UTJECAJ INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA GOSPODARSKI RAST ZEMALJA OECD-a

Bošnjak, Ante

Master's thesis / Diplomski rad

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:065506

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

UTJECAJ INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA GOSPODARSKI RAST ZEMALJA OECD-a

Mentor:

prof. dr.sc. Marijana Ćurak

Student:

Ante Bošnjak, 2141299

Split, rujan, 2016.

SADRŽAJ:

1. UVOD.....3

1.1. Definiranje problema i predmeta istraživanja.....3

1.2. Istraživačke hipoteze.....5

1.3. Ciljevi istraživanja.....5

1.4. Metode istraživanja.....5

1.5. Struktura rada.....6

2. INSTITUCIONALNI INVESTITORI U FINANCIJSKOM SUSTAVU.....7

2.1. Društva za osiguranje.....7

2.2. Mirovinski fondovi.....14

2.3. Investicijski fondovi.....17

3. ULOGA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U GOSPODARSKOM RASTU.....21

3.1. Financijski razvitak i gospodarski rast.....21

3.2. Funkcije institucionalnih investitora i gospodarski rast.....23

3.3. Pregled empirijskih istraživanja.....30

4. ANALIZA RAZVIJENOSTI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U ZEMLJAMA OECD-a.....32

4.1. Značenje društava za osiguranje.....32

4.2. Analiza mirovinskih fondova.....35

4.3. Kretanja u industriji investicijskih fondova.....37

5. EMPIRIJSKA ANALIZA UTJECAJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA GOSPODARSKI RAST.....39

5.1. Podaci i metodologija.....39

5.2. Analiza rezultata.....42

6. ZAKLJUČAK.....56

7. SAŽETAK.....58

8. SUMMARY.....59

9. POPIS TABLICA.....60

10. POPIS GRAFIKONA.....61

11. LITERATURA.....62

1. UVOD

1.1. Definiranje problema i predmeta istraživanja

Važnost institucionalnih investitora (društava za osiguranje, mirovinskih i investicijskih fondova) u financijskim sustavima značajno je porasla zadnjih desetljeća. Međutim, unatoč tome, kada su u pitanju istražvanja o ulozi pojedinih financijskih posrednika u financijskom sustavu i gospodarskom rastu, dominiraju ona o bankama, to su primjerice: Petkovski i Kjosevski[1], Bađun[2], Liang i Reichert[3], Deidda i Fattouh[4]. Jedan od najznačajnijih autora u području utjecaja financijskih institucija i tržišta na gospodarski rast je Levine[5], međutim i u njegovim radovima dominiraju istraživanja koja se odnose na vezu između banaka i gospodarskog rasta. Dosada je na temu institucionalnih investitora objavljeno malo radova, pa će se stoga u ovom radu analizirati utjecaj institucionalnih investitora, koji su uz banke najznačajniji financijski posrednici, na gospodarski rast. Ipak, postoje radovi koji se bave pojedinim aspektom djelovanja pojedinačnih posrednika unutar kategorije institucionalnih investitora. Tako se primjerice društvima za osiguranje, između ostalih, bave; Stipić, M. i Stipić, H.[6] te Hladika i Marić.[7] Mirovinske fondove, među ostalima, proučavaju; Bejaković[8],

[1] Petkovski, M. i Kjosevski, J. (2014.): Does banking sector development promote economic growth? An empirical analysis for selected countries in Central and South Eastern Europe, Economic research – Ekonomska istraživanja, 27 (1), str. 55-66.

[2] Bađun, M. (2009.): Financijsko posredovanje banaka i ekonomski rast: pregled empirijskih istraživanja, Financijska teorija i praksa, 33 (2), str. 119-151.

[3] Liang, H. i Reichert, A. (2006.): The relationship between economic growth and banking sector development, Banks and bank system, 1 (2), str. 19-35.

[4] Deidda, L. and Fattouh, B. (2008.): Banks, financial markets and growth, Journal of Financial Intermediation, 17 (1), str.6-36.

[5] Levine, R. (1997.): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, 35, str. 688-726.

[6] Stipić, M. i Stipić, H. (2014.): Marketinški elementi u funkciji razvoja hrvatskoga tržišta osiguranja, Praktični menadžment, stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, 5 (2), str. 23-30.

[7] Hladika, M. i Marić, M. (2014.): Analiza investicijskog portfelja društava za osiguranje u Republici Hrvatskoj, Ekonomska misao i praksa, 2, str.509-540.

[8] Bejaković, P. (2007.): Mirovinski sustav, Ott, K.ur. Javne financije u Hrvatskoj, Zagreb: Institut za javne financije, str. 101-110.

Puljiz[9] te Stewart.[10] Investicijske fondove u svojim radovima obrađuju, primjerice; Jurić[11] te Morić Milovanović i Galetić.[12] Značenjem institucionalnih investitora u financijskom sustavu i vezom razvitka ovih institucija i gospodarskog rasta u svojim radovima se, među ostalima, bave; Ćirić i Njegomir[13], Davis[14], Olgić Draženović, Kusanović i Jurić[15], Harichandra i Thangavelu[16], Cvetanović[17], Haiss i Sumegi[18] te Zandberg i Spierdijk[19].

U radu će se istražiti utjecaj institucionalnih investitora na gospodarski rast zemalja OECD-a. Osim stupnja razvijenosti institucionalnih investitora, u istraživanje će biti uključene i kontrolne varijable iz standardnog modela gospodarskog rasta. Analiza će obuhvatiti razdoblje od 2005. do 2013. godine.

[9] Puljiz, V. (2007.): Pokazatelji o mirovinama u zemljama OECD-a, Revija za socijalnu politiku, 1, str. 113-135.
[10] Stewart, F. (2007): Benefit security pension fund guarantee schemes, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, 5.
[11] Jurić, D. (2005.): Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, 29 (4), str. 385-398.

[12] Morić Milovanović, B. i Galetić, F. (2005.): Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, 30 (1), str.79-91.

[13] Ćirić, J. i Njegomir, V. (2012.): Institucionalni investitori u promenljivom poslovnom i investicionom globalnom okruženju, Međunarodna naučna konferencija Menadžment 2012, Mladenovac, Srbija, str.119-125.

[14] Davis, P. (2000.): Implications of the growth of institutional investors for the financial sectors, The Pensions Institute, Birkbeck college, University of London, London.

[15] Olgić Draženović, B., Kusanović, T. i Jurić, Z. (2015.): Značaj institucionalnih investitora u evoluciji financijskih sustava, Praktični menadžment, stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, 6 (1), str.165-173.

[16] Harichandra K., Thangavelu, S.M. (2004): Institutional Investors, Financial Sector Development And Economic Growth in OECD Countries. Department of Economics, National University of Singapore, Working Paper 0405.

[17] Cvetanović, S. (2006.): The role of institutional investors in financial development of European Union accession countries, Economics and Organization, 3 (1), str. 1-11.

[18] Haiss, P. I Sumegi, K. (2006.): The relationship of insurance and economic growth - a theoretical and empirical analysis, EcoMod conference, Hongkong, paper for presentation.

[19] Zandberg, E. i Spierdijk, L. (2010.): Funding of pensions and economic growth. Are they really related, Netspar discussion papers, Discussion paper 12/2010.

1.2. Istraživačke hipoteze

Hipoteza 1: ***Razvijenost institucionalnih investitora utječe na gospodarski rast***

Institucionalni investitori su uz banke najvažniji financijski posrednici, a njihova važnost u suvremenom gospodarstvu rapidno raste. Sve veća veličina i važnost institucionalnih investitora povećava efikasnost i konkurentnost u financijskom sustavu; drugim rječima potiče se razvoj tržišta kapitala, stvaranje novih financijskih tehnika, te jačanje transparentnosti i korporativnog upravljanja. Što su institucionalni investitori razvijeniji, to imaju veći utjecaj ne samo na razvoj financijskog sustava, nego i na gospodarstvo u cjelini. Naime glavni razlog pojave institucionalnih investitora je potreba za uspješnijim i kvalitetnijim upravljanjem rizicima. Ostvarenjem navedenih ciljeva, gospodarstvo može efikasnije funkcionirati, a samim tim je izvjesno ostvarenje gospodarskog rasta.[20]

1.3. Ciljevi istraživanja

Temeljni cilj istraživanja je s teorijskog i empirijskog aspekta analizirati utjecaj institucionalnih investitora, odnosno društava za osiguranje, mirovinskih fondova te investicijskih fondova na gospodarski rast zemalja OECD-a. Ostali ciljevi istraživanja su analiza funkcija institucionalnih investitora unutar financijskog sustava, te analiza razvijenosti institucionalnih investitora u zemljama OECD-a, zasebno za svaki tip institucionalnih investitora.

1.4. Metode istraživanja

U teorijskom dijelu rada će se proučavati znanstvena i stručna literatura, te internetski izvori o institucionalnim investitorima i njihovom utjecaju na gospodarski rast korištenjem metoda deskripcije, analize, sinteze, indukcije, dedukcije, komparacije. U empirijskom dijelu rada koristit će se tablični i grafički prikazi te panel analiza podataka o utjecaju razvijenosti institucionalnih investitora na gospodarski rast u zemljama OECD-a.[21]

---

[20] Prema: Olgić Draženović, B., Kusanović, T. i Jurić, Z. (2015.), op.cit.

[21] Prema: Zelenika, R. (2000): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela, Sveučilište u Rijeci, Rijeka., str.323-331., 338-340.

1.5. Struktura rada

Rad će se sastojati od šest dijelova. Nakon uvoda slijedi drugi dio rada koji je teorijske prirode. U njemu će se analizirati institucionalni investitori, iznijet će se njihova opća obilježja s naglaskom na ulogu pojedinog tipa institucionalnog investitora u financijskom sustavu.

U trećem dijelu rada će se pobliže odrediti uloga institucionalnih investitora u gospodarskom razvitku; objašnjavanjem veza između financijskog razvitka i gospodarskog rasta, te povezanosti funkcija institucionalnih investitora i gospodarskog rasta, ali i pregledom dosadašnjih empirijskih istraživanja.

U četvrtom dijelu rada provest će se analiza podataka o razvijenosti institucionalnih investitora u zemljama OECD-a, zasebno za svaki tip institucionalnih investitora.

Peti dio rada obuhvatiti će prikaz varijabli, mjera varijabli, izvora podataka, te opis metoda korištenih u empirijskom dijelu rada. U ovom dijelu rada predstavit će se rezultati istraživanja o utjecaju razvijenosti institucionalnih investitora na gospodarski rast koji će se i usporediti s rezultatima dosadašnjih istraživanja.

Šesti dio rada je zaključak u kojem će se iznijeti najvažniji rezultati i spoznaje rada u teoriji i praksi.

2. INSTITUCIONALNI INVESTITORI U FINANCIJSKOM SUSTAVU

Kada se govori o investitorima na financijskim tržištima prije svega je potrebno razlikovati dvije osnovne kategorije investitora; individualne i institucionalne investitore. Individualni investitori su zapravo pojedinci s viškom dohotka. Najčešći investicijski ciljevi individualnih investitora su akumulacija sredstava za kupnju nekretnine za življenje, sredstava za školovanje djece, sredstava za stare dane i slično. Investicijski ciljevi individualnih investitora u najvećoj mjeri ovise o životnoj dobi investitora. Institucionalni investitori su financijske institucije koje investiraju štednju pojedinaca i nefinancijskih kompanija na financijskim tržištima. Institucionalni investitori na taj način značajno pridonose smanjenju rizika investitora diverzifikacijom portfelja. Osnovni investicijski cilj institucionalnih investitora je da investiranjem ostvare minimalni prinos koji je dovoljan za podmirenje obveza i pokriće troškova kojima su izloženi. U institucionalne investitore spadaju nebankovne investicijske institucije kao što su društva za osiguranje, mirovinski fondovi te investicijski fondovi.[22]

2.1. Društva za osiguranje

Društva za osiguranje pružaju usluge osiguranja. Osiguranje je specifična djelatnost čije su najizraženije posebnosti u odnosu na druge djelatnosti sljedeće:

- Zasniva se na zakonu vjerojatnosti, zakonu velikih brojeva te disperziji rizika u prostoru i vremenu,
- Osigurateljna djelatnost ne počinje proizvodnjom osigurateljnih proizvoda već njihovom prodajom, to jest zaključivanjem ugovora o osiguranju. Upravo stoga se prodaja osiguranja naziva samom proizvodnjom; naime proizvodi osiguranja nisu

[22] Prema: Brzaković, T. (2005.): Proces investiranja i investicione strategije na tržištu kapitala, Bankarstvo, 9-10, str. 30-38.

uskladištivi, ali se eventualne nove potrebe tržišta mogu vrlo brzo zadovoljiti osmišljavanjem novih potrebnih osigurateljnih proizvoda,

- Kupovina osiguranja je izraz želje za smanjenjem ili potpunom eliminacijom određenog rizika za koji postoji mala vjerojatnost događanja, ali je sigurno da će se kod jednog nepoznatog dijela osiguranika ostvariti. Ovdje je važno napomenuti sljedeće; da bi se neki događaj mogao smatrati rizikom mora ispuniti tri uvjeta: događaj treba biti budući, neizvjestan i neovisan o volji osiguranika.[23]

Rizik je višeznačan i višedimenzionalan pojam koji je stalno prisutan u svim segmentima čovjekova života i djelovanja. Može se reći da je rizik sastavni dio ljudskog postojanja jer su ljudi oduvijek bili suočeni sa različitim rizicima. Unatoč tomu, danas još uvijek ne postoji jedinstvena i sveobuhvatna definicija rizika, što sugerira da je rizik fenomen filozofske prirode koji je stalno apstraktno prisutan, a realno je prisutan povremeno, odnosno u slučaju ostvarenja neželjenog, štetnog događaja.[24]

„Rizik se može prikazati sljedećom matematičkom relacijom:

R (T) = P (T) * L (T)

Gdje je:

T – neželjeni rizični ili štetni događaj,

R (T) – rizik od događaja T,

P (T) – vjerojatnost da će se događaj T i odigrati,

L (T) – veličina štete koju bi izazvao događaj T.“[25]

---

[23] Prema: Stipić, M. (2014.): Hrvatski osiguratelji i tržište osiguranja u EU, Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku, 3-4, str. 75-84.
Stipić, M. (2014.): Pravci razvoja prodajnih kanala osiguranja u Hrvatskoj i Europskoj Uniji, Praktični menadžment, stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, 5 (1), str. 113-118.

[24] Prema: Vujović, R. (2009.): Upravljanje rizicima i osiguranje, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 17-18.

[25] Vujović, R. (2009.), op.cit., str. 19.

Navedena matematička relacija jasno prikazuje kompleksnost pojma rizika koji se izražava kao rezultat dvije komponente, i to; realne komponente, to jest štete koja se dogodila i čija se veličina može izmjeriti, druga komponenta je imaginarana, vjerojatnost. Brojčane vrijednosti vjerojatnosti prikazuju razliku između pojmova rizika i neizvjesnosti.

Tablica 1: Budući događaj i vjerojatnost događanja

BUDUĆI DOGAĐAJ	VJEROJATNOST DOGAĐANJA
Siguran	p=1
Rizičan	0<p<1
Nemoguć	p=0
Neizvjestan	p nije poznata

Izvor: Vujović, R. (2009.): Upravljanje rizicima i osiguranje, Univerzitet Singidunum, Beograd, str 25.

Kada postoji rizik, vjerojatnost događanja je između vrijednosti 0 i 1, odnosno matematički izraženo 0<p<1. To znači da je rizik mjerljivi fenomen objektivne prirode čija se vjerojatnost i intenzitet mogu odrediti. Samo takvi budući događaji mogu biti predmetom osiguranja. Budući događaj je neizvjestan ako vjerojatnost događanja nije poznata, što znači da je neizvjesnost nemjerljivi fenomen subjektivne prirode, koji je u biti psihološki odraz neznanja o budućnosti i kao takav nema apsolutni karakter; naime, takve situacije su jedinstvene, te stoga nije moguće oblikovati uzorak. Sigurni događaji, odnosno matematički p=1 i nemogući događaji, odnosno matematički p=0, kao takvi nisu i ne mogu biti predmetom osiguranja.

Osiguranje je pravni odnos koji nastaje na osnovi ugovora između osiguranika i osiguratelja. Osiguratelj se sa svoje strane obvezuje da će u slučaju nastupanja osiguranog slučaja isplatiti osiguraniku ili trećoj osobi, odnosno korisniku osiguranja ugovorenu novčanu naknadu ili će izvršiti ugovorom utvrđenu radnju, primjerice popravak. Osiguranik se obvezuje da će platiti premiju osiguratelju kojom se prikupljaju sredstva za podmirenje prava koja proizlaze iz nastupa osiguranog rizika (štetnog događaja).[26]

[26] Prema: Vujović, R. (2009.), op.cit., str. 20, 25.
http://www.poslovni.hr [pristupljeno 29.07.2015.]

Premija osiguranja je zapravo cijena rizika kojeg sklapanjem ugovora o osiguranju osiguranik prebacuje na osiguratelja, uvećana za dio koji služi za povećavanje pričuva sigurnosti.

Premija osiguranja se može prikazati sljedećom matematičkom relacijom:

„P = Ck + Cu +A

Gdje je:

P – premija,

Ck – cijena koštanja,

Cu – cijena usluga,

A – akumulacija (pričuve sigurnosti).“[27]

Osiguranjem se smanjuju gubitci koje pojedinac ima iz nastupa osiguranog rizika (štetnog događaja) raspodjelom tih gubitaka na veći broj osoba. Dakle promatrajući odnos prikupljenih premija većeg broja osiguranika i troškova isplate naknade nastalih šteta možemo zaključiti da je osiguratelj u mogućnosti dosta lakše podmiriti štete nastale u određenom razdoblju nego što to može bilo koji pojedinac samostalno.

Za sve vrste osiguranja vrijedi sedam temeljnih načela:

1. Nužno je postojanje veze između osiguranika (stranke pokrivene osiguranjem) i korisnika osiguranja (stranke kojoj se isplaćuje ugovoreni iznos u slučaju nastupa osiguranog događaja). Osim toga, korisnik osiguranja mora biti netko izložen potencijalnom gubitku, jer bi u suprotnom ugovaranje police osiguranja nalikovalo kupnji listića za igre na sreću.

2. Osiguranik je obvezan društvu za osiguranje dostaviti potpune i točne podatke potrebne za ugovaranje osiguranja.

3. Osiguranik ni u kojem slučaju ne smije profitirati od police osiguranja; drugim rječima ukoliko nastupi osigurani događaj, isplaćeni iznos ne smije biti toliki da osiguranik

[27] Stipić, M. i Stipić, H. (2014.), op.cit., str. 26.

bude u boljem položaju u odnosu na položaj u kojem je bio prije nastupa osiguranog događaja.

4. Ako treća stranka nadoknadi osiguraniku iznos (dijela) gubitka, obveza društva za osiguranje se smanjuje za iznos naknade treće stranke.

5. Da bi se rizik što kvalitetnije rasporedio na veliki broj različitih polica osiguranja društvo za osiguranje mora imati veliki broj osiguranika.

6. Potencijalni gubitak mora biti moguće kvantificirati; dakle ne može se uplatiti polica osiguranja za nešto neistraženo ili nepoznato.

7. Društvo za osiguranje mora biti u mogućnosti izračunati vjerojatnost nastupanja osiguranog događaja (gubitka). U protivnom je budući događaj neizvjestan i ne može biti predmetom osiguranja.

Društva za osiguranje primjenjuju ova načela da bi sačuvala integritet cjelokupnog procesa osiguranja. Neprimjenjivanje navedenih načela otvorilo bi prostor za mnogobrojne špekulacije o budućim događajima, što bi u krajnjoj liniji dovelo društva za osiguranje do nemogućnosti ispunjavanja temeljnog cilja postojanja osiguranja – zaštite od rizika.[28]

Predmet osiguranja mogu biti imovina i osobe, otuda i proizlazi temeljna podjela osiguranja na životna i neživotna. Životno osiguranje obuhvaća više od samog osiguranja jer osim zaštite od rizika zadovoljava i ljudsku potrebu za štednjom; naime polica životnog osiguranja predstavlja vrijednosni papir koji se za vrijeme trajanja osiguranja može zalagati više puta. Za razliku od neživotnih osiguranja koja su najčešće kratkoročna, većinom jednogodišnja, životna osiguranja su u pravilu dugoročna. Najčešće vrste životnih osiguranja su osiguranje za slučaj smrti, osiguranje za slučaj doživljenja, mješovito životno osiguranje za slučaj smrti i doživljenja, doživotna renta, renta sa određenim trajanjem, tontine. Najčešće vrste neživotnih osiguranja su osiguranje od nezgode, zdravstveno osiguranje, osiguranje robe u prijevozu, različita osiguranja imovine, kasko osiguranje zrakoplova, kasko osiguranje plovila, različita

[28] Prema: http://limun.hr [pristupljeno 31.07.2015.]
Stipić, M. i Stipić, H. (2014.), op.cit.
Mishkin, F.S. i Eakins, S.G. (2005.): Financijska tržišta + institucije, MATE, Zagreb, str. 521.

osiguranja od odgovornosti, osiguranje od različitih financijskih gubitaka, osiguranje pravne zaštite, osiguranje turističkih usluga.[29]

Različiti su čimbenici koji utječu na potražnju za životnim i neživotnim osiguranjima. S obzirom da su životna osiguranja jedan od suvremenih oblika štednje, na potražnju za životnim osiguranjima najviše utječu čimbenici koji motiviraju štednju; to su primjerice: politička stabilnost u državi i njenom okruženju, povijesni kontekst, kulturološki čimbenici, stupanj obrazovanja, prosječni životni vijek stanovnika, demografski pokazatelji, gospodarska razvijenost, te stabilni makroekonomski čimbenici. Na potražnju za neživotnim osiguranjima najviše utječe životni standard stanovništva.[30]

„Sklapanje ugovora o osiguranju prati polica osiguranja u kojoj se navode ugovorne strane, trajanje osiguranja i razdoblje pokrića, svota osiguranja, rizik obuhvaćen osiguranjem i potpis ugovornih strana. Zbog navedenog je polica osiguranja ujedno i vrijednosni papir.“[31]

Društva za osiguranje predstavljaju nebankarske financijske institucije za razvitak ugovorne štednje. Društva za osiguranje karakterizira stalan i stabilan priljev novčanih sredstava u obliku uplata premija osiguranja. Glavna karakteristika ovih sredstava je njihova dugoročnost. Upravo stoga i novčani fondovi koji se formiraju na osnovi uplaćenih premija da bi društva mogla obavljati osnovnu djelatnost osiguranja imaju dugoročni karakter. Stabilnost priljeva i odljeva novčanih sredstava omogućava društvima za osiguranje plasman slobodnih sredstava u različite oblike investiranja. Najčešći oblici investiranja društava za osiguranje su investiranje u državne obveznice i obveznice poduzeća. Osim toga, stabilnost novčanih tijekova društava za osiguranje omogućava im da djeluju kao financijski posrednici između financijski suficitarnih i financijski deficitarnih jedinica.[32]

---

[29] Prema: Vujović, R. (2009.), op.cit., str. 383-387.

[30] Prema: Stipić, M. i Stipić, H. (2014.), op.cit., str. 26-27.

[31] http://www.poslovni.hr [pristupljeno 29.07.2015.]

[32] Prema: Nikolić, N. i Pečarić, M. (2012.): Uvod u financije, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, Split, str 171.

Struktura investicijskog portfelja društava za osiguranje značajno se razlikuje s obzirom na vrstu osiguranja. Zbog stabilnih priljeva i predvidljivih odljeva novca društva za životno osiguranje najveći dio portfelja drže u dugoročnim dugovnim vrijednosnim papirima s kamatnim prinosom, a manji dio portfelja drže u vlasničkim vrijednosnim papirima, kao što su dionice. Iako društva za neživotno osiguranje u strukturi svog portfelja imaju obveznice, ona imaju veći udio kratkoročnih likvidnijih vrijednosnih papira u odnosu na društva za životno osiguranje.

Da bi društva za osiguranje ostvarila sklad između svoje imovine i obveza, da bi osigurala i održala solventnost, te maksimizirala profit, odnosno da bi postigla stabilnost i kontinuitet u poslovanju svoj investicijski portfelj moraju oblikovati prema sljedećim načelima:

1. Načelo sigurnosti – osiguratelj mora voditi brigu da sredstva uloži u sigurne plasmane, makar i uz niži prinos na ta ulaganja.
2. Načelo likvidnosti – osiguratelj mora biti sposoban u svakom trenutku udovoljiti svojim obvezama iz ugovora o osiguranju.
3. Načelo profitabilnosti – osiguratelj mora ulagati sredstva u instrumente koji će mu donositi najviši povrat, odnosno u instrumente koji će ostvariti najveći prosječan prinos, ali uz strogo i neupitno pridržavanje načela sigurnosti.
4. Načelo stabilnosti – osiguratelj u svojem poslovanju uvijek treba ostvarivati priljev novca koji je veći od odljeva, to osiguratelj mora biti sposoban ostvariti ne samo u normalnim nego i u kriznim uvjetima u gospodarstvu jer time postiže stabilnost i mogućnost pokrivanja obveza.[33]

[33] Prema: Hladika, M. i Marić, M. (2014.), op.cit, str. 520-521.

2.2. Mirovinski fondovi

Mirovinsko osiguranje djeluje tako da tijekom svog radnog vijeka članovi sustava, to jest radno aktivno stanovništvo i njihovi poslodavci plaćaju doprinose iz plaća i na plaće i na taj način akumuliraju sredstva koja će im biti isplaćivana po odlasku u mirovinu. Umirovljeni članovi ostvaruju tako pravo na mirovinu, djelomično utemeljeno na njihovim doprinosima za vrijeme radnog vijeka.[34]

„Mirovinski sustav u suvremenom društvu ima više funkcija. Najvažnije su:

- raspoređivanje dohotka pojedinaca i obitelji tijekom cijelog životnog vijeka,
- pojedinačna i nacionalna štednja,
- održavanje socijalne kohezije ublažavanjem siromaštva odnosno stvaranjem financijske sigurnosti za vrijeme starosti i radne neaktivnosti.[35]“

Postoje dvije vrste mirovinskih shema:

1. Sustav međugeneracijske solidarnosti ili PAYGO (pay-as-you-go) sustav – Sustav mirovinskog osiguranja u kojem se naknade postojećim umirovljenicima isplaćuju od tekućih doprinosa koje uplaćuje trenutno radno aktivno stanovništvo. Onima koji su sada zaposleni buduće mirovinske naknade će se obračunavati temeljem njihovih plaća i o njima ovisnih doprinosa, a financirat će ih budući zaposleni naraštaji.
2. Mirovinski fondovi s kapitalnim pokrićem - Mirovinski sustav u kojem se naknada umirovljenim pojedincima plaća iz pologa koji se formira tijekom njihovog radnog vijeka kao i iz pripadajućih prinosa. U ovakvim mirovinskim sustavima često se pokriva i osiguranje za slučaj smrti tijekom zaposlenja. Temeljna podjela ovakvih mirovinskih sustava ovisi o načinu definiranja mirovinske naknade:

    - Shema definiranih naknada; u ovoj shemi mirovinske naknade su unaprijed definirane. Te naknade, ovisno o tome kako je uređen sustav, mogu biti fiksne, povezane s nekim razdobljem zaposlenja ili ovisne o inflaciji. Problem ove

[34] Prema: https://hr.wikipedia.org [pristupljeno 31.07.2015.]

[35] https://hr.wikipedia.org [pristupljeno 31.07.2015.]

sheme je što točan trošak osiguranja naknada nije poznat sve dok se ne isplati posljednja naknada.

- Shema definiranih doprinosa; u ovoj shemi poznat je iznos koji kao doprinos plaćaju zaposlenik, poslodavac u ime zaposlenika ili obje navedene strane. Uplaćena sredstva se tijekom vremena akumuliraju na posebnom računu svakog osiguranika. Iznos buduće mirovinske naknade koji će dobivati svaki osiguranik nije unaprijed definiran. Koliki će taj iznos biti ovisit će o više čimbenika; o tome koliko je uplaćeno, o visini pripadajućeg prinosa od ulaganja prikupljenih sredstava u vremenu prije umirovljenja i o trošku kupovanja mirovine u trenutku kada je to potrebno.
- Hibridne sheme; postoje kombinacije sheme definiranih naknada i sheme definiranih doprinosa. Takve kombinacije se mogu javljati u različitim varijantama, ali temeljna mana svih kombinacija je rastuća operativna kompleksnost.

Općenito se, glede rizičnosti mirovinskih sustava, može reći da je sustav međugeneracijske solidarnosti otporan na ekonomske, ali je neotporan na demografske rizike, dok su sustavi s kapitalnim pokrićem otporni na demografske, ali su neotporni na ekonomske rizike. Tako su primjerice u zemljama srednje i istočne Europe, među kojima je dosta članica OECD-a, glavni razlozi poteškoća i neodrživosti mirovinskih sustava međugeneracijske solidarnosti demografsko-organizacijski razlozi, te financijsko-sustavski razlozi.

Demografsko-organizacijski razlozi se očituju kroz trend starenja stanovništva, odnosno povećan udio stanovnika starijih od 65 godina-dobne granice umirovljenja u većini država, ali ujedno i dobne granice ulaska u razdoblje starosti, uz istovremeno smanjenje broja novorođenih. Navedeno pogoršava omjer broja zaposlenih i umirovljenika. Osim toga u bivšim komunističkim državama, među kojima ima članica OECD-a, je važno sredstvo prikrivanja stvarne nezaposlenosti bio veliki broj prijevremenih umirovljenja. Dodatni tereti za mirovinske sustave međugeneracijske solidarnosti su veliki broj povlaštenih mirovina u nekim zanimanjima, raširena zlouporaba definicije invalidnosti i zakonskih odredbi vezanih uz invalidske mirovine, ali i rastuća siva ekonomija uzrokovana ograničenim mogućnostima zapošljavanja. Financijsko-sustavski razlozi vezani su prvenstveno za obilježja sustava međugeneracijske solidarnosti; naime osobe koje su sada u mirovini terete danas zaposlene po

mnogo većim stopama doprinosa, nego su bile stope koje su sami plaćali. Visina mirovine ne ovisi o uplaćenim doprinosima, što motivira bogatije na odlazak u prijevremenu mirovinu i donosi novo opterećenje mirovinskom sustavu. Sredstva ostvarena mirovinskim doprinosima pokazala su se, zbog prevelikog broja umirovljenika, nedovoljnima za osiguranje isplate mirovina. To je dovelo do toga da su države za isplatu mirovina morale davati i dio sredstava iz proračuna, to jest mirovinski sustavi međugeneracijske solidarnosti se sve više financiraju porezima, a ne doprinosima kao što bi zapravo trebali.

S druge strane ni mirovinski sustavi s kapitalnim pokrićem nisu bez manjkavosti; bitno je da prikupljena sredstva budu uložena u investicije koje će donijeti realan pozitivan prinos, što je glavni preduvjet racionalnosti uplata u mirovinski fond, no istovremeno je nužno voditi računa o tome da investicija ne bude previše rizična. Iako rizičnija ulaganja nose veće prinose, u slučaju mirovinskih fondova ključni čimbenici za donošenje odluke o ulaganjima su sigurnost, stabilnost, realističnost, te likvidnost.

Mirovinski fondovi su vrsta ugovorne štedne organizacije. U svijetu doživljavaju brzi napredak i među najznačajnijim su institucionalnim investitorima na financijskim tržištima. Novčana sredstva pribavljaju uplatama, odnosno doprinosima članova za vrijeme njihova radnog vijeka, obećavajući im redovne mjesečne isplate tako uštođenih sredstava zajedno s pripadajućim prinosima poslije njihova odlaska u mirovinu. Prikupljena sredstva mirovinski fondovi ulažu najviše u dionice poduzeća, korporacijske obveznice, državne vrijednosnice, rjeđe u osigurane hipotekarne vrijednosnice, a drže i velike oročene depozite kod banaka. Mirovinski fondovi mogu lako održavati likvidnost i ulagati u dugoročne instrumente tržišta kapitala zato jer su im iznosi izvora sredstava (obveze uplata članarina po određenoj dinamici), priljevi od otplata glavnica kao i ostali prinosi predvidivi u budućnosti jer je poznat broj trenutno radno aktivnih stanovnika iz čega se može pretpostaviti i broj budućih umirovljenika.

Veličinom i strukturom ulaganja mirovinski fondovi postaju pojedinačno, uz banke, najvažnijim financijskim intermedijarima. Strukturom portfelja oni se pojavljuju kao vlasnici i financijeri gospodarstva i kreditori države. S druge strane, struktuiranje portfelja financijskih ulaganja postaje najvažniji dio njihove poslovne politike. Ulagači – članovi očekuju da im fond do odlaska u mirovinu očuva realnu vrijednost uloga ali da uz to ostvari i određeni

prinos. Odlazak u mirovinu je financijsko, socijalno, ali i političko pitanje, naročito u današnje vrijeme kada je u razvijenom svijetu sve više prisutan trend rasta prosječnog trajanja života ljudi, kao i trend starenja stanovništva, što pak omjer zaposlenih i umirovljenika čini sve nepovoljnijim za mirovinske sustave. Stoga je razumljiv poseban interes i nadzor koji država uspostavlja nad mirovinskim fondovima, a posebice nad njihovim ulaganjima.[36]

2.3. Investicijski fondovi

Investicijski fondovi pojavljuju se na financijskom tržištu kao institucionalni ulagači koji putem ponude prikupljaju financijska sredstva te ih, uz poštovanje načela sigurnosti, profitabilnosti, likvidnosti i razdiobe rizika, ulažu u prenosive vrijednosne papire i(li) nekretnine, te u depozite u financijskim institucijama. Investicijski fondovi su institucionalni investitori registrirani kao kompanije, koji prikupljaju novčana sredstva široke javnosti, najčešće individualnih investitora i plasiraju ih u dugoročne, a ponekad i u kratkoročne investicije. Individualnom investitoru pružaju mogućnost širenja portfelja, a samim tim i izbjegavanja ili barem smanjenja rizika, smanjuju prometne troškove transakcijama na veliko te osiguravaju likvidnost i profesionalno upravljanje.

Ulaganje u investicijske fondove u svijetu ima dugu tradiciju. Srednjoročna i dugoročna ulaganja u fondove imaju niz prednosti pred drugim oblicima štednje kao što su štednja u bankama, životno osiguranje ili kupovina nekretnina. Najveća prednost je ta što su udjeli u fondovima vrlo likvidni čemu najviše pridonose profesionalno upravljanje i velika disperzija ulaganja. Osnovna podjela investicijskih fondova je podjela na zatvorene i otvorene investicijske fondove.

Zatvoreni fond je dioničko društvo i emitira dionice čiji je broj fiksan, ne otkupljuje ih natrag od investitora, dakle, moraju se prodati na otvorenom tržištu ako investitor želi ponovno doći do uloženog novca. Zatvoreni fondovi ne omogućavaju povlačenje dionica, a tržišna cijena dionica može biti mnogo manja od sadašnje neto vrijednosti. Za zatvorene fondove je tipično da se dionice prodaju uz diskont temeljne neto vrijednosti koji ponekad može dosegnuti i do

[36] Prema: https://hr.wikipedia.org [pristupljeno 31.07.2015.]
Bakić, D. (2007.): Mirovinsko osiguranje, PMF-Matematički odjel, Zagreb, str. 18, 40-41, 48-49.
Bejaković, P. (2007.), op.cit.

40% za fondove koji investiraju u dionice, dok je diskont zatvorenih fondova koji ulažu u obveznice znatno manji. Otvoreni fond je u svakom trenutku spreman izdati nove udjele, to jest emitira promjenjivi broj dionica. Uz to je obvezan na zahtjev investitora iskupiti prodane udjele po tržišnoj neto vrijednosti. Dakle otvoreni investicijski fondovi omogućavaju individualnim investitorima relativno dobru zaradu uz istovremeno minimalno odricanje od likvidnosti. Također, otvoreni investicijski fondovi imaju još neke prednosti za individualne investitore u odnosu na zatvorene investicijske fondove, to su primjerice; razne fiskalne olakšice, dobra raspodjela rizika, te profesionalno upravljanje sredstvima uloženima u otvoreni investicijski fond bez potrebe daljnjeg angažmana individualnih investitora. Zbog navedenih obilježja otvoreni investicijski fondovi se intenzivnije razvijaju, ima ih više, te raspolažu sa više aktive nego zatvoreni investicijski fondovi.[37]

U početku su udjele u otvorenim investicijskim fondovima najčešće prodavali brokeri koji su uzimali proviziju koja se plaćala u trenutku kupovine (tzv. „load funds“). Danas je većina investicijskih fondova tzv. „no-load funds“, odnosno prodaju udjele direktno klijentima bez posredstva brokera.

Uz proviziju od prodaje naplaćuju se sljedeće naknade:

- Izlazna naknada za moguću prodaju udjela koja se naplaćuje pri otkupu – na ovaj način financijski stručnjaci naplaćuju svoje usluge. Ova naknada se plaća ako se iz fonda izlazi tijekom prvih nekoliko godina vlasništva. U slučaju kasnijeg izlaženja iz fonda se ne naplaćuje.
- Otkupna naknada – je naknada za otkup udjela. Izražava se u novčanom iznosu ili kao postotak cijene otkupa.
- Naknada za promjenu fonda – naplaćuje se ako se unutar iste obitelji fondova sredstva prebacuju iz jednog u drugi fond.
- Nakanda za upravljanje računom – neki fondovi je naplaćuju za upravljanje računima malog salda.

[37] Prema: Jurić, D. (2005.), op.cit.
Morić Milovanović, B. i Galetić, F. (2005.), op.cit.
http://limun.hr [pristupljeno 31.07.2015.]
Nikolić, N. i Pečarić, M. (2012.), op.cit., str. 172.

Na ime različitih naknada investicijski fondovi mogu svojim ulagačima naplatiti, u biti, pravo na ulaganje. Zato je na ulagaču da procjeni strukturu naknade pojedinog investicijskog fonda, jer naknade mogu varirati od 0,5 % do 8 % godišnje.[38]

Podjela otvorenih investicijskih fondova prema vrsti ulaganja:

1. Dionički fondovi imaju cjelokupan portfelj u dionicama. Kao što je vidljivo u Tablici 2, najrizičnija je vrsta fonda, ali ima mogućnost ostvarenja najvećeg profita. Primjereni su za dugoročna ulaganja i to na deset i više godina. Dionički fondovi obuhvaćaju primjerice: fondove ulaganja u male kompanije, fondove rasta, međunarodne fondove, fondove za ulaganje u plemenite metale, indeksne fondove.
2. Mješoviti (hibridni) fondovi sadržavaju dionice i obveznice. Rizičniji su od obvezničkih i novčanih fondova, ali imaju mogućnost ostvarenja većeg profita u odnosu na manje rizične fondove. Primjereni su za dugoročna ulaganja i to na razdoblje od pet do deset godina.
3. Obvenički fondovi u svom portfelju imaju pretežno ili isključivo obveznice. Namijenjeni su ulagačima nesklonim rizicima. Obvenički fondovi su manje rizični fondovi, od njih su manje rizični jedino novčani fondovi. Ovi fondovi jamče veću sigurnost ulagačima, ali zato nemaju mogućnost naglog ostvarenja većeg profita. Primjereni su za kratkoročnija ulaganja i to na razdoblje od tri do pet godina. Obvenički fondovi obuhvaćaju primjerice: korporacijske opće fondove, te trezorske fondove vlade.
4. Novčani fondovi imaju konstantan i umjeren rast. Predmet poslovanja im je isključivo prikupljanje novčanih sredstava javnom ponudom svojih udjela i ulaganje prikupljenih sredstava u sigurne i profitabilne instrumente na financijskom tržištu. Novčani fondovi su najmanje rizična vrsta fonda, a njihov prinos je otprilike kao i prinos na štednju u banci. Primarna im je svrha mobilnost kapitala. Primjereni su za kratkoročna ulaganja i to na razdoblje od nekoliko mjeseci.[39]

[38] Prema: Mishkin, F.S. i Eakins, S.G. (2005.), op.cit., str. 588-589.

[39] Prema: Morić Milovanović, B. i Galetić, F. (2005.), op.cit., str. 83-84.
https://hr.wikipedia.org [pristupljeno 31.07.2015.]

Tablica 2: Vrste i obilježja otvorenih investicijskih fondova prema vrsti ulaganja

	Dionički	Mješoviti	Obveznički	Novčani
Karateristika	Dinamičan	Umjereno konzervativan	Konzervativan	Jako konzervativan
Struktura	Pretežno dionice	Dionice i obveznice	Pretežno obveznice	Tezorski i blagajnički zapisi, obveznice
Preporučeno trajanje ulaganja	Dugoročno	Duže od 2 godine	Duže od 6 mjeseci	Kratkoročno
Oscilacija cijene udjela	Umjerena do visoka	Umjerena	Niska	Jako niska
Kome je fond namijenjen ?	Spremni ste investirati na duže razdoblje i očekujete natprosječne prinose	Želite mogućnost većeg prinosa kojeg pružaju dionice, uz stabilnost koju pružaju obveznice	Želite veći prinos od novčanog fonda, a sredstva nećete uskoro trebati	Želite stabilnost uloga i trebate pristup uloženim sredstvima u skoroj budućnosti

Izvor: HPB, http://www.hpb-invest.hr/?hr=vrste-fondova [pristupljeno 31.07.2015.]

3. ULOGA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U GOSPODARSKOM RASTU

3.1. Financijski razvitak i gospodarski rast

Financijski sustav se ne može jednoznačno definirati, ali se u najširem smislu može reći da financijski sustav podrazumijeva ukupnost svih financijsko – pravnih odnosa neke države (ekonomije) na domaćem i međunadrodnom planu. Temeljna funkcija financijskog sustava je kanaliziranje sredstava od štedno suficitarnih štedno deficitarnim sektorima. Financijski razvitak i gospodarski rast su međuzavisni. Brži gospodarski rast potiče brži financijski razvitak; naime, praksa je dosta puta pokazala da kvalitetan i razvijen financijski sustav ne može postojati u uvjetima nerazvijenog gospodarstva. Čak štoviše, upravo je financijski sustav najosjetljiviji na gospodarske krize jer one stvaraju i produbljuju nepovjerenje u financijski sustav, demotiviraju investitore i usporavaju financijski razvitak. S druge strane brži financijski razvitak je važan čimbenik bržeg gospodarskog rasta. Raspoloživa financijska sredstva utječu na kreiranje politike i strategije ostvarivanja gospodarskog rasta države, ali i na kreiranje poslovne politike svake gospodarske jedinke. Da bi financijski razvitak bio kontinuiran i kao takav imao učinka na gospodarski rast, financijski sustav mora biti efikasan i stabilan. Ukoliko navedeno nije ispunjeno javljaju se problemi koji usporavaju ili čak onemogućavaju financijski razvitak, primjerice: nekonkurentno utvrđivanje cijena, previsoki troškovi transakcija, neintegriranost financijskog sustava, panika, te nestabilnost cijena.[40]

Međutim gospodarski razvitak ne događa se u svim zemljama istom brzinom i istim intenzitetom. Povezanost između razvoja financijskih tržišta i gospodarskog razvitka države se očituje na sljedeći način; kada je država postajala bogatijom na financijskim tržištima događalo se sljedeće:

- financijski posrednici postajali su sve veći mjereno udjelom aktive i pasive u GDP-u,
- relativni rast banaka u dodjeli kredita,

[40] Prema: Nikolić, N. i Pečarić, M. (2012.), op.cit., str. 13-15.
Vidučić, Lj. (2012.): Financijski menadžment, RRiF-plus, Zagreb, str. 104-106.

- raste važnost nebankovnih institucija, kao što su društva za osiguranje, investicijske banke, financijske kompanije, privatni mirovinski fondovi,
- burze postaju sve veće mjereno tržišnom kapitalizacijom u relativnom odnosu prema GDP-u, također postaju likvidnije mjereno relativnim trgovanjem u odnosu na GDP. Tržišna kapitalizacija i cijene na tržištu su promjenjivi.[41]

Od 1990-ih godina do danas uočavaju se i još neki trendovi u razvoju financijskih sustava, ali i u odnosu između financijskog razvitka i gospodarskog rasta:

1. Financijski sustavi rastu brže nego nacionalne ekonomije – gospodarski rast je dugotrajan proces koji zahtjeva niz velikih ulaganja, dok financijski sustavi sve brže rastu zbog pojave dosta novih financijskih instrumenata, sve atraktivnijih alternativnih oblika ulaganja i štednje, te povećanja obujma i brzine trgovanja.

2. Jačanje izravnog financiranja putem tržišta (dezintermedijacije) te rast i razvoj nebankovnih financijskih posrednika doveli su do smanjenja udjela banaka u strukturi financijskih sustava – u prilikama globalizacije do izražaja sve više dolazi nefleksibilnost i konzervativna organizacija bankarskog sektora.

3. Struktura veza između krajnjih korisnika i posuđivača sredstva je kompleksna i višeslojna i na međusektorkoj i na međunarodnoj osnovi, što je logičan slijed bržeg financijskog razvitka.

4. Sve važnija tržišna intermedijacija dovodi do toga da su u strukturi prihoda financijskih institucija sve važniji nekamatni prihodi, primjerice: različite usluge savjetovanja, usluge portfolio menadžmenta.

5. Sustavi regulacije i supervizije dobivaju nove izazove zbog rastućeg utjecaja financijskih konglomerata. Financijski konglomerat je inače poduzetnik ili koncentracija poduzetnika koji se bave većim brojem različitih, čak i potpuno

[41] Prema: Levine, R. (1997.), op.cit., str. 716-717.

nepovezanih djelatnosti na različitim tržištima s ciljevima smanjivanja rizika, lakšeg pristupa izvorima financiranja, te bolje alokacije resursa.

6. Nagla revolucija informacijske tehnologije u navedenom razdoblju smanjila je troškove pribavljanja informacija, što se najviše odrazilo na razvoj kompleksnih financijskih proizvoda, povećanje brzine i broja transakcija, te dostupnost više informacija važnih za odluke o ulaganjima. Unatoč svemu, treba reći da problem asimetrije informacija ipak nije stvar prošlosti.[42]

3.2. Funkcije institucionalnih investitora i gospodarski rast

Institucionalni investitori nisu nastali, kao što je dosta sustava koji su dio današnje ljudske svakodnevnice u 20. stoljeću. Njihovi korijeni sežu u nešto dalju prošlost. Tako su primjerice nekakvi oblici osiguranja postojali još u davnoj prošlosti, ali tek u 19-om stoljeću dolazi do ubrzanog razvoja osiguranja početkom primjene aktuarskih izračuna premije osiguranja te prilagođavanjem pravne prakse. Prvo mirovinsko osiguranje, utemeljeno na doprinosima radnika i poslodavaca, mirovinskim fondovima i tripartitnom upravljanju, uvedeno je u Njemačkoj 1889. godine u okviru tzv. bismarckovskih reformi. Socijalno se zakonodavstvo iz Njemačke brzo proširilo na druge, prije svega kontinentalne, europske zemlje. "Foreign and Colonial Government Trust" osnovan 1868. godine u Londonu, smatra se prvim stvarnim (zatvorenim) investicijskim fondom. Godine 1924. osnovan je Massachusetts Investor`s Trust, prvi otvoreni investicijski fond s kontinuiranom ponudom novih dionica (udjela) i bezuvjetnim otkupom istih na temelju trenutne tržišne vrijednosti imovine fonda. Od 1950-ih godina pa sve do danas, veličina i popularnost investicijskih fondova raste proporcionalno rasponu i sofisticiranosti njihovih proizvoda te usluga i distribucijskih kanala. Danas postoji na tisuće različitih fondova različitog tipa, različitih vrsta i strategija ulaganja.[43]

---

[42] Prema: Olgić Draženović, B., Kusanović, T. i Jurić, Z. (2015.), op.cit.
http://limun.hr [pristupljeno 18.05.2016.]

[43] Prema: Puljiz, V. (2007.): Hrvatski mirovinski sustav:korijeni, evolucija i perspektive,Revija za socijalnu politiku, 14 (2), str. 163-192.
http://www.kd-group.hr [pristupljeno 06.08.2015.]
http://www.fortius.hr [pristupljeno 06.08.2015.]

Sve veći razvitak institucionalnih investitora kroz vrijeme znači njihov sve veći utjecaj na gospodarski razvitak, kao i na funkcioniranje gospodarstva u cjelini.

Glavne funkcije financijskih tržišta koje vrijede i za institucionalne investitore su:

- posredovanje u trgovanju, hedgingu, diverzifikaciji i udruživanju rizika,
- alokacija resursa,
- nadzor menadžera i vršenje kontrola u korporacijama,
- mobilizacija štednje,
- posredovanje u razmjeni dobara i usluga.

Navedene funkcije omogućavaju smanjenje transakcijskih troškova i smanjenje troškova informiranja. Na taj se način stvaraju akumulacija kapitala i mogućnost tehnoloških inovacija koje su važan preduvjet gospodarskog razvitka.

Glavni razlog pojave institucionalnih investitora je potreba za uspješnijim i kvalitetnijim upravljanjem rizicima i neizvjesnosti što su prateće pojave u transakcijama s kapitalom. Posljednjih nekoliko desetljeća na tržištima kapitala u svijetu vidljiv je značajan porast broja institucionalnih investitora i vrijednosti imovine kojom upravlja profesionalni menadžment fondova. Investitori su sve zainteresiraniji za plasman kapitala posredstvom institucionalnih investitora zbog mogućnosti diverzifikacije plasmana, postojanja profesionalnog menadžmenta te jednostavnosti investiranja kapitala. Zbog navedenog dolazi do sve veće koncentracije moći i kapitala kod institucionalnih investitora. Uz to je važno napomenuti da su promjene na realnim tržištima dobara i usluga uvijek praćene promjenama na globalnom financijskom tržištu. Najbolji primjer za to je utjecaj kretanja cijena sirove nafte ne samo na cijene dobara i usluga, nego i na cijene vrijednosnih papira te na vrijednost imovine.

Važan čimbenik novog doba koji je, može se reći iz temelja promijenio svijet, jest globalizacija. Utjecaj globalizacije na tržištu dobara i usluga se najizravnije očituje kroz brže i jeftinije načine prijevoza dobara, jeftinije i pravovremeno dostupne informacije koje omogućavaju da se globalno tržište promatra kao jedinstvena cjelina, što je danas sve izraženije jer su stagnacije tržišta razvijenih zemalja s jedne strane i neutaživa želja za profitom s druge strane nametnule potrebu internacionalizacije poslovanja i traženja novih tržišta u svijetu. Također je vidljiv i trend smanjenja asimetrije informacija koji je ponajprije

uvjetovan razvojem novih tehnologija; potrošači su sve informiraniji i imaju sve veće mogućnosti utjecaja na ponudu dobara i usluga. U ovakvim uvjetima ubrzanog rasta i dinamičnih promjena, institucionalni investitori kao financijski posrednici pridonose većoj ponudi i naravno pojeftinjenju ponude kapitala. Institucionalni investitori pružaju bolju, ali i jeftiniju uslugu, čine tržište kapitala efikasnijim na način da ruše ograničenja i smetnje za njegov razvoj koja je sve donedavno stvarao nefleksibilni konzervativno organizirani bankarski sektor.[44]

Razvijenost financijskog sustava vrlo je bitna za ekonomski rast jer nestabilnost financijskog sustava smanjuje ekonomski rast. Naime, institucionalni investitori imaju važnu i aktivnu ulogu u vrednovanju, upravljanju i financiranju poduzetničke aktivnosti koja je temelj gospodarskog razvitka. Preciznije institucionalni investitori vrednuju mogućnosti i prilike poduzetnika, obavljaju izbor projekata, mobiliziraju potrebna sredstva za financiranje potencijalno uspješnih projekata, omogućavaju investitorima da diverzificiraju rizik povezan s inovativnim aktivnostima, a potencijalne dobitke čine transparentnima.[45]

Institucionalni investitori značajno pridonose povećanju stope štednje prikupljanjem iste od pojedinačnih vlasnika, to jest individualnih investitora. Racionaliziraju upotrebu kapitala plasirajući ga u korporacijske i druge vrijednosne papire, na taj način postaju suvlasnici kapitala poduzeća, te im na taj način osiguravaju jeftine i dugoročne izvore financiranja poslovanja i razvoja poduzeća što je preduvjet uspješnog i sigurnog poslovanja.

Zbog posjedovanja pravovremenih i relativno jeftinih informacija o investicijama i konkurentima, veliki institucionalni investitori povećavaju konkurentnost i skraćuju vrijeme mjerenja performansi na financijskom tržištu. Navedeno je vrlo važno jer se broj sudionika na globalnom financijskom tržištu ubrzano povećava, a traženje novih mogućnosti investiranja i uvjeti koji prisiljavaju na (pre)brzo donošenje odluka o investiranju dovode do porasta

[44] Prema: Ćirić, J. i Njegomir, V. (2012.), op.cit.
Levine, R. (1997.), op.cit.

[45] Prema: Mervar, A. (1999.): Pregled modela i metoda istraživanja gospodarskog rasta, Privredna kretanja i ekonomska politika, 9 (73), str. 20-61.

nesigurnosti, neizvjesnosti i rizika u složenom i brzo promjenjivom poslovnom okruženju što je jedna od najlošijih posljedica procesa globalizacije.[46]

Da bi se ublažio ili u potpunosti eliminirao učinak tržišnih nesavršenosti kao što su rizik, neugodnost, neizvjesnost, previsoka cijena transfera, nelikvidnost, koje otežavaju izravni transfer sredstava od suficitnih do deficitnih gospodarskih subjekata, potrebno je postojanje financijskih posrednika, što su u ovom slučaju institucionalni investitori. Teorija financijskog posredništva dijeli se u dvije grupe teorija, i to na; teoriju prema kojoj financijski posrednici smanjuju transakcijske troškove ostvarenjem ekonomija obujma u pozajmljivanju i uzajmljivanju novčanih fondova. Veliki iznosi prikupljenih novčanih fondova omogućavaju financijskim posrednicima sastavljanje diverzificiranog investicijskog portfelja, što je najefikasniji način za smanjivanje rizika ulaganja. Također, ujedinjavanjem velikog broja suficitnih subjekata s različitim potrebama za likvidnošću, financijski posrednici su u mogućnosti pružiti likvidnost odnosno ostvariti ekonomije obujma smanjivanjem troškova nelikvidnih ulaganja, što se ponajprije odnosi na troškove trgovanja za pozajmitelje, uz istodobno investiranje sredstava deficitnim jedinicama na dugi rok. Primjerice društva za osiguranje funkcioniraju na principu udruživanja sredstava velikog broja jedinica izloženih različitim rizicima. Na taj način društva za osiguranje akumuliraju velike iznose sredstava, pri ulaganju kojih smanjuju troškove procjene kreditne sposobnosti, i druge troškove koji se pojavljuju u transferu novčanih fondova. Navedeno udruživanje sredstava omogućava ulaganja u velike nedjeljive projekte, kao i diverzificirana ulaganja koja bi pojedinačnim ulagačima bila nemoguća. Prema drugoj grupi teorija financijski posrednici smanjuju problem nejednake informiranosti između suficitnih i deficitnih jedinica. Naime, općenito vrijedi da su suficitne jedinice bolje informirane o karakteristikama svog poslovanja, kolaterala, prinosa i rizika projekata. Institucionalni investitori smanjuju asimetriju informacija kroz prikupljanje i analizu informacija o tražiocima novčanih fondova i njihovih projekata, te nadzora korištenja sredstava nakon transfera. S obzirom na znanje kojim raspolažu i uhodano poslovanje

[46] Prema: Ćirić, J. i Njegomir, V. (2012.), op.cit.

institucionalni investitori u odnosu na individualne investitore, ove poslove realiziraju znatno brže, uz osjetno niži trošak i višu razinu kvalitete.[47]

Ulaganja institucionalnih investitora u odnosu na direktna ulaganja individualnih investitora na financijskim tržištima imaju određene prednosti;

- diverzifikacija rizika - se ostvaruje kombiniranjem domaćih i međunarodnih ulaganja, što donosi povoljniji omjer rizika i povrata,
- likvidnija ulaganja – institucionalni investitori su orjentiraniji na velika i likvidna tržišta kapitala i standardizirane instrumente visokog stupnja utrživosti,
- informacijska intermedijacija – institucionalni investitori imaju znatno veću mogućnost i sposobnost prikupljanja i obrade velikog broja informacija u prihvatljivom vremenskom roku,
- usklađivanje aktive i obveza po dospijeću – strukture aktive i pasive su usklađene; prevladavaju dugoročne obveze, te profitabilniji instrumenti dužeg roka dospijeća, uz neupitnu likvidnost institucionalnog investitora,
- ekonomija razmjera – institucionalni investitori imaju manje prosječne troškove zbog svoje veličine, visokih iznosa prikupljenih sredstava, te manjih transakcijskih troškova.[48]

Kada se promatra odnos između financijskih tržišta i investitora, u kontekstu globalizacije, tehnoloških dostignuća i kretanja kapitala, uočavaju se promjene rečenog odnosa:

- Potencijalnim investitorima su službeni financijski izvještaji koji se odnose na poslovanje u proteklom razdoblju sve manje značajan izvor informacija zbog širokih mogućnosti manipulacija u izvještajima, to jest primjene takozvanog kreativnog računovodstva,

- Sve više se traži objavljivanje tekućih financijskih i nefinancijskih informacija o poslovanju koje postaju atraktivniji izvor informacija,

[47] Prema: Ćurak, M. (2004.): Financijsko posredništvo osiguravajućih društava, Svijet osiguranja, 4, str. 45-52.

[48] Prema: Olgić Draženović, B., Kusanović, T. i Jurić, Z. (2015.), op.cit., str. 169.

- Preferira se neposredni kontakt predstavnika subjekata u koje bi se eventualno plasirao kapital i portfolio menadžera institucionalnih investitora.[49]

Svaki tip institucionalnih investitora ima svoje posebnosti iz kojih proizlazi njihova uloga u funkcioniranju gospodarstva. Tako primjerice, društvene koristi osiguranja proizlaze iz ekonomskih koristi osiguranja. Društvena korist osiguranja se očituje u unaprjeđenju životnih uvjeta koje se ostvaruje na dva načina:

- neposredno – i to putem osiguranja osoba za slučaj smrti ili doživljenja, bolesti ili nesposobnosti. Navedeno izravno pridonosi povećanju kvalitete života i unaprjeđenju uvjeta za život na način da se ljudi koji uplate navedena osiguranja i njihove obitelji mogu osjećati financijski sigurnije u možebitnim teškim životnim situacijama,
- posredno – i to putem imovinskih osiguranja, što omogućuje nesmetan nastavak i rast proizvodnje, a samim tim i cjelokupni gospodarski rast države.

Iz navedenih načina unaprjeđenja životnih uvjeta pojedinca i države u cjelini proizlaze i izravne društvene koristi osiguranja koje na određeni način potiču gospodarski rast:

- sloboda – da ne postoje osiguranja bilo bi mnogo više zapreka u osobnom i poslovnom ponašanju, primjerice; pretjerana sputavajuća obazrivost, smanjena produktivnost, nesklonost bilo kakvom obliku avanturizma,
- sigurnost – ublažavanje štetnih posljedica nezgoda, kriminala, požara, rušilačkog djelovanja prirodnih sila,
- zdravlje – investiranje u bolju i potpuniju zdravstvenu zaštitu,
- prosperitet – osiguranja mogu biti podrška poduzetničkoj energiji, inovativnosti te preuzimanju rizika,
- fleksibilnost – što se osiguranje može brže i bolje prilagoditi potrebama tržišta i individualnim okolnostima osiguranika, društveni i ekonomski život će manje ovisiti o državi.[50]

[49] Prema: Ćirić, J. i Njegomir, V. (2012.), op.cit., str. 121.

[50] Prema: Stipić, M. (2014.), op.cit., str. 114-115.

Mirovinski fondovi imaju veliku važnost u socijalnoj i političkoj sferi svake države, te stoga njihovo osnivanje, poslovanje i strukturu ulaganja svaka država pozorno prati. Posebnost mirovinskih fondova u odnosu na ostale institucionalne investitore je vidljiva u primarnim ciljevima djelovanja; naime, primarni ciljevi djelovanja mirovinskih fondova su sigurnost, disperzija rizika, te održavanje likvidnosti. S druge strane primarni cilj djelovanja ostalih institucionalnih investitora je maksimiziranje profita od ulaganja. Za funkcioniranje gospodarstva jedne države mirovinski fondovi imaju dvojaku ulogu; kao prvo rješavaju socijalno pitanje dijela stanovništva stvaranjem financijske sigurnosti za vrijeme starosti i radne neaktivnosti, što danas postaje sve teže ostvarivo zbog sve nepovoljnijeg omjera zaposlenih i umirovljenika. Navedenoj pojavi pridonose sve dulji prosječni životni vijek stanovništva, kao i trend starenja stanovništva što se posebno očituje kroz manji broj rođenih u mlađim generacijama. S druge strane, mirovinski fondovi predstavljaju najznačajnije kupce državnih obveznica, što znači da imaju važnu ulogu u financiranju države i razvoju tržišta javnog duga.

Investicijski fondovi imaju brojne prednosti pred drugim oblicima štednje. Te prednosti otvaraju mogućnosti razvoja i veće efikasnosti gospodarstva; individualnim investitorima (prvenstveno sektoru stanovništva) pružaju mogućnost širenja portfelja, a samim tim i izbjegavanja ili smanjenja rizika, smanjuju prometne troškove transakcijama na veliko te osiguravaju likvidnost i profesionalno upravljanje. Udruživanje sredstava većeg broja individualnih investitora otvara prostor za velika ulaganja koja individualnim investitorima ne bi bila dostupna, primjerice ulaganja u državne obveznice, inozemne vrijednosne papire, instrumente tržišta novca i slična ulaganja. Investicijski fondovi značajno poboljšavaju mobilnost kapitala, i stoga se dobro uklapaju u procese globalizacije koja zahtjeva brze i točne informacije u svim segmentima poslovanja, a uz to kontinuirano naglašava potrebu za mobilnošću ljudi, roba i kapitala. Otvoreni investicijski fondovi postaju sve atraktivniji sektoru stanovništva zbog jednostavnosti procedura ulaganja, mogućnosti ulaganja malih iznosa, te neuvjetovanja sklapanja dugoročnih štednih ugovora. Kao takvi imaju potencijal daljnjeg razvitka i samim time većeg doprinosa gospodarskom rastu u budućnosti.[51]

[51] Prema: http://limun.hr [pristupljeno 31.07.2015.]
Olgić Draženović, B., Kusanović, T. i Jurić, Z. (2015.), op.cit.

3.3. Pregled empirijskih istraživanja

U nastavku je dan pregled radova koji se bave značenjem institucionalnih investitora u financijskom sustavu i vezom razvitka ovih institucija i gospodarskog rasta.

Tako primjerice u svom radu Ćirić i Njegomir[52] istražuju i objašnjavaju utjecaj promjena koje donosi proces globalizacije u svjetskom poslovnom i investicijskom okruženju na poslovanje i performanse institucionalnih investitora. Zaključili su da proces globalizacije ima značajan utjecaj na financijska tržišta, te da sudionicima na financijskim tržištima donosi dosta pozitivnih, ali i dosta negativnih promjena koje povećavaju rizik i turbulencije u poslovanju.

Davis[53] se u svojem radu bavi implikacijama rasta institucionalnih investitora na financijski sektor. Zaključio je da je zbog rasta institucionalnih investitora koji su ponudili atraktivne alternativne oblike ulaganja oslabljen bankarski sektor. Također, razvoj institucionalnih investitora doprinio je razvoju međunarodnih financijskih tržišta, ali je i doveo do polarizacije između malih i velikih sudionika na financijskom tržištu.

Olgić Draženović, Kusanović i Jurić[54] u svojem radu objašnjavaju pojam i vrste institucionalnih investitora, a uz to istražuju značaj institucionalnih investitora u evoluciji financijskih sustava. Zaključak ovog rada je da institucionalni investitori zbog svoje veličine i visokih iznosa prikupljenog kapitala imaju sve važniju ulogu u financijskom sustavu. S obzirom da institucionalni investitori imaju velik utjecaj na sve uvjete i procese na tržištu, jasno se nameće zaključak da raste važnost institucionalnih investitora za razvoj tržišta kapitala, ali i za cjelokupni financijski sustav svake zemlje.

Harichandra i Thangavelu[55] u svojem radu obrađuju ulogu institucionalnih investitora u razvoju financijskog sektora i gospodarskom rastu zemalja OECD-a. Primjenom statističkih metoda, autori su došli do zaključka da institucionalni investitori, promatralo ih se kao cjelinu

[52] Ćirić, J. i Njegomir, V. (2012.), op.cit.

[53] Davis, P. (2000.), op.cit.

[54] Olgić Draženović, B., Kusanović, T. i Jurić, Z. (2015.), op.cit.

[55] Harichandra K., Thangavelu, S.M. (2004), op.cit.

ili razdvojene po segmentima, imaju pozitivan utjecaj na razvoj financijskog sektora i gospodarski rast.

Cvetanović[56] u svom radu donosi pregled institucionalnih investitora i njihovog doprinosa gospodarskom rastu s teorijskog aspekta. To potkrjepljuje dokazivanjem statističke veze između razvoja institucionalnih investitora i gospodarskog rasta na primjeru osam bivših socijalističkih zemalja koje su danas članice EU-a, ali i OECD-a. Na kraju rada predloženi su najvažniji koraci za kreiranje ekonomske politike, kako bi se stimulirao daljnji razvoj institucionalnih investitora.

Haiss i Sumegi[57] istražuju vezu između osiguranja i gospodarskog rasta. Empirijska analiza provedena je kroz podatke o premijama osiguranja za 29 europskih zemalja među kojima je dosta članica OECD-a. Autori su došli do zaključka da razvoj sektora osiguranja ima utjecaj na gospodarski rast, ali životna osiguranja imaju veći utjecaj na gospodarski rast nego neživotna.

Zandberg i Spierdijk[58] u svom radu su proučavali mirovinske fondove u zemljama OECD-a i u zemljama koje nisu dio OECD-a u razdoblju od 2001. do 2008. godine. Zaključili su da u zemljama OECD-a postoji statistički značajna veza između razvoja mirovinskih fondova i gospodarskog rasta koja ipak nije od pretjerane važnosti za cjelokupni gospodarski rast. U zemljama koje nisu dio OECD-a ne postoji statistički značajna veza između razvoja mirovinskih fondova i gospodarskog rasta.

[56] Cvetanović, S. (2006.), op.cit.

[57] Haiss, P. I Sumegi, K. (2006.), op.cit

[58] Zandberg, E. i Spierdijk, L. (2010.), op.cit

4. ANALIZA RAZVIJENOSTI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U ZEMLJAMA OECD-a

U ovom dijelu rada analizirat će se podaci o razvijenosti institucionalnih investitora u zemljama OECD-a u razdoblju od 2005. do 2013. godine. OECD je organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj osnovana 1961. godine. Države članice OECD-a su sljedeće 34 države: Australija, Austrija, Belgija, Kanada, Čile, Češka, Danska, Estonija, Finska, Francuska, Njemačka, Grčka, Mađarska, Island, Irska, Izrael, Italija, Japan, Koreja, Luksemburg, Meksiko, Nizozemska, Norveška, Poljska, Portugal, Slovačka, Slovenija, Španjolska, Švedska, Švicarska, Turska, Ujedinjeno Kraljevstvo, Sjedinjene Američke Države, Ruska Federacija.

4.1. Značenje društava za osiguranje

Iz priložene tablice se ponajprije vidi razlika u udjelima imovine društava za osiguranje u BDP-u između bivših socijalističkih zemalja i zapadnih kapitalističkih zemalja; naime udio imovine društava za osiguranje u BDP-u bivših socijalističkih zemalja je osjetno manji u odnosu na zapadne kapitalističke zemlje. Razlog tome je činjenica da je u socijalističkim sustavima financijski sektor općenito bio vrlo slabo razvijen. Društva za osiguranje u socijalističkim zemljama jesu postojala, ali im je ponuda bila daleko manja nego u kapitalističkim zemljama. Nakon pada komunizma u Europi u razdoblju od 1989. do 1993. godine novonastale države su u mnogočemu zaostajale za zapadnim kapitalističkim zemljama, i potrebno im je puno vremena da određene oblike poslovanja koji su u kapitalističkim zemljama normalna pojava implementiraju u svoja gospodarstva. U razdoblju od 2005. do 2013. godine udjeli imovine društava za osiguranje u BDP-u se povećavaju ili smanjuju od države do države, ali te promjene u većini država nisu prevelike; radi se naime o svega nekoliko postotnih poena. Razvidno je i to da se smanjenje udjela imovine društava za osiguranje u BDP-u događa u 2007. i(li) 2008. godini, a uz to i u 2011. godini u više zemalja, primjerice: Australiji, Austriji, Belgiji, Estoniji, Finskoj, Mađarskoj, Italiji, Luksemburgu, Norveškoj, Portugalu, Slovačkoj, Švedskoj, Ujedinjenom Kraljevstvu, te u Sjedinjenim Američkim Državama. Razlog tomu je nastupanje svjetske financijske krize 2007./08. godine. U svakoj krizi, a i neposredno prije krize zavlada panika, počinje se paziti na ulaganja ponajviše zbog straha od pada vrijednosti uloženog novca, smanjenja očekivanih prinosa, ali i

Tablica 3: Udio imovine društava za osiguranje u BDP–u zemalja OECD–a od 2005. do 2013. godine

Udio u %

GODINA	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
DRŽAVA									
Australija	34	34,9	34,1	27,8	29,1	27,8	26,3	28,2	/
Austrija	35,8	32,4	31,1	31	34,1	34,3	32,5	32,8	/
Belgija	62,4	63,1	63,7	60,7	67,4	67,9	67,3	73,1	/
Kanada	36,1	36,3	35,4	31,6	36,6	37,6	38,2	39,3	39,6
Čile	17,4	15,9	16,3	18	18	17	16,9	17,5	17,8
Češka	10,3	9,7	9,8	10	11	11,8	11,2	11,9	/
Danska	70,5	68,8	69	69,8	79,1	83,3	90,2	98,2	100,1
Estonija	4	4,5	4,9	4,3	6	7,2	6	5,7	5,4
Finska	27,1	26,8	24,8	21,7	25,7	27,1	24,3	27,9	
Francuska	86,4	83,5	85,6	79,7	90,8	94,8	91,1	99,3	103,2
Njemačka	60,9	58,7	56,9	54	57,6	57,7	56,2	60,8	/
Grčka	5,4	5,4	5,7	5,4	5,8	6,2	6,4	7,2	8,2
Mađarska	7,5	8,3	9	8	9	9	8,4	8,6	8,4
Island	13,2	14,1	11,5	7,8	8,1	8,4	8,5	8,6	8,7
Irska	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Izrael	30,1	28,7	29,5	27,2	31,9	33,4	32,7	34,2	/
Italija	37,2	35,2	31,5	29,6	34,2	32,4	31,1	33,7	/
Japan	76,2	76,5	73,2	71,2	77,3	78,3	82,4	87,9	/
Koreja	36	36,1	37,9	38,5	42,2	43,1	45,3	/	/
Luksemburg	210,7	224,5	228,4	216,8	280,4	307,4	288,1	305,8	325,8
Meksiko	2,7	2,8	3,1	3,3	3,8	3,9	4,1	4,3	4,6
Nizozemska	64	58,5	57,4	53,8	57,5	61,4	64,5	68,6	66,1
Norveška	34,1	35,9	37,1	34,2	38,6	39,4	38,6	39,8	42,8
Poljska	8,9	10	10,6	10,6	10	9,9	9,2	9,9	9,9
Portugal	26	30,2	31,2	31,7	36,1	36,6	33,8	34,9	34,8
Slovačka	7,8	7,5	8,5	7,5	8,5	8,9	8,5	/	/
Slovenija	10,7	11,6	13,1	11,8	13,7	14,8	14,4	17,3	18,1
Španjolska	25,2	22,2	20,8	20,7	22,2	22	23	24,4	26,4
Švedska	82,7	81,1	79,4	71,1	83,2	83,8	80,1	85,6	89,8
Švicarska	85,5	81,1	82,5	73,1	80,7	80,7	82,8	86,9	86,6
Turska	1,2	1,3	1,5	1,5	1,7	1,4	1,3	1,5	/
Ujedinjeno Kraljevstvo	94	94	95	83	91	88	85	89	/
Sjedinjene Američke Države	42,7	43,5	43,8	39,5	43	43,6	43,3	43,7	44,8
Ruska Federacija	2,7	2,3	2,1	1,9	2,2	1,9	1,7	1,7	1,8

Izvor: OECD, http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors statistics_2225207x [pristupljeno 09.11.2015.]

OECD,http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2013_instinv-2013-en [pristupljeno 17.03.2015.]

mogućih propasti financijskih institucija. Nakon 2011. godine udio imovine društava za osiguranje u BDP-u u većini država raste, što nije čudno s obzirom na činjenicu da su ljudi uvijek željeli minimizirati rizik, a kupovina osiguranja je vrlo dobar način da se to postigne. Isto tako dodatni poticaj za kupovinu osiguranja je sve više katastrofalnih događaja u svijetu uzrokovanih prirodnim nepogodama ili čovjekovim djelovanjem koji poprimaju sve veće razmjere, a u određenim slučajevima se može reći čak i globalni karakter. Visoki udio imovine društava za osiguranje u BDP-u Japana je prisutan zbog učestalih prirodnih katastrofa, naročito potresa, pa se Japanci stoga uvelike orjentiraju kupovini i životnih i neživotnih osiguranja. Nizak udio imovine društava za osiguranje u BDP-u Čilea i Meksika posljedica je dugogodišnje visoke i nestabilne stope inflacije, te makoroekonomskih i političkih turbulencija na području Latinske Amerike. Najveći udio imovine društava za osiguranje u BDP-u ima Luksemburg, no treba uzeti u obzir da se radi o takozvanoj mini-državi sa posebnim poreznim pogodnostima. Najmanji udio imovine društava za osiguranje u BDP-u ima Turska, što je objašnjivo specifičnostima financijskog sustava u muslimanskim zemljama; naime; u islamu se kupovina osiguranja smatra izrazom nedovoljnog pouzdavanja u Božju providnost, te stoga praksa kupovine osiguranja u muslimanskim zemljama nije raširena. U trenutku prikupljanja podataka o udjelu imovine društava za osiguranje u BDP-u podaci za Irsku nisu bili dostupni.

4.2. Analiza mirovinskih fondova

Mirovinski sustav i demografska struktura svake države imaju svoje posebnosti. To se odražava na udio imovine mirovinskih fondova u BDP-u. S obzirom na činjenicu da je u mirovinske fondove uključeno svo radno aktivno stanovništvo, čija brojnost je u svakoj državi dobro poznata i stabilna, udjeli imovine mirovinskih fondova u BDP-u su relativno stabilni. Značajnije varijacije koje se tijekom promatranog razdoblja događaju u pojedinim državama, primjerice u Australiji, Kanadi, Islandu, Nizozemskoj, Švedskoj, Švicarskoj, Ujedinjenom Kraljevstvu, te Sjedinjenim Američkim Državama, posljedica su ostvarenja manjih prinosa na ulaganja za vrijeme svjetske financijske krize, što se posebno vidi 2008. godine. Od 2009. godine u navedenim zemljama udio imovine mirovinskih fondova u BDP-u raste, što nije neobično s obzirom na to da mirovinski fondovi plasiraju svoja sredstva u što je moguće sigurnija ulaganja bez prevelikog rizika. Veći potresi u poslovanju mirovinskih fondova izazvali bi ozbiljne socijalne i političke posljedice za jednu državu, a možda bi najgora posljedica bila potpuni i trajni gubitak povjerenja u državu i njezine institucije i sustave. Upravo stoga države vode računa da do takvih događaja ne dolazi, a mirovinski fondovi sredstva ulažu ponajviše u državne obveznice koje se smatraju najsigurnijim oblikom ulaganja. Najveće udjele imovine mirovinskih fondova u BDP-u imaju Island i Nizozemska. Obje države imaju niske stope nezaposlenosti i visok životni standard, s druge strane nisu površinski prevelike, niti imaju prevelik broj stanovnika. Najmanji udio imovine mirovinskih fondova u BDP-u ima Turska. U trenutku prikupljanja podataka o udjelu imovine mirovinskih fondova u BDP-u podaci za Francusku, Grčku i Irsku nisu bili dostupni.

Tablica 4: Udio imovine mirovinskih fondova u BDP-u zemalja OECD-a od 2005. do 2013. godine

Udio u %

GODINA	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
DRŽAVA									
Australija	77,6	86,4	97,4	74,6	87,1	85,9	81,8	92,3	/
Austrija	4,7	4,6	4,6	4	4,8	5,1	4,8	5,2	/
Belgija	3,9	3,8	3,9	2,9	3,6	3,8	3,5	3,5	/
Kanada	58,1	61,8	60,8	50,2	58,3	62,7	61,8	65,4	70,1
Čile	55,6	57,5	61	49,8	62	62,6	58	59,8	62,2
Češka	3,9	3,9	4,3	4,6	5,3	5,7	6	6,6	/
Danska	51	48,5	48,4	55,4	63,5	71,5	75,4	75,5	69,2
Estonija	2,9	4	4,8	4,9	7,3	7,9	7,4	8,9	10
Finska	3,2	3	3	2,3	2,8	2,2	2,9	1,7	/
Francuska	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Njemačka	10,9	11	11,6	11,7	13,3	13,7	14	14,6	/
Grčka	/								/
Mađarska	8,7	9,7	10,9	9,8	13,6	15,1	4	4,1	4,1
Island	117,8	124,2	122,7	102,6	111,1	117	123	134,5	141,7
Irska	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Izrael	31,2	29,7	27	30,1	34,6	35,7	35	37,2	/
Italija	1,3	1,2	1,4	1,3	1,6	1,9	1,9	2,1	/
Japan	24,8	25,4	23,8	22,6	24,7	23,7	24,4	26,3	/
Koreja	3,8	3,7	3,7	3,4	3,8	4	3,9		/
Luksemburg	1,1	1,1	1,1	1	2,3	2,3	2,3	2,5	2,7
Meksiko	6,5	7	7,6	7,6	9,5	10,4		14,1	14,8
Nizozemska	119,6	120,5	115,2	95,3	110,5	119,2	125,7	146,7	149,3
Norveška	6,8	6,9	7,2	6,2	7,7	8	7,5	7,8	8,2
Poljska	8,7	11	11,9	10,9	13,4	15,6	14,7	17	18,2
Portugal	14,5	11,9	12,2	10,9	12	10,4	8,4	8,1	8,3
Slovačka	0,6	1,7	1,3	4,7	6,2	7,7	8,2		/
Slovenija	2,9	3,8	4	3,8	4,8	5,5	6	5,7	5,8
Španjolska	8,2	9,9	9,8	8,7	9,7	9,8	9,8	10,4	11,1
Švedska	3,8	13,6	14,2	10,7	15	15,2	15	17,4	20,8
Švicarska	101,3	98,1	94	80,3	91	92,5	91,6	97,2	103,2
Turska	0,1	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	/
Ujedinjeno Kraljevstvo	75	77	74	62	74	81	87	95	/
Sjedinjene Američke Države	70,5	87,9	88,6	82,2	91,3	97,2	96,1	97,3	100,7
Ruska Federacija	1,6	1,9	1,8	1,4	1,9	1,9	2,1	2,5	3,3

Izvor: OECD, http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics_2225207x [pristupljeno 09.11.2015.]

OECD,http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2013_instinv-2013-en [pristupljeno 17.03.2015.]

4.3. Kretanja u industriji investicijskih fondova

Od svih institucionalnih investitora na krize i njihove posljedice najosjetljiviji su otvoreni investicijski fondovi. To dobro pokazuju dosta dinamične promjene udjela imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u. Primjetno je veliko smanjenje udjela imovine otvorenih investicijskih fondova u nekim državama, i to u; Australiji, Austriji, Belgiji, Estoniji, Grčkoj, Islandu, Italiji, Portugalu, Španjolskoj i Turskoj. Uzrok tom smanjenju je ponajprije svjetska financijska kriza iz 2008. godine. Ta kriza je neke države izravno pogodila i poprilično ih poljuljala u svim sferama gospodarstva (Grčka, Italija, Španjolska, Portugal). U nekim državama su ulagači oprezniji i žele vidjeti konačne razmjere krize, kao i njeno moguće trajanje, pa prema dobivenim podacima odgađaju i planiraju svoja ulaganja, ili pak ulažu na većim i(li) sigurnijim tržištima na kojima poslovanje otvorenih investicijskih fondova ima dugogodišnju tradiciju. Upravo na tim većim i(li) sigurnijim tržištima vidi se značajan rast udjela imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u. To je najistaknutije u Kanadi, Danskoj, Irskoj, Luksemburgu, Švicarskoj, Ujedinjenom Kraljevstvu i u Sjedinjenim Američkim Državama. Visoki udio imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u ima Irska koja je atraktivna ulagačima sa raznih strana svijeta, naročito onima iz Sjedinjenih Američkih Država. U priloženim podacima se ističu i značajno manji udjeli imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u bivših socijalističkih zemalja u odnosu na kapitalističke zemlje. To je posljedica nepostojanja burzi u tim zemljama sve do pada komunizma u Europi, pa stanovništvu treba dosta vremena da shvati logiku funkcioniranja investicijskih fondova i prihvati ih kao novu mogućnost štednje i ulaganja. Iako je zastupljenost investicijskih fondova u bivšim socijalističkim državama mala, udio imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u ovih zemalja je relativno stabilan unatoč svjetskoj financijskoj krizi. Relativno mali udio imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u imaju Čile i Meksiko što je posljedica prisutnosti nestabilne stope inflacije, te dugotrajne političke i makroekonomske nestabilnosti. Najveći udio imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u ima Luksemburg koji je poznata porezna oaza primamljiva različitim strukturama ulagača. Najmanji udio imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u ima Ruska Federacija koja je bivša komunistička država, čije je gospodarstvo i danas specifično i najviše orjentirano eksploataciji i izvozu nafte i plina. U trenutku prikupljanja podataka o

udjelu imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u podaci za Češku, Japan, Koreju i Nizozemsku nisu bili dostupni.

Tablica 5: Udio imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u zemalja OECD-a od 2005. do 2013. godine

Udio u %

GODINA	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
DRŽAVA									
Australija	25,7	38	35,2	21,3	25,6	22,4	16,1	16,8	/
Austrija	64,7	63,4	58,2	44,8	49,5	50,7	44,1	46	/
Belgija	36,8	37,9	36	25,4	27,8	26,3	22	22,5	/
Kanada	48,3	52,7	55	43,4	54,7	58	56,9	62,3	72
Čile	10,2	11,7	13,5	12,1	18,2	16,3	14,1	13,9	15
Češka	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Danska	51,4	55	58,7	43	50,5	71,5	77,8	89,8	100,5
Estonija	7,6	9	8,6	2,1	3	3,3	2,2	2,2	2,3
Finska	28,4	35,8	36,3	21,8	30,4	33,7	28,8	34,6	/
Francuska	74,5			67,3	76,9	74	64,3	66,8	66,1
Njemačka	45,3	44,4	43,2	37,2	43,6	45,7	43,4	48,7	/
Grčka	14,2	10,7	9,1	3,5	3,5	2,8	1,9	2,3	2,5
Mađarska	7,9	9,1	11,5	7,2	10,4	12,9	10,2	10,6	14,1
Island	37,3	37,8	50,7	13,7	12,3	17,5	17,9	18,5	19,1
Irska	353,1	393,4	406,7	357,1	458,4	610,7	649,5	762,2	832,3
Izrael	20,8	16,4	16,6	12,8	16,4	18	15,4	17,2	/
Italija	24	19,4	15,3	12,4	13	11,5	8,9	8,7	/
Japan	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Koreja	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Luksemburg	5269	5706,7	6021,3	4622,3	5546,8	6052,1	5513,1	6012,6	6407,2
Meksiko	5,5	6,7	7,5	6,4	7,9	9,3	/	/	/
Nizozemska	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Norveška	13,9	17,7	19,9	12,5	19	21,4	19,3	21	24
Poljska	6,3	9	11,2	5,5	6,3	7,5	5,6	6,5	7,9
Portugal	18,4	17,4	14,6	7,8	9,7	7,8	6,2	7,2	7,2
Slovačka	7	6,4	6,9	4,4	5,4	5,7	4,6	/	/
Slovenija	4,8	6,1	8,3	4	5,1	5,7	4,9	5,1	5,1
Španjolska	32,2	30	26,8	18,3	18,5	16	14,6	14,2	17,8
Švedska	46,4	47	47,3	32,5	46,5	50,9	44,9	51,4	62,7
Švicarska	53,2	69,4	72,5	53,9	66,2	69,7	70,8	78,4	86,3
Turska	4,5	3	3,2	2,5	3,1	2,8	2,1	2,1	/
Ujedinjeno Kraljevstvo	29	32	34	29	35	42	39	44	/
Sjedinjene Američke Države	63,7	70,6	79,2	65,7	76	77,6	74,5	82,3	94,8
Ruska Federacija	0,3	0,6	0,6	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2

Izvor: OECD, http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics_2225207x [pristupljeno 09.11.2015.]

OECD,http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2013_instinv-2013-en [pristupljeno 17.03.2015.]

5. EMPIRIJSKA ANALIZA UTJECAJA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA GOSPODARSKI RAST

5.1. Podaci i metodologija

U ovom dijelu rada provest će se empirijska analiza utjecaja razvjenosti institucionalnih investitora na gospodarski rast. Prostorna komponenta ove analize su zemlje OECD-a, i to: Australija, Austrija, Belgija, Kanada, Čile, Češka, Danska, Estonija, Finska, Francuska, Njemačka, Grčka, Mađarska, Island, Irska, Izrael, Italija, Japan, Koreja, Luksemburg, Meksiko, Nizozemska, Norveška, Poljska, Portugal, Slovačka, Slovenija, Španjolska, Švedska, Švicarska, Turska, Ujedinjeno Kraljevstvo, Sjedinjene Američke Države, Ruska Federacija. Vremenska komponenta ove analize je razdoblje od 2005. godine do 2013. godine. Riječ je o godišnjim podacima. Podaci korišteni za analizu u ovom radu su nebalansirani panel podaci jer za neke jedinice promatranja nedostaju podaci za neke varijable u nekom razdoblju.

Kao determinante gospodarskog rasta korištene su sljedeće varijable:

- Gospodarski rast s vremenskim pomakom t-1
- Razvijenost institucionalnih investitora
- Inflacija
- Razvijenost bankovnog sustava
- Državna potrošnja
- Visokoobrazovana radna snaga
- Investicije.

Gospodarski rast s vremenskim pomakom t-1 predstavlja promjenu vrijednosti rasta BDP-a u odnosu na prethodnu godinu. Očekivani utjecaj lagirane zavisne varijable na zavisnu varijablu je pozitivan.

Razvijenost institucionalnih investitora ukazuje na utjecaj institucionalnih investitora (društava za osiguranje, mirovinskih fondova, te investicijskih fondova) kao financijskih institucija na kretanje BDP-a kroz kupnju imovine na financijskim tržištima. Institucionalni

investitori omogućavaju ulagačima dobru diverzifikaciju portfelja, a samim tim i dobru zaštitu od rizika, i stoga je očekivani njihov pozitivan utjecaj na gospodarski rast.

Inflacija je pokazatelj kretanja cijena. Dakle, isti je korišten u modelu kako bi se vršila procjena kretanja na financijskim tržištima uzimajući u obzir i kretanja razine cijena. Očekivani utjecaj inflacije na gospodarski rast je negativan jer visoke i nestabilne stope inflacije značajno povećavaju nesigurnost u poslovanju i stvaraju negativnu klimu za ulaganja.

Razvijenost bankovnog sustava pokazuje mogućnost dolaska do kredita i efikasnost transfera sredstava od suficitarnih prema deficitarnim subjektima na financijskom tržištu. Očekivani utjecaj razvijenosti bankovnog sustava na gospodarski rast je pozitivan jer bolja dostupnost kredita može označavati bolji transfer sredstava od štedno suficitarnih prema štedno deficitarnim subjektima.

Državna potrošnja ukazuje na potrošnju središnje države, s tim da su iz ovih podataka izuzeta državna ulaganja u vojsku. Očekivani utjecaj državne potrošnje na gospodarski rast je negativan jer veliko uplitanje države u gospodarstvo povećava neefikasnost gospodarstva.

Visokoobrazovana radna snaga važan je pokazatelj o strukturi radne snage jedne države. Visokoobrazovano stanovništvo je važan pokretač novih pozitivnih promjena u gospodarstvu, što pozitivno utječe na gospodarski rast.

Investicije su iskazane kao postotak investicija u BDP-u. Više investicija dovodi do povećanja brzine i efikasnosti poslovanja, što ima pozitivan utjecaj na gospodarski rast.

Tablica 6: Prikaz varijabli i izvora podataka

Varijabla	Oznaka za varijablu	Mjera varijable	Očekivani predznak	Izvor
Gospodarski rast	Rast_BDP	Stopa rasta BDP-a (realna)	+	Svjetska banka
Razvijenost institucionalnih investitora	Inst_ulag	Udio imovine institucionalnih investitora (društva za osiguranje, investicijski fondovi, mirovinski fondovi u BDP-u zemalja OECD-a (%BDP-a)	+	OECD
Inflacija	Deflator	Stopa inflacije (BDP deflator) (%)	-	Svjetska banka
Razvijenost bankovnog sustava	Kre_pr_se	Udio kredita privatnom sektoru u BDP–u zemalja OECD–a (%BDP-a)	+	Svjetska banka
Državna potrošnja	Drz_pot	Udio državne potrošnje u BDP-u zemalja OECD-a (%BDP-a)	-	Svjetska banka
Visokoobrazovna radna snaga	R_s_VSS	Udio radne snage sa VSS u ukupnoj radnoj snazi (%)	+	Svjetska banka
Investicije	Investicije	Udio investicija u BDP-u zemalja OECD-a (%BDP-a)	+	Svjetska banka

Izvor: Prikaz autora

U empirijskom dijelu ovog rada korišten je dinamički panel Blundellov i Bondov (BB) procjenitelj. BB procjenitelj je pokazao dobra svojstva ukoliko je broj razdoblja malen, kao i u slučaju persistentnih varijabli. Prednost korištenja panel analize je to što panel podaci istodobno obuhvaćaju i prostornu i vremensku komponentu neke varijable. Tako zapravo panel analiza neutralizira probleme koji su se javljali pri zasebnom provođenju prostorne analize i analize vremenskih nizova. Korištenje panel podataka omogućava definiranje i testiranje kompliciranijih ekonometrijskih modela. Panel podaci umanjuju pristranost parametara koja se javlja zbog nedostatka podataka, smanjuju problem multikolinearnosti i manje su osjetljivi na netipične vrijednosti, takozvane „outliere“. Da bi panel analiza bila uspješna panel podaci moraju biti homogeni, što znači da jedinice promatranja moraju imati zajednička svojstva. Ako panel podaci nisu homogeni rezultati panel analize nisu relevantni jer se dogodi da se niti jedna promatrana varijabla ne pokaže statistički značajnom.

U analizi je korišten Sarganov test (Sargan-Hansenov test) kojim se testira valjanost instrumenata potrebnih za procjenu dinamičkog panel modela. Ako se prihvati nulta hipoteza testa da su odabrane instrumentalne varijable nekorelirane s rezidualima, to upućuje da su svi uvjeti na momente zadovoljeni i da se svi navedeni instrumenti prihvaćaju.

Nakon Sarganovog testa, provode se i Arellano-Bondovi testovi autokorelacije, odnosno dijagnostički testovi o autokorelaciji među prvim diferencijama rezidualnih odstupanja, testovi *m*1 i *m*2 kojima se ispituje konzistentnost procjena parametara. Ako postoji autokorelacija prvog reda, procjene su konzistentne. Ako postoji autokorelacija drugog ili višeg reda, procjene parametara su nekonzistentne. Zaključci u empirijskom dijelu rada su doneseni pri razini signifikantnosti od 5%. Analiza je rađena u programu STATA 11.

5.2. Analiza rezultata

U prvom koraku procjene panel modela vrši se testiranje korelacije među nezavisnim varijablama. Postojanje problema multikolinearnosti u modelu za posljedicu može imati lažnu statističku značajnost/neznačajnost procijenjenih parametara kao i problem da parametri imaju suprotan predznak.

Tablica 7: Korelacijska matrica

	rast_BDP	inst_u~g	deflator	kre_pr~e	drz_pot	r_s_VSS	invest~e
rast_BDP	1.0000						
inst_ulag	-0.0853	1.0000					
deflator	0.3203*	-0.3088*	1.0000				
kre_pr_se	-0.2015*	0.7842*	-0.2817*	1.0000			
drz_pot	-0.3131*	0.1017	-0.2332*	0.1701*	1.0000		
r_s_VSS	-0.0233	0.2157*	0.1647*	0.1601*	0.2131*	1.0000	
investicije	0.4550*	-0.1667*	0.1741*	-0.1423*	-0.2600*	-0.0290	1.0000

Izvor: Izračun autora

Iz korelacijske matrice se može uočiti da su između varijabli razvijenost institucionalnih investitora i razvijenost bankovnog sustava postoji korelacija. Ta činjenica ne znači da se varijabla razvijenost bankovnog sustava mora isključiti iz modela, jer je ozbiljan problem multikolinearnosti prisutan ako je korelacija veća od 0,8 [59].

[59] Prema: Pivac, S. (2010.): Statističke metode, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, Split, str. 280.

Dakle, procjenjuje se model:

$$\textbf{rastbdpa it} = \alpha + \gamma\ \textbf{rastbdpa}_{i,t-1} + \beta 1\ \textbf{inst_ulag}_{it} + \beta 2\ \textbf{deflator}_{it} + \beta 3\ \textbf{kre_pr_se}_{it} + \beta 4\textbf{drz_pot}_{it} + \beta 5\textbf{r_s_VSS}_{it} + \beta 6\textbf{investicje}_{it} + e_{it} \quad (1)$$

gdje je $rastbdpa_{it}$ stopa rasta BDP-a, $rastbdpai,_{t-1}$ stopa rasta BDP-a u razdoblju sa vremenskim pomakom minus jedan, $inst_ulag_{it}$ predstavljaju imovinu institucionalnih investitora (društva za osiguranje, mirovinski fondovi i investicijski fondovi) izraženu u postocima BDP-a, $deflator_{it}$ pokazatelj kretanja razine cijena, $kre_pr_se_{it}$ predstavljaju kredite privatnom sektoru izražene kao omjer s BDP-om, drz_pot_{it} predstavlja potrošnju tijela središnje vlasti izraženo u % BDP-a, $r_s_VSS_{it}$ predstavljaju udio stanovništva sa završenom visokom stručnom spremom u ukupnom radno aktivnom stanovništvu, te $investicje_{it}$ predstavljaju postotni udio investicija u BDP-u.

Tablica 8: Deskriptivna statistika

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
rast_BDP	overall	.0178595	.0349789	-.147244	.1083444	N = 288
	between		.0156483	-.0224676	.0444959	n = 32
	within		.0313923	-.1561025	.0968514	T = 9
inst_u~g	overall	.9234682	.7197321	.035	2.761	N = 220
	between		.7159401	.0438889	2.455	n = 26
	within		.1244206	.5103571	1.526357	T = 8.46154
deflator	overall	.0280708	.031227	-.0520497	.1930609	N = 288
	between		.0242748	-.0117379	.123131	n = 32
	within		.020057	-.075123	.1068746	T = 9
kre_pr~e	overall	1.003599	.5629144	.0021735	3.121536	N = 276
	between		.5403515	.0512885	1.912851	n = 32
	within		.1624515	.2146683	2.212284	T = 8.625
drz_pot	overall	.1937611	.0396937	.099513	.2806423	N = 288
	between		.039081	.1076509	.2596309	n = 32
	within		.0095309	.1676711	.2222209	T = 9
r_s_VSS	overall	.2923661	.0965394	.115	.563	N = 254
	between		.0945753	.1535556	.5373333	n = 32
	within		.0216414	.2063661	.3456995	T-bar = 7.9375
invest~e	overall	.2310689	.0424893	.1147962	.3934658	N = 288
	between		.0314514	.1726398	.3155696	n = 32
	within		.029047	.1433815	.372773	T = 9

Izvor: Izračun autora

Iz prikaza deskriptivne statistike može se uočiti da je prosječna stopa rasta BDP-a u promatranom razdoblju 1,79% sa prosječnim odstupanjem od aritmetičke sredine 3,498 postotnih poena. Dakle, prosječno odstupanje od aritmetičke sredine je veliko, što znači da se

stopa rasta BDP-a i po godinama i po zemljama značajno razlikuje. Najmanja zabilježena stopa rasta BDP-a je -14,72%, dok je najveća 10,83%.

Prosječan udio imovine institucionalnih investitora u BDP-u u promatranom razdoblju je 92,35% sa prosječnim odstupanjem od aritmetičke sredine 71,95 postotnih poena. Prosječno odstupanje od aritmetičke sredine je veliko, što pokazuje bitne razlike u razvijenosti institucionalnih investitora među zemljama OECD-a. Najmanji zabilježen udio imovine institucionalnih investitora u BDP-u je 3,50% BDP-a, dok je najveći 276% BDP-a.

Prosječna stopa inflacije je 2,81% sa prosječnim odstupanjem od aritmetičke sredine 3,122 postotnih poena. Stopa inflacije se kreće u rasponu od -5,20% do 19,31%.

Prosječna razina odobrenih kredita privatnom sektoru je 100,36% BDP-a sa prosječnim odstupanjem 56,29 postotnih poena. Najmanji prosječan zabilježen udio kredita privatnom sektoru u BDP-u je 0,21%, dok je najveći zabilježen udio 312,54%.

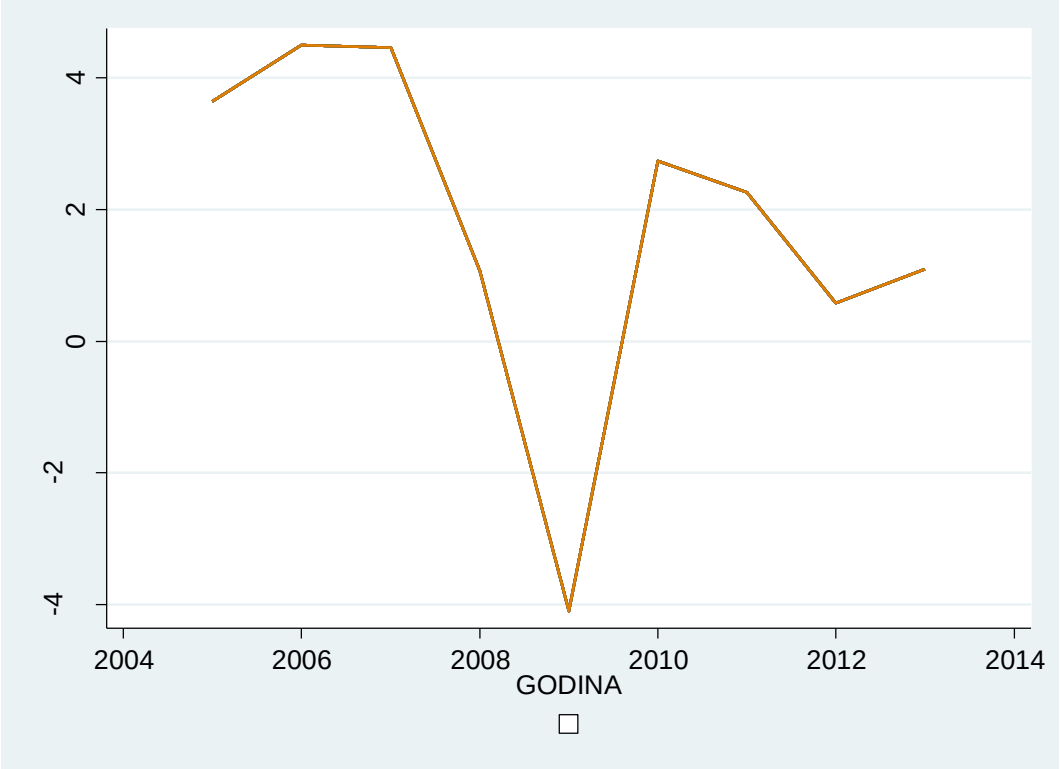
Prosječan udio državne potrošnje u BDP-u zemalja OECD-a iznosi 19,38%. Prosječno odstupanje od aritmetičke sredine iznosi 3,97 postotnih poena. Udio državne potrošnje u BDP-u kreće se od 9,95% do 28,06%.

Prosječan udio visokoobrazovane radne snage je 29,24% sa prosječnim odstupanjem od prosjeka za 9,65 postotnih poena. Najmanji zabilježen udio visokoobrazovanih zaposlenika u ukupnoj radnoj snazi je 11,50% dok je najveći 56,30%.

Prosječan udio investicija u BDP-u je 23,11% sa prosječnim odstupanjem od aritmetičke sredine 4,25 postotnih poena. Najmanji udio investicija u BDP-u je 11,48%, dok je najveći 39,35%.

U nastavku rada dan je grafički prikaz promatranih varijabli. Riječ je o prosječnim vrijednostima promatranih varijabli u zemljama OECD-a po godinama.

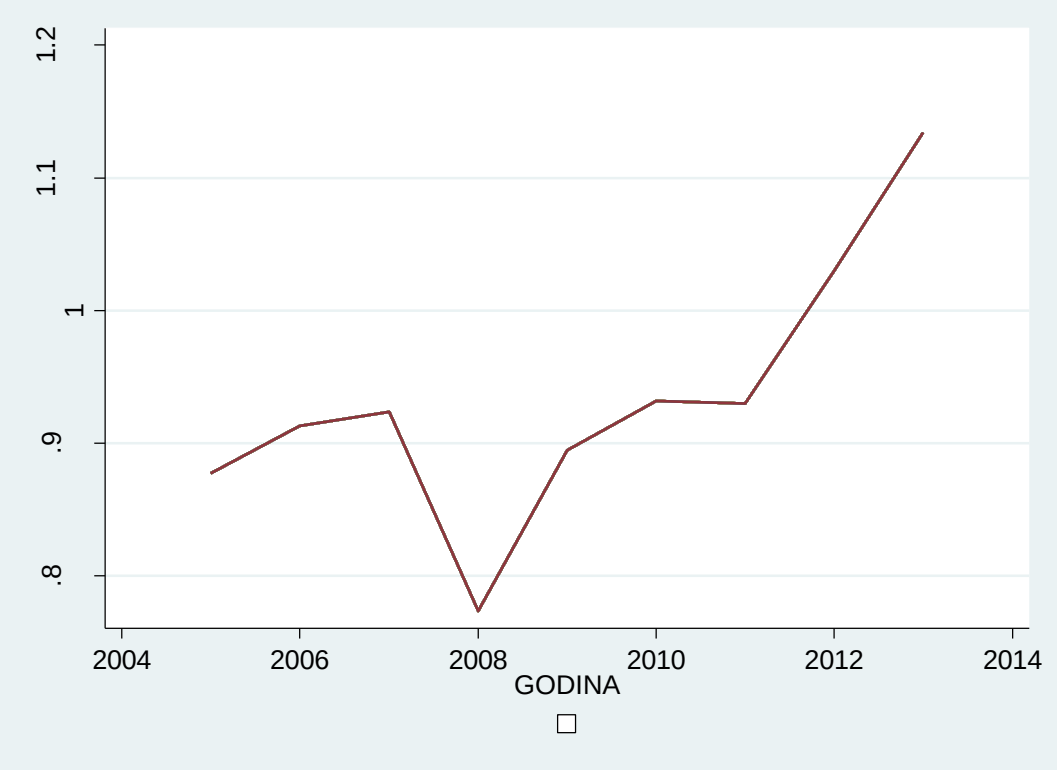
Graf 1: Kretanje prosječne stope rasta BDP-a zemalja OECD-a po godinama (%)



Izvor: Prikaz autora

Iz grafičkog prikaza je uočljivo da su promatrane zemlje OECD-a dolaskom financijske krize u prosjeku imale negativnu stopu rasta od 4%. Promatrane zemlje u prosjeku u promatranom razdoblju nakon 2009. godine nisu dostigle stope rasta koje su postojale prije dolaska svjetske financijske krize.

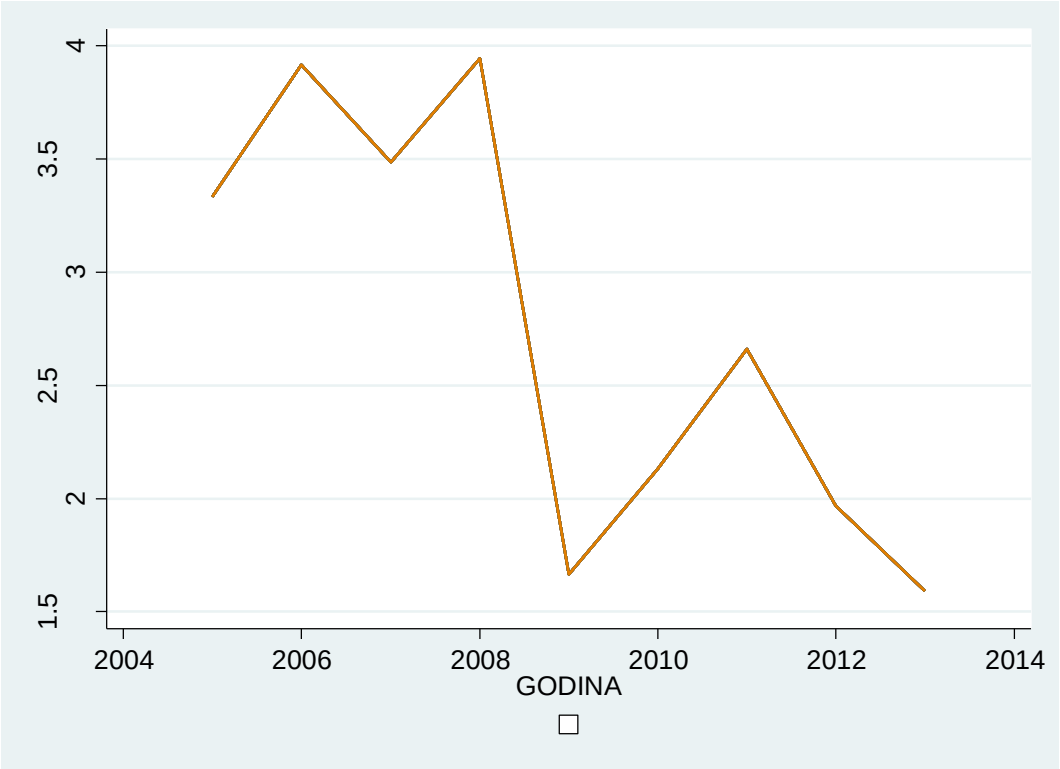
Graf 2: Kretanje prosječnog zbroja udjela imovine institucionalnih investitora u BDP-u zemalja OECD-a po godinama (%)



Izvor: Prikaz autora

Iz grafičkog prikaza se može uočiti da je u promatranim zemljama OECD-a dolaskom svjetske financijske krize 2008. godine u prosjeku vidljiv pad udjela imovine institucionalnih investitora u BDP-u, da bi u narednim godinama te zemlje bilježile rast udjela imovine institucionalnih investitora u BDP-u.

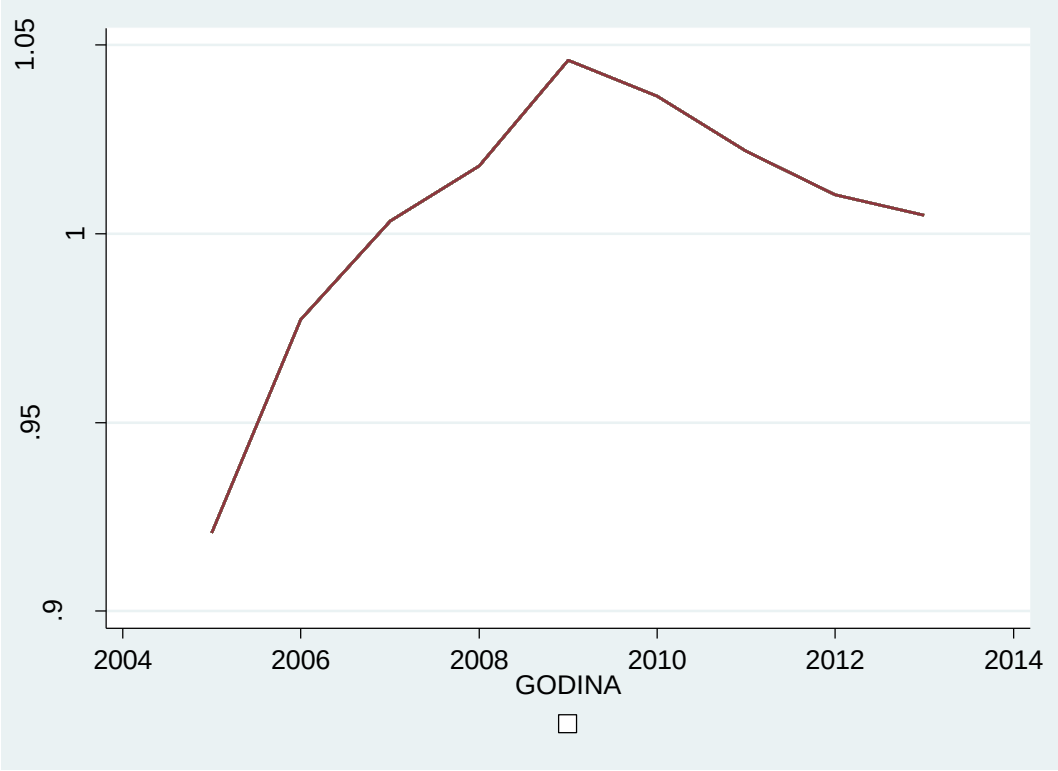
Graf 3: Kretanje prosječne stope inflacije zemalja OECD-a po godinama (%)



Izvor: Prikaz autora

Iz grafičkog prikaza se može uočiti da su promatrane zemlje OECD-a dolaskom financijske krize u prosjeku bilježile pad stope inflacije. Promatrane zemlje su u prosjeku u promatranom razdoblju nakon 2009. godine imale niže stope inflacije od stopa koje su postojale prije dolaska globalne financijske krize.

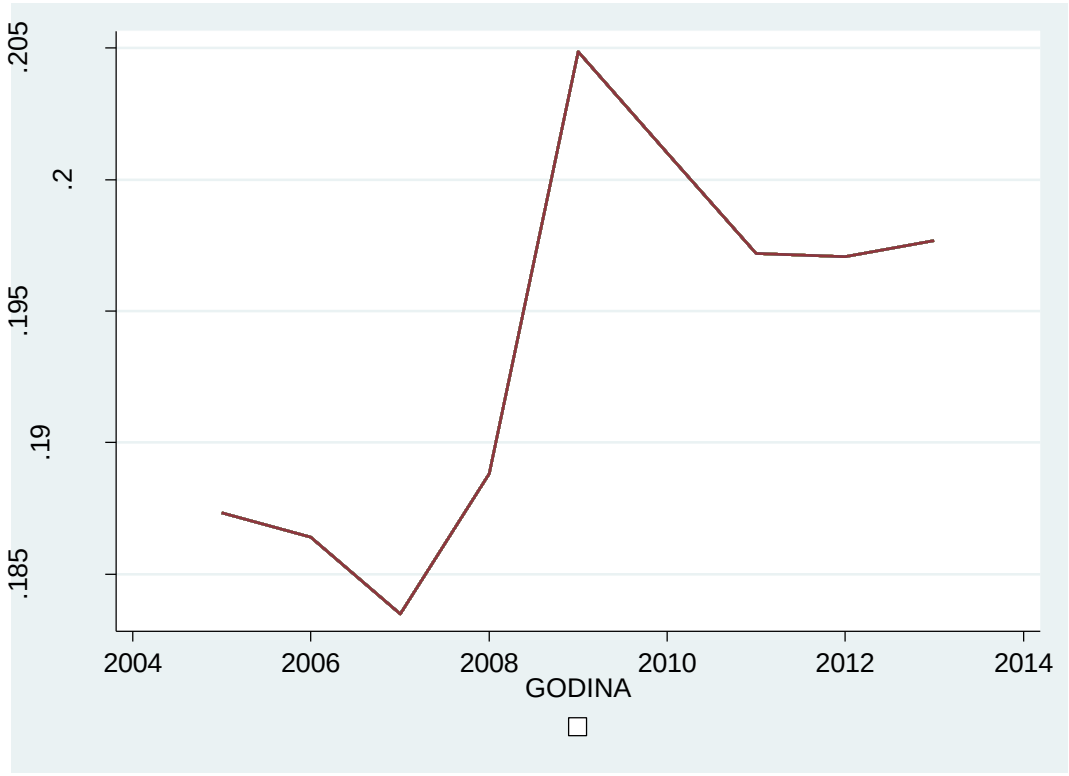
Graf 4: Kretanje prosječnog udjela kredita privatnom sektoru u BDP-u zemalja OECD-a po godinama (%)



Izvor: Prikaz autora

Iz grafičkog prikaza se može uočiti da su promatrane zemlje OECD-a u vremenima prije krize bilježile rast udjela kredita privatnom sektoru u BDP-u. Taj rast je prekinut dolaskom svjetske financijske krize i u narednim razdobljima vidljiv je konstantan pad.

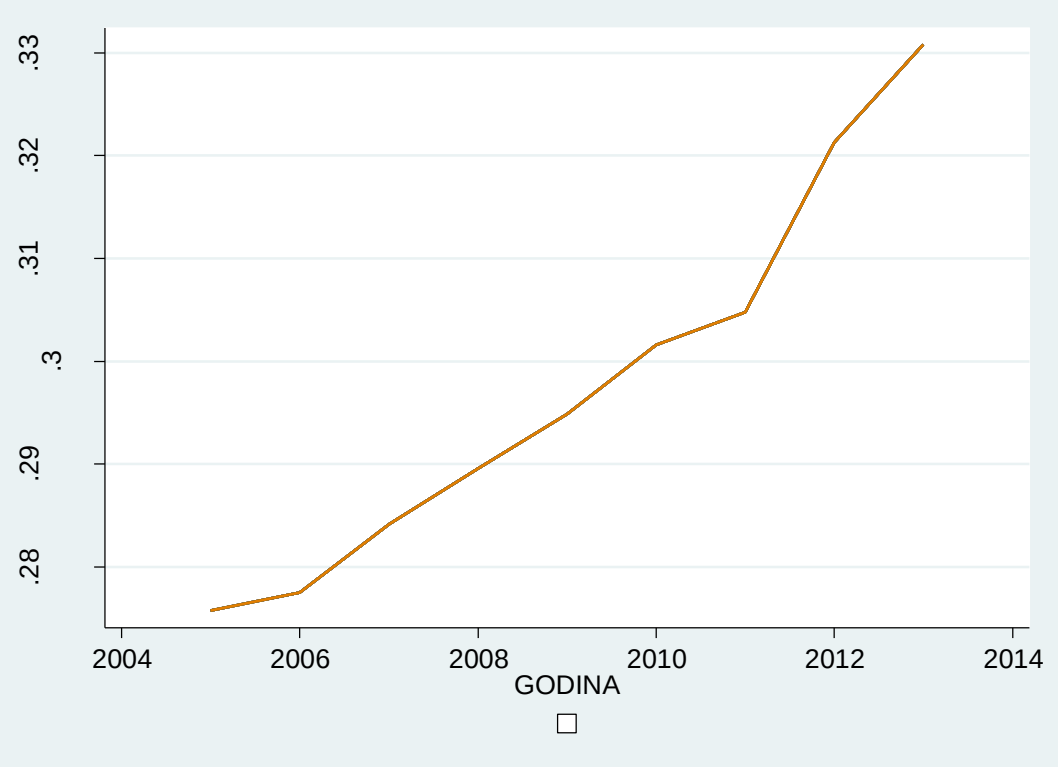
Graf 5: Kretanje prosječnog udjela državne potrošnje u BDP-u zemalja OECD-a po godinama (%)



Izvor: Prikaz autora

Iz grafičkog prikaza se vidi da je značaj državne potrošnje promatranih zemalja u prosjeku značajnije rastao dolaskom svjetske financijske krize. To se događa iz 2 razloga; počinje se provoditi ekspanzivna fiskalna politika da se potakne gospodarski rast. Drugi razlog je neelastičnost rashodovne strane državnog proračuna; naime u situacijama pada BDP-a rashodi se teže korigiraju (primjerice plaće zaposlenicima javnog sektora, materijalni troškovi i sl.).

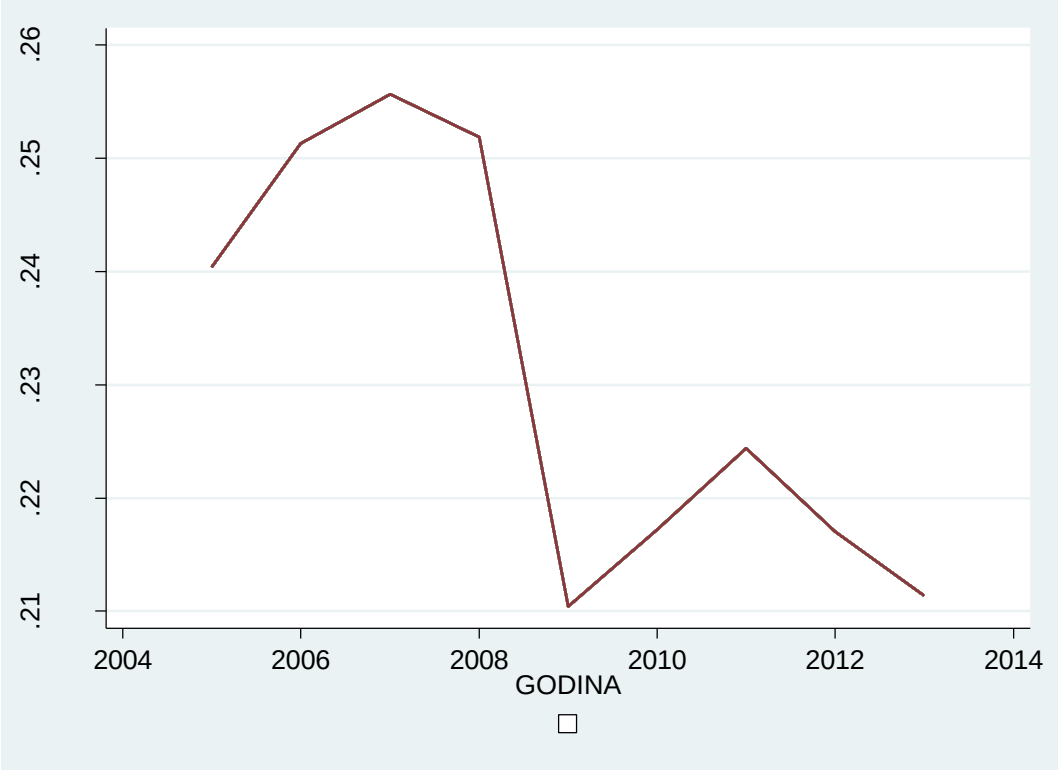
Graf 6: Kretanje prosječnog udjela visokoobrazovane radne snage u ukupnoj radnoj snazi zemalja OECD-a po godinama (%)



Izvor: Prikaz autora

Iz grafičkog prikaza je vidljiva tendencija rasta udjela visokoobrazovane radne snage u ukupnoj radnoj snazi. Razlog tomu je što se mlađe generacije sve više obrazuju.

Graf 7: Kretanje prosječnog udjela investicija u BDP-u zemalja OECD-a u razdoblju od 2005. do 2013. godine (%)



Izvor: Prikaz autora

Grafički prikaz pokazuje da je dolaskom svjetske financijske krize udio investicija u BDP-u zemalja OECD-a značajno pao, dok se u promatranom razdoblju nakon dolaska svjetske financijske krize udio investicija u BDP-u kretao u vrijednostima nižim od onih prije dolaska krize. Situacija nije neobična s obzirom na činjenicu da investitori nakon nastupanja kriza zbog straha od rizika gubitka uloženih sredstava postaju oprezniji i čekaju daljnji razvoj situacije da bi mogli imati više informacija na osnovu kojih mogu donijeti najbolju odluku o investiranju svojih sredstava.

Hipoteza H0: Razvijenost institucionalnih investitora utječe na gospodarski rast.

Tablica 9: Blundellov i Bondov (BB) procjenitelj

```
System dynamic panel-data estimation          Number of obs      =       165
Group variable: zemljaid                      Number of groups   =        26
Time variable: godina
                                              Obs per group:  min =         1
                                                              avg =  6.346154
                                                              max =         8

Number of instruments =     21                Wald chi2(7)       =   5712.22
                                              Prob > chi2        =    0.0000
Two-step results
```

rast_BDP	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
rast_BDP L1.	.3455962	.0300032	11.52	0.000	.286791	.4044015
inst_ulag	.0261202	.0083421	3.13	0.002	.00977	.0424703
deflator	-.0343856	.0301003	-1.14	0.253	-.093381	.0246098
kre_pr_se	-.0447873	.0064252	-6.97	0.000	-.0573805	-.0321941
drz_pot	-2.053997	.2664421	-7.71	0.000	-2.576214	-1.531781
r_s_VSS	.6613194	.0694148	9.53	0.000	.525269	.7973699
investicije	1.121803	.0893137	12.56	0.000	.9467515	1.296855
_cons	.0017481	.0676669	0.03	0.979	-.1308767	.1343729

```
Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard
         errors are recommended.
Instruments for differenced equation
        GMM-type: L(2/2).rast_BDP
        Standard: D.inst_ulag D.deflator D.kre_pr_se D.drz_pot D.r_s_VSS
                  D.investicije
Instruments for level equation
        GMM-type: LD.rast_BDP
        Standard: _cons
```

Izvor: Izračun autora

$$\textbf{rastbdpa}_{it} = \textbf{0,002} + \textbf{0,3456rastbdpa}_{i,t-1} + \textbf{0,0261inst_ulag}_{it} - \textbf{0,0344deflator}_{it} - \textbf{0,0448kre_pr_se}_{it} - \textbf{2,054drz_pot}_{it} + \textbf{0,6613r_s_VSS}_{it} + \textbf{1,1218investicije}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \textbf{(2)}$$

Problem korelacije instrumentalnih varijabli s rezidualima testira se Sarganovim testom.

Tablica 10: Sarganov test

```
Sargan test of overidentifying restrictions
        H0: overidentifying restrictions are valid

        chi2(13)     =  18.32018
        Prob > chi2  =    0.1457
```

Izvor: Izračun autora

Na temelju rezultata Sarganova testa može se donijeti zaključak da su korišteni instrumenti valjani.

Da bi procijenjeni model bio adekvatan potrebno je da su procjene parametara konzistentne. Konzistentnost parametara testra se Arellano-Bondovim testom autokorelacije.

Tablica 11: Arellano – Bondov test autokorelacije

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-2.4511	0.0142
2	1.0252	0.3053

Izvor: Izračun autora

Na temelju AB testa autokorelacije može se uočiti da postoji problem autokorelacije među prvim diferencijalima reziduala, dok među drugim diferencijalima ne postoji problem autokorelacije (nema autokorelacije drugog reda). Dakle, procjene parametara su konzistentne.

Tumačenja koeficijenata:

Konstantni član = 0,002 što znači da je očekivana stopa rasta BDP-a 0,002% ukoliko je vrijednost ostalih pokazatelja jednaka 0

Na gospodarski rast u promatranom razdoblju utječe stopa gospodarskog rasta iz prethodnog razdoblja. Povećanjem gospodarskog rasta u tekućem razdoblju za jedan postotni poen može se očekivati u prosjeku za 0,3456 postotnih poena veća stopa gospodarskog rasta u sljedećem razdoblju uz ostvarenu pretpostavku ceteris paribus.

Porastom razvijenosti institucionalnih investitora za jedan postotni poen očekuje se povećanje gospodarskog rasta u prosjeku za 0,0261 postotnih poena uz ostvarenu pretpostavku ceteris paribus. Institucionalni investitori (društva za osiguranje, mirovinski fondovi i investicijski fondovi) omogućavaju ulagačima dobru diverzifikaciju portfelja, više mogućnosti za ulaganja, te zaštitu od različitih rizika. Osim navedenih konstatacija pozitivan utjecaj institucionalnih investitora na gospodarski rast potkrjepljuju i rezultati dosadašnjih istraživanja. Tako primjerice Ćirić i Njegomir[60], Davis[61], Olgić Draženović, Kusanović i Jurić[62], Harichandra i

[60] Ćirić, J. i Njegomir, V. (2012.), op.cit.

Thangavelu[63], te Cvetanović[64] u svojim radovima zaključuju da institucionalni investitori promatrani kao cjelina ili razdvojeni po vrstama imaju pozitivan utjecaj na gospodarski rast i razvitak financijskog sustava. Haiss i Sumegi[65] su analizom podataka o premijama osiguranja došli do zaključka da razvoj sektora osiguranja utječe na gospodarski rast. Zandberg i Spierdijk[66] su proučavajući mirovinske fondove zaključili da postoji statistički značajna veza između razvoja mirovinskih fondova i gospodarskog rasta, međutim ta veza nije od pretjerane važnosti za cjelokupni gospodarski rast.

Ako inflacija poraste za jedan postotni poen može se očekivati usporavanje gospodarskog rasta u prosjeku za 0,0344 postotnih poena uz ostvarenu pretpostavku ceteris paribus. Navedeni odnos je očekivan jer visoke stope inflacije stvaraju nesigurnost u poslovanju i nepovoljne okolnosti za ulaganja što usporava gospodarski rast.

Iako je prema teorijskim predviđanjima utjecaj razvijenosti bankovnog sustava na gospodarski rast pozitivan, jer razvijeniji bankovni sustav omogućava efikasniji transfer sredstava od štedno suficitarnih štedno deficitarnim subjektima, i samim time veću efikasnost financijskih tržišta sa boljim mogućnostima razvoja za sve dionike istoga, u ovom istraživanju rezultati su suprotni očekivanjima. Naime, velika dostupnost kredita može dovesti do prezaduženosti u gospodarstvu što sprječava normalno odvijanje poslovanja i samim tim zaustavlja gospodarski rast. Dakle, porast razvijenosti bankovnog sustava za jedan postotni poen dovodi do smanjenja gospodarskog rasta u prosjeku za 0,0448 postotnih poena uz ostvarenu pretpostavku ceteris paribus.

Povećanjem državne potrošnje za jedan postotni poen može se očekivati smanjenje gospodarskog rasta u prosjeku za 2,054 postotnih poena uz ostvarenu pretpostavku ceteris

---

[61] Davis, P. (2000.), op.cit.

[62] Olgić Draženović, B., Kusanović, T. i Jurić, Z. (2015.), op.cit.

[63] Harichandra K., Thangavelu, S.M. (2004), op.cit.

[64] Cvetanović, S. (2006.), op.cit.

[65] Haiss, P. I Sumegi, K. (2006.), op.cit.

[66] Zandberg, E. i Spierdijk, L. (2010.), op.cit.

paribus. Naime, značaj državne potrošnje raste upravo u vrijeme kriza jer se provođenjem ekspanzivne fiskalne politike pokušava potaknuti gospodarski rast. Osim toga veliko uplitanje države u gospodarstvo onemogućava djelovanje tržišnih mehanizama i povećava neefikasnost gospodarstva, što zapravo usporava oporavak i gospodarski rast.

Ako se visokoobrazovana radna snaga poveća za jedan postotni poen može se očekivati u prosjeku za 0,6613 postotnih poena veći gospodarski rast uz ostvarenu pretpostavku ceteris paribus. Visokoobrazovano stanovništvo, s obzirom na svoje kompetencije, bolje razumije prednosti i nedostatke različitih oblika ulaganja. Osim toga, sklono je istraživanju i okretanju suvremenijim oblicima poslovanja i ulaganja. Visokoobrazovano stanovništvo je informatički pismeno što olakšava i ubrzava procese traženja informacija i ulaganja.

Investicije donose gospodarstvu dosta razvojnih mogućnosti, poput povećanja ponude, stvaranja veće i zdravije konkurencije, više mogućnosti za poslovnu suradnju i udruživanja, te brže i kvalitetnije realizacije različitih projekata. Stoga se porastom investicija za jedan postotni poen može očekivati povećanje gospodarskog rasta u prosjeku za 1,1218 postotnih poena uz ostvarenu pretpostavku ceteris paribus.

Razvijenost institucionalnih investitora statistički značajno utječe na gospodarski rast. Na gospodarski rast statistički značajno utječu i sljedeće varijable:

- Gospodarski rast s vremenskim pomakom t-1
- Razvijenost bankovnog sustava
- Državna potrošnja
- Visokoobrazovana radna snaga
- Investicije.

Varijabla Inflacija nije statistički značajno utjecala na gospodarski rast.

6. ZAKLJUČAK

Institucionalni investitori (društva za osiguranje, mirovinski fondovi i investicijski fondovi) su doživjeli značajan razvoj zadnjih desetljeća, a samim time je i njihova važnost u cjelokupnom financijskom sustavu porasla. Taj nagli razvitak institucionalnih investitora uvjetovan je sve naglašenijom potrebom za uspješnijim i kvalitetnijim upravljanjem rastućim rizicima koji se javljaju pri različitim ulaganjima.

Najvažnija prednost institucionalnih investitora je što omogućavaju ulagačima dobru diverzifikaciju portfelja, što je u današnjim vremenima velikih i brzih promjena od presudne važnosti za ostvarivanje sigurnosti ulaganja. Svaka od navedenih vrsta institucionalnih investitora ima svoja obilježja, pa se posebnosti svake vrste institucionalnih investitora vide kroz funkcioniranje pojedine vrste institucionalnih investitora unutar financijskog sustava, ali i kroz utjecaj na gospodarstvo u cjelini, te kroz posljedice koje financijske krize ostavljaju na pojedinu vrstu institucionalnih investitora.

Analiza podataka o razvijenosti institucionalnih investitora u zemljama OECD-a, zasebno za svaki tip institucionalnih investitora u razdoblju od 2005. do 2013. godine pokazuje bitne razlike u razvijenosti institucionalnih investitora među promatranim zemljama. Te razlike proizlaze iz spleta niza okolnosti vezanih za gospodarstvo, društvo i povijest jedne države. U promatranom razdoblju dogodila se svjetska financijska kriza 2008. godine. Najviše traga je ostavila na otvorene investicijske fondove koji su najosjetljivija vrsta institucionalnih investitora. Društva za osiguranje se brže oporavljaju zbog vječne ljudske težnje za izbjegavanjem rizika, a sve veća previranja u svijetu su dodatni poticaj za kupovinu osiguranja. Mirovinski fondovi svoja ulaganja, zbog same logike poslovanja, planiraju sa visokim stupnjem averzije prema riziku, te su stoga od svih institucionalnih investitora mirovinski fondovi najotporniji na krize.

Panel analiza provedena u ovom radu pokazala je da razvijenost institucionalnih investitora ima statistički značajan utjecaj na gospodarski rast. Taj rezultat je u skladu sa obilježjima institucionalnih investitora koji smanjuju asimetriju informacija, rizik, te nelikvidost, povećavaju mobilnost kapitala i na taj način tržište kapitala čine efikasnijim, te povećavaju stopu štednje. Statistički značajan utjecaj na gospodarski rast imaju i sljedeće varijable:

razvijenost bankovnog sustava, državna potrošnja, visokoobrazovana radna snaga, te investicije.

Kada se u obzir uzmu zapažanja dobivena kroz analizu razvijenosti institucionalnih investitora u zemljama OECD-a, te kroz panel analizu postaje jasno da institucionalni investitori imaju pozitivan utjecaj na gospodarski rast, odnosno da su upravo institucionalni investitori važni subjekti koji potiču efikasnije i brže funkcioniranje i daljnji razvitak gospodarstva.

7. SAŽETAK

U ovom radu se s teorijskog i empirijskog aspekta analizirao utjecaj institucionalnih investitora, odnosno društava za osiguranje, mirovinskih fondova te investicijskih fondova na gospodarski rast. Analiza se odnosila na zemlje OECD-a i obuhvaćala je razdoblje od 2005. do 2013. godine. Rezultati analize pokazali su da razvijenost institucionalnih investitora pozitivno utječe na gospodarski rast. Statistički značajan utjecaj na gospodarski rast imale su i varijable: razvijenost bankovnog sustava, državna potrošnja, visokoobrazovana radna snaga, te investicije.

Ključne riječi: institucionalni investitori, gospodarski rast, zemlje OECD-a

8. SUMMARY

This paper was analysing effect of institutional investors, apropos insurance companies, pension funds and investment companies on the economic growth with theoretical investigation and empirical research. The analysis included OECD countries in the period from 2005. to 2013. Results of the analysis showed that development of institutional investors has positive effect on economic growth. Statistical significantly effect on the economic growth had the next variables: development of bank system, government expenditure, labour force with tertiary education and investments.

Key words: institutional investors, economic growth, OECD countries

9. POPIS TABLICA

1. Budući događaj i vjerojatnost događanja.....9

2. Vrste i obilježja otvorenih investicijskih fondova prema vrsti ulaganja.....20

3. Udio imovine društava za osiguranje u BDP–u zemalja OECD–a od 2005. do 2013. godine.....33

4. Udio imovine mirovinskih fondova u BDP-u zemalja OECD-a od 2005. do 2013. godine.....36

5. Udio imovine otvorenih investicijskih fondova u BDP-u zemalja OECD-a od 2005. do 2013. godine.....38

6. Prikaz varijabli i izvora podataka.....41

7. Korelacijska matrica.....42

8. Deskriptivna statistika.....43

9. Blundellov i Bondov (BB) procjenitelj.....52

10. Sarganov test.....52

11. Arellano-Bondov test autokorelacije.....53

10. POPIS GRAFIKONA

1. Kretanje prosječne stope rasta BDP-a zemalja OECD-a po godinama (%).....45
2. Kretanje prosječnog zbroja udjela imovine institucionalnih investitora u BDP-u zemalja OECD-a po godinama (%).....46
3. Kretanje prosječne stope inflacije zemalja OECD-a po godinama (%).....47
4. Kretanje prosječnog udjela kredita privatnom sektoru u BDP-u zemalja OECD-a po godinama (%).....48
5. Kretanje prosječnog udjela državne potrošnje u BDP-u zemalja OECD-a po godinama (%).....49
6. Kretanje prosječnog udjela visokoobrazovane radne snage u ukupnoj radnoj snazi zemalja OECD-a po godinama (%).....50
7. Kretanje prosječnog udjela investicija u BDP-u zemalja OECD-a u razdoblju od 2005. do 2013. godine (%).....51

11. LITERATURA

1. Bađun, M. (2009.): Financijsko posredovanje banaka i ekonomski rast: pregled empirijskih istraživanja, Financijska teorija i praksa, 33 (2), str. 119-151.
2. Bakić, D. (2007.): Mirovinsko osiguranje, PMF-Matematički odjel, Zagreb
3. Bejaković, P. (2007.): Mirovinski sustav, Ott, K. ur. Javne financije u Hrvatskoj, Zagreb: Institut za javne financije, str. 101-110.
4. Brzaković, T. (2005.): Proces investiranja i investicione strategije na tržištu kapitala, Bankarstvo, 9-10, str. 30-38.
5. Cvetanović, S. (2006.): The role of institutional investors in financial development of European Union accession countries, Economics and Organization, 3 (1), str. 1-11.
6. Ćirić, J. i Njegomir, V. (2012.): Institucionalni investitori u promenljivom poslovnom i investicionom globalnom okruženju, Međunarodna naučna konferencija Menadžment 2012, Mladenovac, Srbija, str.119-125.
7. Ćurak, M. (2004.): Financijsko posredništvo osiguravajućih društava, Svijet osiguranja, 4, str. 45-52.
8. Davis, P. (2000.): Implications of the growth of institutional investors for the financial sectors, The Pensions Institute, Birkbeck college, University of London, London.
9. Deidda, L. and Fattouh, B. (2008.): Banks, financial markets and growth, Journal of Financial Intermediation, 17 (1), str.6-36.
10. Haiss, P. I Sumegi, K. (2006.): The relationship of insurance and economic growth - a theoretical and empirical analysis, EcoMod conference, Hongkong, paper for presentation.
11. Harichandra K., Thangavelu, S.M. (2004): Institutional Investors, Financial Sector Development And Economic Growth in OECD Countries. Department of Economics,National University of Singapore, Working Paper 0405.
12. Hladika, M. i Marić, M. (2014.): Analiza investicijskog portfelja društava za osiguranje u Republici Hrvatskoj, Ekonomska misao i praksa, 2, str.509-540.
13. Jurić, D. (2005.): Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, 29 (4), str. 385-398.
14. Levine, R. (1997.): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, 35, str. 688-726.

15. Liang, H. i Reichert, A. (2006.): The relationship between economic growth and banking sector development, Banks and bank system, 1 (2), str. 19-35.
16. Mervar, A. (1999.): Pregled modela i metoda istraživanja gospodarskog rasta, Privredna kretanja i ekonomska politika, 9 (73), str.20-61.
17. Mishkin, F.S. i Eakins, S.G. (2005.): Financijska tržišta + institucije, MATE, Zagreb
18. Morić Milovanović, B. i Galetić, F. (2005.): Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, 30 (1), str.79-91.
19. Nikolić, N. i Pečarić, M. (2012.): Uvod u financije, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, Split
20. Olgić Draženović, B., Kusanović, T. i Jurić, Z. (2015.): Značaj institucionalnih investitora u evoluciji financijskih sustava, Praktični menadžment, stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, 6 (1), str.165-173.
21. Petkovski, M. i Kjosevski, J. (2014.): Does banking sector development promote economic growth? An empirical analysis for selected countries in Central and South Eastern Europe, Economic research – Ekonomska istraživanja, 27 (1), str. 55-66.
22. Pivac, S. (2010.): Statističke metode, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, Split
23. Puljiz, V. (2007.): Hrvatski mirovinski sustav:korijeni, evolucija i perspektive,Revija za socijalnu politiku, 14 (2), str. 163-192.
24. Puljiz, V. (2007.): Pokazatelji o mirovinama u zemljama OECD-a, Revija za socijalnu politiku, 1, str. 113-135.
25. Stewart, F. (2007): Benefit security pension fund guarantee schemes, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, 5.
26. Stipić, M. (2014.): Hrvatski osiguratelji i tržište osiguranja u EU, Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku, 3-4, str. 75-84.
27. Stipić, M. (2014.): Pravci razvoja prodajnih kanala osiguranja u Hrvatskoj i Europskoj Uniji, Praktični menadžment, stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, 5 (1), str. 113-118.
28. Stipić, M. i Stipić, H. (2014.): Marketinški elementi u funkciji razvoja hrvatskoga tržišta osiguranja, Praktični menadžment, stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, 5 (2), str. 23-30.
29. Vidučić, Lj. (2012.): Financijski menadžment, RRiF-plus, Zagreb

30. Vujović, R. (2009.): Upravljanje rizicima i osiguranje, Univerzitet Singidunum, Beograd
31. Zandberg, E. i Spierdijk, L. (2010.): Funding of pensions and economic growth. Are they really related, Netspar discussion papers, Discussion paper 12/2010.
32. Zelenika, R. (2000): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela, Sveučilište u Rijeci, Rijeka.

Internet stranice:

33. http://www.poslovni.hr [pristupljeno 29.07.2015.]
34. http://limun.hr [pristupljeno 31.07.2015.]
35. http://limun.hr [pristupljeno 18.05.2016.]
36. https://hr.wikipedia.org [pristupljeno 31.07.2015.]
37. http://data.worldbank.org/indicator [pristupljeno 15.07.2016.]
38. http://www.hpb-invest.hr [pristupljeno 31.07.2015.]
39. http://www.kd-group.hr [pristupljeno 06.08.2015.]
40. http://www.fortius.hr [pristupljeno 06.08.2015.]
41. http://www.oecd-ilibrary.org/ [pristupljeno 17.03.2015.]
42. http://www.oecd-ilibrary.org/ [pristupljeno 09.11.2015.]