

VEZA KOJA NEDOSTAJE: KAKO POVEZATI RAZVOJ TRŽIŠTA  
KAPITALA I GOSPODARSKI RAST, Velimir Šonje (ur.), 2005,  
Arhivanalitika, Zagreb

Prikaz\*

Ova zanimljiva i vrlo informativna knjiga bavi se tržištem kapitala u Hrvatskoj u kontekstu ukupnoga gospodarskog razvoja. Knjiga je prilično opsežna jer pobliže analizira mnoštvo čimbenika koji određuju razvoj tržišta kapitala. Na knjizi je uz urednika Velimira Šonju radilo još osam suradnika: Ivan Erdelez (o korporacijskom upravljanju), Petra Kalfmann (o Mađarskoj), Ivo Nemejc (o Češkoj), Đurđica Ognjenović (o sekuritizaciji), Goran Pavlović (o željenim oblicima štednje, međunarodnim tokovima kapitala i Čileu), Leslaw Pietrewicz i Marcin Pietrzak (o Poljskoj), Ivica Smiljan (o računovodstvu i reviziji) i Sandra Švaljek (o oporezivanju).

Osnovni motiv za pisanje knjige jest činjenica da, usprkos pozitivnim kretanjima između 2002. i 2005. godine, hrvatsko tržište kapitala prema likvidnosti još uvijek značajno zaostaje za naprednim tranzicijskim zemljama. S obzirom na to da je mjerama ekonomske politike moguće potaknuti razvoj financijskog tržišta i time pridonijeti višim stopama gospodarskog rasta, temu je potrebno aktualizirati u široj javnosti.

Knjiga je podijeljena na tri veće cjeline. U prvoj se daje pregled relevantnih dijelova stručne teoretske i empirijske literature, analizira se razvijenost i struktura hrvatskoga financijskog tržišta, te se ono uspoređuje s tržištima drugih zemalja. Usto se potrebna pozornost pridaje analizi raznih oblika štednje te međunarodnim tokovima kapitala koji su posebno važni za Hrvatsku kao malu otvorenu ekonomiju. U drugoj, većoj cjelini knjige čitatelj se može pobliže upoznati s razvojem financijskih tržišta u Mađarskoj, Poljskoj, Češkoj i Čileu. U trećoj, najopsežnijoj cjelini opisuju se politike važne za razvoj financijskih tržišta kao što su relevantni dijelovi porezne politike, mjere i regulativa vezana za investicijske fondove, korporacijsko upravljanje i privatizaciju te za računovodstvo i reviziju. Taj dio sadržava mnoge konkretne preporuke za nositelje ekonomske politike.

Zbog velikog obuhvata knjige ovaj se prikaz bavi samo nekim temama obrađenim u prvoj i trećoj cjelini knjige, pri čemu se ne može ići u detalje. Zbog toga je potrebno napomenuti da su i ostala poglavlja vrlo informativna i odlično napisana.

---

\* Primitljeno (*Received*): 24.8.2006.  
Prihvaćeno (*Accepted*): 4.9.2006.

Razvoj financijskog sektora, njegova struktura, ali i postojanje i intenzitet uzročno-posljedične veze između financijskoga i gospodarskog razvoja uvelike ovise i o institucionalnom okruženju. Usporedbom struktura financijskih sektora različitih zemalja (*bankocentrični sustav* u kojemu dominiraju banke ili *tržišni sustav* u kojemu važniju ulogu imaju financijska tržišta obveznica i vlasničkih udjela) uočava se da razvijene zemlje na podjednakom stupnju gospodarskog razvoja katkad imaju vrlo različite financijske strukture, koje su pretežito određene naslijeđenim oblikom pravnog sustava. S druge strane, usporedba zemalja na različitom stupnju gospodarskog razvoja navodi na zaključak da u relativno slabije razvijenim zemljama često izrazito dominira bankarski sektor. Neka istraživanja navode na zaključak da struktura financijskog sektora nije važna te da nije potrebno posebno poticati razvoj tržišta kapitala jer banke mogu jednako dobro i efikasno obavljati funkciju financijskih posrednika. Međutim, u knjizi se navodi nekoliko argumenata koji ne idu u prilog takvoj tezi. Jedna od njih je, primjerice, tvrdnja da banke često ne mogu udovoljiti različitim preferencijama ulagača u smislu odnosa rizičnosti i povrata te likvidnosti i transparentnosti ulaganja. To implicira potrebu za poticanjem razvoja financijskih tržišta, pri čemu se naglašava da se banke i financijska tržišta razvijaju komplementarno.

Prema vrijednosti kredita privatnom sektoru u odnosu na BDP Hrvatska se već 2003. godine (dakle, prije razdoblja snažne kreditne ekspanzije) nalazila u istoj skupini zemalja kao i prema dohotku po stanovniku (prema klasifikaciji Svjetske banke Hrvatska pripada u "više srednje razvijene zemlje"). S druge strane, prema omjeru burzovnog prometa dionicama i BDP-a, Hrvatska pripada skupini najmanje razvijenih zemalja te je time tržište vlasničkih financijskih instrumenata ocijenjeno izrazito nerazvijenim. Taj je zaključak potvrđen usporedbom omjera razvijenosti banaka i tržišta kapitala u drugim zemljama, prema kojemu bi u Hrvatskoj pri sadašnjoj vrijednosti kredita privatnom sektoru očekivani burzovni promet dionicama bio oko osam puta veći od stvarnoga. Iako je taj izračun prema autorima na "...razini educirane spekulacije..." (str. 53), on ipak govori o velikom zaostajanju razvoja tržišta dionica u odnosu prema bankarskom sektoru. Sličan zaključak vrijedi, iako u nešto manjem opsegu, za nebankarsko financijsko posredovanje u Hrvatskoj. U isto vrijeme zaključuje se da hrvatsko tržište obveznicama ne zaostaje za drugim tranzicijskim zemljama.

Navodi se da u Hrvatskoj postoji relativno slabo zanimanje za dionice i fondove, čime se može (barem djelomično) objasniti niža likvidnost hrvatskog tržišta dionica u usporedbi s tržištima drugih zemalja. Danas u Hrvatskoj u dionice uglavnom ulaže mlađa i obrazovanija populacija, pa se s vremenom, ako se njihove preferencije štednje ne promijene, a na tržište uđu nove generacije sa sličnim željenim oblicima štednje, može očekivati značajan porast potražnje dionica. Budući da preferencije ovise i o trenutačnim kretanjima burzovnih indeksa (uz ostale vanjske činitelje), spomenuti očekivani porast potražnje može biti i jači pri naglom rastu burzovnih indeksa. U takvim situacijama može se i pojačati priljev inozemnog kapitala, što dovodi do daljnjeg porasta i novih promjena odnosa ulagača prema štednji u dionicama.

U detaljnijoj analizi značaja međunarodnih tokova kapitala najviše se pozornosti pridaje argumentima za i protiv kapitalnih kontrola. Teorija predviđa koristi od liberalizacije međunarodnih kapitalnih transakcija. Stvarnost je ipak nešto drugačija pa u određenim

uvjetima može doći do valutnih i financijskih kriza, zbog čega mnogi pozivaju na oprez pri liberalizaciji. Za Hrvatsku se navodi da bi kontrole za priljev kapitala trebale biti snažnije nego za odljev, a ne obratno, kao što je danas, i to s obzirom na povremene aprecijacijske pritiske.

U poticanju razvoja financijskih tržišta i jačanju njihova mogućeg pozitivnog utjecaja na gospodarski rast važnu ulogu imaju različiti čimbenici. Dosta prostora u knjizi posvećeno je oporezivanju. Čitatelju se nudi odličan pregled teorijske i empirijske literature o oporezivanju i štednji, te o oporezivanju kapitalnih dobitaka. Vrlo su informativni pregledi poreznih tretmana dohotka od kamata (i povezanih raznih poreznih olakšica) te kapitalnih dobitaka (prema vrsti imovine) u zemljama Europske unije i zemljama u tranziciji. Sadašnji porezni tretman u Hrvatskoj, prema kojemu se ne oporezuju kamate i kapitalni dobitci, smatra se povoljnim, posebno kada se uzme u obzir da takva vrsta oporezivanja u maloj otvorenoj ekonomiji može izazvati bijeg kapitala. Posebno je zanimljiv dio koji se bavi oporezivanjem vlasničkih ulaganja. Prema metodologiji korištenoj u drugim zemljama, ocjenjuje se prikladnost poreznoga i pravnog okruženja za razvoj privatnoga vlasničkog i rizičnog kapitala u Hrvatskoj. Zaključeno je da se premalo pozornosti pridavalo prikladnosti poreznoga i pravnog okruženja u tom kontekstu te da Hrvatska ima ispodprosječnu ocjenu u usporedbi s dvadesetak europskih zemalja. Od zemalja u tranziciji s kojima se uspoređuje, Hrvatska zaostaje za Mađarskom, Češkom i Poljskom, a bolja je samo od Slovačke. Taj rezultat pokazuje da postoje mnoga područja na kojima su moguća unapređenja.

Posebno poglavlje govori o fondovima i upravljanju imovinom. Nakon prikaza fondovske industrije dosta se pozornosti pridaje relevantnoj regulativi u Hrvatskoj te usporedbi s regulativom u Europskoj uniji. Važan segment regulative odnosi se na ograničenja pri ulaganju fondova. Iako struktura imovine fondova za sada nije takva da su ograničenja djelotvorna jer se udjeli pojedinih kategorija imovine fondova još nisu približili graničnim vrijednostima, valja razmisliti o nekim promjenama jer su npr. mirovinski fondovi previše izloženi riziku tržišta obveznica. Također se naglašava važnost fondova rizičnog kapitala i sekuritizacijskih fondova koje je u Hrvatskoj potrebno posebno regulirati. Sekuritizacija nije dovoljno razvijena u tranzicijskim zemljama, pa ni u Hrvatskoj. Njoj je stoga posvećeno posebno poglavlje u kojemu se čitatelja upoznaje s osnovnim pojmovima, te s poreznim i pravnim okvirom sekuritizacije. Navodi se da su u Hrvatskoj danas ispunjeni uvjeti za pojačani razvoj poslova sekuritizacije te da stoga treba poticati razvoj tog segmenta financijskog poslovanja.

Vrlo je zanimljiv dio knjige o korporacijskom upravljanju i privatizaciji. Već u poglavlju o fondovima spominje se potreba poticanja njihove veće aktivnosti u promicanju visokih standarda korporacijskog upravljanja. Osim zakonskog okvira koji regulira korporacijsko upravljanje, u razvijenijim zemljama česta je praksa da se načela korporacijskog upravljanja dodatno definiraju kodeksima koji po pravilu nastaju interakcijom privatnoga i državnog sektora i uz podudarnost njihovih interesa. Takva je praksa vrlo važna jer se pokazalo da zemlje sa slabije razvijenim korporacijskim upravljanjem imaju nestabilnija financijska tržišta, slabiji priljev inozemnog kapitala, nižu konkurentnost i efikasnost te stoga i manji gospodarski rast. Iako je u Hrvatskoj primjena kodeksa zakonski utvrđena, takav dokument u vrijeme pisanja knjige još nije postojao. Autori iznose niz preporuka

o poželjnom sadržaju kodeksa u vezi s jednakim postupanjem prema dioničarima, zaštiti od većinskih dioničara, ulozi zaposlenika i nezavisnih članova nadzornih odbora, objavljivanju podataka i drugim važnim temama. Vrlo je važno što se naglasak stavlja i na privatizaciju i ulogu države u promicanju visokih standarda korporacijskog upravljanja. Prema autorima, dosadašnji neuspjesi privatizacije mogu se pripisati upravo nedostacima u korporacijskom upravljanju. Preporučuje se daljnja privatizacija putem inicijalnih javnih ponuda radi poticanja razvoja tržišta kapitala i maksimiziranja vrijednosti korporacija. Nadalje, bez obzira na to hoće li i koliki će udio u vlasništvu poduzeća zadržati država, promicanje viših standarda korporacijskog upravljanja trebao bi joj biti jedan od prioriteta. Time bi se povećala kontrola poslovanja državnih poduzeća, bio bi postavljen visoki standard koji bi privatni sektor morao slijediti, a ako bi se išlo u privatizaciju (dijela) poduzeća, postigla bi se i viša cijena.

Ukupno gledano, riječ je o vrlo dobroj knjizi koja u mnogim dijelovima ulazi u pojedinosti uređenja financijskih tržišta kako bi se potaknuo njihov razvoj te stvorio ili ojačao mogući pozitivni učinak financijskog razvoja na ukupni gospodarski rast. Takvim detaljnim i vrlo konkretnim pristupom knjiga se izdiže od većeg dijela slične literature, što rezultira i njezinim nešto većim obujmom. Rezultat takvog detaljnog i konkretnog pristupa jest činjenica da se čitatelj u mnogim prikazima regulative može udaljiti od osnovnog konteksta knjige. Preporuke za nositelje ekonomske politike vrlo su konkretne i prilagođene aktualnoj situaciji u Hrvatskoj. Subjektivno, najvažnijim se čini dio o korporacijskom upravljanju, i to ponajviše zbog očitog kašnjenja Hrvatske u donošenju kodeksa, te radi prilike da država zbog svog još uvijek relativno velikog udjela u gospodarstvu brzo i snažno napravi pozitivan pomak na tom području i postavi standarde i za privatni sektor. Zbog budućih privatizacija, a u svjetlu loših iskustava iz prošlosti, korporacijsko upravljanje dobiva još veće značenje.

Knjiga se može preporučiti širokom i raznolikom krugu potencijalnih čitatelja, od nositelja ekonomske politike, poslovnih ljudi i drugih subjekata na tržištu kapitala, do zainteresiranih studenata. Budući da se u njoj obrađuju raznolike, kontekstom povezane teme, mnoga su poglavlja napisana tako da se mogu čitati i pojedinačno, ovisno o interesu čitatelja.

*Goran Vukšić*