bolji u odnosu na založene rizničke zapise.

2.2.3. Komercijalni zapisi

Komercijalni zapis je kratkoročni utrživi vrijednosni papir kojim se izdavatelj obvezuje da će zakonitom imatelju vrijednosnice isplatiti svotu naznačenu na zapisu zajedno s pripadajućom kamatom na dan dospijeća. Komercijalne zapise mogu izdavati poduzeća i druge pravne osobe, osim onih koje izdaju blagajničke zapise. Zapise mogu kupovati fizičke i pravne osobe.

Komercijalne zapise emitiraju poduzeća radi pribavljanja kratkoročnih novčanih sredstava od širokog kruga vlasnika sredstava čiji interes je prvenstveno povoljna kamata, koja na zapise treba biti veća od kamate na depozite odgovarajuće ročnosti uložene u banke, kao i u dobivanju nekih drugih pogodnosti što ih kupcima mogu ponuditi izdavatelji zapisa. To može biti primjerice popust na kupnju robe u

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

trgovačkom poduzeću, pogodnost u korištenju nekih usluga i sl. u poduzećima koja izdaju zapise. Imatelju zapisa osim kamate i drugih pogodnosti potrebno je omogućiti uz odgovarajuće uvjete i otkup zapisa prije dospijeca. Radi veće sigurnosti isplatu zapisa može garantirati banka, a banka može i otkupiti zapise prije roka dospijeca.

Poduzeće - izdavatelj zapisa naći će svoj interes u davanju stimulatívne kamate kupcima zapisa, ali koja će biti znatno niža od kamate na bankovne kredite. Na taj način mogu se zadovoljiti interesi izdavatelja i kupaca komercijalnih zapisa.

2.2.4. Certifikati o depozitu

Certifikat o depozitu je zadužnica banke, odnosno prenosivi vrijednosni papir čijim izdavanjem banke pribavljaju kratkoročna novčana sredstva s rokom povrata od nekoliko tjedana pa do godine dana, ili dugoročna sredstva s rokom dospijeca od više godina (Leko, 1993.). Pravnim i fizičkim osobama, kupcima certifikata o depozitu, to je vrlo prihvatljiv oblik ulaganja, pogotovo dugoročnih novčanih sredstava, zato što su to nerizična ulaganja. Budući da banke kao izdavatelji vrijednosnih papira uživaju na financijskom tržištu povjerenje investitora, certifikati o depozitu posebno su pogodni za pribavljanje dugoročnih izvora banaka.

Certifikati o depozitu izdaju se u manjim iznosima ako su namijenjeni prodaji fizičkim osobama, a u većim iznosima ukoliko su potencijalni kupci pravne osobe. Certifikati o depozitu mogu biti predmet prometa, odnosno s njima se može trgovati prije dospijeca. To je glavni razlog zašto ulaganje novčanih sredstava u kupovinu certifikata o depozitu ima prednost pred oročavanjem sredstava kod banaka. Naime oročeni depoziti ugovorom su vezani do isteka roka oročavanja i vlasnik ne može raspolagati sredstvima prije dospijeca, a u mnogima bankama eventualni prijevremeni otkaz ugovora ima za posljedicu obračun kamate po stopama koje se primjenjuju na uloge po viđenju, a one su minimalne, ili plaćanje naknade («odustatnine») banci radi raskida ugovora o oročenom depozitu.

2.2.5. Obveznice

Obveznice su vrijednosni papiri čijim izdavanjem središnja i lokalna država, banke, poduzeća i druge pravne osobe pribavljaju dugoročna novčana sredstva. Obveznica je pisana isprava kojom se izdavatelj obvezuje da će osobi označenoj u obveznici ili po njenoj naredbi, odnosno donositelju obveznice, isplatiti određenog dana iznos naveden u obveznici, odnosno iznos anuitetnog kupona. Kupnjom jedne ili više obveznica imatelj stječe određena prava (Orsag, Santini, Gulin, 1991.).

- *Prvo pravo je pravo na naplatu glavnice* u unaprijed utvrđenim rokovima. Tu su moguće različite kombinacije kao, primjerice, isplata glavnice jednokratno nakon roka dospijeca, ili pak godišnja ili ispodgodišnja isplata dijela glavnice u okviru anuiteta.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

- *Drugo pravo je pravo na naplatu kamate.* Na sredstva uložena u kupovinu obveznice obračunavaju se i isplaćuju kamate. Kamatne stope mogu biti fiksne u cjelokupnom periodu otplate ili promjenljive i usklađivati se s kretanjem tržišnih kamatnih stopa. Obračun i isplata kamate mogu biti godišnji, ispodgodišnji ili u nekoj kombinaciji. Isplata kamate može biti s dijelom glavnice u okviru anuiteta, ali i posebno.
- *Treće pravo vlasnika obveznice može biti pravo na udjel u raspodjeli dobitka.* Radi povećanja uspjeha emisije poduzeće može ponuditi budućim kupcima obveznica, ne samo atraktivnu kamatu, već i udio u dobitku. Tako je moguće pobuditi veći interes vlasnika kapitala za ulaganjem sredstava u kupovinu obveznica.
- *Četvrto pravo vlasnika obveznice je pravo prodaje.* Imatelj obveznice može ju prodati kupcu ili njome podmiriti svoju obvezu u skladu sa važećim propisima, odnosno odlukom o izdavanju obveznica.
- *Peto pravo vlasnika obveznice može biti pravo konverzije obveznice u dionicu* pod unaprijed utvrđenim uvjetima. Tako imatelji obveznica mogu imati privilegiju da mimo tržišta neovisno o tržišnoj vrijednosti dionica postanu dioničari, odnosno vlasnici, poduzeća čije su obveznice ranije kupili.
- *Šesto pravo vlasnika obveznice mogu biti različite pogodnosti* koje mu daje izdavatelj obveznica, zakon i sl. To mogu biti poreske olakšice, pravo kupnje uz popust robe poduzeća izdavatelja obveznica, pravo korištenja obveznica kao vlastitog udjela kod traženja kredita, pravo dobivanja kredita uz zalog obveznica, itd. Navedene, ali i druge pogodnosti i prava daju se vlasnicima kapitala kako bi ih se stimuliralo na ulaganje sredstava u kupovinu obveznica.

Vrste obveznica

U tržišnim gospodarstvima u upotrebi su razne vrste obveznica koje se izdaju ovisno o potrebama izdavatelja, razvijenosti tržišta vrijednosnih papira, visini i strukturi slobodnog kapitala, kao i navikama vlasnika kapitala da ulažu sredstva u vrijednosne papire (Mishkin. 1992.).

- *Prema načinu amortizacije (otplate)* razlikuju se obveznice s *jednokratnim dospijećem glavnice i obveznice s višekratnim dospijećem glavnice* (jednaka rata, odnosno jednaki anuiteti).
- *Prema prinosu* koji donose imatelju, razlikuju se *obveznice s fiksnom kamatom, obveznice s promjenljivom kamatom i participativne obveznice ili obveznice s pravom udjela* u raspodjeli dobitka.

Kod *obveznica s promjenljivom kamatnom stopom* kamatna stopa na obveznice prilagođava se kretanju tržišne kamatne stope i tako se eliminira rizik takvih promjena. *Obveznice s pravom udjela u dobitku* daju njihovom imatelju pravo sudjelovanja u financijskom rezultatu poduzeća. To znači, da je prinos po

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

obveznici (kamata) ovisan o visini ostvarenog dobitka. Poseban oblik obveznica su *participativne obveznice* koje vlasniku daju određenu kamatu u fiksnoj visini, ali i pravo sudjelovanja u raspodjeli dobitka.

- *Prema sigurnosti naplate potraživanja iz obveznica*, one mogu biti *osigurane i neosigurane* (Hampton, 1979.). Izdavatelj obveznica može zatražiti garanciju banke ili druge pravne osobe za izvršenje obveza što ih je preuzeo prema imateljima obveznica. U tom slučaju su obveznice *osigurane* garancijom. Obveznice mogu biti osigurane i realnom imovinom poduzeća (zgrade, oprema i sl.). *Neosigurane obveznice* nemaju nikakvo osiguranje isplate dospjelih obveza osim povjerenja emitenta, tako da su one mnogo rizičniji oblik ulaganja novčanih sredstava.
- *Prema specijalnim klauzulama koje nose*, obveznice mogu biti *konvertibilne, obveznice s opozivom i obveznice s pridruženom punomoći* (Orsag, 1990.). *Konvertibilne obveznice* mogu se pod utvrđenim uvjetima konvertirati u obične dionice. Klauzula o konvertibilnosti čini ih privlačnijim kupcima. *Obveznice s opozivom* daju pravo izdavatelju da ih uz plaćanje provizije imatelju povuče prije roka njihove potpune otplate po fiksnoj cijeni. Takve obveznice omogućuju izdavatelju da u slučaju pada tržišne kamatne stope povuče – otkupi svoje ranije izdane obveznice uz višu kamatnu stopu i tako smanji troškove poslovanja poduzeća. *Pridružena punomoć* daje pravo vlasniku obveznice da kupi obične dionice poduzeća – izdavatelja po unaprijed utvrđenoj cijeni. Ako se takva punomoć odvaja od obveznice, ona postaje samostalni vrijednosni papir (*varant*) koji se može prodavati i kupovati na tržištu (Martin, Petty, Keown, Scott, 1979.).
- *Prema emitentima*, obveznice mogu biti *obveznice javnog i obveznice privatnog sektora*. *Obveznice javnog sektora* su obveznice koje izdaje država i za njih jamči, kao i obveznice koje izdaju javna poduzeća, dakle poduzeća koja obavljaju poslove od zajedničkog interesa: željeznica, pošta, elektroprivreda, itd. Obveznice javnog sektora nose, u pravilu, nižu kamatu, ali nemaju rizika naplate, pa su radi toga atraktivne za potencijalne kupce. *Obveznice privatnog sektora* emitiraju poduzeća, banke i druge financijske organizacije, razna društva, itd., s ciljem pribavljanja novčanih sredstava. Obveznice privatnog sektora nose veću kamatu, ali i povećani rizik, tako da se osiguravaju garancijom banaka ili realnom imovinom.

3. Visina i struktura ulaganja sredstava banaka u vrijednosne papire

Glavni oblici ulaganja sredstava banaka u vrijednosne papire su kupovina dužničkih vrijednosnih papira i to blagajničkih zapisa, rizničkih zapisa, obveznica i drugih vrijednosnica, koje su izdale Republika Hrvatska, HNB, domaće i inozemne banke i druge pravne osobe, dok su ulaganja u vlasničke vrijednosne papire – dionice

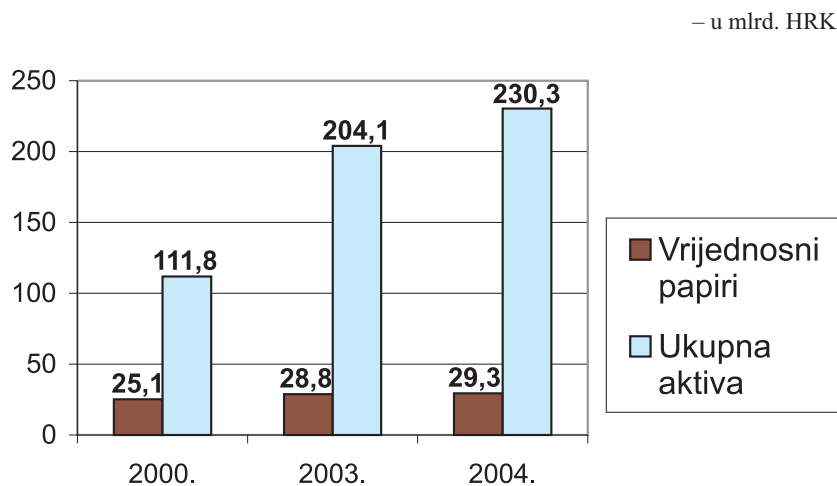
A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

domaćih i inozemnih banaka znatno manja. Da bi se utvrdile osnovne značajke politike ulaganja sredstava banaka u vrijednosne papire analizirani su podaci iz konsolidirane bilance hrvatskih banaka u razdoblju od 1993. do 2004. godine.

3.1. Ulaganja prema vrstama vrijednosnih papira

U grafikonu 1 prikazana je visina portfelja vrijednosnih papira i ukupne aktive banaka, a u tablici 1 i grafikonu 2 prikazani su osnovni oblici i struktura ulaganja sredstava banaka u vrijednosne papire.

Grafikon 1: Visina portfelja vrijednosnih papira i ukupne aktive banaka u 2000., 2003. i 2004. godini



Izvor: Prema podacima tablice 1

Ukupna aktiva hrvatskih banaka povećana je od 47,3 mlrd. u 1993. na 225,5 mlrd. kuna krajem 2004. godine, dakle gotovo 4,8 puta, dok je visina *portfelja vrijednosnih papira* banaka tijekom proteklih dvanaest godina povećana od 21,8 mlrd. na svega 23,8 mlrd. što je neznatni rast od svega 9,2%. Bez obzira što je visina ulaganja u vrijednosne papire krajem 2004. nešto niža nego u 2000. godini, primjetna je stalna tendencija smanjenja udjela portfelja vrijednosnih papira u ukupnoj aktivi od visokih 46,1% u 1993. na 22,5% u 2000., 11,9% u 2003. i svega 10,6% krajem 2004. godine.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

Tablica 1: Visina i struktura ulaganja banaka u vrijednosne papire prema vrstama u 1993., 2000., 2003. i 2004. godini

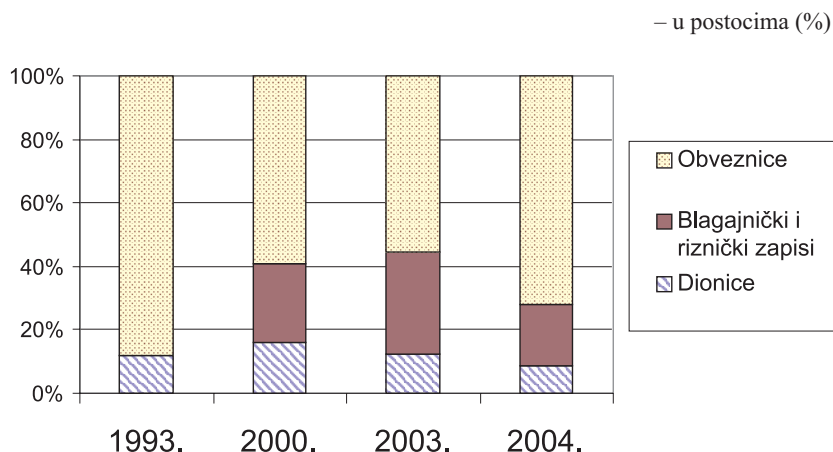
– na kraju razdoblja
– u mln. HRK

Vrste vrijednosnih papira	1993.			2000.			2003.			2004.		
	Iznos u mln.	Struktura (%)	Udio u aktivni (%)	Iznos u mln.	Struktura (%)	Udio u aktivni (%)	Iznos u mln.	Struktura (%)	Udio u aktivni (%)	Iznos u mln.	Struktura (%)	Udio u aktivni (%)
- Blagajnički i riznički zapisi	2	0,0	0,0	6.185	24,9	5,6	7.389	31,8	3,8	4.582	19,2	2,1
- Obveznice i ostali vrijednosni papiri	19.260	88,2	40,7	14.640	59,0	13,3	12.905	55,6	6,6	17.205	72,2	7,6
- Dionice	2.570	11,8	5,4	3.989	16,1	3,6	2.929	12,6	1,5	2.050	8,6	0,9
Ukupno	21.832	100,0	46,1	24.814	100,0	22,5	23.223	100,0	11,9	23.837	100,0	10,6
Ukupna aktiva	47.332			109.949			195.278			225.546		

Izvor: HNB, (2000.), Bilten broj 55, str. 30. do 33. i HNB, (2005.), Bilten broj 103, str. 23. do 25

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

Grafikon 2: Struktura portfelja vrijednosnih papira banaka prema vrstama vrijednosnica u 1993., 2000., 2003. i 2004. godini



Izvor: Prema podacima tablice 1

Iz podataka u tablici 1 i prikaza u grafikonu 2 mogu se zapaziti značajne promjene u portfelju vrijednosnih papira banaka.

- *Blagajnički zapisi HNB-a i riznički zapisi Ministarstva financija* vrlo su primamljiv oblik ulaganja viškova kratkoročnih novčanih sredstava banaka koji u nekim godinama, primjerice u 2003. čine čak 31,8% portfelja vrijednosnih papira. Krajem 2004. godine taj je udio smanjen na 19,2%. Visina upisanih zapisa ovisi s jedne strane o politici HNB-a kojoj je to jedan od načina reguliranja likvidnosti bankovnog sustava Hrvatske i politici Ministarstva financija Republike Hrvatske koje na taj način pribavlja sredstva za premošćenje nelikvidnosti, odnosno za prebrođivanja vremenskog nesklada priljeva i odljeva sredstava u proračunu, a s druge strane o politici banaka i njihovom ulaganju slobodnih viškova novčanih sredstava u nerizične, umjereno ukamative, ali zato brzo unovčive vrijednosne papire.
- *Obveznice i ostali dužnički vrijednosni papiri*, među kojima se ponekad, ali ne u značajnijim iznosima pojavljuju komercijalni zapisi, mjenice i čekovi, su najznačajniji oblik ulaganja sredstava banaka u vrijednosne papire i u 1993. godini njihov je udio u portfelju velik, čak 88,2%, što je bilo tada visokih 40,7% ukupne aktive banaka. U narednim godinama primjetno je apsolutno i relativno smanjenje takvih ulaganja i krajem 2004. godine ona čine samo 7,6% ukupne aktive. Bez obzira na to smanjenje, kupovina obveznica je i nadalje glavni oblik ulaganja sredstava banaka u vrijednosne papire i krajem 2004. ima udio od 72,2% u ukupnom portfelju vrijednosnih papira.

U svakodnevnom poslovanju banaka pojavljuju se još dvije vrste vrijednosnih papira koje banke kupuju, što znači da se nalaze u portfelju vrijednosnica banaka, a nisu izdane s ciljem pribavljanja novčanih sredstava. To su čekovi i mjenice.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

Ček kao instrument plaćanja je vrijednosni papir kojim trasant – izdavatelj čeka nalaže trasatu – banci kod koje ima deponirana sredstva isplatu svote naznačene na čeku remitentu – imatelju čeka. Nakon što imatelj čeka prezentira takvu vrijednosnicu bilo kojoj banci i zatraži isplatu, ona će mu naznačenu svotu isplatiti odmah ili nakon što primi pokriće čeka poslanog na inkaso. Banka koja je ček isplatita i tako angažirala svoja kunska ili devizna sredstva šalje ga brzo na naplatu banci izdavatelja čeka. Ček se plaća «po viđenju» tako da je razina otkupljenih, a ne naplaćenih čekova u portfelju vrijednosnih papira banaka relativno niska.

Mjenica kao instrument plaćanja i kreditiranja, a u određenim okolnostima i jamstva je vrijednosni papir kojim se izdavatelj obvezuje da će zakonitom imatelju isplatiti naznačenu svotu novca na dan dospijeca obveze. Banke otkupljuju (eskontiraju) mjenicu na način da imatelju isplaćuju diskontiranu vrijednost mjenice i tako formiraju portfelj mjenica. Na dan dospijeca naplaćuju svotu naznačenu na mjenici od izdavatelja ili od osobe koju on naznači, ako je mjenica po naredbi. Otkupljeni čekovi i mjenice nemaju značajniji udio u portfelju vrijednosnih papira hrvatskih banaka, budući da se čekovi brzo naplaćuju, a mjenice se relativno malo upotrebljavaju u praksi i banke ih rijetko eskontiraju.

- Visina ulaganja sredstava banaka u *dionice* mijenjala se tijekom promatranog razdoblja od 2,6 mlrd. u 1993., što je bilo 11,8% portfelja, na gotovo 4,0 mlrd ili 16,1% portfelja u 2000., da bi se u 2004. godini smanjila na svega 2,1 mlrd. To smanjenje rezultiralo je i padom udjela u portfelju vrijednosnih papira na 8,6%.. Isto tako, promatrajući udio ulaganja sredstava banaka u dionice u ukupnoj aktivni primjetan je značajan pad, od relativno visokih 5,4% u 1993. na svega 0,9% u 2004. godini. U tablici 2 prikazano je ulaganje banaka u dionice prema domicilu izdavatelja.

Tablica 2: Visina i struktura ulaganja banaka u vlasničke uloge – dionice prema domicilu izdavatelja u 1993., 2000., 2003. i 2004. godini

– na kraju razdoblja
– u mln. HRK

Izdavatelj	1993.		2000.		2003.		2004.	
	Iznos u mln.	Struktura u %	Iznos u mln.	Struktura u %	Iznos u mln.	Struktura u %	Iznos u mln.	Struktura u %
Domaće osobe	2.478	96,4	3.940	98,8	2.913	99,5	2.042	99,6
Strane osobe	92	3,6	49	1,2	16	0,5	8	0,4
- od toga banke	89	3,5	45	1,1	15	0,5	8	0,4
Ukupno	2.570	100,0	3.989	100,0	2.929	100,0	2.050	100,0

Izvor: HNB, (2000.), Bilten broj 55, str. 30. do 33. i HNB, (2005.), Bilten broj 103, str. 23. do 25.

Promatrajući strukturu ulaganja banaka u dionice prema domicilu izdavatelja mogu se zapaziti promjene u politici banaka.

Prvo, sve je manji apsolutni iznos i sve manji udio stranih izdavatelja i to 3,6% u 1993., a svega 0,4% u 2004. godini što je posljedica povlačenja hrvatskih banaka iz vlasničke strukture nekoliko mješovitih banaka osnovanih 80-tih godina prošlog

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

stoljeća u Frankfurtu, Milanu, Beču, Londonu, Parizu i nekim drugim svjetskim financijskim centrima.

Drugo, primjetna je promjena politike banaka u njihovom sudjelovanju u procesu privatizacije društvenog vlasništva u Hrvatskoj. U početnoj fazi privatizacije banke su značajan dio svojih kreditnih potraživanja pretvorile u vlasničke uloge, ali nakon spoznaje da je vlasničkim portfeljem teško uspješno upravljati kao i radi izostanka isplate očekivanih visokih dividendi banke su se nastojale riješiti takvih ulaganja u čemu su dobrim dijelom i uspjele.

Treće, banke su u početnom razdoblju, od 1991. do 1994. godine, odobrile značajne iznosa kredita za kupnju dionica i to fizičkim osobama («menadžerski krediti»), bez ozbiljne provjere boniteta i kreditne sposobnosti, koji su se kasnije u velikoj mjeri radi nenaplativosti «zatvorili» dionicama uzetih kao kolateral za date kredite, što je privremeno povećalo portfelj vrijednosnih papira banaka. Tako stečene dionice banke su kasnije prodavale na tržištu.

3.2. Ulaganja prema izdavateljima vrijednosnih papira

Izdavatelji vrijednosnih papira koje kupuju poslovne banke su domaće i strane pravne osobe (tablica 3).

Tablica 3: Visina i struktura ulaganja banaka u vrijednosne papire prema domicilu izdavatelja u 1993., 2000., 2003. i 2004. godini

– na kraju razdoblja
– u mln. HRK

Izdavatelj	1993.		2000.		2003.		2004.	
	Iznos u mln.	Struktura (%)	Iznos u mln.	Struktura (%)	Iznos u mln.	Struktura (%)	Iznos u mln.	Struktura (%)
- Domaće osobe	21.157,	96,9	24.310	98,0	21.811	93,9	21.077	88,4
- Strane osobe	675	3,1	504	2,0	1.412	6,1	2.760	11,6
Ukupno	21.832	100,0	24.814	100,0	23.223	100,0	23.837	100,0

Izvor: HNB, (2000.), Bilten broj 55, str. 30. do 33. i HNB, (2005.), Bilten broj 103, str. 23. do 25.

Podaci u tablici 3 ukazuju da poslovne banke uglavnom kupuju vrijednosne papire od domaćih osoba, a samo neznatno su izdavatelji strane osobe. Značajnije povećanje udjela stranih osoba među izdavateljima može se zapaziti tek u 2004. godini (11,6%) u odnosu na 2003. kada je udio bio 6,1% ili pak u odnosu na 2000. godinu kada je udio bio samo 2,0%. To upućuje na zaključak da se ipak, mada postupno, mijenja politika ulaganja sredstava banaka u vrijednosne papire koje su izdale strane osobe, ali i na činjenicu da na domaćem tržištu nema dovoljne ponude vrijednosnica domaćih izdavatelja.

Ako se analizira struktura portfelja vrijednosnih papira banaka prema izdavateljima (tablica 4 i grafikon 3) može se zapaziti da je tijekom cjelokupnog promatranog razdoblja najznačajniji izdavatelj država, zatim su poslovne banke i ostale pravne osobe te HNB.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
 Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

Tablica 4: Visina i struktura ulaganja banaka u vrijednosne papire prema izdavateljima u 1993., 2000., 2003. i 2004. godini

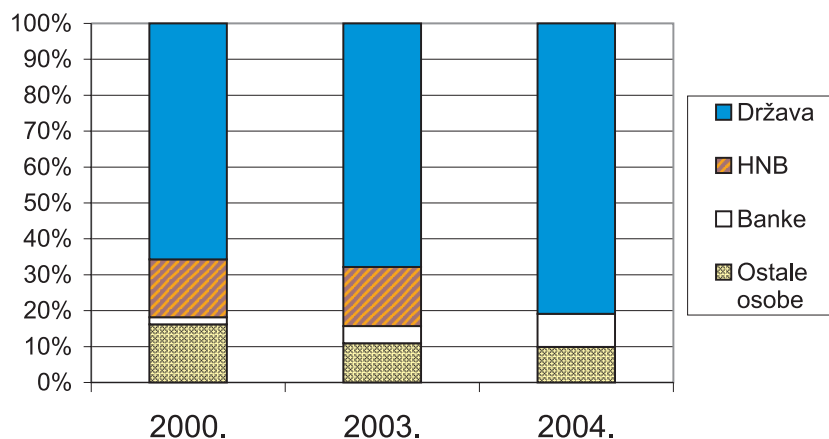
– na kraju razdoblja
 – u mln. HRK

Izdavatelj – institucionalni sektor	1993.		2000.		2003.		2004.	
	Iznos u mln.	Struktura (%)	Iznos u mln.	Struktura (%)	Iznos u mln.	Struktura (%)	Iznos u mln.	Struktura (%)
- Država	18.661	85,5	16.079	65,7	14.395	67,8	18.262	80,9
Riznički zapisi	-	-	2.007	8,1	3.073	13,2	4.582	19,2
Stara štednja	14.837	68,0	4.484	18,1	1.532	6,6	532	2,2
Obveznice za restrukturiranje	3.636	16,7	1.476	5,9	-	-	-	-
Druge obvezice i ostalo	188	0,8	8.112	32,7	9.790	42,2	13.148	55,2
- HNB	2	0,0	4.178	16,1	4.316	16,5	-	-
- Banke	140	0,6	500	2,0	1.380	4,8	2.682	9,2
- Ostale osobe	3.029	13,9	4.057	16,2	3.132	10,9	2.893	9,9
Ukupno	21.832	100,0	24.814	100,0	23.223	100,0	23.837	100,0

Izvor: HNB, (2000.), Bilten broj 55, str. 30. do 33. i HNB, (2005.), Bilten broj 103, str. 23. do 25.

Grafikon 3: Struktura portfelja vrijednosnih papira banaka prema izdavateljima vrijednosnica u 1993., 2000., 2003. i 2004. godini

– u postocima (%)



Izvor: Prema podacima tablice 4

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

Država kao izdavatelj vrijednosnih papira

Podaci i grafički prikaz ukazuju da je država (središnja država i republički fondovi) najznačajniji izdavatelj vrijednosnih papira, ali se udio državnih vrijednosnih papira u ukupnom portfelju smanjio od 85,5% u 1993. na 62,0% u 2003. godini, da bi se ponovno povećao na 76,6% krajem 2004. godine. Država izdaje rizničke zapise i razne vrste obveznica radi pribavljanja novčanih sredstava, a ponekad, ali znatno manje, mjenice za pomdirenje svojih obveza korisnicima proračuna i drugim pravnim osobama.

- Pozitivnim se može ocijeniti sve značajnije izdavanje *rizničkih zapisa Ministarstva financija Republike Hrvatske* u funkciji pribavljanja kratkoročnih novčanih sredstava. Udio rizničkih zapisa u ukupnom portfelju vrijednosnih papira banaka povećan je od 8,1% u 2000. na čak 19,2% u 2004. godini, kada je na taj način pribavljeno 4,6 mlrd. sredstava. Siguran plasman kratkoročnih sredstava uz umjerenu kamatu, koja je doduše 30 do 40% niža od mate na kratkoročne kredite⁵, kao i mogućnost korištenja lombardnog kredita od HNB-a bankama⁶ je privlačno ulaganje.
- *Obveznice po javnom dugu za «staru» ili «blokiranu» deviznu štednju*⁷ bile su 1993. godine 14,8 mlrd. Njihov je udio u portfelju vrijednosnih papira 68,0%, a u ukupnoj aktivi banaka visokih 31,3%. Republika Hrvatska prema planu amortizacije obveznica dva puta godišnje isplaćuje bankama anuitete, tako da se visina i udjel tih vrijednosnih papira u ukupnom portfelju, odnosno u aktivi banaka iz godine u godinu postupno smanjuje.
- *Obveznice za restrukturiranje gospodarstva u Republici Hrvatskoj ili «velike obveznice»* iznosile su u 1993. godini 3,6 mlrd., što je bilo 16,7% ukupnog portfelja vrijednosnih papira, odnosno 7,7% ukupne aktive banaka. Te su obveznice imale posebna i netipična obilježja: rok amortizacije dvadeset godina, kamatnu stopu 5% godišnje, revalorizaciju glavnice prema stopama rasta cijena industrijskih proizvoda, dospijeće kamate svakih šest mjeseci, ali kamata nije ulazila u prihode banaka, već se za taj iznos smanjivalo ukupno stanje (glavnica) obveznica⁸ (20).

Republika Hrvatska izdala je «velike obveznice» i dala ih određenim poduzećima, prvenstveno izvozno orijentiranim kako bi pomogla njihovom financijskom

⁵ Tako su primjerice vagane kamatne stope na zapise s rokovima dospijeća 91, 182 i 364 dana u prosincu 2004., godine iznosile 3,90%, 5,67% i 5,92%, dok su kamatne stope na kratkoročne kunske kredite bile 8,33%, a na kunske kredite uz valutnu klauzulu 7,09% (Prema: HNB, (2005.), Bilten, broj 100, str. 11. i 37.

⁶ Prema Odluci o uvjetima za odobrenje kratkoročnog kredita za likvidnost (lombardni kredit), Narodne novine, broj 34/2005. HNB može odobriti poslovnoj banci lombardni kredit u visini 90% nominalne vrijednosti založenih vrijednosnih papira. Ovom Odlukom utvrđeno je da vrijednosni papiri koji mogu biti predmet zaloga jesu riznički zapisi Ministarstva financija Republike Hrvatske u kunama.

⁷ Prema Zakonu o pretvaranju deviznih depozita građana u javni dug Republike Hrvatske, Narodne novine, broj 106/1993. devizni depoziti građana sa stanjem 27. travnja 1991. godine zajedno s pripisanom kamatom za 1991. godinu blokirani su i isplaćuju se vlasnicima u 20 polugodišnjih obroka, s pripadajućim kamatama od 5% godišnje, od kojih prvi dospijeva 30. lipnja 1995. godine.

⁸ Prema Zakonu o izdavanju obveznica za restrukturiranje gospodarstva u Republici Hrvatskoj, Narodne novine, broj 27/1991.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

restrukturiranju. Poduzeća su tim obveznicama podmirila svoje dospjele i nedospjele bilančne i izvanbilančne obveze prema bankama.

Budući da se ovim obveznicama nije moglo trgovati na burzi, a kamata nije ulazila u račun dobiti i gubitka imatelja tih obveznica, dio takvih obveznica je u postupku sanacije i restrukturiranja banaka (od 1996. do 1998. godine) zamijenjen novim anuitetskim obveznicama, uz prethodno smanjenje nominalne vrijednosti za 40% i to na teret kapitala tih banaka. Preostali dio obveznica za restrukturiranje koji se nalazio u portfelju banaka koje nisu bile u sanaciji je Odlukom Vlade Republike Hrvatske o izdavanju zamjenskih obveznica za restrukturiranje gospodarstva iz travnja 2000. godine zamijenjen kuskim obveznicama na koje se obračunavaju kamate.

Obveznice i ostale vrijednosne papire namijenjene pribavljanju dugoročnih novčanih sredstava država počinje intenzivnije izdavati i prodavati na domaćem tržištu krajem 90-tih godina prošlog stoljeća. Stanje tih obveznica povećano je od 8,1 mlrd. u 2000. na 13,1 mlrd. u 2004. godini, odnosno njihov je udio u portfelju vrijednosnih papira banaka u tom razdoblju povećan od 32,7% na 55,2%.

Emisijom vrijednosnih papira država se zadužuje na domaćem tržištu i tako sve više koristi praksu gospodarski razvijenih zemalja u svijetu, ali i potiče razvoj domaćeg tržišta kapitala.

To potvrđuju i podaci⁹ (27, br. 101, str. 63) da je od ukupnog duga države (središnja država i republički fondovi) u 2000. godini u iznosu od 70,0 mlrd. financirano na domaćem tržištu s 21,3 mlrd. ili 30,4%, dok je 69,6% duga financiran na inozemnom tržištu. U 2004. godini od 96,9 mlrd. sveukupnog duga unutarne zaduženje je 41,6 mlrd. što čini već 42,9%, a inozemno zaduženje je 57,1%. Ako se pak analizira način financiranja unutarnjeg duga države mogu se uočiti značajne promjene (tablica 5).

Tablica 5: Unutarnji dug Republike Hrvatske u 2000. i 2004. godini prema načinu financiranja

– na kraju razdoblja
– u mln. HRK

Način financiranja	2000.				2004.			
	Iznos	Struktura (%)	Banke	Udio banaka (%)	Iznos	Struktura (%)	Banke	Udio banaka (%)
0	1	2	3	4	5	6	7	8
Obveznice	15.769	74,0	14.077	89,3	25.219	60,6	13.680	54,2
Riznički zapisi	2.565	12,0	2.007	78,2	9.023	21,7	4.582	50,8
Krediti banaka	2.990	14,0	2.990	100,0	7.371	17,7	7.371	100,0
Krediti HNB-a	0	0,0	-	-	3	0,0	-	-
Ukupno	21.324	100,0	19.074	89,4	41.616	100,0	25.633	61,6

Izvor: HNB, (2000.), Bilten broj 55, str. 30. do 33. i HNB, (2005.), Bilten broj 103, str. 23. do 25. i str.63.
Napomena: Kolone 1 i 5 sadrže podatke o unutarnjem dugu države, a kolone 3 i 7 podatke koliko i na koji način su poslovne banke financirale taj dug.

⁹ Prema: HNB, (2005.), Bilten, broj 103, str 63.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

Na temelju podataka u tablici 5 može se zaključiti:

- da je u 2000. godini unutarnji dug države u visini 21,3 mlrd. financiran 74% izdavanjem obveznica, 12,0% izdavanjem rizničkih zapisa i 14% kreditima poslovnih banaka, a banke su od ukupno izdanih obveznica u visini 15,8 mlrd. otkupile 89,3% te od ukupno izdanih zapisa u visini 2,0 mlrd. upisale 78,2%;
- da su banke krajem 2000. godine izravnim kreditiranjem, upisom rizničkih zapisa i kupovinom državnih obveznica financirale 89,4% unutarnjeg duga države, dok je preostali dio (10,6%) financiran od drugih domaćih subjekata;
- da je krajem 2004. godine visina unutarnjeg duga države 41,6 mlrd. gotovo podvostručena u odnosu na 2000. godinu, a dug je financiran 60,6% izdatim obveznicama, 21,7% rizničkim zapisima i 17,7% kreditima;
- da su banke financirale državu na domaćem tržištu sa 61,6%, što je znatno manje nego u 2000. godini kada je udio banaka u financiranju unutarnjeg duga bio čak 89,4%;
- da je smanjenje udjela banaka u financiranju države na domaćem tržištu posljedica relativno manjeg otkupa državnih vrijednosnih papira od strane banaka, a što potvrđuju i podaci da su banke otkupile 54,2% emitiranih obveznica i upisale 50,8% izdanih rizničkih zapisa te
- da državne vrijednosne papire na domaćem tržištu ne otkupljuju samo banke, već sve više i druge pravne osobe.

HNB kao izdavatelj vrijednosnih papira

HNB izdaje blagajničke zapise u kunama i u stranoj valuti koje banke kupuju na aukcijama. Krajem 2000. godine stanje upisanih blagajničkih zapisa bilo je 4,2 mlrd. i iznosilo je 16,8% portfelja vrijednosnih papira, da bi se zatim u narednim godinama povećalo na 4,3 mlrd. krajem 2003. godine, a udio dosegao razinu od 18,6% portfelja. U 2004. godini stanje upisanih zapisa u kunama i u stranoj valuti sve se više smanjuje, da bi se krajem mjeseca prosinca svelo na nulu. Kako važećom Odlukom o uvjetima za odobrenje kratkoročnog kredita na osnovi zaloga vrijednosnih papira (lombardni kredit) blagajnički zapisi HNB-a ne mogu biti predmet zaloga, banke više nemaju interesa upisivati takvu vrstu zapisa.

Banke kao izdavatelji vrijednosnih papira

Promatrajući banke kao izdavatelje vrijednosnica u okviru portfelja vrijednosnih papira hrvatskih banaka može se reći, da one manjim dijelom izdaju dionice, a sve više obveznice. Udio vrijednosnih papira banaka kao izdavatelja u ukupnom portfelju u 1993. godini zapravo je neznatan, svega 0,6%. U idućim godinama taj se udio postupno povećava, tako da krajem 2004. godine dosiže razinu 2,7 mlrd. što čini 11,3% portfelja. To povećanje u najvećoj je mjeri posljedica intenzivnijeg ulaganja sredstava domaćih banaka u obveznice koje izdaju inozemne banke.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

Ostale pravne osobe kao izdavatelji vrijednosnih papira

Ostale domaće i inozemne pravne osobe izdaju uglavnom dionice, a neznatno obveznice. Visina ulaganja banaka u takvu vrstu vrijednosnih papira varira tijekom promatranog razdoblja od 3,0 mlrd. u 1993. godini, što čini 13,9% portfelja, do maksimalnih 4,1 mlrd. ili 16,4% portfelja u 2000. godini. U 2004. godini ta su ulaganja smanjena na 2,9 mlrd., odnosno na 12,1% portfelja vrijednosnih papira banaka.

Na temelju analize visine i strukture portfelja vrijednosnih papira banaka u razdoblju od 1993. do 2004. godine može se kazati:

- da su ukupna ulaganja banaka u kupovinu vrijednosnih papira neznatno povećana te da je to povećanje znatno sporije od rasta ukupne aktive;
- da je radi toga udio portfelja vrijednosnih papira u ukupnoj aktivi smanjen od visokih 46,1% u 1993. na 10,6% u 2004. godini;
- da je najvažniji izdavatelj vrijednosnih papira država;
- da u portfelju prevladavaju dužnički dugoročni vrijednosni papiri koje su izdale domaće pravne osobe te
- da su banke u zadnje vrijeme počele kupovati obveznice inozemnih izdavatelja.

4. Ocjena i unaprjeđenje politike ulaganja sredstava banaka u vrijednosne papire

4.1. Osnovne značajke dosadašnje politike ulaganja

Ocjenjujući dosadašnju politiku ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire može se ukazati na više bitnih obilježja.

Prvo, u 1993. i nekoliko narednih godina banke su formirale portfelj vrijednosnih papira uglavnom temeljem donijetih propisa. Obveznice po javnom dugu za staru deviznu štednju građana banke su primile od Republike Hrvatske u visini obveza prema građanima evidentiranih u pasivi njihovih bilanci. Obveznice za restrukturiranje gospodarstva ili «velike obveznice» banke su preuzele od poduzeća. One banke koje su na taj način «zatvorile» svoje loše ili nenaplative plasmane učinile su dobar posao, jer su tako u svojoj aktivi formirale dugoročna «izravnavajuća» potraživanja, doduše neukamativa, što je bilo bolje nego da su izvršile definitivan otpis potraživanja. Međutim, banke koje su takvim obveznicama «zatvorile» potraživanja po kreditima i kamatama od kvalitetnih klijenata, primjerice iz djelatnosti trgovine, turizma i drugih, dugoročno su se odrekle budućih priljeva po glavnici i kamatama i imale su kasnije problema u održavanju svoje likvidnosti.

Drugo, u prvim godinama promatranog razdoblja neke od banaka su pomalo nepromišljeno ušle u proces privatizacije društvenog vlasništva zamjenom

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

kreditnih potraživanja za vlasničke uloge poduzeća i odobravanjem kredita fizičkim osobama za kupovinu dionica te na taj način izravno ili posredno stekle značajne portfelje dionica. Kako su izostali očekivani pozitivni učinci takvih ulaganja (povećani opseg poslovanja privatiziranih poduzeća, dobra likvidnost radi visokih depozita, profitabilnost i isplata dividende, itd.) banke su zamjenom dionica okrupnjvale svoje vlasničke portfelje i prodavale ih na tržištu s ciljem smanjenja razine vlasničkih ulaganja, ali i dobivanja likvidnih sredstava prijeko potrebnih za redovno poslovanje. Nažalost, u velikoj se mjeri pokazalo da su vlasnička ulaganja banaka u gospodarske subjekte «zaleđena» potraživanja koja ne donose očekivane pozitivne učinke bankama.

Treće, država i republički fondovi sve se više zadužuju na domaćem tržištu emitiranjem obveznica i može se reći da je to znatno bolji način pribavljanja dugoročnih sredstava od zaduživanja u inozemstvu. Kamata i glavnica plaćaju se domaćim ulagačima i nema odljeva deviznih sredstava u inozemstvo. Banke, ali i drugi domaći ulagači prihvatili su takav oblik ulaganja sredstava.

Četvrto, zadnjih nekoliko godina primjetno je i ulaganja sredstava banaka u inozemne obveznice, što se može smatrati pozitivnim jer se hrvatske banke sve više uključuju na strana financijska tržišta.

Peto, banke su viškove kratkoročnih novčanih sredstava ulagale u rizničke zapise Ministarstva financija Republike Hrvatske i blagajničke zapise HNB-a i to se može ocijeniti kao dobar i koristan način ulaganja privremeno slobodnih sredstava, budući da su to sigurna i visoko likvidna ulaganja, a donose i odgovarajući prinos. Ipak, mora se naglasiti da je taj prinos niži od prinosa na kreditna ulaganja gospodarskim subjektima i stanovništvu, a izostaju i pozitivni učinci multiplikacije kredita i depozita na poslovanje banaka.

Šesto, banke nisu ulagale sredstva u obveznice i komercijalne zapise poduzeća i drugih pravnih osoba, jer značajnije ponude takvih vrijednosnica na tržištu nije niti bilo, a pojedinačni slučajevi izdavanja takvih vrijednosnih papira bili su više izuzetak nego pravilo.

Sedmo, banke su uložile značajna sredstva u vrijednosnice koje su se pojavile na tržištu, prvenstveno od strane države kao izdavatelja, ali nisu poticale svoje klijente na pribavljanje novčanih sredstava izdavanjem vrijednosnih papira. U tom smislu uloga banaka nije bila niti približna očekivanoj, pogotovo ako se ima u vidu činjenica da je preko 91% aktive hrvatskih banaka u vlasništvu inozemnih banaka koje posluju na stranim financijskim tržištima u gospodarski razvijenim zemljama i poslovanje s vrijednosnim papirima im je uobičajen svakodnevni posao.

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

4.2. Unaprjeđenje politike ulaganja u vrijednosne papire

Da bi banke povećale razinu i poboljšale strukturu svog portfelja vrijednosnica, ali i dale značajniji doprinos bržem razvoju tržišta vrijednosnih papira u Hrvatskoj potrebna je njihova aktivnija uloga u tom segmentu poslovanja.

Prvo, vlasnicima novčanih sredstava treba osim mogućnosti ulaganja u obliku kunskog ili deviznog depozita ponuditi kupovinu takvih vrijednosnih papira koji će im omogućiti (1) mogućnost pretvaranja u likvidni oblik po primjerenoj cijeni u svakom trenutku prije dospijeca, (2) mogućnost da s vrijednosnicama koje posjeduju podmire bilo koju obvezu i prije roka dospijeca vrijednosnih papira i (3) atraktivnu – konkurentnu kamatu s obzirom na rok ulaganja sredstava. Pod tim pretpostavkama vlasnici novčanih sredstava bit će spremni ulagati svoje uštede u ponuđene vrijednosnice.

Drugo, banke trebaju mijenjati kreditnu politiku i to na način da se sadašnje odobravanje kredita zajmotražiteljima – pravnim osobama maksimalno supstituira kupovinom kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira koji će oni izdati.

Treće, banke trebaju svojim savjetima pripomoći potencijalnim investitorima u formiranju optimalne strukture izvora financiranja investicijskih projekata, odnosno financiranja poduzeća, što znači sugerirati koliko će se sredstava pribaviti emisijom vlasničkih vrijednosnih papira, koliko emisijom kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnica, da li i koliko se kreditno zadužiti u zemlji i/ili u inozemstvu, da li pritom koristiti robne ili financijske kredite itd.

Četvrto, banke kao dobri poznavatelji situacije na financijskim tržištima u zemlji i u svijetu mogu (Garber, Weisbrod, 1992.): (1) ispitati tržište i dati ocjenu da li neki gospodarski subjekt uopće ima izgleda da emisijom vrijednosnica pribavi vlasnička ili kreditna sredstva, (2) otkupiti cjelokupne pakete vrijednosnih papira od njihovih izdavatelja i na taj način praktički garantirati uspjeh emisije, ili pak garantirati iskup dužničkih vrijednosnih papira u roku njihova dospijeca, ako to ne učini izdavatelj, (3) organizirati «veleprodaju» vrijednosnih papira – promet od izdavatelja do drugih banaka, (4) organizirati «maloprodaju», odnosno prodaju vrijednosnica krajnjim kupcima – fizičkim i pravnim osobama te (5) obaviti ostale poslove po potrebi korisnika.

Peto, ukoliko banke kupuju vrijednosnice iz svojih sredstava, tada trebaju voditi računa o formiranju optimalne strukture portfelja. Pritom treba reći da ne postoji jedinstvena definicija optimalnosti jednaka za sve banke, jer banke nemaju izjednačenu strukturu izvora sredstava i strukturu aktive sa stajališta ročnosti, nemaju jednake udjele kapitala ni rezervi prema rizičnoj aktivi i razlikuju se po nizu drugih obilježja. Međutim, moguće je ukazati na kriterije, odnosno načela kojih se banke trebaju pridržavati prilikom donošenja odluka o kupnji vrijednosnica. To su (1) sigurnost, (2) profitabilnost i (3) likvidnost, odnosno unovčivost. Ovim

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

uobičajenim kriterijima treba dodati i posebne koji daju odgovore na pitanja da li će kupovina vrijednosnica od nekog klijenta, bez obzira da li je on njihov izdavatelj ili samo imatelj, multiplikacijom kredita i depozita uzrokovati jačanje financijskog i kreditnog potencijala banke, kao i da li će takva kupovina vrijednosnih papira značiti uspostavljanje i jačanje poslovnih odnosa između klijenta i banke ili ne.

Šesto, kako u praksi nema vrijednosnih papira, odnosno ima ih relativno malo, koji će imati baš sva ta obilježja i u potpunosti udovoljavati svim navedenim kriterijima, formiranje optimalne strukture portfelja vrijednosnica treba respektirati u prvom redu ročnu strukturu izvora iz kojih pojedina banka obavlja njihovu kupovinu, zatim dugoročnu politiku vezivanja poslovanja klijenata uz banku, a tek onda profitabilnost ili prinos koji neka vrijednosnica donosi banci. Banke su institucije koje posluju pretežito, (u pravilu preko 90%) s tuđim sredstvima i zato ne bi smjele kupovati rizične vrijednosne papire za koje postoji i mala sumnja da ih izdavatelj neće iskupiti o dospijeću. To mogu činiti samo vlasnici kapitala svjesni velikih rizika, što znači mogućnosti ostvarivanja velikih zarada, ali i gubitaka.

5. Zaključak

(1) Poslovne banke prikupljena i pribavljena kunska i devizna sredstva ulažu u razne oblike kreditnih i nekreditnih plasmana. Najznačajniji oblik nekreditnih plasmana je kupovina vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira, kao što su dionice, obveznice, blagajnički zapisi, riznički zapisi, certifikati o depozitu, komercijalni zapisi i sl.

(2) Promatrajući visinu i strukturu portfelja vrijednosnica domaćih banaka u razdoblju od 1993. do 2004. može se reći, da je sveukupni iznos uloženi sredstava u kupnju vrijednosnih papira neznatno povećan što je imalo za posljedicu značajno smanjenje udjela portfelja vrijednosnica u ukupnoj aktivi banaka. Udio je smanjen od visokih 46,1% u 1993. na samo 10,6% krajem 2004. godine. Najznačajniji izdavatelj vrijednosnica na domaćem tržištu je Republika Hrvatska (država), dok se poduzeća, banke i ostale domaće i strane pravne osobe kao izdavatelji pojavljuju vrlo malo.

(3) Hrvatska država sve se više zadužuje na domaćem tržištu i to emisijom obveznica radi pribavljanja dugoročnih sredstava i izdavanjem rizničkih zapisa kako bi pribavila kratkoročne izvore, a manje kreditnim zaduženjima. Međutim, unutarnji dug države banke financiraju sve manje (89,4% u 2000., a 61,6% u 2004. godini), što znači da državne vrijednosnice sve više kupuju i ostale pravne osobe.

(4) Radi veće afirmacije poslovanja s vrijednosnim papirima domaće bi banke znatno više nego do sada trebale (1) pribavljati novčana sredstva emisijom blagajničkih zapisa, certifikata o depozitu i obveznica, (2) poticati svoje klijente – pravne osobe na pribavljanje potrebnih sredstava izdavanjem vrijednosnih papira i tako supstituirati

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

uobičajeno odobravanje kratkoročnih i dugoročnih kredita, (3) više se uključiti u financiranje unutarnjeg duga države i (4) na razne načine popularizirati vrijednosne papire među stanovništvom i pravnim osobama na domaćem tržištu. Za očekivati je da će domaće osobe brzo prihvatiti sve prednosti ulaganja novčanih sredstava u vrijednosne papire u odnosu na uobičajeno ulaganje sredstava u obliku depozita kod banaka, ukoliko im se takva ulaganja ponude.

(5) Popularizacijom i većom afirmacijom kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira u hrvatskom gospodarstvu, odnosno na hrvatskom financijskom tržištu može se očekivati povećanje portfelja, diverzifikacija vrijednosnica i veći udio poslovanja s vrijednosnim papirima u sveukupnom poslovanju banaka, kako u segmentu pribavljanja, tako i u segmentu ulaganja sredstava.

Literatura

- Bestmann, U., (1991.), Börsen und Effekten von A-Z, Die Fachsprasche der klassischen und modernen Finanzmärkte, Verlag: C. H. Beck, München, 1991.
- Bukljaš, I., (1964.), Privredno pravo s osnovama prava, Školska knjiga, Zagreb
- Garber, P.M., & Weisbrod, S.R., (1992.), The Economics of Banking, Liquidity and Money, D.C Heath and Co., Lexington
- Hanžeković, M., (1989.), Vrijednosni papiri i njihovo tržište, Institut za javne financije, Zagreb
- Hartlez, W. C. F., (1976.), Cash: Planing, Forecasting and Control, Business Books, London
- Leko, V...at.al., (1993.), Rječnik bankarstva i financija, Masmedia, Zagreb
- Lindsay, M., (1996.), Developing Capital Markets in Eastern Europe, A Bussiness Reference, Pinter Publishers, London
- Madura, J., (2003.), Financial Markets and Institutions, Thompson South- Western, Ohio
- Marković, I., (2000.), Financiranje (Teorija i praksa financiranja trgovačkih društava), RRiF – plus d.o.o., Zagreb
- Martin, Petty, Keown, Scott, (1979.), Basic Financial Management, Prentice - Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey
- Meigs, W. B., Meigs, R. F., (1987.), Accounting: The Basis for Business Decisions, McGraw-Hill Book Company, New York, St Louis, San Francisco, Auckland, Bogota, Hamburg, London, Madrid, Mexico, Milan, Montreal, New Delhi, Panama, Paris, Sao Paolo, Singapore, Sydney, Tokyo, Toronto
- Mishkin, F. S., (1992.), The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Columbia University, Harper Collins Publishers, New York

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

- Mock, Schultz & Shuckett, (1969.), Basic Financial Management, Text, Problems and Cases, International Texbook Company, Scranton, Pennsylvania
- Orsag, S., (1990.), Problematika financiranja poslovanja i razvoja inkorporativnog poduzeća, Institut za javne financije, Zagreb
- Orsag, S., Santini, G., Gulin, D., (1991.), Uvod u ekonomiku vrijednosnih papira, Institut za javne financije, Zagreb
- Papuga, M., Adrović, Z., Orsag, S., Mikac, A., (1990.), Uvod u financijsko tržište i tržište vrijednosnih papira, I dio, Zagrebačka poslovna škola, Zagreb
- Prohaska, Z., (1994.), Upravljanje vrijednosnim papirima, Infoinvest, Zagreb
- Saunders, A., (2000.), Financial Institutions Management, Richard D. Irwin McGraw-Hill, Boston, etc.
- Sinkey, J., (2000.), Commercial Bank Financial Management, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey
- Zakon o izdavanju obveznica za restrukturiranje gospodarstva u Republici Hrvatskoj, Narodne novine, broj 27/1991.
- Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, broj 111/1993., 34/1999., 52/2000. i 118/2003.
- Zakon o pretvaranju deviznih depozita građana u javni dug Republike Hrvatske, Narodne novine, broj 106/1993.
- Zakon o tržištu vrijednosnih papira, Narodne novine, broj 84/2002.
- Zakon o obveznim odnosima, Narodne novine, broj 35/2005.
- Odluka u uvjetima za odobrenje kratkoročnog kredita za likvidnost lombardni kredit), Narodne novine, broj 34/2005.
- Hrvatska narodna banka, (2000.), Bilten, broj 55
- Hrvatska narodna banka, (2005.), Bilten, broj 101 i 103

A. Jurman: Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 313-336

Croatian bank investments in securities

Antun Jurman¹

Abstract

In this paper the author presents the basic characteristics of debt securities and shares and analyses the amount, structure and characteristics of the securities portfolio in Croatian banks in period from 1993 to 2004. The analysis shows that in the entire analyzed period Republic of Croatia together with state funds and other public institutions was the main issuer of securities that banks have in their portfolios. The securities issued by banks and companies represent only a marginal part of banks' portfolios but it is also true that banks have strongly supported the privatization process of state owned companies by providing credit for purchasing of shares and later on swapping their credit claims for shares. In this way banks acquired a significant portfolio of shares that they later sold on the open market. Data about the significant reduction of securities portfolio in the banking assets structure, from 46.1% in 1993 to only 10.6% in 2004, is indicative of a low level of trading in securities. This means that in the following years, central and local government should secure the necessary funds more by issuing securities than by credit, especially not by taking credit from abroad. Furthermore, in order to spread business with securities, banks should also substitute a portion of their credit portfolio with short and long term securities. In this way, the investors would be able to use the benefits of investing in securities instead of investing their funds in bank deposits as they have done until now.

JEL Classification: G 21

Key words: securities, bank, securities portfolio, bank assets

¹ Full professor at the Faculty of Economics University of Rijeka, Ivana Filipovića 4, 51 000 Rijeka, Croatia. Tel: ++ 385 51 355 139; e-mail: antun.jurman@efri.hr