

Bojana Olgić Draženović¹

Vesna Buterin²

Denis Buterin³

Prethodno priopćenje

UDK 331.25

330.341.4

STRUKTURNE REFORME ZEMALJA CEE-A U TRANZICIJSKOM RAZDOBLJU – POUKE I ZAKLJUČCI^{4,5}

SAŽETAK

Procesi financijske intermedijacije imali su važnu ulogu u transformaciji zemalja CEE-a u tržišne ekonomije. Intervencije države u mobiliziranju i alociranju financijskih resursa prepoznate su kao efikasan i brz put k razvijanju financijskih sustava. Stoga su nositelji ekonomske politike usmjerili svoje napore k osiguranju bazičnih zakonodavnih okvira i potrebne infrastrukture, kao i dizajniranju i implementiranju primjerenih strukturnih reformi. Uz navedeno, razvoj sustava potaknut je i adekvatnim institucijskim okvirom. Institucijskom promjenom može se smatrati proces koji dovodi do rasta institucija i njihovog kvalitativnog razvoja. U početku tranzicijskog procesa, gospodarstva CEE-a i institucije bili su značajno određeni tradicijom i nasljeđem bankocentričnog sustava, kao i izostankom ostalih financijskih institucija i tržišta, a ujedno je razvoj institucija dosegnuo različite razine napretka. Razvoj financijskih tržišta i institucijskih investitora kao alternative klasičnom i dominirajućem bankovnom financiranju, u zemljama CEE-a u velikoj mjeri bio je potaknut strukturnim reformama od kojih se posebno ističu privatizacija i uvođenje mirovinskog sustava kapitalizirane štednje, jačanje supervizorskih struktura i različitih modaliteta fiskalne konsolidacije. Cilj rada je ukazati na važnost odabira i implementiranja strukturnih reformi koje pridonose razvoju financijskog sustava i napretku ekonomija CEE-a.

Ključne riječi: institucijski razvoj, strukturne reforme, privatizacija, mirovinska reforma, zemlje CEE-a

¹ Dr. sc., docent, Ekonomski fakultet u Rijeci, Sveučilište u Rijeci, Ivana Filipovića 4, 51 000 Rijeka, Hrvatska.
E-mail: bojana.olgic.drazenovic@efri.hr

² Dr. sc., docent, Ekonomski fakultet u Rijeci, Sveučilište u Rijeci, Ivana Filipovića 4, 51 000 Rijeka, Hrvatska.
E-mail: vesna.buterin@efri.hr

³ Mr. sc., viši predavač, Veleučilište u Rijeci, Vukovarska 58, 51 000 Rijeka, Hrvatska. E-mail: dbuterin@veleri.hr

⁴ Datum primitka rada: 15. 1. 2018.; datum prihvaćanja rada: 1. 3. 2018.

⁵ Ovaj rad je financirala/sufinancirala Hrvatska zaklada za znanost projektom IP-2013-11-8174

1. UVOD

Nakon društvenih, političkih i ekonomskih transformacija 1990-ih godina zemlje Srednje i Istočne Europe (u nastavku zemlje CEE-a) započele su s cijelim nizom reformi usmjerenih na makroekonomsku stabilnost, liberalizaciju, restrukturiranje i privatizaciju, uz pravne i institucijske reforme nacionalnih ekonomija. Tranzicija gospodarstava CEE-a u zemlje tržišne ekonomije intenzivno se provodila tijekom posljednjeg desetljeća 20. st., ali ulaskom navedenih zemalja u EU kompleksni i sveobuhvatni procesi unaprjeđivanja ekonomija nisu završili. Nastavilo se reformama pravosudnih sustava, reformama institucija i jačanjem institucijskog okvira za konkurentnost i poslovno okruženje, reformama javne uprave, bankovnih sustava kao i reformama sustava nadzora i regulacije i drugih. Financijska kriza posebno je podcrtala potrebu za intenzivnijim provođenjem nacionalnih reformskih programa i programa konvergencije i to posebno u ekonomijama s prekomjernim deficitom i značajnim makroekonomskim neravnotežama. Cilj rada je ukazati na važnost implementiranja onih strukturnih reformi koje su u najvećoj mjeri pridonijele razvoju i efikasnosti financijskih tržišta i institucija u novim zemljama članicama EU-a. Analizirat će se odabrane zemlje CEE-a usporedivih karakteristika, s obzirom na povijesno nasljeđe, stupanj razvijenosti i mjere koje su poduzimane s ciljem unaprjeđenja financijskih sustava – Češka, Hrvatska, Mađarska, Poljska, Slovačka i Slovenija.

Sagledavajući utjecaj strukturnih reformi na efikasnost izvršenja funkcija i razvoj nacionalnih financijskih sustava zemalja CEE-a, najveći napredak ostvaren je provođenjem reformi vlasničkih struktura i sustava mirovinskog osiguranja. Metode privatizacije izdavanjem dionica vodile su povećanju ponude na tržištima kapitala, dok se utjecaj strukturnih mirovinskih reformi manifestirao u jačanju potražne strane za vrijednosnim papirima. Usprkos rečenom, ekonomije CEE-a i dalje karakteriziraju pravna i politička nesigurnost, ograničen institucijski razvoj i informacijska asimetrija. Stoga se kao temeljna hipoteza ističe nužnost definiranja i implementiranja specifičnih strukturnih reformi za ekonomije CEE-a kojima je moguće unaprijediti efikasnost i razvijenost nacionalnih financijskih sustava.

Nakon uvodnog dijela, u drugom i trećem dijelu rada razmatraju se strukturne reforme koje su u najvećoj mjeri oblikovale i usmjeravale razvoj financijskih sustava u zemljama CEE-a. Zakonodavni institucijski okvir financijskog posredovanja osigurali su privatizacijski procesi dok je mirovinskim reformama došlo do jačanja institucionalizacije štednje u novim zemljama članicama EU-a. Prije zaključnih razmatranja propituje se opravdanost primijenjenih rješenja i ostvareni institucijski razvoj u navedenim zemljama.

2. STRUKTURNE REFORME KAO POKRETAČI PROCESA FINANCIJSKE INTERMEDIJACIJE ZEMALJA CEE-A

Potreba za uspostavom tržišno efikasnih financijskih sustava bila je jedan od prioriteta tranzicijskog procesa zemalja CEE-a. Grosfeld (1994) ističe da su sve vlade zemalja CEE-a u ranim godinama tranzicije podupirale anglosaksonski model tržišnih ekonomija zasnovan na razvijenim financijskim tržištima, koji je imao epitet simbola kapitalizma kojem su ove zemlje i težile. Ipak, vrlo brzo se pokazalo da ovaj model nije primjeren za nasljeđe centralno-planske ekonomije s bankama kao

temeljnim institucijama⁶ te bankovnim depozitima i bankovnim kreditima kao jednim mogućim instrumentima financiranja odnosno izvorima eksternog financiranja. Stoga su se reformatori usmjerili na daljnji razvoj kontinentalnog, bankocentričnog oblika financijskih sustava.

Financijski sustavi zemalja CEE-a prije tranzicijskog procesa postojali su u formi krutog kreditno-distributivnog sustava financiranja uz veliku ulogu bankovnog aparata. Takva struktura onemogućavala je razvitak diverzificiranih tokova i oblika prikupljanja kapitala. Stoga su aktualizirana istraživanja tržišno orijentiranih reformi, tj. institucijskih reformi, koje su u kratkome roku trebale osigurati brži ekonomski rast i razvitak uz prelazak na tržišno gospodarstvo. Postoji velik broj istraživanja koja ukazuju na vezu institucijskog razvoja i ekonomskog rasta, a u nastavku će biti navedena samo neka od njih. Ekonomske i političke institucije te razlike u njihovoj razvijenosti temeljni su razlog različitih razina ekonomskog razvoja. Ekonomske institucije putem svojih ograničenja i mogućnosti determiniranja inicijativa utječu na oblikovanje ekonomskih rezultata (Acemoglu, 2004). Pogrešne makroekonomske politike koje uključuju visoku inflaciju, proračunske deficite, nerealne tečajeve, makroekonomske nestabilnosti i niske stope rasta simptomi su lošeg institucijskog razvoja države (Acemoglu, 2005). Bassanini, Scarpetta i Hemings (2001) dokazali su da razlika u kvaliteti institucija utječe na gospodarske razlike te da se negativan utjecaj institucija reflektira na ukupni gospodarski rast.

Istraživanje koje su proveli Masuch, Moshammer i Pierluigi (2017: 187) potvrđuje dokaze da se institucijski razvoj može smatrati ključnom determinantom dugoročnog ekonomskog razvoja u Europi. U tranzicijskim ekonomijama su procesi privatizacije ocijenjeni kao ključan i neophodan element podizanja efikasnosti. No privatizacija donosi primjerene rezultate samo u interakciji s ostalim reformama, prvenstveno uspostavljanju adekvatnog institucijskog okvira. Roland (2001) naglašava tezu da "politike liberalizacije, stabilizacije i privatizacije koje nemaju bazu u adekvatnim institucijama ne mogu rezultirati ekonomskim napretkom". Političke i ekonomske reforme zahtijevaju i primjeren institucijski okvir. Iskustva zemalja u tranziciji pokazuju, osobito na području privatizacije, da revolucionarne promjene na političkom planu nisu automatski vodile do efikasnih sustava vlasništva. Dok su ekonomsko-političke mjere, kao liberalizacija i makroekonomska stabilizacija, relativno brzo rezultirale prvim uspjesima, pretvorba sustava vlasništva pokazala se znatno težom nego što se predviđalo, pa nije uvijek donijela željene ekonomske rezultate (Kušić, 2007: 92).

Veza između mirovinske reforme i razvoja financijskog sustava, a posebno tržišta kapitala, dokazana je brojnim istraživanjima (Vittas, 2000; Orszag, Stiglitz, 2001; Hryckiewicz, 2009; Enache et al., 2015). U budućnosti se očekuje značajniji pozitivan efekt u skladu s većom akumulacijom aktive kao i s očekivanim zaokretom u investicijskoj strategiji mirovinskih fondova prema aktivnijim portfolijima s većim udjelom dioničkog kapitala (Enache et al., 2015).

⁶ Većina financijskih sustava zemalja CEE-a prije 90-ih godina bazirala se na jednoj instituciji, tzv. monobanci koja je bila odgovorna i za monetarni i za komercijalni aspekt poslovanja. U razdoblju od 1989. do 1992. godine restrukturirani su monobankovni sustavi njihovim raslojavanjem na centralno i komercijalno bankarstvo u državnom vlasništvu. Sljedećih godina, u uvjetima velikog udjela „loših“ kredita, netržišnog poslovanja, političkih pritisaka i niskih računovodstveno-revizorskih standarda te neadekvatnog nadzora, bankovno tržište potresale su snažne bankarske krize.

Za razliku od prve tranzicijske faze u kojoj je naglasak bio na ubrzanoj dinamici uvođenja tržišne ekonomije, sljedeće razdoblje naglasilo je aktualnost konvergencije prema zacrtanim tržišnim standardima. Stoga se kao poseban poticajni faktor jačanja institucijskog kapaciteta može istaći i ispunjavanje potrebnih kriterija za pridruživanje ili stjecanje kandidature za EU (Gjosevska, Karanović, 2014). Državna politika upravljanja javnim dugom još je jedna od mogućnosti za razvoj financijskih sustava (a posebno tržišta kapitala), uz postizanje najnižeg troška financiranja i preuzimanje razboritog rizika. Tržište državnih obveznica posebno je interesantno institucijskim investitorima, jer ga karakterizira značajan promet i visoka likvidnost, strogi standardi sigurnosti te reduciranje troškova i rizika. U zemljama CEE-a općenito vrijedi da su institucijski investitori primarno usmjereni na ulaganja u državna izdanja silom zakonodavne regulative, ali i činjenicom da su domaća financijska tržišta nerazvijena u pogledu vrste i broja dostupnih instrumenata ulaganja (Hryckiewicz, 2009). Sljedeća determinanta napretka u procesima jačanja tržišta kapitala i institucijske štednje je poticanje financijske pismenosti široke javnosti. Razumijevanje problematike i mogućnosti ulaganja na financijskim tržištima u CEE kao i planiranje uplata za štednju za starost, izuzetno je slabo. U okviru konteksta štednje za starost, financijska edukacija trebala bi se usmjeriti ka promoviranju razumijevanja nepovoljnih kretanja općih uvjeta umirovljenja, potrebe za dugoročnom štednjom i za investicijskim proizvodima (OECD, 2008). Često korištena mjera za poticanje razvoja institucijskih investitora i posredno tržišta kapitala je pozitivna porezna regulativa. Porezne olakšice za ulaganje u štedne proizvode izuzetan su pokretački mehanizam čime se olakšava mobilizacija štednje stanovništva, potiče interes za navedene ulagačke opcije i uravnotežuju pretežito bankovno usmjereni financijski sustavi.

3. PRIVATIZACIJSKI PROCESI

U zemljama CEE-a postojala su dva glavna gledišta o tome kako najbolje provesti tranziciju: šok terapija ili postupna promjena institucijskog okvira (Buterin, 2015, prema: Stiglitz, Godoy, 2006). Šok terapija podrazumijevala je što brže provođenje privatizacijskih procesa, koji bi u konačnici doveli do razvoja tržišnog načina privređivanja, kao u razvijenim državama. U tom smislu nije se davala važnost institucijskom razvoju i kvaliteti, već se smatralo da će se to postići posredstvom brze privatizacije. No, takav se način razmišljanja i djelovanja pokazao pogrešnim. Naime, tadašnji stupanj razvijenosti institucijskog okvira, odnosno nedostatak institucijskog okvira u nekim državama CEE-a, nije bio u mogućnosti pratiti privatizacijske procese, koji će sa sobom donijeti ekonomski prosperitet, bolji životni standard, povećanje zaposlenosti, veću proizvodnju i sl. Dogodilo se upravo suprotno (Buterin, 2015, prema: Veselica i sur., 2001).

Drugo gledište, koje je uključivalo postupnu promjenu institucijskog okvira, isticalo je da će provođenje privatizacije bez adekvatne institucijske infrastrukture donijeti slab gospodarski rast i blokadu daljnjih strukturnih reformi (Buterin, 2015).

Privatizacija kao ključan element ekonomske tranzicije rezultirala je snažnim i brzim promjenama u vlasničkoj strukturi promatranih zemalja. Smisao i nužnost pretvorbe sustava vlasništva ogleda se u području restrukturiranja i modernizacije poduzeća kao krajnjem cilju, odnosno uspostavljanju sustava efikasnog korporacijskog upravljanja, što u konačnici dovodi do ubravanja ekonomskog rasta (Badalescu, Pacala, 2012). Iskustva tranzicijskih zemalja pokazala su da je uspješnost

privatizacije bila određena načinom provođenja odabrane metode i individualnom strategijom pojedine ekonomije. „Pod privatizacijskom strategijom podrazumijeva se općenito ukupnost svih mjera raznih institucija koje povezanim postupcima određuju i privode kraju privatizacijski proces vremenski, stvarno, ekonomski, socijalno i politički.“ (Kušić, 2007:93)

Europske tranzicijske zemlje u najvećoj mjeri primjenjivale su sljedeće privatizacijske metode:⁷

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

Heterogenost zemalja u odabiru privatizacijskih metoda zorno prikazuje tablica 1.

Tablica 1. Modeli privatizacije korišteni u odabranim zemljama CEE-a

	Primarna metoda	Sekundarna metoda	Ostalo
Češka	Kuponska privatizacija (1992. - 1993. - 1. val 1994. - 1995. - 2. val)	Direktna prodaja (1991. – privatizacija malih i srednjih poduzeća i restitucija)	
Mađarska	Direktna prodaja	MEBO	

⁷ Navedene metode koristile su se u privatizaciji velikih i srednjih poduzeća (engl. *large scale privatization*), većinom u industrijskom sektoru privrede. Za mala poduzeća (engl. *small scale privatization*) koristile su se metode restitucije, jednostavnih aukcija, IPO-a, zamjene duga za dionice i tzv. spontane privatizacije kojom je imovina poduzeća jeftino prodavana managementu te su imale neznatan utjecaj na razvoj financijske intermedijacije.

Poljska	Direktna prodaja	MEBO	Kuponska privatizacija (1993. - početak masovne privatizacije, 1997. - listanje dionica tvrtki iz kuponske privatizacije)
Slovačka	Direktna prodaja (1995.)	Kuponska privatizacija (1992.)	
Slovenija	MEBO (1998.)	Kuponska privatizacija (1994.)	1992. - prihvaćen zakon o privatizaciji
Hrvatska	MEBO (1992.)	Kuponska privatizacija (1998.)	

Izvor: izradili autori prema podacima EBRD, 2002.

U prvoj fazi tranzicije, kada je naglasak reformi bio na pretvorbi vlasništva, različiti pristupi u privatizaciji vodili su k divergenciji u efikasnosti ekonomija. Dok su Mađarska⁸ i Poljska relativno uspješno primijenile metode direktne prodaje, u Češkoj je u najvećoj mjeri korištena brzo provedena kuponska privatizacija, ali bez izostanka očekivanih rezultata u pogledu restrukturiranja i jačanja efikasnosti poduzeća. MEBO privatizacije u Hrvatskoj i Sloveniji također su se pokazale nedovoljno uspješnima (Köke, Schröder, 2002; EBRD, 2002; Kušić, 2007; Bennett et al., 2007).

Uspješna privatizacija trebala bi omogućiti direktan nadzor vlasništva nad upravljanjem, jer su se mehanizmi korporativnog upravljanja, tržišta kapitala i nadzornih odbora pokazali neefikasnim u tranzicijskim zemljama. U ovom smislu prednost se pridaje metodama direktne prodaje, uključujući i strane kupce. Bennett, Estrin i Urga (2007) pokazali su da su metode "unutarnje" privatizacije (prije svega MEBO privatizacija te posebno prodaja zaposlenicima, engl. employee buy-outs) rezultirale znatno slabijim performansama privatiziranih poduzeća, za razliku od poduzeća koja su privatizirana "vanjskim" kapitalom. Najefikasnijima su se pokazala de novo poduzeća, dok su poduzeća u državnom vlasništvu najmanje efikasna u upravljanju.

U praksi se pokazalo da su odabrane metode bile više rezultat političkih, a ne ekonomskih faktora. Jedan od ključnih argumenata za odabir određene metode privatizacije bila je potreba za punjenjem državnog proračuna prihodima od privatizacije. Ipak, pojedine metode privatizacije, primjerice kuponska, masovna privatizacija, uzimale su u obzir i širi ekonomski i socijalni aspekt, uz izostanak

⁸ Izbor direktne prodaje strateškim investitorima kao primarne privatizacijske metode u Mađarskoj bio je određen neodrživim stanjem u državnim financijama. Prihodi od privatizacije trebali su smanjiti visoko inozemno zaduženje, a nedostatak domaćega kapitala omogućio je sudjelovanje u procesima privatizacije i inozemnim investitorima.

prihoda od prodaje. Za razliku od konvencionalne direktne prodaje, koja je u početku tranzicijskog procesa bila ograničena nedostatkom domaćeg kapitala i nedovoljnom zainteresiranošću stranih kupaca, masovna privatizacija u prvim tranzicijskim godinama često je bila društveno i politički prihvatljivija opcija zbog svoje otvorenosti široj populaciji i mogućnosti brze implementacije. Dodatno, smatralo se da će navedena metoda privatizacije imati značajan utjecaj na razvoj mladih tržišta kapitala, dok su metode direktne prodaje zahtijevale razvijene tržišne strukture i u većoj su se mjeri koristile u drugoj fazi reformskih procesa (EBRD, 2003).

S obzirom na sagledavanje važnosti zakonodavnog i institucijskog okvira financijskog tržišta, zemlje CEE-a primijenile su dva osnovna modela pristupa razvoju financijskom tržištu. Zemlje koje su procesima kuponske privatizacije propisivale obvezno uvrštavanje dionica na burzu, koja je bila minimalno ili čak neobuhvaćena regulatornim okvirom, odabrale su pristup „odozdo prema gore“. U ovom slučaju, performanse tržišta kapitala iskazale su velik skok u tržišnoj kapitalizaciji i broju uvrštenih kompanija, ali uz naknadnu visoku nelikvidnost tržišta, koncentrirano vlasništvo te brojne devijacije u procesu razvoja tržišta. Pokazalo se da je došlo samo do formalne promjene vlasništva, ali uz nedostatan razvoj korporativnog upravljanja, gubitak povjerenja u tržište, nelikvidnost i masovno izvštavanje kompanija koje su u konačnici su obilježile češko, slovačko, slovensko i hrvatsko tržište kapitala. Suprotno, zemlje koje su se odlučile za pristup „odozgo prema dolje“ koristile su metode inicijalnih javnih ponuda i direktne prodaje i zabilježile znatno sporiji rast tržišne kapitalizacije, ali i kontinuirani rast uvrštenih vrijednosnih papira. Privatizacija se provodila postepeno uz razvoj tržišta kapitala kod kojeg je zakonska regulativa definirana prije samog početka trgovanja. Navedeni pristup u oblikovanju regulatornog okvira karakterističan je, primjerice, za mađarsko tržište, gdje nije bilo obveze uvrštavanja dionica na tržište zbog procesa kuponske privatizacije te za ona tržišta kod kojih je zakonski i regulatorni okvir definiran znatno prije početka kuponske privatizacije, primjerice u Poljskoj.

U literaturi ne postoji konsenzus o uspješnosti očekivanih pozitivnih efekata kuponske privatizacije. Prevladava mišljenje da je navedena metoda privatizacije ubrzala institucijske reforme te omogućila uspješnu i relativno brzu transformaciju vlasništva, ali bez očekivanog napretka u korporativnom upravljanju i nastavku jačanja tržišta kapitala (Gugler et al., 2014). Pozitivni efekti procesa kuponske privatizacije (kao i metode IPO-a) očitovali su se kroz potporu inicijalnom razvoju nacionalnih tržišta kapitala, izgradnji infrastrukturne i institucijskoj pouzdanosti, čime se povećava atraktivnost ulaganja u dionice (Perotti, Oijen, 2001; Bennett et al., 2007). Za lokalne investitore unaprijedene su mogućnosti ulaganja i diverzifikacije portfolija. Obvezno uvrštavanje u kotacije privatiziranih poduzeća povećalo je kapitaliziranost tržišta, ali i posredno povećalo njihovu otvorenost prema javnosti s obzirom na njihove zakonske obveze. Ipak, u većini slučajeva riječ je bila o administrativnom potezu koji nije imao trajnijeg utjecaja na likvidnost tržišta. Osnovni razlog bilo je nepostojanje osnovne infrastrukture tržišta odnosno pravnih okvira za upravljanje poduzećima, investicijskim fondovima i djelovanje tržišta kapitala. Nadalje, propustilo se prethodno osigurati stabilno bankovno tržište putem privatizacije i restrukturiranja banaka te osigurati jačanje prava kreditora čime bi se privukli strani investitori koji bi utjecali na sekundarno trgovanje. Nastavno, postojeći zakonski okvir nije osigurao ni zaštitu manjinskih dioničara te utvrdio pravila protiv nepoštenog trgovanja i sukoba interesa.

Najveći problem proizašao iz procesa kuponske privatizacije jest vlasnička struktura u privatiziranim poduzećima. Investicijski fondovi postali su jedni od najvećih vlasnika u poduzećima, ali u nastavku procesa PIF-ovi nisu ispunili zadaću sekundarne transformacije vlasništva i traženja strateških investitora. Također, prevelik broj poduzeća (uz druge razloge) u njihovim portfolijima onemogućavao je predviđeno kvalitetno restrukturiranje poduzeća kao i stvaranje potencijalne upravljačke strukture orijentirane korporacijskom upravljanju. Transfer vlasništva od države prema velikom broju slabo informiranih i nedovoljno educiranih dioničara rezultirao je neefikasnim upravljanjem, ali i korupcijom i bogaćenjem pojedinaca. Različiti modaliteti kuponske privatizacije koristili su se u 21 od ukupno 27 tranzicijskih zemalja.

S druge strane, zemlje koje su koristile ostale modele privatizacije (prije svega IPO i direktnu prodaju) razvijale su tržište polako, uz definiranje zakonskih i institucijskih osnova trgovanja prije samog početka trgovanja. Mađarska i Poljska⁹ zabilježile su znatno sporiji rast tržišne kapitalizacije, ali i kontinuirani rast uvrštenih vrijednosnih papira. Štoviše, poduzeća koja su privatizirana „vanjskim“ kapitalom bila su efikasnija u upravljanju te kao takva bila privlačnija investitorima na tržištu kapitala. IPO privatizacija uvrštenjima na burzu može za državni proračun značiti ostvarenje maksimalnog prihoda od privatizacije, dok su za financijsko tržište koristi višestruke. Procesi IPO-a privlače nove inozemne i domaće investitore koji ostaju aktivni ulagači i nakon eventualne naknadne korekcije cijena prema dolje. Nadalje, dolazi do rasta cijena dionica koje su uvrštene na burzi čime se dodatno potiče tvrtke da postanu izdavatelji vrijednosnih papira i kapitalno ojačaju, a evidentan je i napredak u korporativnom upravljanju. Ipak, u prvom razdoblju tranzicijskog procesa ova tehnika mogla je obuhvatiti znatno manji dio tržišta te nije mogla ostvariti rezultate u kratkom roku.

4. MIROVINSKA REFORMA

U ekonomijama CEE-a mirovine su 90-ih godina bile financirane i isplaćivane putem tzv. pay-as-you-go (PAYG) sustava temeljenog na Bismarckovom modelu u kojem su se tekući izdaci za mirovine financirali iz tekućih mirovinskih doprinosa. Starosno osiguranje pružala je samo država, bez mogućnosti dodatnog privatnog osiguranja koje bi osiguralo i raznolikost financijskog posredovanja.

Početak tranzicije mirovinski sustavi tranzicijskih zemalja pokazali su se neodrživima na dugi rok. Osim negativnih demografskih trendova stanje je dodatno pogoršano nepovoljnim financijskim kretanjima i promjenama na tržištu rada koji su povećali fiskalnu neravnotežu, a sam sustav bio je izrazito podložan političkim pritiscima i zloupotrebama, prisutnošću sive ekonomije i evazije poreznih prihoda (Wehlauf, Sommer, 2004; Barr, 2006). Dodatno opterećenje bio je i visoki javni dug koji je zemlje CEE-a izložio pritisku međunarodnih financijskih institucija¹⁰ da provedu strukturne mirovinske reforme s ciljem prilagodbe „preskupih“ sustava (Fultz, 2004). Stoga se većina tranzicijskih

⁹ vrijedi istaknuti da je od promatranih zemalja poljska ekonomija najrazvijenija od svih tranzicijskih zemalja po broju i vrijednosti ipo privatizacija. u 2010. godini poljska je bila nakon kine i sad-a, treća ekonomija po broju ostvarenih ipo procesa (92 ipo-a ili 6,6 % svjetskog prosjeka).

¹⁰ posebice se to odnosi na svjetsku banku koja je zauzela važnu ulogu u reformama mirovinskih sustava većine tranzicijskih zemalja. u prvom desetljeću tranzicijskog razdoblja nepoštovanje njezinih preporuka nije se smatralo preporučljivom strategijom za vlade pojedinih zemalja, jer su je međunarodne financijske ustanove smatrale „signalnom organizacijom“. osim djelovanjem u ulozi „upoznatog mešetara“, banka je kao potporu svojim preporukama odobravalala velike zajmove za strukturnu prilagodbu javnog sektora te tako omogućavala korjenite reforme (Müller, 2002).

zemalja odlučila osim niza parametarskih promjena PAYG sustava i na sistemske promjene postojećih sustava usmjerene na rješavanje fundamentalnih problema. Reformski modeli uključivali su različite kombinacije reformiranog sustava međugeneracijske solidarnosti i sustava kapitaliziranih mirovina. Većina istočnoeuropskih tranzicijskih zemalja priklonila se stavu Svjetske banke¹¹ o nužnosti privatizacije i uvođenju višestupnog mirovinskog sustava. Novouvedeni mirovinski model značio je ukidanje monopola i restrukturiranje PAYG sustava u neku od kombinacija postojećeg javnog sustava generacijske solidarnosti i sustava kapitaliziranih mirovina (engl. capital funded).¹²

Tablica 2. Mirovinski sustav temeljen na tri stupa prema modelu Svjetske banke

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

Izvor: izradili autori prema Müller (2002).

Prema mišljenju ekonomista Svjetske banke, prikazani mirovinski model predstavlja najbolju strategiju, jer se diverzifikacijom izvora budućih mirovina štiti solventnost i održivost mirovinskih sustava na dugi rok, poboljšava otpornost sustava na političke pritiske, smanjuje mirovinski deficit, ublažavaju iskrivljenja na tržištu rada te se uravnotežuje društvena i individualna odgovornost. Kao krajnji cilj navodi se doprinos razvoju financijskog tržišta i povećanju nacionalne štednje te ubrzanju gospodarskog rasta (Orszag, Stiglitz, 2001; Claessens et al., 2000). Kao najveće prijetnje kapitaliziranom sustavu ističu se dugotrajna inflacija, krize financijskog tržišta i visoki

¹¹ platforma mirovinskih reformi bila je studija svjetske banke iz 1994. godine *Averting the old age crisis – policies to protect the old and to promote the old*.

¹² terminologija mirovinskog sustava prema trostupnom modelu svjetske banke primijenjena na zemlje cee-a razlikuje se od uobičajene oecd-ove klasifikacije primjenjive za stare članice eu-a. oecd-ov sustav predviđa tri stupa: 1. obvezan, državni stup, 2. većinom dobrovoljan, koji se odnosi na profesionalne mirovine (engl. *occupational pensions*) temeljene na ugovoru o radu i 3. osobni mirovinski plan (engl. *personal pension plans*).

administrativni i tranzicijski troškovi prelaska na novi mirovinski sustav (Whiteside, 2014). Također, zbog jake povezanosti političkih i makroekonomskih uvjeta sa stopom povrata od uloženi sredstava dolazi do izražaja i politički rizik u slučaju kada je većina imovine mirovinskih fondova uložena na domaćem tržištu. U najnovije vrijeme, opstanak postojećih mirovinskih fondova dodatno je ugrožen nestabilnošću državnih financija i nedostatnih financijskih sredstava u uvjetima recentne financijske krize. Jedno od ključnih pitanja koje navode Rocha i Vittas (2001) su veličina i struktura drugog stupa. Premalen drugi stup može dovesti do prevladavajućeg udjela fiksnog dijela administrativnih troškova i do slabljenja povezanosti između doprinosa i ostvarene mirovine. Naglašava se potreba osiguranja i potpunog odvajanja imovine mirovinskih fondova od tvrtki koje njima upravljaju. Ostala kritična pitanja u pripremi i provedbi mirovinske reforme su mogućnost nadzora, jaka politička volja i osiguranje potpore i educiranja javnosti, brzina i dosljednost u provođenju reformi i drugo.

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

Ipak, neosporna je činjenica da su kapitalizirani sustavi najveći izvori rasta institucijskih investitora i ekspanzije tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama. Köke i Schröder (2002) naglašavaju implementaciju mirovinske reforme i razvoj osiguravajućeg sustava kao najvažnije čimbenike rasta institucijskih investicija. Wehlau i Sommer (2004) ističu da se privatizacijom mirovinskih sustava generira kontinuirani financijski priljev od institucijskih investitora prema financijskim tržištima, zbog čega mirovinski fondovi, investicijski fondovi i osiguravajuća društva imaju glavnu ulogu u transformaciji PAYG u kapitalizirane sustave. U skladu s navedenim, kao najveći „dobitnici“ procesa mirovinske reforme mogu se istaknuti upravo institucijski investitori. Vittas (2000) naglašava da su mirovinski fondovi ključni igrači u „simbiotskim“ financijama, odnosno da isti podupiru razvoj leasing, faktoring i institucija rizičnog kapitala kao institucija specijaliziranih u financiranju novih i ekspandirajućih malih poduzeća.

Većina zemalja CEE-a odlučila se na radikalne reformske zahvate sustava mirovinskoga osiguranja. Provela se djelomična privatizacija nacionalnih mirovinskih sustava, odnosno smanjenje udjela javnog sustava generacijske solidarnosti i zamjene sustavima individualnih štednih računa na tržišnoj osnovi. Nasuprot tome, u Češkoj Republici i Sloveniji odbijene su radikalne promjene i mirovinski sustav je restrukturiran bez privatizacije. Slovenija nije ustanovila drugi stup u smislu privatnog obveznog osiguranja već je 2000. godine omogućila ulaganje za starost u profesionalne planove – obvezni za javni i bankovni sustav te za propisana opasna zanimanja. Također, obvezna mirovinska štednja nije zaživjela ni u Češkoj, gdje je kapitalizacije štednje uvedena samo na dobrovoljnoj osnovi (treći stup).

U razdoblju do financijske krize iskazala se slaba zainteresiranost reformatora za očuvanje financijske stabilnosti javnog sustava te nedovoljno snažne parametarske reforme. Posljednje desetljeće do izražaja su došli problemi visokih sistemskih i administrativnih troškova, kao i nedostatak kontinuiteta u mirovinskoj politici, odnosno česte promjene legislative vezane uz reformu. Sudionici ističu i nezadovoljavajuću stopu povrata, visoku koncentraciju mirovinskih društava te konflikt interesa članova fonda i managementa. Osim toga, sve zemlje CEE-a kao mlade ekonomije odlikuje i visok politički rizik (Müller, 2002; Bielawska, 2014; Whiteside, 2014). Najznačajniji nedostatak je struktura ulaganja mirovinskih fondova koji odražava visoku osjetljivost na rizik, s obzirom na činjenicu da je strukturiran konzervativnije i od samih limita određenim strogom zakonskom regulativom. Kvantitativna ograničenja ulaganja za sve tranzicijske zemlje značila su i ograničenje poticaja razvoju nacionalnih tržišta kapitala, jer stroga regulacija ulaganja ne potiče institucijske investitore na postizanje viših prinosa uz niži rizik, smanjuje se kompetitivnost sudionika na tržištu i usporava razvoj mirovinskih fondova. U širem kontekstu, dolazi do neefikasne alokacije kapitala i zaostajanja u ekonomskom razvoju i zaposlenosti.

Navedeno je dodatno podcrtala globalna financijska kriza te su nosioci ekonomskih politika u zemljama CEE-a preispitali efekte mirovinskih reformi i mirovinske sustave uključili u procese fiskalne konsolidacije (Bielawska, 2014). Mađarska je 2011. godine radikalnim potezom nacionalizirala drugi stup mirovinskog sustava ukidanjem uplata u drugi stup i transferiranjem aktive u PAYG sustav (prvi stup). Poljska je nakon reduciranja stope doprinosa 2011. godine (sa 7,3 % na 2,3 %) i preusmjeravanja razlike u prvi stup 2014. godine uvela značajno ograničenje ulaganja u državne obveznice. Slovačka je također smanjila uplate doprinosa u drugi stup (s 9 % na 4 %).

Tablica 3. Temeljna obilježja strukturnih mirovinskih reformi u odabranim tranzicijskim zemljama

	Češka	Hrvatska	Mađarska	Poljska	Slovačka	Slovenija
Obvezno državno osiguranje - I. stup						
Obilježja	PAYG sustav	PAYG sustav s mirovinskim bodovima	PAYG sustav	NDC model	PAYG sustav s mirovinskim bodovima	Prilagođeni PAYG sustav
Reforme	1993. - 1995., 2003.	1998. - 1999., 2002.	1997., 2011.	1999.	1993., 2005.	1999.
Privatno obvezno osiguranje – II. stup						
Uvedeno/ reforme	-	2002. / 2013.	1998. / 2011.	1999. / 2011. i 2014.	2005.	-
Privatno dobrovoljno osiguranje – III. stup						
Uvedeno	1994.	2002.	1994.	1999.	(1996.), reformiran 2006.	2000.
Tip reforme	miješani na dobrovoljnoj osnovi	miješani	miješani	miješani	miješani	miješani (uz poslovne planove u 2. stupu)

Izvor: izradili autori prema Müller (2002) i Bielawska (2014).

Opisane mjere ipak predstavljaju kratkoročno rješenje problema s kojima se suočavaju suvremeni mirovinski sustavi i kapitalizirana štednja. U kratkom roku oni znače smanjenje javnog duga i pokrivanje tekućih izdataka za isplatu mirovina, ali će na dugi rok značiti destrukciju sustavne reforme te povećanje implicitnog duga kao i rast nepovjerenja građana. U budućim razdobljima očekuje se omogućavanje rizičnijih i aktivnijih portfolija mirovinskih fondova te efikasnija administrativna rješenja u fazi uplate i isplate. Bielawska (2014) zaključuje da mirovinski sustavi zemalja CEE-a zahtijevaju konzistentnu fiskalnu politiku kao i čvrst politički konsenzus, neprestano preispitivanje i prilagođavanje novim okolnostima. Usprkos ograničenom kapacitetu djelovanja svake mirovinske reforme, neosporan je pozitivan utjecaj na razvoj gospodarstva, jer otvara prostor za financiranje novih dugoročnih investicija te poticajno djeluje na razvoj financijskog sustava i tržišta kapitala.

5. ZAKLJUČAK

Prelaskom na tržišnu ekonomiju nakon 1989. godine u svim zemljama CEE-a započele su sveobuhvatne društvene i ekonomske promjene. Svaka je tranzicijska zemlja odabrala svoj razvojni put koji je bio ovisan o povijesnom naslijeđu i dotadašnjem stupnju gospodarskog i institucijskog razvoja te o tadašnjoj političkoj i ukupnoj situaciji. S obzirom na nerazvijene i neefikasne financijske sustave, prepoznata je nužnost provođenja strukturnih reformi usmjerenih k promjeni ustroja gospodarstava i uvođenju novih metoda eksternog financiranja ekonomskih subjekata putem financijskih tržišta i institucija. Prvih godina tranzicijskog procesa naglasak je bio na ubrzanom provođenju privatizacije i restrukturiranja centralno-planskih gospodarstava u tržišne sustave s efikasnim strukturama kontrole i upravljanja. Nakon dva desetljeća tranzicije neke su zemlje postale pogodno okruženje za poslovanje i privukle su domaće i strane investitore, dok se u nekima poslovanje još uvijek u većoj ili manjoj mjeri odvija po principu poznanstava, uz prisutnu korupciju i traženje renti te uz visoke transakcijske troškove. Strukturne reforme provedene su primarno kao instrument širenja djelovanja tržišta i privatnog sektora. Osim privatizacije, razvoj tržišta u velikoj mjeri bio potaknut i mirovinskim reformama u zemljama CEE-a u kojima su se mirovinski fondovi istaknuli kao najvažniji institucijski investitori posljednjih desetak godina. Temeljna pretpostavka daljnjeg rasta i razvoja zemalja CEE-a i njihovih financijskih sustava je nastavak dizajniranja i implementacije strukturnih reformi. Jedan od najvećih izazova za buduće razdoblje svakako su privatizacija i restrukturiranje poduzeća u vlasništvu države te rješavanje problema održivosti mirovinskih sustava u svjetlu procesa fiskalnih konsolidacija.

Provođenje strukturnih reformi i razvoj institucijskog okvira djelovali su pozitivno na jednu od najvažnijih odrednica rasta zemalja CEE-a – na investicijsku klimu. Bez obzira na pojedinačne uvjete i makroekonomske prilike prisutne u zemljama CEE-a, strukturne reforme i razvoj institucija pojavljuju se kao preduvjet za provedbu svake daljnje razvojne politike. Razumijevanje važnosti institucijskog razvoja određuje poslovno okruženje, uvjete gospodarskog rasta, pravce razvoja zemalja CEE-a te njihov budući položaj. Zato je razumijevanje važnosti institucijskog razvoja od presudne važnosti za zemlje CEE-a, za njihove performanse i za njihov daljnji ekonomski i razvojni put.

LITERATURA

- Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J. (2004) „Institutions as the Fundamental Cause of the Long-Time Growth“. U Handbook of Economic Growth. <http://www.nber.org/papers/w10481.pdf>
- Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J. (2005) „The Rise of Europe: Atlantic Trade, Institutional Change and Economic Growth“, The American Economic Review, (95), 3: 549-575.
- Bassanini, A., Scarpetta, S., Hemmings, P. (2001) „Economic growth: The role of Policies and Institutions, Panel data evidence from OECD countries“, OECD working paper, <http://www.oecd.org/dataoecd/29/29/1891403.pdf>
- Barr, N. (2006) „Pensions: overview of the issue“, *Oxford Review of Economic Policy*, 22(1), p. 1-14
- Bielawska, K. (2014) „Sustainability of structural pension reforms in the CEE countries – experiences and lessons for the future“, *Insurance Review* 4/2014, p. 111-121

- Badalescu, A., Pacala, A. (2012) "The privatization of state owned enterprises in the early transition: necessity, methods and mechanisms", *The USV Annals of Economics and Public Administration*, 12(16), p. 13-21
- Bennett, J., Estrin, S., Urga, G. (2007) "Methods of Privatization and Economic Growth in Transition Economies", *Economics in transition*, 15, p. 661-683
- Buterin, V. (2015) Institucionalna promjena - čimbenik privlačenja investicija u zemljama tranzicije, *Praktični menadžment*, Vol. VI, br. 1, p. 30-40, ISSN:1849-0689 (online),
- EBRD (1995-2010) *Transition Report*,
<http://www.ebrd.com/pages/research/publications/flagships/transition/archive.shtml> (15. 11. 2016.)
- Enache, C., Miloš, L. R., Miloš, M. C. (2015) *Pension reform and capital market development in Central and Eastern European countries*, *Economic Research - Ekonomska Istraživanja*, 28 (1) p. 75-84, <https://doi.org/10.1080/1331677X.2015.1022388> (15. 12. 2017.)
- Fultz, E. (2004) *Mirovinska reforma u Srednjoj i Istočnoj Europi, Restrukturiranje javnih sustava mirovinskog osiguranja: Analiza slučajeva Republike Češke i Slovenije*, knjiga 2. International Labour Office, Central and Eastern European Team):
http://www.ilo.org/public/english/region/eurpro/budapest/download/pension_reform_cee_2_croatia.pdf (12. 1. 2017.)
- Gjosevska, B., Karanović, G. (2014) *A Comparison of Policy Responses to the Global Economic Crisis in the Balkans: Acceding Versus EU Candidate Countries, Economic Crisis in Europe and the Balkans* (ur. Karasavoglou, A., Polychronidou, P.), Springer Publishing Company: Berlin, p. 39-50
- Grosfeld, I. (1994) *Comparing financial system, Problems of information and control economies in transition*, Warsaw: CASE Network Studies and Analyses.
- Gugler, K., Ivanova, N., Zechner, J. (2014) "Ownership and control in Central and Eastern Europe", *Journal of Corporate Finance*, 26, p. 145-163
- Hryckiewicz, A. (2009) *Pension reform, institutional investors' growth and stock market development in the developing countries: does it function?*, National bank of Poland, Working paper 67, Warsaw, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1744824 (20. 12. 2016.)
- Köke, J. & Schröder, M. (2002) *The Prospects of Capital Markets in Central and Eastern Europe*, Centre for European Research (ZEW) Discussion paper 02-57,
<http://econstor.eu/bitstream/10419/24582/1/dp0257.pdf> (20. 4. 2017.)
- Kušić, S. (2007) "Institucijski i evolucijski aspekti privatizacije u srednjoj i istočnoj Europi", *Ekonomski pregled*, (58)1-2, p. 91-105
- Masuch, K., Moshhammer, E., Pierluigi, B. (2017) "Institutions, public debt and growth in Europe", *Public sector economics*, 41 (2) 159-205
- Müller, K. (2002) "Beyond privatization: pension reform in the Czech Republic and Slovenia", *Journal of European Social Policy*, (12)4, p. 293-306
- OECD, (2008) *Improving Financial Education and Awareness on Insurance and Private Pensions*, Pariz: OECD.
- Orszag, P. R. & Stiglitz, J. E. (2001) "Rethinking Pension Reform: Ten Myths About Social Security Systems", u: Holzmann, R., Stiglitz, J. E. (Eds.) *New Ideas about Old Age Security- Toward Sustainable Pension Systems in the 21st Century*, The World Bank, http://www.iza.org/de/calls_conferences/pensionref_pdf/panel_stiglitz.pdf (25. 2. 2017.)
- Perotti, E.C., van Oijen, P. (2001) "Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies", *Journal of International Money and Finance*, 20 (1), p. 43-69
- Rocha, R. & Vittas, D. (2001) *The Hungarian Pension Reform: A Preliminary Assessment of the First Years of Implementation, Coping with the Pension Crisis: Where does Europe Stands*, <http://www.nber.org/books/pensioncrisis/hungary4-6-01.pdf> (20. 11. 2016.)

- Roland, G. (2001) Ten Years AfterTransition and Economies, IMF Staff Papers 48, 4, Special issue, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2001/04/pdf/roland.pdf> (5. 9. 2017.)
- Stiglitz, J., E., Godoy, S. (2006). Growth, Initial Conditions, Law and Speed of Privatization in Transition Countries: 11 Years Later. Cambridge,
<http://homepage.univie.ac.at/evgeni.peev/GodoyGrowthInitialConditions.pdf> (26. 12. 2017.)
- Vittas, D. (2000) *Pension Reform and Capital Markets Development: Feasibility and Impact Preconditions*, Development Research Group, World bank, Washington, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632485 (10. 2. 2017.)
- Veselica, V. et al. (2001). *Gospodarska i socijalna zbilja Hrvatske: stanje i perspektive*, Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti i Hrvatsko društvo ekonomista, Zagreb
- Wehlau, D. & Sommer, J. (2004) *Pension policies after EU enlargement: Between financial market integration and sustainability of public finances*, Centre for Social Policy Research.
- Whiteside, N. (2014) "Privatization and after: time, complexity and governance in the world of funded pensions", *Transfer*, (20)1, p. 69–81
- World Bank (1994) *Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and Promote Growth*. Washington DC: World Bank.

Bojana Olgić Draženović¹

Vesna Buterin²

Denis Buterin³

Preliminary communication

UDC 331.25

330.341.4

STRUCTURAL REFORMS AS GENERATORS OF FINANCIAL INTERMEDIATION PROCESS IN NEW EU MEMBER STATES⁴

ABSTRACT

The processes of financial intermediation had an important role in the transformation of CEE countries into a market economy. Government interventions in mobilizing and allocating financial resources are recognized as an efficient and fast way for developing financial systems. Policy makers have the highest responsibility since they need to ensure not only basic legislative and institutional frameworks, but also need to design and implement adequate structural reforms. All this should be accompanied by an incentive institutional framework. Institutional changes can be regarded as a process that leads to the growth of institutions and their qualitative development. In the beginning of the transition process, economies and institutions were largely determined by the tradition and heritage with the development of institutions reaching different levels of progress. The development of financial markets and institutional investors, as alternatives of classical and prevailing bank financing in CEE countries, have largely been driven by structural reforms, of which the most important are: privatization and pension reform and the introduction of the pension system funded savings, a government bond issue in the domestic market, strengthening supervisory structures and tax reform. The aim of this paper is to point out to the importance of planning and implementing structural reforms which contribute to the development of the financial sector and the progress of the CEE countries.

Key words: institutional development, structural reforms, privatization, pension reform, CEE countries

¹ PhD, Assistant Professor, Faculty of Economics, University of Rijeka, Ivana Filipovića 4, 51 000 Rijeka, Croatia. E-mail: bojana.olgic.drazenovic@efri.hr

² PhD, Assistant Professor, Faculty of Economics, University of Rijeka, Ivana Filipovića 4, 51 000 Rijeka, Croatia. E-mail: vesna.buterin@efri.hr

³ MSc, Senior Lecturer, Polytechnic of Rijeka, Vukovarska 58, 51 000 Rijeka, Croatia. E-mail: dbuterin@veleri.hr

⁴ Received: 15 January 2018; Accepted: 1 March 2018