

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**EMPIRIČNA RAZISKAVA VZROČNO-POSLEDIČNE
POVEZANOSTI MED OBRESTNO MERO KITAJSKE CENTRALNE
BANKE IN DONOSNOSTJO ŠANGHAJSKEGA DELNIŠKEGA
INDEKSA**

Ljubljana, julij 2023

BILJANA PETKOVIĆ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Bljana Petković, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Empirična raziskava vzročno-posledične povezanosti med obrestno mero Kitajske centralne banke in donosnostjo Šanghajskega delniškega indeksa, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Igorjem Lončarskim

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.
11. da sem preverila verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV KITAJSKEGA FINANČNEGA SISTEMA	3
1.1 Struktura kitajskega finančnega sistema	7
1.2 Vloga kitajskega finančnega sistema in vpliv digitalizacije	11
1.3 Vplivi vstopa Kitajske v Svetovno trgovinsko organizacijo.....	12
2 PREDSTAVITEV KITAJSKEGA BANČNEGA SISTEMA	13
2.1 Vodenje monetarne ekonomske politike in njen vpliv na finančne trge.....	15
2.2 Razvoj novodobnega kitajskega bančnega sistema	16
2.3 Razvoj in vpliv bančništva v senci.....	20
2.3.1 Vloga bančništva v senci in alternativnih varčevalnih instrumentov.....	22
2.3.2 Vpliv bančništva v senci na kitajski finančni sistem.....	24
2.3.3 Nove oblike finančnih instrumentov, ki vplivajo na razvoj in konkurenčnost bančništvo v senci.....	25
2.3.4 Rast kitajskega nebančnega kreditnega posredništva.....	27
2.4 Banke kot središčna funkcija senčnega kreditnega posredništva	28
3 ZGODOVINSKI PREGLED IN PREDSTAVITEV KITAJSKEGA DELNIŠKEGA TRGA.....	30
3.1 Pomen delniških trgov Kitajske na gospodarstvo.....	31
3.2 Vpliv Kitajske regulativne komisije za vrednostne papirje na razvoj delniških trgov	33
3.3 Cenovna informativnost in vplivi na kitajski delniški trg.....	35
3.4 Reforma delitve lastništva delnic.....	37
4 POVEZANOST CENTRALNE BANKE IN ŠANGHAJSKE BORZE	38
4.1 Gibanje in vplivi obrestne mere na Šanghajski delniški indeks.....	40
4.2 Razvoj Šanghajske borze in Šanghajskega delniškega indeksa	42
4.2.1 Segmentiranje vrst delnic Šanghajske borze	45
4.2.2 Naložbena politika in strategije vlagateljev na Šanghajski borzi	45
5 METODOLOŠKA IZHODIŠČA EMPIRIČNE RAZISKAVE.....	47
5.1 Teoretični vidik Grangerjevega testa vzročnosti in analize stacionarnosti...	48
5.2 Izpeljava Grangerjev testa vzročnosti	49
6 INTERPRETACIJA PODATKOV EMPIRIČNE RAZISKAVE	50

SKLEP	58
LITERATURA IN VIRI	60
PRILOGE	67

KAZALO TABEL

Tabela 1: Razvoj kitajskega sistema skozi zgodovino	8
Tabela 2: Osnovni pregled opazovanih spremenljivk	50
Tabela 3: Rezultati multiple regresije	51
Tabela 4: Rezultati Dickey-Fullerjevega testa	53
Tabela 5: Rezultati Durbin-Watsonovega testa.....	54
Tabela 6: Rezultati modela vektorske avtoregresije (VAR)	55
Tabela 7: Določitev časovne spremenljivke.....	55
Tabela 8: Rezultati Grangerjevega testa vzročnosti.....	56

KAZALO SLIK

Slika 1: Proces monetizacije Kitajske med leti 1978–2009	4
Slika 2: Sprememba strukture finančnih sredstev Kitajske: 1978 in 2008	5
Slika 3: Struktura sredstev kitajskega bančnega sistema	14
Slika 4: Gibanje donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa	52

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Gibanje dolgoročne obrestne mere.	1
Priloga 2: Gibanje dolgoročne obrestne mere in indeksa cen življenjskih potrebščin.....	2

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

EU – (angl. European Union); Evropska unija

EIB – (angl. European Investment Bank); Evropska investicijska banka

ABC – (angl. Agricultural Bank of China); Kmetijska banka Kitajske

AIC – informacijski kriterij Akaike

BCOM – (angl. Bank of communications); Banka komunikacij

BDP – bruto domači proizvod

BOC – (angl. Bank of China); Banka Kitajske

CBC – (angl. Construction Bank of China); Gradbena banka Kitajske

CBRC – (angl. China Banking Regulatory Commission); Kitajska regulativna komisija za bančništvo

DW – Durbin Waston test

ICBC – (angl. Industrial and Commercial Bank of China); Industrijska in komercialna banka Kitajske

IPO – (angl. Initial Public Offering); začetna javna ponudba delnic

KPK – komisija za preprečevanje korupcije

M₂ – denarna ponudba gotovine v obtoku, vpoglednih vlog, vlog z dogovorjeno zapadlostjo do 2 let in vloge na odpoklic do 3 mesecev

NBCI – (angl. non-bank credit intermediation); nebančno kreditno posredništvo

R² – koeficient determinacije

RMB – valuta renminbi

SHSE – (angl. Shanghai Stock Exchange); Šanghajska borza

SOCB – (angl. state-owned commercial bank); Državna komercialna banka

STAR market – (angl. Shanghai Stock Exchange STAR market); Odbor za znanstveno in tehnološko inovacijo

STO – Svetovna trgovinska organizacija

SZSE – (angl. Shenzhen Stock Exchange); Šenzenska borza

USD – ameriški dolar

VAR – Vektorska avtoregresija

ZDA – Združene države Amerike

UVOD

Kitajska je svojo finančno in ekonomsko prevlado začela uveljavljati na vseh področjih delovanja, še posebej pa ji je svojo moč uspelo uveljaviti v bančnem sistemu ter na delniških trgih, kjer so z ustanovitvijo Šanghajske in Šenzenske borze pospešili svojo gospodarsko prevlado tudi izven azijskega teritorialnega območja. Zakaj je na Kitajskem še vedno tako velika osredotočenost na bančništvu glede na celostno delovanje njihovega gospodarstva, je še vedno vprašanje, ki ne poda enoznačnega odgovora. Učinkovitost kitajskega finančnega trga ne moremo primerjati z razvitimi finančnimi trgi, kot sta npr. ameriški in evropski trg, saj vse stvari nadzira Kitajska centralna banka, ki postavlja in usmerja pravila tako, da zagotavlja največji donos centraliziranemu bančnemu sistemu, kar je tudi opredeljeno v nadaljevanju magistrskega dela.

Različni ekonomisti kot so Anderson (2000), Kim in Jhinyoung (2000) ter Liang in Teng (2006) in so že v prejšnjih desetletjih proučevali, po kakšnem vzorcu se gibljejo cene delnic, in poskušali napovedovati prihodnja gibanja cen delnic in delniških indeksov, a so ugotovili, da se cene delnic gibljejo nepredvidljivo in je težko napovedati njihovo gibanje. Nezmožnost pravilnega napovedovanja gibanja cen delnic in delniških indeksov ne vodi do negativnih zaključkov, da so zaradi tega določeni delniški trgi neučinkoviti. Za kitajsko gospodarstvo je eden pomembnejših strateških ciljev postaviti pregleden in učinkovit delniški trg, ki bo omogočal večjo učinkovitost alociranja finančnih virov. V skladu s hitro rastjo borze se je bistveno spremenila tudi struktura tržnih vlagateljev. V zadnjih desetih letih se je število kitajskih institucionalnih vlagateljev močno povečalo (Qi, 2008). Kljub temu sta obseg in pomen borznega poslovanja v primerjavi z bančništvom nepomembna, saj kljub reformam nista učinkovita pri dodeljevanju virov v gospodarstvo in se ju še vedno drži sloves špekulativnosti in trgovanja z notranjimi informacijami. Liu in Shresta (2008) sta preučevala različne makroekonomske spremenljivke, kot sta dolgoročna obrestna mera in indeks cen življenjskih potrebščin na gibanje cen delnic, kjer sta izpostavila dejstvo, da je težko predvideti obnašanje kitajskih borz, ker se razlikujejo od razvitih delniških trgov po strukturi vlagateljev in obsegu vladnih predpisov, saj obrestne mere ureja država in so zelo nizke zaradi konstantnega gospodarskega razvoja.

Na podlagi analiziranih člankov je namen magistrskega dela s pomočjo omenjene literature raziskati in opisati sedanjo situacijo kitajskega finančnega sistema ter predstaviti njegove bistvene makroekonomske značilnosti, ki vplivajo oziroma so vplivale na soodvisnost dolgoročne obrestne mere Kitajske centralne banke ter Šanghajskega delniškega indeksa med leti 2008 in 2019. Zaradi omenjenih povezanosti in medsebojne odvisnosti med obrestno mero in delniškimi indeksi, smo se odločili raziskovalno vprašanje podrediti izpeljavi Grangerjevega testa vzročnosti.

V magistrskem delu bomo proučevali povezanost dolgoročne obrestne mere, ki jo je postavila Kitajska centralna banka, ter gibanja donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa. Osrednja hipoteza je podrejena raziskovalnemu vprašanju, katera izmed opazovanih

spremenljivk predstavlja vzrok, ki odraža posledico na drugi spremenljivki, saj kljub nejasni definiraniosti, kaj predstavlja katera spremenljivka, med njima obstaja korelacija. Na podlagi zgoraj predstavljenega razmišljanja je oblikovano naslednje raziskovalno vprašanje, ki ga želimo testirati:

- Gibanje Šanghajskega delniškega indeksa je posledica in ne vzrok gibanja dolgoročne obrestne mere Kitajske centralne banke.

Zaradi specifičnosti kitajskega finančnega sistema predvidevamo, da obstaja vzročno-posledična povezanost med dolgoročno obrestno mero in Šanghajskim delniškim indeksom, ki sta ga potrdila tudi avtorja Liu in Shrestha (2008) s heteroskedastično kointegracijo.

Pri postavitvi ciljev magistrskega dela smo izhajali iz že omenjenih obstoječih člankov, ki so proučevali sorodna tematska področja ter poskušali razumeti in ovrednotiti vzorce dinamičnih interakcij med obrestno mero in cenami delnic. Amarasinghe (2015) s pomočjo Grangerjevega testa vzročnosti primerja vzročno-posledično povezavo med obrestno mero in ceno delnice na borzi v Kolombu na Šri Lanki. Podobnost med obema borzama temelji na tem, da sta tako borza v Kolombu kot Šanghajska borza del razvijajočih se finančnih trgov, ki bodo v prihodnosti imeli (oziroma že imajo) ključni vpliv na vodenje makroekonomske politike.

Cilji, zastavljeni pri pisanju magistrskega dela, ter izpeljane empirične analize so ovrednotenje in interpretiranje dobljenih rezultatov s pomočjo strokovne literature in lastnih izračunov. Pri izpeljavi Grangerjevega testa vzročnosti si bomo pomagali z naslednjimi spremenljivkami: dolgoročno obrestno mero Kitajske centralne banke, donosnostjo Šanghajskega delniškega indeksa in indeksom cen življenjskih potrebščin. Prikazati želimo, da dolgoročna obrestna mera Kitajske centralne banke predstavlja vzrok, ki posledično vodi k spremembi gibanja cene Šanghajskega delniškega indeksa.

V magistrskem delu bomo uporabili kvalitativni in kvantitativni pristop podajanja podatkov. Med kvalitativni pristop bomo uvrstili predstavitev kitajskega bančnega in finančnega sistema, zgodovinski pregled le-teh ter razvoj in vpliv regulatornih ukrepov, učinkovitosti delniških trgov ter ekonomski vpliv monetarne politike na cene delniških indeksov. Opisali bomo vpliv obrestne mere na delniški indeks. Pri predstavitvi zgoraj omenjenih poglavij si bomo pomagali z znanstvenimi članki ter opisno in primerjalno metodo podajanja rezultatov oziroma sklepov.

Pri kvantitativnem delu magistrskega dela bomo s pomočjo Grangerjevega testa vzročnosti prikazali vzročno-posledično zvezo med gibanjem dolgoročne obrestne mere Kitajske centralne banke in donosnostjo Šanghajskega delniškega indeksa. Metodologijo raziskovanja in prikaz empiričnih rezultatov bomo podali v kvantitativnem delu magistrskega dela, kjer bomo s pomočje opisne in primerjalne metode razložili dobljene rezultate. Vse pridobljene ugotovitve iz člankov in anize v delu bomo zaključili s sklepom.

1 PREDSTAVITEV KITAJSKEGA FINANČNEGA SISTEMA

Za raziskovanje kitajskega finančnega sistema smo se odločili zaradi njegove specifične strukture in delovanja, ki ima velik gospodarski in politični vpliv na vse države.

Kitajske delniške trge pogosto primerjajo z igralnicami, ki jih močno poganjajo špekulacije in ne končne naložbe. Povprečna letna stopnja rasti obsega poslovanja na kitajskih delniških trgih je bila v zadnjih petih letih 205 %, kar je doseglo najvišjo raven v zadnjem času, v primerjavi s stopnjo v Združenih državah Amerike, ki je znašala 188 %. Visoka stopnja prometa je še posebej presenetljiva, saj z velikimi deleži kitajskih delnic ni mogoče trgovati, ker so v lasti državnih subjektov. Vlada je uvedla omejitve prodaje delnic, da bi ublažila strah, da bodo njihove delnice preplavile trg in jim posledično znižale cene. Če upoštevamo le delnice, ki jih je mogoče kupiti, se je povprečna stopnja prometa v zadnjih petih letih povečala na 341 %, v zadnjih letih pa je letna stopnja dosegla kar 666 % rast. Trg prvih javnih ponudb delnic (angl. Initial Public Offering) je še posebej nagnjen k špekulativnim presežkom, saj udeleženci stremijo k višjim donosom, zaradi česar so pripravljene položiti zahtevane depozite (Elliot & Kai, 2013).

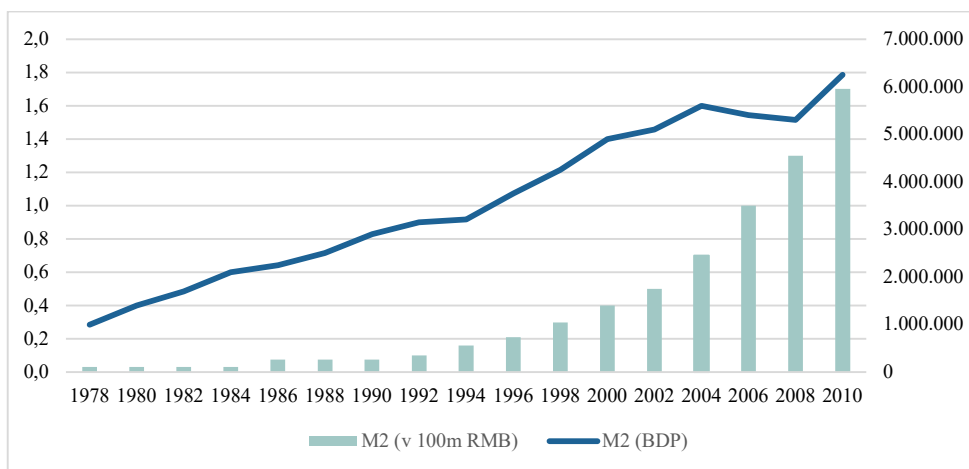
Banke, ki imajo prevladujočo vlogo v kitajskem finančnem sistemu in tudi v zasebnem sektorju, zagotavljajo kredite, ki so leta 2012 znašali približno 128 % bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP). Ta stopnja v Združenih državah Amerike znaša 48 %. Trg obveznic je še premalo razvit, saj zagotavlja kredite, ki ustrezajo približno 41 % kitajskega BDP-ja v primerjavi z Združenimi državami Amerike, kjer trg obveznic predstavlja kar 243 % BDP-ja. Kitajski delniški trgi so imeli leta 2012 skupno tržno kapitalizacijo približno 44 % domačega BDP-ja, kar je v nasprotju z zahodnimi gospodarstvi, kjer je delniški trg običajno manjši od trga obveznic (Elliot & Kai, 2013).

Zavarovalnice so še eden izmed segmentov v kitajskem finančnem sistemu, ki je premalo razvit, saj imajo kapitalizacijo v višini 1,2 bilijona ameriških dolarjev sredstev oziroma nekaj več kot 14 % celotnega BDP-ja. Obseg zavarovalniške industrije je tako v primerjavi z državami z razvitejšimi finančnimi sistemi relativno majhen (npr. ameriške zavarovalnice imajo več kot 4,8 bilijona dolarjev skupnih sredstev, kar znaša več kot 30 % BDP-ja). Kitajska panoga upravljanja premoženja je v primerjavi z zahodom še vedno manj razvita, zlasti v primerjavi z vidno vlogo, ki jo imajo vzajemni skladi v Ameriki. Sredstva v upravljanju na Kitajskem znašajo le približno 5,1 % BDP-ja v primerjavi z 240 % BDP-ja v Združenih državah Amerike. Kljub temu kitajska industrija upravljanja premoženja hitro raste, pri čemer se je število skladov izrazito povečalo, skupna sredstva v upravljanju pa naj bi leta 2015 narasla na približno 6,8 bilijona renminbija (v nadaljevanju RMB). To naj bi predstavljalo več kot 10 % predvidenega BDP-ja (Elliot & Kai, 2013).

Kljub temu kitajska finančna industrija kot velika država odprtega trga hitro raste ob zelo trajni gospodarski rasti. S stališča stopnje monetizacije (angl. monetization) se je kitajska

široka denarna ponudba (v nadaljevanju M_2) od začetka politike »reforme in odpiranja« še povečevala, s 107 milijard RMB leta 1978 na 60,6625 bilijona RMB konec leta 2009, kar pomeni skoraj 567-kratno povečanje v treh desetletjih. S spodnje slike 1 lahko razberemo, kako se je hkrati povečevala tudi stopnja monetizacije Kitajske (M_2/BDP), ki je do konca leta 2009 znašala 1,78 in je v tistem času bila največja na svetu. Fenomen, da monetizacija še naprej narašča in ostaja na nenavadno visoki ravni, je v ekonomiji znan kot »skrivnost visoke monetizacije Kitajske« (Chen, Ma & Tang, 2011).

Slika 1: Proces monetizacije Kitajske med leti 1978–2009



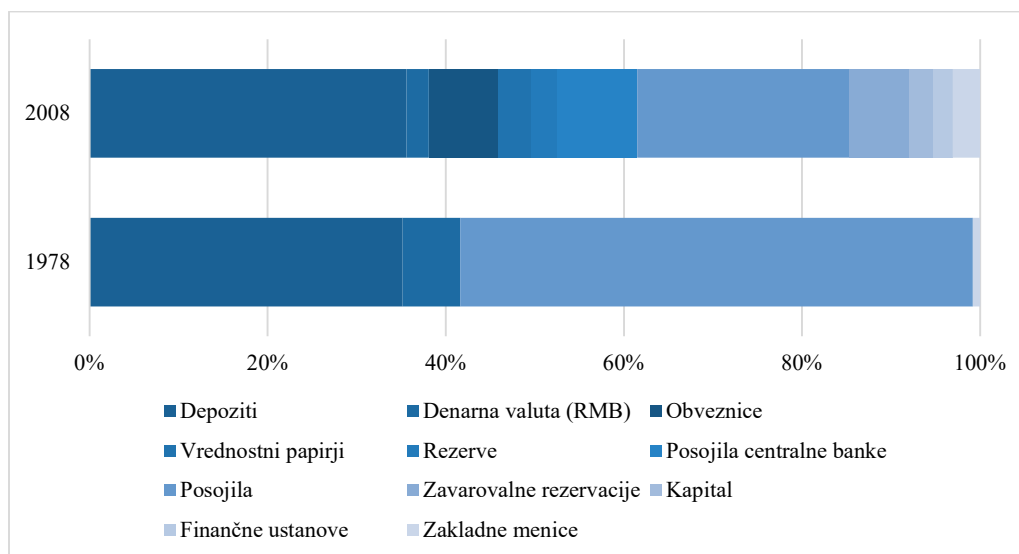
Prirajeno po Chen, Ma & Tang (2011).

Ključ do razumevanja visoke stopnje monetizacije Kitajske je, da moramo premostiti finančni razvoj Kitajske v okvir posebnega kitajskega socialnega in gospodarskega ozadja ter strukture bančno usmerjenega finančnega sistema. Po eni strani imajo Kitajci ob hitro rastočem gospodarstvu in razmeroma ozkih naložbenih kanalih malo možnosti za vlaganje, poleg tega pa sistem socialne varnosti ni dobro organiziran in so tako prisiljeni varčevati. To posledično povzroči visoko stopnjo M_2/BDP -ja, ker so vsi prihranki vloženi v bančni sistem. Po drugi strani pa se zaradi »dvojne strukture« financ in gospodarstva ter nejasnega razmerja med vlado, finančnimi sektorji in finančnimi podjetji že dolgo časa uporablja velik delež prihrankov za podporo razvoju neučinkovite države, ki mu rečemo lastniško gospodarstvo. To posledično vodi k nadaljnji visoki stopnji monetizacije in razmerju finančnih medsebojnih razmerij, ki sta posledica povečanja M_2 in kreditov (Chen, Ma & Tang, 2011).

Od začetka politike reform in odpiranja so se kitajska finančna sredstva razvila iz sredstev ene banke v razpršena sredstva, pri čemer se na Kitajskem pojavlja vedno več finančnih instrumentov. Velik delež finančnih sredstev so predstavljale obveznice, delnice, vzajemni skladi in zavarovalni produkti. Z vstopom v Svetovno trgovinsko organizacijo (angl. World Trade Organization) je Kitajska še razširila svojo gospodarsko in finančno odprtost za zunanji svet. Da bi zadostili razvojnim potrebam trženja in globalizacije, so se kitajske

finančne reforme in inovacije opazno pospešile, z več novimi finančnimi instrumenti, številnimi finančnimi produkti, novimi naložbenimi kanali in različnimi instrumenti za varovanje pred tveganji. Iz spodnje slike 2 lahko razberemo, kako se je med leti 1978 in 2008, po tridesetih letih razvoja, kitajska struktura finančnih sredstev izkazala kot pomemben trend k diverzifikaciji, ki omogoča vlaganja v različne vrste naložbe, hkrati pa jim to omogoča ohranjati uravnoteženo strukturo v finančnem sistemu (Chen, Ma & Tang, 2011).

Slika 2: Sprememba strukture finančnih sredstev Kitajske: 1978 in 2008



Prيرهjeno po Chen, Ma & Tang (2011).

V okviru ekonomskega modela, ki ga vodi država, ta zagotavlja implicitno jamstvo za bančne depozite in širi kredite z nacionalno mobilizacijo prihrankov. To zagotavlja veliko poceni kreditov in spodbuja širjenje domače proizvodnje, kar vodi v hitro gospodarsko rast. Hkraten nadzor kapitala in sistema vezanega deviznega tečaja omejujeta banke pred kreditno ekspanzijo. Dodatni del proizvodnih zmogljivosti se ob pričakovanju monetarne ekspanzije spremeni v izvoz, kar razbremeni problem hiperinflacije zaradi kreditne ekspanzije. Izpostaviti je treba, da takšne posebne finančne ureditve ustvarjajo tudi negativne učinke. Težko se je izogniti neugodni selekciji in težavam z moralnim hazardom pri načinu posojil, povezanih s politiko, zaradi česar je kitajski finančni sistem (predvsem državni bančni sistem) ranljiv za težave z nedonosnimi dolgovi. Velika količina denarja, ki prebiva v finančnem sistemu, je tudi nevaren precedens za prihodnji premoženjski balon in dolgoročno inflacijo (Chen, Ma & Tang, 2011).

Po ustanovitvi Ljudske republike Kitajske leta 1949 so bila do leta 1950 nacionalizirana vsa kapitalistična podjetja in institucije, ki so nastala pred letom 1946. Med letoma 1950 in 1978 je kitajski finančni sistem sestavljal enotno banko – Narodno banko Kitajske (angl. People

bank of China). Omenjena banka je bila v lasti in pod nadzorom centralne vlade v okviru Ministrstva za finance. Njena vloga je bila predstavljati tako centralno kot komercialno banko saj je obvladovala približno 93 % celotnega finančnega premoženja države in upravljala skoraj vse finančne transakcije (Allen & Qian, 2014)¹.

Večji del osemdesetih let je za razvoj kitajskega finančnega sistema značilna hitra rast finančnih posrednikov zunaj »velikih štirih« bank. Regionalne banke (delno v lasti lokalnih vlad) so bile oblikovane v posebnih gospodarskih conah v bližini obalnih območij. Na podeželju je bila pod nadzorom Kmetijske banke Kitajske ustanovljena mreža podeželskih kreditnih zadrug (angl. Rural Credit Cooperatives), ki so podobne ameriškim kreditnim sindikatom. Istočasno so bile ustanovljene tudi mestne kreditne zadrug (angl. Urban Credit Cooperatives), ki so bile partnerke podeželskim kreditnim zadrugam. Nebančni finančni posredniki, kot sta skrbniška in investicijska družba (angl. Trust and Investment Corporation), so v tem obdobju omejili tako posojila kot depozite za izbrane bančne in nebančne storitve (Allen & Qian, 2014).

Najpomembnejši dogodek za kitajski finančni sistem v devetdesetih letih prejšnjega stoletja je bil ustanovitev in rast kitajske borze. Obe borzi – Šanghajska (angl. Shanghai Stock Exchange) in Šenzenska (angl. Shenzhen Stock Exchange) – sta bili ustanovljeni leta 1990 in sta zelo hitro rasli glede na skupno tržno kapitalizacijo in obseg trgovanja v zadnjih devetdesetih letih prejšnjega stoletja in prav tako v zadnjem desetletju. Vzporedno je potekal razvoj trga nepremičnin, ki konstantno raste vse od začetku 90. let in pridobiva pomembnejšo vlogo v kitajskem finančnem sistemu. Oba trga sta v zadnjem desetletju doživela veliko popravkov, zato je za njiju značilna visoka stopnja volatilnosti in špekulativno kratkotrajno vedenje mnogih vlagateljev (Allen & Qian, 2014).

Omenjeni ponavljajoči vzorci so delno posledica dejstva, da je na Kitajskem razvoj podpornega pravnega okvirja in institucij zaostajal za razvojem gospodarstva. Prvi kitajski zakon o stečajju, ki ureja državna podjetja, je bil poskusno sprejet leta 1986, formalno pa je v veljavo stopil konec leta 1999. Ta različica zakona o gospodarskih družbah ureja vse družbe z omejeno odgovornostjo, delniške družbe, s katerimi se trguje na borzi, ter podružnice ali oddelke tujih družb, organizacijske strukture gospodarskih družb, izdaja vrednostne papirje in trgovanje, stečaje, računovodsko politiko ter združitve in prevzeme teh podjetij. Po azijski finančni krizi leta 1997 se je reforma finančnega sektorja odsredočila na banke v državni lasti (Allen & Qian, 2014).

Leta 2003 je obstajalo nekaj kvalificiranih tujih institucionalnih vlagateljev (angl. Qualified Foreign Institutional Investors), ki so vstopili v kitajsko industrijo upravljanja premoženja ter so s pomočjo skupnih podvigov poslovali s kitajskimi domačimi podjetji. Leta 2011 je Kitajska odobrila shemo za Renminbi kvalificirane tuje institucionalne vlagatelje (angl. Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors), ki omogoča vlaganje v kitajske delniške

¹ Več o razvoju bančnega sistema je v poglavju, ki se nanaša na razvoj bančnega sistema Kitajske.

in obvezniške trge po vnaprej določenih omejitvah. Na drugi strani je Kitajska svojim kvalificiranim institucionalnim investitorjem (angl. Qualified Domestic Institutional Investors) dovolila, da so od julija 2006 lahko investirali na čezmorske trge (Allen & Qian, 2014).

Na nacionalni ravni je bila septembra 2007 ustanovljena Kitajska investicijska korporacija (angl. China Investment Corporation), da bi nakopičene tuje rezerve izkoristila v korist države. Kitajska investicijska korporacija navaja napovedi o svojih naložbah, vendar pa je splošna preglednost naložbenih strategij zelo nizka. Od njihove ustanovitve so sprejeli še nekaj agresivnih naložbenih odločitev, vključno z vlaganji v zasebni kapital Blackstone v višini treh milijard ameriških dolarjev ter z naložbo v Morgan Stanley v višini pet milijard ameriških dolarjev. Te naložbe so bile v obliki obveznih zamenjljivih obveznic, ki jih je mogoče pretvoriti v skoraj 10 % delež kapitala podjetja. Izpostaviti velja tudi dejstvo, da pokojninski skladi niso imeli pomembne vloge na trgu delnic in obveznic. S hitro starajočim se prebivalstvom in rastjo razpoložljivih dohodkov gospodinjstev se lahko sčasoma razvija nadaljnji večstopenjski razvoj pokojninskega sistema, ki vključuje posamezne transakcijske račune s sredstvi, ki jih prispevajo zaposleni in so oproščena davka. Ta sredstva je mogoče neposredno vložiti v finančne trge, kar lahko privede do razvoja finančnega in fiskalnega sistema, hkrati pa tudi do razvoja socialne stabilnosti (Allen & Qian, 2014).

1.1 Struktura kitajskega finančnega sistema

Razvoj in struktura kitajskega finančnega trga je pred letom 1978 slonela na tem, da je bila Kitajska tipično gospodarstvo, ki je temeljilo na javnem financiranju, brez sodobnega finančnega sistema ali storitev. Kot smo v zgornjem poglavju omenili, je bil kitajski finančni sistem prvotno zgrajen leta 1984, ko je bila Kitajska ljudska banka (angl. People's Bank of China) razdeljena na štiri specializirane banke: banka Kitajske (angl. Bank of China, v nadaljevanju BOC), Industrijska in komercialna banka Kitajske (angl. Industrial and Commercial Bank of China, v nadaljevanju ICBC), Kmetijska banka Kitajske (angl. Agricultural Bank of China, v nadaljevanju ABC) in Gradbena banka Kitajske (angl. Construction Bank of China, v nadaljevanju CBC). Ob njeni ustanovitvi je obstajal dvotirni bančni sistem: prva stopnja je bila Kitajska ljudska banka, ki deluje kot centralna banka; drugo stopnjo pa so oblikovale štiri specializirane, zgoraj omenjene banke. Od devetdesetih let prejšnjega stoletja se je prvotni dvotirni finančni sistem še razvijal, od leta 2003 pa centralna banka ni več vključena v bančni nadzor, saj so se pojavile nove banke in nebančne finančne institucije. Ob vsem tem pa se je postopoma razvijal tudi kitajski delniški trg (Chen, Ma & Tang, 2011).

Razvoj kitajskega finančnega sistema lahko razdelimo na pet obdobj:

- **začetna faza** (1978–1983),
- **razvojna faza** (1984–1993),

- **faza pospeševanja** (1994–1997),
- **prilagoditvena faza** (1998–2001) in
- **nova reformna faza** (2002–zdaj).

V tabeli 1 je prikazan razvoj kitajskega finančnega sistema glede na obdobja, reformno politiko, ki je bila izpeljana, ter najpomembnejše dogodke za vsako fazo razvoja.

Tabela 1: Razvoj kitajskega sistema skozi zgodovino

Obdobje	Reformna politika	Najpomembnejši dogodki
Začetna faza (1978–1983): »poenotenje« finančnega sistema.	<p>Reforma finančnega sistema se je začela po tretjem plenarnem zasedanju enajstega centralnega komiteja leta 1978.</p> <p>Na finančnem področju se je zgodila vrsta reform, zlasti za finančne institucije.</p>	<p>PBC se je osredotočila na funkcijo nacionalne centralne banke.</p> <p>Funkcijo rednega komercialnega poslovanja so prevzele štiri nacionalne specializirane banke in vzpostavljen je bil dvoslojni bančni sistem.</p> <p>Državna uprava za devizne zadeve (angl. State Administration of Foreign Exchange) je bila ustanovljena za upravljanje z devizami.</p>
Razvojna faza (1984–1993): finančni trg še ni ustanovljen.	<p>Začeli so vzpostavljati pilotne projekte za reformo finančnega sistema.</p> <p>Neposredno kreditno upravljanje je postalo eno od orodij denarne politike centralne banke.</p> <p>Dovolili so komercialne delničarske banke.</p> <p>Sprejeta sta bila Sklep o reformi finančnega sistema in Obvestilo o nadaljnji reformi sistema upravljanja z devizami.</p>	<p>Močno so se začele razvijati podeželske in mestne zadruge.</p> <p>Prvotno so bili vzpostavljeni medposojilni trg, trg blagajniških zapisov in devizni trg.</p> <p>Ustanovljeni sta bili Šanghajska in Šenženjska borza.</p> <p>Ustanovitev treh bank, in sicer Kitajske razvojne banke (angl. China Development Bank), Kmetijske razvojne banke Kitajske (angl. Agricultural Development Bank of China) in Kitajsko izvozno-uvozne banke (angl. EXIM Bank of China).</p>

se nadaljuje

Tabela 1: Razvoj kitajskega sistema skozi zgodovino (nad.)

Obdobje	Reformna politika	Najpomembnejši dogodki
Faza pospeševanja (1994–1997): v tem obdobju se je zgodila reforma finančnega sistema.	<p>Postopoma so bili sprejeti Zakon o ljudski banki Kitajske, Zakon o komercialni banki, Zakon o zavarovalništvu ter Zakon o menicah in zavarovanju.</p> <p>Sprejeti so bili tudi začasni ukrepi za portfelje investicijskih skladov, Zakon o gospodarskih družbah ter Zakon o delnicah.</p> <p>Delovanje na odprtem trgu je postalo glavna metoda nadzora centralne banke. Vzpostavilo se je poenotenje menjalnega tečaja.</p>	<p>Štiri nacionalne specializirane banke so postale nacionalne komercialne banke.</p> <p>Ustanovljena je bila prva zasebna komercialna banka, to je Minsheng Bank.</p> <p>Medbančni trg obveznic je bil zgrajen na nacionalni ravni.</p> <p>Ustanovljen je bil odbor za monetarno politiko.</p> <p>Realizirana je bila brezplačna konvertibilnost RMB po tekočem tečaju.</p>
Prilagoditvena faza (1998–2001): azijska finančna kriza leta 1997.	<p>Prva osrednja finančna konferenca novembra 1997 je spodbudila reformo sistema finančnega nadzora.</p> <p>Začelo se je prestrukturiranje različnih organizacij pod okriljem državne sveta.</p> <p>Leta 2003 je Centralna banka ločila svojo funkcijo bančnega nadzora in zgradila ločen sistem nadzora, poimenovanega »ena banka, tri komisije«.</p>	<p>Štiri družbe za upravljanje premoženja, tj. Xinda, Huangrong, Great Wall in Orient, so bile ustanovljene, da bi odvedli 1400 milijard RMB slabih sredstev štirim poslovnim bankam in Kitajski razvojni banki.</p> <p>Ustanovljene so bile Kitajska regulativna komisija za vrednostne papirje (angl. China Securities Regulatory Commission), Kitajska regulativna komisija za zavarovanja (angl. China Insurance Regulatory Commission) in Kitajski center za poslovno podporo (angl. China Business Support Center).</p>
Nova reformna faza (2002–zdaj): Kitajska je leta 2001 vstopila v Svetovno trgovinsko organizacijo.	Vzpostavljenih je pet kategorij kreditnih in računovodskih pravil ter pravila za razkrivanje pomembnih informacij.	Štiri nacionalne komercialne banke, razen Kmetijske razvojne banke Kitajske, so končale reformo sistema zalog in so bile kotirane za trgovanje na borzah.

se nadaljuje

Tabela 1: Razvoj kitajskega sistema skozi zgodovino (nad.)

Obdobje	Reformna politika	Najpomembnejši dogodki
Nova reformna faza (2002–zdaj): Izvedena je bila druga osrednja finančna konferenca, februarja 2002.	<p>Začela se je eksperimentalna reforma podeželskih kreditnih zadrug. Izvedena je bila reforma lastništva nacionalnih poslovnih bank.</p> <p>Vzpostavljena je eksperimentalna reforma za razlitje delnic (angl. split-share reform).</p> <p>Uvede se napredna reforma trženja obrestnih mer.</p> <p>Določanje menjalnega tečaja glede na košarico svetovnih valut. Finančna industrija je bila popolnoma odprta po prehodnem obdobju vstopa v Svetovno trgovinsko organizacijo.</p> <p>Tretja osrednja finančna konferenca 2007 je spodbudila razvoj reforme finančnega sistema podeželja in izgradnjo večplastnega sistema kapitalskega trga.</p> <p>Omogočanje tujim bankam, da opravljajo posle v nacionalni valuti RMB.</p> <p>Omogočeno je, da različne vrste kvalificiranih domačih in tujih institucionalnih vlagateljev lahko sodelujejo pri trgovanju z delnicami.</p>	<p>Omogoči se poslovanje na tujih trgih malim in srednje velikim podjetjem ter trgu rastočih podjetij.</p> <p>Izvedena in zaključena je bila reforma netržnih delnic za nacionalne družbe, ki kotirajo na borzi.</p> <p>Vzpostavitev trga podjetniških obveznic.</p> <p>Uveljavi se trg terminskih pogodb, hkrati pa se nadgradijo produkti izvedenih finančnih instrumentov.</p> <p>Vzpostavljene obrestne mere SHIBOR.</p> <p>Kitajska investicijska družba (angl. China Investment Corporation) je bila ustanovljena z namenom vlaganja finančnih sredstev v tujini z uporabo deviznih rezerv.</p> <p>Tuje banke so se razširile tudi na podeželske regije.</p> <p>Pojavile so se majhne posojilne družbe.</p> <p>Okrepili so se institucionalni vlagatelji, vključno s skladi zasebnega kapitala.</p>

Prirjeno po Chen, Ma & Tang (2011, str. 9).

Iz zgodovine reforme kitajskega finančnega sistema ni težko opaziti, da je bila vsaka reforma v vsaki fazi namenjena reševanju takratnih težav. Na Kitajskem razvoj tržnega gospodarstva zahteva reformo finančnega sistema, ki spodbuja razvoj tržnega gospodarstva. Po več kot tridesetih letih reform je Kitajska sprva vzpostavila strukturo finančnega sistema, ki ustreza razvoju tržnega gospodarstva, dosegla pa je tudi velik napredek pri finančnih institucijah, trgih, produktih in diverzifikaciji strukture financiranja ter specializaciji sistema finančnega makro nadzora (Chen, Ma & Tang, 2011).

Kitajski finančni sistem se v večini razlikuje od finančnih sistemov razvitih gospodarstev, saj na Kitajskem v finančnem sistemu prevladuje bančni sektor. Vloga delniškega trga pri dodeljevanju virov v gospodarstvu je omejena in neučinkovita. Znotraj bančnega sektorja ima prevladujoče vlogo bančni sektor v senci (angl. shadow banking), ki ga sestavljajo alternativni kanali financiranja, mehanizmi upravljanja in institucije. Ti se v splošnem ne zanašajo na kitajske zakone, temveč na druge izvršne mehanizme. Soobstoj tega sektorja z bankami in trgi lahko še naprej podpira rast hibridnega sektorja, med katere uvrščamo nedržavna podjetja, ki ne kotirajo na borzi (Allen & Qian, 2014).

1.2 Vloga kitajskega finančnega sistema in vpliv digitalizacije

Kitajska je bila v zadnjih petintridesetih letih ena najhitreje rastočih uspešnih gospodarstev po stopnji rasti. Napovedi Mednarodnega monetarnega sklada (angl. International Monetary Fund) iz leta 2014, da bo Kitajska prehitela Združene države Amerike in postala največje gospodarstvo na svetu v kontekstu paritete kupne moči, so se uresničile, saj je Kitajska dosegla zastavljene cilje, kljub slabše delujočim finančnim trgom in neučinkovitim pravnim sistemom (Allen & Qian, 2014).

Podoba kitajskega finančnega sistema kot globoko potlačenega in v katerem prevladuje nekaj velikih državnih poslovnih bank (angl. state-owned commercial bank, v nadaljevanju SOCB) hitro zastara v današnjem času. Čeprav v kvantitativnem smislu SOCB še ostaja njegovo srce, so od leta 2009 finančne inovacije, ki presegajo tradicionalni model depozitov in posojil, dramatično vplivale ne le na strukturo, ampak tudi na naravo kitajske finančne pokrajine. Po svetovni finančni krizi je bilo nebančno kreditno posredništvo (angl. non-bank credit intermediation, v nadaljevanju NBCI) priča eksplozivni rasti na Kitajskem. Dva povezana pojava sta bila ključni gonilni sili te preobrazbe v sektorju finančnih storitev, saj se je prvič pojavil kompleksen bančni sistem v senci, kjer so se banke skušale izogniti kreditnim omejitvam, ki so bile vzpostavljene po uvedbi 4 bilijonov RMB stimulativnih ukrepov po krizi. Drugi pojav se nanaša na vzpon »fintecha« in rast platform za internetno posojanje, kar vodi v nastanek Kitajske kot najpomembnejšega svetovnega trga za digitalne finančne storitve, tako v absolutni velikosti kot po številu digitalnih finančnih inovacij (Gruin & Knaack, 2020).

Vzpon »fintecha« in njegovega političnega diskurza predstavlja najnovejšo fazo prizadevanj Komisije za preprečevanju korupcije (v nadaljevanju KPK) za izgradnjo učinkovitejšega in trajnostnega tržnega gospodarstva, na drugi strani pa ohranja politično prevlado in skrbništvo nad trendi makrosocialnega razvoja KPK. Finančni aktivizem, ki je očiten pri spodbujanju in podpori fintecha, zato predstavlja nadaljevanje in ne kakršen koli radikalni odmik od političnega programa v smeri nastanka nebančnega kreditnega posredništva po krizi. Čeprav produkti za upravljanje premoženja in »fintech« tako pospešujejo liberalizacijo sistema, v različni meri izpolnjujeta dvojna cilja KPK – to sta cilja, ki zasledujeta gospodarski razvoj in politični nadzor. V nasprotju s produkti za upravljanje premoženja

predstavlja »fintech« pomemben element finančne reforme, ki podpira širši program strukturne reforme na strani ponudbe in ponovnega gospodarskega ravnovesja. Temeljni cilj reforme finančnega sistema ni liberalizacija sama po sebi, ampak okrepiti infrastrukturno podporo realnega gospodarstva, kar naj bi okrepilo legitimnost delovanja in sposobnost vladanja KPK. S tem se tveganja finančne reforme, ki jih poganja finančna tehnologija, za politično oblast kitajske komunistične stranke (angl. Chinese Communist Party) ublažijo s povečano zmožnostjo spremljanja in nadzora digitalnih finančnih dejavnosti (Gruin & Knaack, 2020).

Kot država v razvoju s srednjim dohodkom ima Kitajska kljub presežni zmogljivosti v številnih sektorjih še vedno veliko priložnosti za naložbe v industrijsko nadgradnjo, mestno in medmestno infrastrukturo ter v naložbe varovanja okolja. Poleg tega ima zelo dober fiskalni položaj, leta 2015 je bil državni, deželni in lokalni dolg manj kot 60 odstotkov BDP-ja in je bil med najnižjimi na svetu. Kitajska ima še vedno največ (več kot 3 bilijone ameriških dolarjev) deviznih rezerv. Z dobrimi naložbenimi priložnostmi in obilnimi finančnimi sredstvi bo ohranila razumno stopnjo rasti naložb, ustvarila delovna mesta ter povečala dohodke in potrošnjo gospodinjstev. Pod temi pogoji ni razloga, da Kitajska v prihodnjih letih ne bi dosegla svojega letnega cilja rasti 6,5 % ali več. Do leta 2030 naj bi Kitajska postala največje gospodarstvo na svetu (za Tajvanom in Južno Korejo) med več kot 200 gospodarstvi v razvoju, ki se bo po drugi svetovni vojni uspešno razvilo iz gospodarstva z nizkimi dohodki v gospodarstvo z visokim dohodkom (Lin & Shen, 2018).

1.3 Vplivi vstopa Kitajske v Svetovno trgovinsko organizacijo

Kitajski vstop v Svetovno trgovinsko organizacijo (angl. World Trade Organisation, v nadaljevanju STO) decembra 2001 je pomenil začetek nove dobe, kjer še vedno lahko opazujemo naraščajočo konkurenco tujih finančnih institucij ter pogostejše večje tokove kapitala (Allen & Qian, 2014).

Da bi izpolnila pogoje za vstop v STO, se je Kitajska strinjala, da bo postopoma znižala carine na kmetijske in industrijske izdelke ter odprla pot svojim storitvam in proizvodni industriji. Znižanje carin je pospešilo uvoz kmetijskih in industrijskih proizvodov za potrošnike, ki so bili v pričakovanju, da se bodo cene teh izdelkov znižale, hkrati pa izboljšala kakovost izdelkov. Finančna in telekomunikacijska podjetja na Kitajskem so morala nadgraditi svoje izdelke, da so preživelu tujo konkurenco (Chow, 2018).

Tuja podjetja so spodbujala rast domače storitvene dejavnosti, kar je sčasoma prispevalo k še večjemu prilivu tujih naložb. Visokotehnološka komponenta proizvodnega sektorja se je povečala tudi zaradi pričakovanega povečanja tujih investicij. Pričakovana rast tako v storitvenem kot v predelovalnem sektorju je povzročila nadaljnje upadanje deleža kmetijstva, kar bi se zgodilo tudi brez vstopa v STO. Relativno upadanje kmetijskega

sektorja je pospešila tuja konkurenca zaradi znižanja carin na kmetijske proizvode, vendar je skupni učinek vstopa v STO na industrijsko sestavo Kitajske omejen (Chow, 2018).

Glavna motivacija premierja Zhuja Rongjija za spodbujanje vstopa Kitajske v STO je bila uporaba tuje konkurence za pospešitev gospodarskih reform tako v industrijskem kot v storitvenem sektorju. V poznih devetdesetih letih prejšnjega stoletja je bila reforma v obeh sektorjih počasna zaradi lastnih interesov skupine menedžerjev, imenovanih v okviru prejšnje uprave, ki so bili odločeni, da obdržijo svoja mesta. Preprosta sprememba državnih podjetij v delniške družbe ni privedla do zamenjave obstoječih menedžerjev ali do sprejemanja novega načina delovanja. Najmočnejša sila za boj proti takšni vztrajnosti je tuja konkurenca. Počasna hitrost vstopa na kitajski trg je bila kodificirana v urniku, kjer so se postopoma zniževale vstopne tarife in so tujim podjetjem omogočili, da korak za korakom vstopajo v finančno in telekomunikacijsko industrijo, kjer neuradno obstajajo birokracije in druga sredstva, ki jih lahko izvajajo uradniki centralne, pokrajinske in lokalne vlade za odložitev vstopa tuje konkurence na kitajski trg (Chow, 2018).

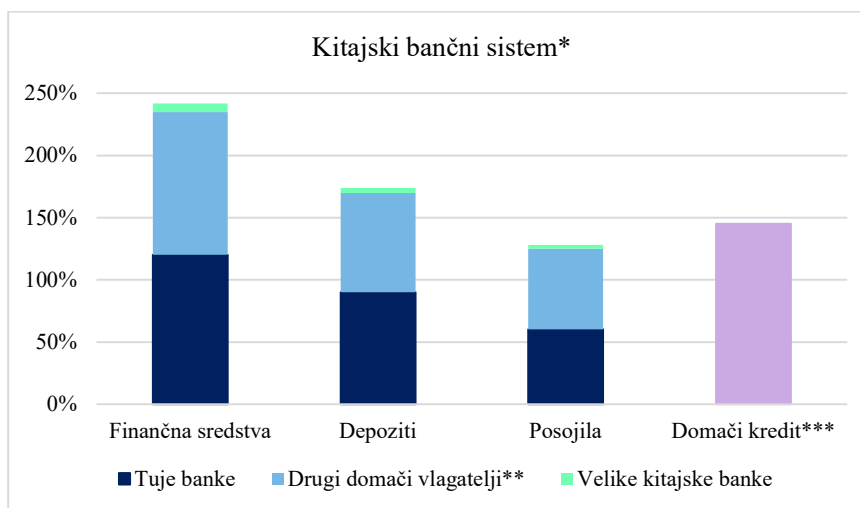
2 PREDSTAVITEV KITAJSKEGA BANČNEGA SISTEMA

Kitajski bančni sistem je ključnega pomena za delovanje kitajskega gospodarstva, saj je glavni kanal, po katerem se prihranki razporedijo v naložbene priložnosti. Bančna dejavnost na Kitajskem je v zadnjem desetletju hitro rasla v povezavi s širitvijo kitajskega gospodarstva in kitajski bančni sistem vključuje nekaj največjih bank na svetu. Kitajske banke so v tem obdobju postale bolj komercialno usmerjene, čeprav kitajska vlada ohranja pomemben vpliv na njihove dejavnosti (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

Kitajski bančni sistem se je glede na velikost kitajskega gospodarstva bistveno razširil v zadnjem desetletju. Konsolidirana sredstva bančnega sistema (vključno s sredstvi v tujih kitajskih podružnicah in hčerinskih družbah bank) so ustrezala približno 240 % BDP-ja konec leta 2011, s približno 200 % več kot v začetku 21. stoletja, kar je razvidno iz spodnje slike 3 (Allen & Qian, 2014).

Ocenjena vrednost posojil rezidentom je enakovredna 145 % BDP-ja – ta delež je visok v primerjavi s podobnimi državami, če primerjamo raven dohodka na prebivalca. Drugi viri financiranja na Kitajskem so manj razviti kot posredniški kredit. Sem štejemo predvsem neporavnane dolžniške vrednostne papirje (če izvzamemo dolg države ter centralne banke) in tržne kapitalizacije lastniškega kapitala, ki zavzemajo približno 30–40 % BDP-ja (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

Slika 3: Struktura sredstev kitajskega bančnega sistema²



Prirejeno po Turner, Tan & Sadeghian (2012).

Izpostaviti je treba tudi dejstvo, da je primerjava med bančnim kreditom in dolžniškimi vrednostnimi papirji, na trgih kot je kitajski, zapletena zaradi dejstva, da so kitajske banke glavni kupci podjetniških obveznic na primarnem trgu. Kitajski delniški trg je sorazmerno majhen, ker so številna kitajska nefinančna podjetja pridobila lastniški kapital v tujini, zlasti na borzi v Hongkongu (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

Pet največjih bank na Kitajskem po padajočem vrstnem redu so Industrijska in Komerzialna banka Kitajske, Kitajska gradbena banka, Banka Kitajske, Kmetijska banka Kitajske in Banka komunikacij (angl. Bank of communications, v nadaljevanju BCOM). Te banke predstavljajo približno polovico kitajskih sredstev in imajo ključno vlogo pri razvoju bančnega sistema. Banke so v večinski lasti države, vendar imajo tudi delničarje zasebnega sektorja prek svojih kotacij na borzi v Hongkongu (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

Od pozne dinastije Qing do desetletij vojskovodje je kitajska vlada vsakemu posamezniku dovolila ustanovitev banke, ob upoštevanju niza relativno majhnih zakonskih zahtev. Leta 1914 je gospodarsko pravo opredelilo štiri skupine podjetij (Zhao & Pang, 2018):

- neomejena podjetja;
- skupne družbe delničarjev z omejeno in neomejeno odgovornostjo;
- delniške družbe v obliki razširjenega partnerstva
- in družbe, omejene z delnicami.

² * konsolidirana sredstva domačih in tujih podjetij

** vključuje majhen sektor nebančnih finančnih posrednikov

*** vključuje posojila v renminbiju, zaupana posojila, skrbniška posojila, akreditive in menice

Od 1911 do 1927 je kitajska bančna industrija veljala za svobodno industrijo, saj ni bilo pravnih ovir, ki bi omejevale razvoj in ustanovitev bank. Bančni sektor je doživel hitro rast v okoliščinah, ki se izrazito razlikujejo od sodobnega obdobja, saj država ni delovala kot zadnja posojiljemalka in ni bilo učinkovitega zunanjskega nadzora. Za razlago uspeha bančnega sektorja so raziskave zavzele makroekonomski vidik in se osredotočile na naložbene strategije bank, kot so špekulacije z javnim dolgom in uporaba sodobnih idej upravljanja, vendar pa pomanjkanje sistematičnih zgodovinskih podatkovnih nizov preprečuje formalno raziskovanje teh povezav v literaturi o kitajski finančni zgodovini (Zhao & Pang, 2018).

Študija Zhao in Panga iz leta 2018 osvetljuje mehanizme notranjega upravljanja bank v zgodnji moderni Kitajski. Ugotovila sta, da je po tem, ko se je banka Young Brother reorganizirala v družbo z omejeno odgovornostjo in vzpostavila politične povezave z imenovanjem lokalnih politikov za člane upravnega odbora, dobila zaščito premoženja banke pred neskončno razlastitvijo, ki so ji jo dali voditelji države. Druga pomembna ugotovitev, kaj je zagotavljalo rast dobička bank, je, da so v tem obdobju bili na oblasti na pomembnih pozicijah v upravnih odborih vojaški poveljniki, ki so delovali v korist državnega premoženja. Vse to je privedlo v zaključek, da je vpliv političnih povezav na uspešnost bank pozitivno koreliran (Zhao & Pang, 2018).

2.1 Vodenje monetarne ekonomske politike in njen vpliv na finančne trge

V zadnjem desetletju so se tako velika kot majhna gospodarstva soočala z nihanji poslovnih ciklov ter spremembami na področju finančnih trgov. Ljudje težimo k uresničevanju svojih primarnih ciljev, za katere včasih potrebujemo pomoč ali nasvete finančnih ustanov. Centralna banka, ki je osrednji organ in skrbi za izvajanje monetarne politike, lahko z uporabo in postavitvijo višine obrestne mere in ponudbe denarja v obtoku vpliva na gospodarsko rast ter zagotavlja stabilnost cen. Odločitve denarne politike ponavadi vplivajo na širše finančne trge, kot so trgi obveznic, devizni trgi, in na delniške trge (Ma, 1996).

Finančni trgi omogočajo, da se sredstva prenašajo od tistih, ki imajo presežna sredstva, na tiste, ki sredstva potrebujejo, hkrati pa olajšajo prenos dolžniških vrednostnih papirjev, ki so običajno razvrščeni glede na zapadlost vrednostnih papirjev. Finančne trge, ki olajšajo pretok kratkoročnih sredstev (z ročnostjo do enega leta), imenujemo denarni trgi, tiste, ki olajšajo pretok dolgoročnih sredstev, pa kapitalski trgi. Ne glede na to, ali gre za vrednostne papirje denarnega trga ali vrednostne papirje na kapitalnem trgu, je treba razlikovati med transakcijami na primarnem trgu ter transakcijami na sekundarnem trgu. Primarni trgi olajšajo izdajo novih vrednostnih papirjev, sekundarni pa olajšajo trgovanje z obstoječimi vrednostnimi papirji, ki tudi omogoča spremembo lastništva vrednostnih papirjev. Izdaja novih delnic ali novih lastnih vrednostnih papirjev je primarna tržna transakcija, medtem ko je prodaja obstoječih delnic ali lastniških vrednostnih papirjev enega vlagatelja drugemu naložba na sekundarnem trgu (Madura, 2006).

Leta 1984 je bil na Kitajskem uradno vzpostavljen centralno bančni sistem, sodobna denarna politika pa se je začela oblikovati, ko se je PBC začela specializirati za izvajanje funkcij centralne banke. Od devetdesetih let prejšnjega stoletja se je neposredni nadzor v procesih oblikovanja in izvajanja denarne politike postopoma zožil, posredni nadzor pa se je širil. Končni cilj monetarne politike je bil stabilizirati valuto in s tem spodbujati gospodarski razvoj. Vmesni cilj denarne politike in operativnih ciljev se je premaknil s področja zagotavljanja oziroma odobravanja posojil na denarno ponudbo in osnovno valuto. Posredni nadzorni ukrepi, kot so depozitne rezerve, obrestne mere, posojila centralne banke, diskonti in operacije na odprtem trgu, so se postopoma vse pogosteje začeli uporabljati. Kitajska je z uporabo različnih orodij za upravljanje osnovne valute ter operativnih ciljev zgradila sistem posrednega nadzora. Njegov končni cilj je stabilnost valute, vmesni cilj pa zagotavljanje ponudbe denarja. V zadnjih letih je bila vzpostavitev in izboljšanje vmesnega cilja za sistem denarne politike pomemben kazalnik reforme denarne politike na Kitajskem, ki se kaže predvsem v naslednjih vidikih (Chen, Ma & Tang, 2011):

- kreditni limit komercialne banke je bil preklican;
- Kitajska je indeks denarne ponudbe prvič objavila leta 1993 in vzela denarno ponudbo M_1 in M_2 (široka ponudba denarja) kot cilj nadzora denarne politike leta 1996, kar je zaznamovalo uradno uvedbo vmesnega cilja za denarno politiko;
- leta 1998 se je status denarne ponudbe kot vmesnega cilja še dodatno utrdil z ukinitvijo kreditnega nadzora.

Iz prakse kitajske monetarne politike v zadnjih letih je glavna naloga denarne politike zagotoviti cilj dvojne stabilnosti cen surovin in deviznih tečajev v okolju presežkov tekočega in kapitalskega računa. S stališča poslovanja je PBC zadolžena za reševanje težav, ki izhajajo iz nenehnih prilivov tujega denarja. Pri tem je izbrala metodo, kjer je nenehno v okviru tečajne politike kupovala devize. Z različnimi instrumenti denarne politike je zmanjševala prekomerno rast ponudbe denarja, ki so jo povzročili prilivi tujega denarja in hkrati ohranjala stabilne cene. Upoštevajoč cilje kitajske monetarne politike sta stabilnost cen in gospodarska rast dvojni cilj. Glede na dejanski učinek denarne politike za spodbujanje gospodarske rasti je kitajski BDP v zadnjih letih ostal pri povprečni 10 % rasti. Tudi med svetovno finančno krizo 2008–2009 je kitajsko gospodarstvo še vedno raslo za več kot 9 %. S stališča ohranjanja stabilnih cen je bil indeks inflacije na podlagi indeksa cen življenjskih potrebščin in indeksa proizvajalčevih cen še vedno obvladljiv (Chen, Ma & Tang, 2011).

2.2 Razvoj novodobnega kitajskega bančnega sistema

Bančna industrija na Kitajskem ima prevladujoč položaj v finančnem sistemu in razmere se bodo ohranile še v prihodnosti; zaradi tega je finančni sistem, v katerem prevladujejo banke, bolj endogen. Delničarske poslovne banke so v zadnjem času v stabilnem razvoju, mestne komercialne banke pa so od leta 1996 po pospešitvi kitajske bančne reforme hitro rasle. Poleg tega se v drugih finančnih institucijah nadaljujejo številni reformni procesi, vključno

z bankami, povezanimi s politiko, podeželskimi komercialnimi bankami, podeželskimi združenimi bankami, mestnimi kreditnimi združenji, podeželskimi kreditnimi združenji, podjetji za financiranje skupine podjetij, skladi in investicijskimi družbami, družbami za finančni lizing in hranilnicami (Chen, Ma & Tang, 2011).

Lastniška struktura, v kateri prevladujejo nacionalne banke, je izrazita značilnost kitajskega bančnega sistema, ki je globoko zakoreninjen v posebnih političnih, gospodarskih in kulturnih temeljih Kitajske ter določa tudi druge značilnosti kitajske finančne industrije. Po eni strani struktura v državni lasti zagotavlja, da lahko vlada uporabi veliko finančnih sredstev in igra pomembno vlogo pri ohranjanju »nacionalnega kredita« ter njene moči finančnega nadzora. Na drugi strani pa povezane mehke proračunske omejitve in težave z glavnimi agenti ogrožajo razvoj kitajskih poslovnih bank. Težave za nadaljnjo reformo bančnega sistema vključujejo uradno prevlado bančnega poslovanja, visoke transakcijske stroške in stroške agencij ter običajno pričakovanje, da »država prevzame končna tveganja« v finančni industriji. Nedavno, pred koncem prehodnega obdobja, preden je Kitajska vstopila v Svetovno trgovinsko organizacijo, je imela koristi od političnih reform, liberalizacije trga in trajne gospodarske rasti, saj je končala veliko odcepitev slabih posojil in zagotavljanja kapitala za velike poslovne banke. Rekonstruirala je kapital bank in ustvarila ugodne pogoje kasnejšim reformam delničarjev in javni kotaciji delnic. Po napornem prestrukturiranju in preoblikovanju operativnih mehanizmov je razvoj kitajskega bančništva dosegel izjemne rezultate, saj se je delež slabih posojil sedem zaporednih let zmanjševal, upravljanje podjetij se je še naprej izboljševalo, sistemi za notranji nadzor in obvladovanje tveganj pa so okrepili svojo vlogo (Chen, Ma & Tang, 2011).

Po podatkih revije British Bankers je imela Kitajska leta 2010 štiriinosemdeset bank, ki se uvrščajo med 1000 najboljših bank na svetu. Njihova skupna vsota sredstev je predstavljala kar 9 % sredstev 1000 bank, dobiček pred obdavčitvijo pa 25 %. Industrijska in komercialna banka Kitajske je bila na 7. mestu in najdobičkonosnejša banka na svetu. Kitajski bančni sistem se je z vidika kapitala, razmerja med slabimi posojili in dobičkonosnostjo oblikoval stabilno, sedanji kitajski bančni sektor pa je v najboljšem obdobju svoje zgodovine. Dosežki, ki so jih kitajske banke (predvsem velike nacionalne banke) dosegle v zadnjem času, so posledica »obsežnega razvoja« gospodarstva z močno podporo vlade in se ne bi zgodili brez vbrizgavanja sredstev in odcepitve slabih posojil. Kazalniki učinkovitosti poslovanja kitajskega bančnega sektorja so številčno blizu ravni razvitih držav, vendar so bili narejeni v okolju razmeroma zaprtega trga, nizke ravni konkurence in velikega razpona med depoziti in posojili. V primerjavi s finančnimi institucijami svetovnega razreda je notranji razvoj kitajskega bančnega sektorja nezadosten; prav tako pa je mednarodna konkurenčnost še vedno šibka. To se kaže predvsem na naslednjih štirih področjih (Chen, Ma & Tang, 2011):

- banke imajo še vedno precejšnje pomanjkljivosti pri korporativnem upravljanju;
- mednarodno konkurenčen poslovni model ni oblikovan;
- nadzor tveganja je še vedno na nizki ravni;
- ni možnosti za razvoj inovacij.

Okoli leta 1970 je kitajski bančni sistem sestavljala samo ena banka – PBC. Bila je del ministrstva za finance in njena vloga v načrtnem gospodarstvu Kitajske je bila predvsem zbiranje prihodkov od državnih podjetij in dodeljevanje investicijskih sredstev, odobrenih s proračunom. Posodobitev kitajskega bančnega sistema se je začela leta 1978 z ustanovitvijo treh specializiranih bank (Chen, Ma & Tang, 2011):

- Kmetijska banka Kitajske je prevzela podeželsko bančništvo PBC;
- Banka Kitajske je postala odgovorna za devizne transakcije in mednarodno poslovanje;
- Kitajska gradbena banka se je osredotočila na servisiranje gradbene industrije.

Leta 1984 je bila ustanovljena Industrijska in komercialna banka Kitajske, da bi prevzela industrijske in komercialne bančne dejavnosti PBC, ki je potem začela delovati kot kitajska centralna banka in nadzornik finančnega sektorja. Kitajska vlada je dovolila ustanovitev številnih drugih domačih bančnih institucij iz poznih 80. let prejšnjega stoletja, vključno z banko komunikacij. V prizadevanju za ločitev posojil, povezanih s politiko, in komercialnega bančništva na Kitajskem so bile sredi 90. let prejšnjega stoletja ustanovljene tri politične banke (Kitajska razvojna banka, Kitajska izvozno-uvozna banka in Kmetijska razvojna banka Kitajske), hkrati pa je bil sprejet zakon o ustanovitvi zgoraj omenjenih štirih specializiranih bank kot komercialnih bank v državni lasti, ki so odgovorne za upravljanje lastnega poslovanja in tveganj v skladu s predpisi o skrbnem in varnem poslovanju (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

V poznih osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja so kitajske banke posojale podjetjem v državni lasti, mnoga so poslovala z izgubo in bila odvisna od bančnih kreditov za nadaljnje financiranje svojih dejavnosti, a na koncu posojil niso odplačala (Lardy, 1999). Bančna posojila so prav tako prispevala k razcvetu in kasnejšemu zlomu na nepremičninskih in delniških trgih v zgodnjih devetdesetih letih. Skupni delež slabih posojil velikih državnih bank je presegel 30 % (Huang, 2006).

Banke z visokim deležem slabih posojil so bile pri tem močno podkapitalizirane (glede na minimalne mednarodne regulativne standarde) in so imele majhne rezervacije za izgube posojil (Lardy, 1999). Kitajska vlada je leta 1998 začela podaljšan proces prestrukturiranja štirih največjih kitajskih bank v državni lasti in v njih vložila 33 milijard ameriških dolarjev kapitala, financiranega s prodajo obveznic istim bankam (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

Leta 1999 so bile ustanovljene štiri družbe za upravljanje premoženja (angl. Asset Management Company), ena za vsako banko. Te družbe so bile zadolžene za nakup, reševanje in prodajo slabih posojil bank. V letih 1999–2000 so kupile 168 milijard ameriških dolarjev slabih posojil po nominalni vrednosti, ki so jih delno financirale s prodajo (nizkodonosnih) obveznic bankam. Družbe za upravljanje premoženja so kupile samo posojila, ki so nastala pred letom 1996, ker je bila uspešnost posojil, ki so nastala po tem datumu, posledica kreditnih odločitev bank in ne politike vlade (Wang & Peiser, 2007; Pei & Shirai, 2004).

Vse štiri banke so bile v letu 2000 dodatno dokapitalizirane in odtujene slabih posojil, nato pa kotirane na borzah v Hongkongu in Šanghaju. Začetne javne ponudbe delnic štirih bank so skupaj zbrale 74 milijard ameriških dolarjev v zameno za približno 15–25 % lastniškega kapitala teh podjetij. Začetni javni ponudbi delnic Industrijske in komercialne banke Kitajske ter Kmetijske razvojne banke Kitajske sta v tistem času bili zabeleženi kot največji na svetu (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

Tudi z vstopom in rastjo številnih domačih in tujih bank ter finančnih institucij v zadnjih letih kitajski bančni sistem še vedno večinoma nadzorujejo štiri največje banke v državni lasti. »Velike štiri« banke so postale javno uvrščene na seznam za kotiranje na borzi, kjer ima država največji delež v lastniški strukturi, s tem pa posledično ohranja nadzor nad omenjenimi institucijami. Ta lastniška struktura je bankam dobro služila, saj so se tako izognili težavam, ki so jih bile deležne finančne institucije v razvitih državah v času svetovne finančne krize med leti 2007 in 2009 (Allen & Qian, 2014).

Leta 2003 je bila ustanovljena Kitajska regulativna komisija za bančništvo (angl. China Banking Regulatory Commission, v nadaljevanju CBRC), da bi prevzela odgovornost za regulacijo in nadzor bančnega sektorja, pri čemer je to ločila od funkcij denarne politike in stabilnosti finančnega sistema, ki so še naprej pripadale PBC. CBRC je bila v zadnjih letih aktivna pri krepitvi bonitetnih standardov in nadzora, kar je prispevalo k izboljšanju upravljanja, praks upravljanja tveganj in preglednosti med kitajskimi bankami. Velike poslovne banke na Kitajskem imajo v svojih upravnih odborih neodvisne direktorje, pa tudi neodvisne funkcije upravljanja tveganj in redno razkrivajo finančna razkritja. Kitajska je tudi pomemben del mednarodne finančne regulativne skupnosti s svojim članstvom v G-20, Odboru za finančno stabilnost in Baselskem odboru za bančni nadzor (angl. Basel Committee on Banking Supervision). Kitajske oblasti so začele izvajati mednarodne standarde bančnega kapitala Basel III z začetkom leta 2013, ki velja za začetek mednarodno dogovorjenega obdobja postopnega uvajanja teh standardov (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

Kitajski bančni sistem je bil odporen na neposredne finančne učinke svetovne finančne krize 2008–2009, ker je bil osredotočen na močno rastoči domači trg in malo izpostavljen čezmorskim veleprodajnim trgov financiranja. Kot odgovor na močno zmanjšanje zunanjskega povpraševanja so kitajske oblasti s hitro širitvijo bančnih kreditov, ki so bile večinoma usmerjene v vladne infrastrukturne projekte, uvedle znatne gospodarske spodbude. Povečanje kreditov bank v letu 2009 je bilo enakovredno približno 30 % BDP-ja. Obsežen znesek posojil, ki jih zahteva vlada, je verjetno upočasnil tekočo komercializacijo kitajskih bank in morda povečal njihova kreditna tveganja (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

V zadnjih nekaj desetletjih se je kitajski bančni sistem razvil iz monobančnega sistema v bolj komercialno usmerjen bančni sistem, ki ga upravljata samostojni nadzornik in centralna banka. Sistem zdaj vključuje pet največjih poslovnih bank na svetu in številne druge manjše poslovne banke in institucije. Bančni sistem je velik glede na kitajsko gospodarstvo in

prevladuje pri alokaciji kapitala na Kitajskem. Kitajska vlada je še naprej v veliki meri vpletena v bančni sistem zaradi večinskega lastništva največjih bank, kitajske oblasti pa ohranjajo znaten vpliv na dejavnosti bank pri dajanju posojil in jemanju depozitov. Kitajske banke se večinoma financirajo iz domačih vlog in posojajo predvsem velikim in srednje velikim domačim podjetjem, vključno s podjetji v državni lasti. Dobičkonosnost in kapitalizacija kitajskih bank sta se v zadnjem desetletju znatno izboljšali, prav tako standardna merila uspešnosti sredstev. Te izboljšave so se zgodile v okolju močne rasti nominalnih dohodkov in kreditov na Kitajskem (Turner, Tan & Sadeghian, 2012).

Kljub temu da kitajsko gospodarstvo v zadnjem desetletju realno raste približno 10 % na leto, je hitra rast morda v veliki meri povezana z globalizacijo trgovine, toda Kitajska še ni v celoti »globalizirala« svojega bančnega sektorja. Raziskave o državah v razvoju in povezavi finančne rasti močno nakazujejo, da se opažene visoke stopnje rasti ne morejo nadaljevati v neskončnost brez pomembne reforme bančnega sistema in pravne/finančne infrastrukture (Berger, Hasan & Zhou, 2009).

2.3 Razvoj in vpliv bančništva v senci

Zaradi velikega povpraševanja kitajskega gospodarstva po kapitalu je bančništvo v senci, ki vključuje zaupna posojila (angl. trusted loans), poverjena posojila (angl. entrusted loans), posojila malih posojilodajalcev (angl. loans by small-scale lending companies), podjetniške obveznice (angl. corporate bonds) in neformalne finance (angl. informal finances) itd., vse od leta 2009 hitro raslo. Rast produktov, s katerimi se upravlja premoženja bank, posledično odraža tudi razvoj bančništva v senci. V to kategorijo pa ne vključujemo posameznih produktov upravljanja premoženja, saj bi to pomenilo dvojno štetje. Bančništvo v senci je začelo rasti leta 2009, zaradi omejene kvote za posojila v bančnem sistemu ter posledično močnega povpraševanja po kapitalu v gospodarstvu (Allen & Qian, 2014).

Predstavili bomo zaupna posojila, skrbniška posojila in podjetniške obveznice, ki so vključena v tako imenovano skupino socialnih financ (angl. total social financing).

Izraz skupne socialne finance, ki ga je prvič predstavil guverner Kitajske centralne banke, Xiaolian Hu, je likvidnostni ukrep, ki zajemajo posojila v lokalni valuti, posojila v tuji valuti, zaupna posojila, bančne račune za sprejem, neto financiranje obveznic podjetij in nefinančno financiranje lastniškega kapitala. Od leta 2011 ta kazalnik velja za enega najpomembnejših denarnih kazalcev na Kitajskem, kjer tradicionalni denarni kazalniki, kot je M_2 , ne upoštevajo vseh virov socialnega financiranja. Kitajska centralna banka ta pojav opredeljuje tako, da so skupne socialne finance del skupnih sredstev, ki jih realno gospodarstvo v določenem obdobju pridobi iz svojega finančnega sistema (Allen & Qian, 2014). S tem se izmeri količina denarja, ki jo ponujajo domači dobavitelji, vključno s finančnimi institucijami, zasebnimi gospodinjstvi in nefinančnimi subjekti. Izključuje prihodke iz državnih obveznic, ki se uporabljajo za vladno porabo in kritje primanjkljaja, pa tudi vse

postavke, povezane s tujino, kot so neposredne tuje naložbe in »čezmorski« dolg (Ethlers, Kong & Zhu, 2018).

Raziskave bančništva v senci so se v zadnjih letih povečale, vendar so pogosto ozko osredotočene na zaupna posojila in produkte za upravljanje premoženja. Allen, Qian, Tu in Yu (2019) ugotavljajo, da so zaupna posojila odziv trga na pomanjkanje kreditov, saj se ti povečajo, ko bančni krediti postanejo tesni. Chen, Ren in Zha (2016) kažejo, da je bančništvo v senci močno povezano z bilančnimi tveganji poslovnih bank, saj so banke nagnjene k usmerjanju tveganih zaupnih posojil. Ekonomist Kane (2014) uporablja izraz »senčno bančništvo« za opis finančnih instrumentov, ki so glede na meje obstoječih zakonov ali kontrolnih postopkov dejansko ali potencialno zunaj zakonskega primeža več agencij, ki so zadolžene za spremljanje in upravljanje finančne varnosti. Acharya, Qian in Yang (2017) poudarjajo, da je hiter porast bančništva v senci sprožil kitajski spodbudni načrt, objavljen novembra 2008, pri čemer so majhne in srednje velike banke znatno povečale dejavnosti bančništva v senci z izdajo produktov za upravljanje premoženja.

V članku Chen, He in Liu (2020) ugotavljajo, da so province z nenormalno višjo rastjo bančnih posojil v letu 2009 pokazale višjo stopnjo bančnih dejavnosti v senci, vključno z zaupnimi posojili in produkti za upravljanje premoženja. Nato pa so se po letu 2012 zatekle k nebančnemu dolžniškemu financiranju, ko so se soočile s pritiskom na podaljšanje bančnega dolga, ki zapade v plačilo. V obdobju 2012–2015 so pokrajine z večjo rastjo bančnih posojil v letu 2009 doživele več izdaj občinskih obveznic, skupaj z več bančnimi dejavnostmi v senci, vključno s skrbniškimi posojili in produkti za upravljanje premoženja. Te izkušnje Kitajske po stimulaciji kažejo podobnosti z razvojem finančnih trgov v času nacionalnega bančništva ZDA.

Večina obstoječih definicij bančništva v senci je prilagojenih razvitim gospodarstvom. Iz tega razloga lahko razvijemo definicijo, ki najboljše zajame strukturne značilnosti bančništva v senci na Kitajskem. K bančništvu v senci spadajo »vsi finančni instrumenti, ki izpolnjujejo funkcije kreditnega posredništva, ki jih običajno opravljajo oziroma izvajajo banke (to so likvidnost, zapadlost in preoblikovanje kreditnega tveganja), vendar zmanjšujejo breme bančnega poslovanja (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Definicija Kitajske centralne banke opredeljuje bančništvo v senci kot »kreditno posredništvo, ki vključuje subjekte in dejavnosti zunaj rednega bančnega sistema, s funkcijami likvidnosti in kreditnega preoblikovanja, ki bi lahko povzročilo sistemsko tveganja ali regulativno arbitražo. Posebej vključuje dejavnosti kreditnega posredništva, ki jih izvajajo banke same, s katerimi znižujejo regulativne zahteve ali pa jih kar zaobidejo (People's Bank of China, 2013).

Bančništvo v senci lahko na splošno razdelimo v tri kategorije: na podlagi dejavnosti, na podlagi subjektov ter mešanico obeh. Najpogosteje uporabljena definicija bančništva v senci je iz poročila odbora za finančno stabilnost iz leta 2021, ki spremlja bančništvo v senci, in

pravi, da je to »kreditno posredništvo, ki vključuje subjekte in dejavnosti (v celoti ali delno), ki so zunaj običajnega bančnega sistema«. Banke so prevladujoči akterji v bančnem sistemu v senci, saj izdajajo ključne instrumente (tj. produkte za upravljanje premoženja), nato pa izkupiček usmerijo v nebančne subjekte, kot so skrbniška podjetja (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Banke so tudi gonilna sila novih in bolj zapletenih oblik »strukturiranega« kreditnega posredništva v senci. Kreditno posredništvo na Kitajskem skoraj ne vključuje listinjenja ali veleprodajnega financiranja, ki sta končni vir in gonilni sili ameriškega bančništva v senci. Pravzaprav je bilo bančništvo v senci na Kitajskem bolj podobno tradicionalnemu bančništvu, kjer se zbira »vloge« ali gotovino od malih in podjetniških vlagateljev, nato pa se njihove prihranke pretvori v kredite različnih oblik, da zagotovi financiranje podjetjem. Glede na osrednjo vlogo bank se bančništvo v senci na Kitajskem pogosto imenuje »senca bank«, v nasprotju z obliko kreditnega posredništva, ki temelji na kapitalskem trgu. Poleg tega je treba poudariti, da je vloga tujih vlagateljev oziroma tujih finančnih subjektov zanemarljiva. Bančno dejavnost v senci na Kitajskem poganjajo domače finančne institucije, varčevalci in vlagatelji (Adrian, Aschcraft & Cetorelli, 2013).

2.3.1 Vloga bančništva v senci in alternativnih varčevalnih instrumentov

Vsaka od treh glavnih stopenj posredništva kreditov v senci na Kitajskem ima poseben nabor instrumentov. Na zadnji stopnji upnika se bančništvo v senci neposredno in predvsem financira iz vlagateljev, ki kupujejo produkte za upravljanje premoženja ali skrbniške produkte (angl. trust products), ki jih je izdala banka. Posledično posredovanje pri kreditih v senci na tej stopnji ne zahteva zavarovanja ali listinjenja, v nasprotju z bančništvom v senci v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA). Iz tega razloga je bančništvo v senci na Kitajskem označeno kot proces kreditnega posredništva, podobno kot pri banki, pri čemer se vloge zbirajo s produkti za upravljanje premoženja z višjim donosom ali skrbniškimi produkti. Pomanjkanje zavarovanja ali listinjenja na strani financiranja je eden ključnih razlogov, zakaj je struktura bančnega sistema v senci na Kitajskem tako drugačna od tiste v ZDA (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Poleg zaupnih posojil in posojanja med posamezniki (angl. peer-to-peer lending) se financiranje bank v senci na splošno opira na dva glavna instrumenta (Ehlers, Kong & Zhu, 2018):

- produkti za upravljanje premoženja in
- skrbniški produkti.

Produkti za upravljanje premoženja, ki jih izdajo banke, služijo kot alternativni varčevalni instrumenti, ki obljublajo višje donose kot tradicionalni bančni depoziti, vendar še vedno veljajo za varne. Banke so njihovi prevladujoči izdajatelji in jih ponujajo kot dve glavni vrsti. Glavnice ali produkti za upravljanje premoženja z zajamčenim vračilom vključujejo polne

bančne garancije bodisi na glavnico bodisi na donos. Te so zabeležene v bilancah bank skupaj z osnovno naložbo, ki jo financirajo. So podobni prenosljivim potrdilom o vlogi (angl. negotiable certificates of deposit) in so predmet običajnih bančnih predpisov, zato jih ne štejemo k bančništvu v senci (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Poznamo dve vrsti produktov za upravljanje premoženja, ki sta naštetih spodaj (Ehlers, Kong & Zhu, 2018):

- **Glavnice ali produkti za upravljanje premoženja z zjamčenim vračilom** (angl. Principal or Return Guaranteed Wealth Management Product) ki vključujejo polne bančne garancije bodisi na glavnico bodisi na donos. Zabeležene so v bilancah bank z osnovno naložbo, ki jo financirajo. Podobni so prenosljivim potrdilom o vlogi (angl. Negotiable Certificates of Deposit) in so predmet običajnih bančnih predpisov in jih prav zaradi tega ne štejemo za del bančništva v senci.
- **Produkti za upravljanje premoženja brez glavnice in brez izrecnih bančnih garancij**, ki niso evidentirane v bilancah bank. Osnovne naložbe zjamčenih produktov za upravljanje premoženja, ki niso del glavnice, so običajno v lasti družbe za upravljanje premoženja, kar jim omogoča, da ohranijo popoln nadzor nad naložbami. Banke dejansko delujejo kot upravljavci sredstev in zaračunavajo provizije vlagateljem, ne da bi zanje veljale zakonske omejitve, razen tistih, ki urejajo dopustno zasnovo produktov za upravljanje premoženja. Do konca leta 2016 je delež nezajamčenih posojil v celoti neporavnanih produktov za upravljanje premoženja dosegel skoraj 80 % vseh sredstev.

Prihodki od izdajanja produktov za upravljanje premoženja so v veliki meri usmerjeni v nebančne institucije – običajno skrbniško družbo ali bančno podružnico za upravljanje naložb ali premoženja in se tako premaknejo iz bilanc bank. Ker so njihovi prevladujoči izdajatelji banke, služijo kot alternativni varčevalni instrumenti, ki obljublajo višje donose kot tradicionalni bančni depoziti, vendar še vedno veljajo za varne. Nebančna institucija nato sredstva vlaga v obveznice ali druge instrumente denarnega trga, vključno z bančnimi depoziti. Posledične povezave med bankami, instrumenti varčevanja v senci in trgom obveznic dejansko omejujejo diverzifikacijsko vlogo trgov obveznic, ki so jih predvidevali kitajski regulatorji ter posledično omejujejo njihov potencial za podporo ponudbi kreditov, kot so bančna posojila oslABLJENA (Chan, Chui, Packer & Remolona, 2012; De Fiore & Uhlig, 2015).

Večina produktov za upravljanje premoženja je zaprtega tipa, kar pomeni, da imajo določen življenjski cikel, vlagatelji pa se morajo vpisati v določenih obdobjih. V primeru odprtega tipa se lahko vlagatelji kadar koli vpiše in jih unovči. Pomembno je, da je le majhen delež odprtih produktov za upravljanje premoženja odprtega tipa, pri katerih so na voljo redne informacije o čisti vrednosti sredstev za zavarovanje terjatev. V vseh drugih primerih vlagatelji običajno nimajo pravočasnih informacij o vrednosti osnovnega premoženja. V tem pomenu so produkti za upravljanje premoženja relativno nepregleden varčevalni instrument

v primerjavi z bančnimi vlogami ali dolžniškimi vrednostnimi papirji (Jain, Cui & Shah, 2017).

Posredovanje pri kreditih v senci ne pomeni le tesne medsebojne povezave med poslovnimi bankami in bančnimi subjekti v senci, ampak ustvarja tudi tesne vezi s kitajskim trgom obveznic. Velik delež prihodkov od produktov za upravljanje premoženja je bil vložen v trg obveznic. To je predvidena posledica uredbe o produktih za upravljanje premoženja, ki določa, da morajo najmanj 75 % osnovnega premoženja produktov za upravljanje premoženja sestavljati tako imenovani standardizirani dolžniški instrumenti, vključno z obveznicami, instrumenti denarnega trga in bančnimi depoziti. Produkti za upravljanje premoženja so kanal malim vlagateljem, za vlaganje v obveznice, saj je neposreden dostop do medbančnega trga obveznic omejen na finančne institucije (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Večinski del sredstev pri produktih za upravljanje premoženja prihaja od posameznih vlagateljev, vendar se je njihov delež v zadnjih letih zmanjšal, hkrati pa se je delež medbančnih produktov za upravljanje premoženja od drugega četrtertja 2015 povečal. To kaže na premik pri uporabi produktov za upravljanje premoženja v primerjavi z alternativami varčevalnih instrumentov, saj so varčevalci bolj naklonjeni zapletenim oblikam »strukturiranega« posredništva v senci kreditov (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Skrbniške produkte izdajajo skrbniške družbe, ki opravljajo funkcije kreditnega posredništva, kot so poslovne banke, vendar zanje ne veljajo enaki predpisi. Tradicionalno so na Kitajskem igrali pomembno vlogo kot posojilodajalci manj privilegiranim in bolj tveganim posojilojemalcem z omejenim dostopom do bančnih kreditov – zlasti novim in manjšim zasebnim podjetjem. K temu so pripomogli razmeroma ohlapni predpisi v primerjavi z bančnimi, toda od leta 2007 je vrsta regulativnih ukrepov bistveno spremenila okvir, v katerem bi lahko delovala skrbniška podjetja (Zhu & Conrad, 2014)

Regulatorji so želeli skrbniške družbe preoblikovati v profesionalne zunanje upravljavce premoženja, z ukrepi pa se je povečal delež tržnih vrednostnih papirjev v skrbniških naložbah. Kljub temu ostajajo skrbniška posojila edina najpomembnejša vrsta osnovnih sredstev v lasti skrbniških družb (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

2.3.2 Vpliv bančništva v senci na kitajski finančni sistem

Bančništvo v senci ima pomembno vlogo pri zagotavljanju alternativnih varčevalnih instrumentov in posredniških sredstev zasebnim podjetjem z manj privilegiranim dostopom do formalnih bančnih kreditov. Čeprav to ni edinstvena značilnost bančnega sistema v senci na Kitajskem, različne vrste vključenih produktov in institucij povzročajo značilno strukturo finančnih medsebojnih povezav (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Alternativni instrumenti varčevanja v senci, kot so produkti za upravljanje premoženja, skrbniški produkti in zaupana posojila, so preusmerili prihranke gospodinjstev in podjetij od

običajnih bančnih vlog. Verjetno sta za to dva glavna gonilnika. Leta 2015 so na Kitajskem prvič odpravili zgornje (nizke) meje obrestne mere za depozite (Wang, Wang, Wang & Zhou, 2021). Do takrat so instrumenti v senci bankam omogočali, da zaobidejo zgornjo mejo in ponudijo bistveno višje donose. Pomembno vlogo po naraščajočem povpraševanju instrumentov v senci so imeli tudi skladi, saj so varčevalci na trgu nenehno povpraševali po produktih z višjim donosom, ker so jih dojemali kot varno naložbo (Dang, Wang & Yao, 2014).

Kljub odpravi nizke zgornje obrestne meje za depozite, neposredni dostop do trga obveznic ostaja še vedno precej omejen. Obvezniški vzajemni skladi in drugi vzajemni skladi so še vedno v zgodnji fazi razvoja. Tudi po popolni liberalizaciji obrestnih mer za bančne vloge oktobra 2015 so instrumenti senčnega varčevanja še naprej plačevali opazno premijo nad bančnimi vlogami. Bančništvo v senci zagotavlja kredite zasebnim podjetjem, ki jih sicer ne bi bilo na voljo ali jih je bilo pretežko pridobiti. Ker so ta podjetja običajno bolj produktivna kot njihova državna podjetja, bodo krediti v senci vodili do neposrednih gospodarskih koristi. Tradicionalno ima večina zasebnih podjetij in manjših državnih podjetij težave pri dostopu do formalnega kreditnega trga, saj velike državne banke raje posojajo velikim podjetjem v državni lasti (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Preference bank za velika podjetja v državni lasti odražajo zgodovinska razmerja in visoko kreditno sposobnost zaradi implicitne ali eksplicitne vladne podpore, kar zmanjšuje ponudbo kreditov potencialno produktivnejšim zasebnim podjetjem. Kredit v senci zasebnim podjetjem se večinoma pojavlja v obliki posojil skrbniških družb (krvniška posojila) in neposrednih posojil med podjetjem, ki jih posredujejo banke (pooblaščená posojila). Zaupna posojila so posledica dejstva, da imajo mnoga podjetja na voljo presežne prihranke. Velika podjetja v državni lasti prav tako izkoriščajo svoj lažji dostop do bančnih kreditov in boljše pogoje za posojila, da lahko omogočijo posojanje svojim hčerinskim in pridruženim podjetjem (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

2.3.3 Nove oblike finančnih instrumentov, ki vplivajo na razvoj in konkurenčnost bančništvo v senci

V zadnjih letih so se razmahnile nove oblike »strukturiranega« kreditnega posredništva, zlasti tiste, povezane z naložbenimi terjatvami bank. Prerazvrstitev bančnega premoženja v naložbene terjatve ustvarja še tesnejše in zapletenejše ter nepregledne povezave med formalnim bančnim sektorjem in bančnimi subjekti v senci. V prvem koraku se izpostavljenost banke običajno prenese na skrbniške družbe ali njene podružnice za upravljanje premoženja. V zameno prejme banka polne pravice do udeležbe v dobičkih in izgubah osnovnih posojil ali dolžniških vrednostnih papirjev s pravicami do skrbniškega upravičenca in produktov za usmerjeno upravljanje premoženja (angl. direct asset management products). Kreditne izpostavljenosti se včasih prenašajo med banke z medbančnimi produkti za upravljanje premoženja, za katere so temeljni vrednostni papirji

pravice do upravičenca do skrbniškega sklada ali produkti usmerjenega upravljanja premoženja (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Druga majhna, a hitro rastoča oblika senčnih kreditov, je posojilo med enakovrednimi posojilojemalci (angl. peer-to-peer lending), posredovano po spletnih platformah, ki se neposredno ujemajo z varčevalci in posojilojemalci. Platforme za spletno posojilo so doslej delovale brez popolnih bančnih licenc v skladu z razmeroma lahkimi »začasnimi pravili« (Committee and Board on the Global Financial System, 2017)

Bančništvo v senci na Kitajskem je enostavnejše kot v Združenih državah, saj vključuje manj vrst subjektov in manj korakov kreditnega posredništva. Posredovanje v senci na Kitajskem je večinoma enostopenjski ali dvostopenjski postopek posredovanja, saj dejansko temelji na »navadnih« posojilih ali instrumentih, ki vključujejo povezavo ena proti ena s prihodki iz osnovnih dolžniških instrumentov. Postopek posredovanja kredita v senci v Združenih državah pa vključuje sedem korakov (»navpično razrezovanje«) in veliko število finančnih subjektov (Jones, 2016).

Medtem ko senčno kreditno posredništvo deluje brez dostopa do likvidnosti centralne banke in nima koristi od zaščite zavarovanja vlog, so instrumenti bančnega poslovanja v senci na Kitajskem podprti z implicitnimi in eksplicitnimi jamstvi. Tako na Kitajskem kot v ZDA pričakovanje morebitnega vladnega reševanja sistemsko pomembnih finančnih institucij, ki zaidejo v težave, zagotavlja implicitna jamstva vlagateljem in upnikom. V Združenih državah so visoke bonitetne ocene tržnih finančnih instrumentov dajale lažen občutek varnosti pred veliko finančno krizo. Poleg tega so banke in druge finančne institucije subjektom s posebnim namenom, ki izdajajo takšne instrumente, izrecno ponudile dogovore o pogojnem zagotavljanju likvidnosti (Na & Yuan, 2012).

Nasprotno pa na Kitajskem dejavnosti bančništva v senci vodijo banke in kupci produktov za upravljanje premoženja ter običajno domnevajo, da distribucijska banka zagotavlja nadomestilo v primeru neplačila. Banke dejansko nimajo takšne pravne obveznosti, da to storijo, saj je vsakršno zatekanje k subjektu, ki je izdajatelj, v pogodbah izrecno izključeno. Kljub temu pa precedensi, ki so jih ustvarili pretekli reševalni ukrepi, in zaznana prednostna naloga oblasti glede ohranjanja učinkovitosti finančnega trga in socialne stabilnosti prispevajo k dojetju pomembnosti implicitnih bančnih garancij. Če je vpletena banka v državni lasti, lahko stranke menijo, da so produkti podprti z vladnim jamstvom. V konkurenčnem okolju imajo banke spodbudo za spodbujanje takšnih predpostavk, poleg tega družbe za kreditno jamstvo zagotavljajo izrecna jamstva za širok spekter bančnih dejavnosti v senci na Kitajskem. Medtem ko ta podjetja manjšim in novoustanovljenim podjetjem pomagajo pri dostopu do kreditnega trga, ustvarjajo tudi nepregledne finančne soodvisnosti. Podjetja za kreditno jamstvo pogosto rahlo regulirajo pokrajinske in lokalne oblasti, v nekaterih primerih pa so neplačila skrbniških produktov ali produktov za upravljanje premoženja povzročila sekundarna neplačila družb za kreditno jamstvo (Na & Yuan, 2012).

Kljub tesnim povezavam med instrumenti varčevanja v senci in trgom obveznic ter novimi oblikam strukturiranega senčnega kreditnega posredništva podatki kažejo, da je bančništvo v senci na Kitajskem vse zapletenejše (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

2.3.4 Rast kitajskega nebančnega kreditnega posredništva

Po definiciji Odbora za finančno stabilnost (angl. Financial Stability Board) je nebančno kreditno posredništvo tisti del finančnega sektorja, ki predstavlja »kreditno posredništvo, ki vključuje subjekte in dejavnosti (lahko v celoti ali le deloma) zunaj običajnega bančnega sistema« (Financial Stability Board, 2017). Najnovejša raziskava Mednarodnega denarnega sklada (angl. International Monetary Fund) ocenjuje velikost kitajskega nebančnega sektorja na 31,2 % BDP-ja, pri čemer bančna sredstva (218,4 % BDP-ja) predstavljajo dodatnih 143,5 % celotnega socialnega financiranja (International Monetary Fund, 2017).

Ocenjevanje velikosti in sestave kitajskega nebančnega kreditnega posredništva je izredno težavno zaradi prekomernega in nepogostega štetja in se posledično gibljejo v širokem razponu. Leta 2013 je njegova vrednost znašala od 5 do 46 tr. RMB (0,7–6,9 tr. ameriških dolarjev), kar je ekvivalentno med 8 in 80 % takratnega BDP-ja. Sektor ostaja majhen glede na BDP v primerjavi z razvitimi gospodarstvi, čeprav se je njegov delež v svetovnem premoženju po krizi hitro povečal (Gruin & Knaack, 2020).

Ta opredelitev kitajskega nebančnega kreditnega posredništva vključuje kreditno posredovanje po spletnih in nespletnih kanalov posojanja, ki sta od leta 2009 hitro rasli (Gruin, 2013). Nebančno kreditno posredništvo je v svojem jedru zgodba o posledicah dolgotrajne finančne represije, kar vodi do vrzeli v financiranju in učinkovitosti, tako na strani dajanja kot najemanja posojil malim in srednjim podjetjem ter gospodinjstvom z nizkimi dohodki (Feyzioğlu, 2009).

PBC je resno zaostrovala denarno politiko, zviševala količnike kapitalske ustreznosti in bankam uvedla kreditne omejitve, a ostal je pomemben politični pritisk – tako formalen kot neformalen – za nadaljevanje podpiranja dolgoročnih infrastrukturnih naložb. To je povzročilo hitro širjenje novih finančnih produktov, saj so banke poskušale premakniti obveznosti iz bilance stanja, nefinančne institucije, kot so skrbniške družbe, pa so posegle v kreditiranje tistih posojiljemalcev, ki jim je zdaj odrezan dostop do bančnih posojil. Večina kapitala za te listinjene in nelistinjene produkte izvira iz produktov za upravljanje premoženja, ki jih izdajajo neposredno banke same ali skrbniške družbe, se tržijo navadnim malim vlagateljem kot alternativa nizkodonosnim bančnim depozitom (Gruin & Knaack, 2020).

2.4 Banke kot središčna funkcija senčnega kreditnega posredništva

Poslovne banke so ključni akterji v središču senčnega kreditnega posredništva. So glavna povezava med posojilodajalci in posojilojemalci sredstev tako v formalnem kot v bančnem sistemu v senci. Banke izdajajo ključne bančne instrumente v senci, kot so produkti za upravljanje premoženja, usmerjajo sredstva vlagateljev in zagotavljajo likvidnost drugim bančnim subjektom v senci (npr. skrbniškim podjetjem) ter so imetniki instrumentov bančnega poslovanja v senci, kot so pravice upravičencev do skrbništva ali medbančnih produktov za upravljanje premoženja (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Vse vrste komercialnih bank na Kitajskem, predvsem manjše delniške in mestne komercialne banke, so aktivno in neposredno vključene v kreditno posredovanje v senci. V tem procesu ustvarjajo tesne medsebojne povezave med formalnimi in bančnimi dejavnostmi v senci ter vsemi udeleženi subjekti. Pomemben delež prihodkov od bančnih produktov za upravljanje premoženja se usmeri v skrbniške produkte (angl. channelling business). Poleg tega imajo banke pravico do skrbništva upravičencev, kot so pravice do udeležbe na prihodkih od skrbniških produktov, ki jih izda skrbniška družba (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Banke poleg svoje neposredne vloge na različne načine olajšajo kredite v senci. Neposredna posojila med nefinančnimi podjetji zakonsko niso dovoljena, banke delujejo kot skrbniki in posredniki tako imenovanih zaupanih posojil med podjetji. Banka, kot skrbnik, pobere glavnico in obresti ter zaračuna provizijo za ravnanje. Pri tem ne prevzema kreditnega tveganja ali pa del kreditnega tveganja absorbira s tako imenovanimi zaupanimi pravicami (Chen, Ren & Zha, 2016).

Z distribucijo in posredovanjem širokega spektra bančnih produktov v senci samih in v imenu drugih subjektov so banke osrednji akter v kitajskem bančnem sistemu v senci. Banke se v tej vlogi dojema kot dajalce implicitnih jamstev svojim komitentom v primeru neplačila, čeprav te zakonske obveznosti nimajo (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Bančništvo v senci se tako kot tradicionalne poslovne banke lahko uporablja za terminsko konverzijo, konverzijo likvidnosti in operacije finančnega vzvoda, ki so postali neposredni ali posredni viri sistemskega tveganja. Od leta 2012 je obseg financiranja z bančnim sistemom v senci na Kitajskem v istem obdobju predstavljal skoraj 40 % celotne lestvice socializacije. Od leta 2017 je delež financiranja iz bančništva v senci znova poskočil, kar lahko razberemo iz izjav ustreznih dokumentih, ki jih je izdala centralna vlada. Od zadnjega izbruha krize zasebnih posojil v Wenzhouju so se na različnih mestih začela pojavljati tveganja zasebnega financiranja, ki so vpletla lokalni bančni sistem. Težave finančne industrije so bile vedno najpomembnejše in najbolj težavno vprašanje za gospodarstvo katere koli države. Kitajski bančni sistem v senci je največja časovna bomba v sedanjem kitajskem finančnem sistemu in lahko postane vir naslednjega kroga sistematične svetovne finančne krize (Chen & Chen, 2019).

Kitajsko bančništvo v senci brez aktivne udeležbe tradicionalnih poslovnih bank ne more doživeti tako hitre rasti in doseči današnjega obsega in pomena. Kljub znatnemu napredku pri finančni liberalizaciji tradicionalnega sistema poslovnega bančništva kitajski bančni sistem še vedno velja za strog regulativni sistem. Zaradi zgornje meje pasivne obrestne mere, predvsem znižanja ekonomskih obrestnih mer, so nastale različne finančne omejitve. Da bi ohranile lastno rast dobička, imajo tradicionalne poslovne banke pogosto močne spodbude za povečanje obsega posojil, kar pomeni, da morajo tradicionalne poslovne banke prebiti obstoječe razmerje med posojili in vlogami, količnikom kapitalske ustreznosti in kreditno kvoto (Chen & Chen, 2019).

Po porastu posojil v letu 2009 se tradicionalne poslovne banke vse pogosteje soočajo s 75 % razmerjem med posojili in vlogami. Da bi še naprej širile obseg posojil, morajo tradicionalne komercialne banke absorbirati vloge in prenašati depozite z izdajo produktov za upravljanje premoženja z višjim donosom, ki blažijo likvidnostne omejitve, ki jih povzročata razmerje med posojili in vlogami, in povečuje njihovo sposobnost nadaljevanja izdajati posojila. Z izdajo produktov za upravljanje premoženja brez jamstva glavnice se posojila zagotavljajo zunanji skupini produktov za upravljanje premoženja. Dovoljeno je, da so donosi teh produktov skladni s tržnimi obrestnimi merami. Poleg tega tradicionalne poslovne banke zagotavljajo jasna kreditna jamstva za nekatere produkte upravljanja premoženja, saj večina teh produktov za upravljanje premoženja predstavlja kratkoročne naložbe. Pravzaprav so z vidika kreditnega in likvidnostnega tveganja skoraj nadomestek za depozite. Tradicionalne poslovne banke so s sodelovanjem med poslovnimi bankami in skrbniškimi družbami dejansko zaključile preoblikovanje nekaterih posojil iz svojih bilanc v bilance skrbniških družb. Postopek »izjema posojila« lahko znatno poveča količnik kapitalske ustreznosti tradicionalnih komercialnih banke. V primerjavi s tradicionalnimi poslovnimi bankami so banke v senci izvzete iz številnih kreditnih in makrobonitetnih zahtev, posojila pa so predmet manj uradnega posredovanja. Sodelovanje med bančništvom v senci in tradicionalnimi poslovnimi bankami je zelo smiselno, saj lahko doseže komplementarne konkurenčne prednosti (Chen & Chen, 2019).

Izpostavi je treba dejstvo, da je bil porast bančništva v senci viden kot jasna in pozitivna finančna inovacija, ki širi raznolikost kitajskega finančnega in bančnega sistema ter pospešuje liberalizacijo obrestnih mer. Po eni strani sistem bank v senci ponuja storitve posojilojemalcem, ki se ne morejo financirati iz tradicionalnih poslovnih bank in kapitalskih trgov. Po drugi strani pa je bančni sistem v senci preizkusni poligon za liberalizacijo obrestnih mer. Deregulacija, ki omogoča bolj diverzificirano tradicionalno-komercialno bančništvo, lahko pripomore tudi k povečanju bančništva v senci. Kitajska mora v okviru finančne in gospodarske globalizacije nadalje okrepiti konkurenčnost integriranega delovanja tradicionalnih poslovnih bank. Večina tradicionalnih poslovnih bank na Kitajskem ima oddelke, ki se ukvarjajo z bančništvom v senci (kot so skladi in vzajemni skladi) in pomagajo pri neposrednem financiranju realnega gospodarstva, da zaobidejo bančni nadzor (Chen & Chen, 2019).

3 ZGODOVINSKI PREGLED IN PREDSTAVITEV KITAJSKEGA DELNIŠKEGA TRGA

Kitajska borza in s tem tudi delniški trgi so bili ustanovljeni v zgodnjih devetdesetih letih prejšnjega stoletja in so v zadnjih nekaj desetletjih doživeli osupljiv gospodarski vzpon. Kitajski delniški trg je vzbudil pozornost zaradi hitre širitve in visoke volatilnosti. Njihova gospodarska reforma se je začela v poznih sedemdesetih letih prejšnjega stoletja, ki je ustvarila kapitalski trg. S postopno izboljšanim pravnim sistemom in pravili trgovanja je kitajski kapitalski trg dosegel mednarodni standard. Kar zadeva svoj delniški trg, ima Kitajska zdaj tretjo največjo tržno kapitalizacijo na svetu (Pan & Mishra, 2018).

Zahvaljujoč sprejemu Kitajske v Svetovno trgovinsko organizacijo in spoštovanju s tem povezanih zavez so bili lansirani novi produkti, kot so državne obveznice, podjetniške obveznice, nakupni boni, zamenljive obveznice in naložbeni skladi vrednostnih papirjev, ki razkrivajo zanimive priložnosti za lokalne vlagatelje (Laurenceson, 2002; Lee & Wong, 2009).

Na celinski Kitajski obstajata dve borzi: Šanghajska in Šenzenska. Delnice, s katerimi se trguje na teh borzah, so delnice A in delnice B. Ključna razlika med tema dvema kategorijama je, da se prve merijo v RMB, druge pa v tuji valuti: v ameriških dolarjih na borzi v Šanghaju in v hongkonških dolarjih na borzi v Šenzenu. Delnice so navadne delnice z dobro likvidnostjo in predstavljajo največji delež delnic družbe, ki kotirajo na borzi. Edina razlika v primerjavi z zahodnimi trgi je, da lahko domači vlagatelji na celinski Kitajski vlagajo le v delnice A. Delnice B imajo naslednje omejitve; samo domači vlagatelji v Hong Kongu, Macau, Tajvanu in iz drugih državah lahko vlagajo v te delnice. Ta uredba je veljala do leta 2001, ko jo je kitajska vlada odstranila in prebivalcem celinske Kitajske, ki so imeli veljavne devizne depozite, dovolila vlaganje v delnice B. Leta 2003 je bilo določenim tujim institucijam dovoljeno vlagati v delnice A. Niti delnice A niti delnice B niso prave delnice; trgovanje poteka po elektronskem obračunavanju. Glavni razlog, da kitajska vlada ureja borzo, je zaščititi stabilnost finančnega trga in preprečiti pretirane špekulacije. Za doseg tega cilja je kitajska vlada uvedla dve politiki: pravilo trgovanja »T+1« na trgu delnic A in pravilo trgovanja »T+3« na trgu delnic B. To pomeni, da morajo vlagatelji na delniškem trgu A počakati do naslednjega trgovalnega dne, če želijo prodati delnice, ki so jih kupili danes. Vlagatelji na delniškem trgu B bodo morali počakati do tretjega dneva po nakupu delnic. Prav tako kitajska vlada omejuje razpon cen delnic, to pomeni, da nihanja cen vrednostnega papirja na tekoči dan ne smejo preseči 10 % zgornje ali spodnje meje zaključne cene prejšnjega dne (Pan & Mishra, 2018).

Obe borzi imata vsak dan presenetljive količine trgovanja in vrednosti trgovanja. Leta 2009, ko se je Shanghai Composite Index povzpел s 1.820,81 točke na začetku leta na 3.277,14 točke ob koncu leta, se je skupna tržna vrednost Šanghaja in Šenzena povečala z 12,13 bilijona na 24,27 bilijona RMB na svetu, s čimer se je uvrstila na drugo mesto največjih

delniških trgov (na prvem mestu prevladujejo Združene države Amerike) (Ehlers, Kong & Zhu, 2018). Na borzi v Šanghaju se je v letu 2018 dnevno opravilo skoraj 11 milijard poslov glede na število delnic v vrednosti 96 milijard RMB, na borzi v Šenzenu pa 9,8 milijarde poslov v vrednosti 120 milijard RMB (Pan & Mishra, 2018).

Z zaključkom reforme netržnih delnic in večjimi izdajami javnih prvih ponudb delnic nekaterih velikih podjetij v zadnjih letih sta se obseg in zmogljivost borznega trga močno povečala, struktura vlagateljev pa je tako postala bolj raznolika. Zlasti po uvedbi trga rastočih podjetij je kitajska borza oblikovala večplastni tržni sistem, vključno z glavnim odborom, odborom za mala in srednja podjetja, rastočim trgom podjetij in sistemom prenosa delnic agencij. Konec leta 2009 je na borzi kotiralo 1718 družb, kar je 215-krat več kot leta 1990, njihova tržna kapitalizacija podjetij je dosegla 29,08 bilijona RMB oziroma 86,70 % BDP (Ehlers, Kong & Zhu, 2018).

Strateški cilj kitajskih delniških trgov je, da postanejo pošteni, pregledni in učinkoviti, s čimer dobo dosegle večjo učinkovitost dodeljevanja virov. Poleg tega Kitajska upa, da bo postala odprtejša in vplivnejša v svetovnem finančnem sistemu.

V skladu z rastjo borze se je bistveno spremenila tudi struktura tržnih vlagateljev. V zadnjih desetih letih se je število kitajskih institucionalnih vlagateljev močno povečalo. Denar, zbran z javnimi sredstvi, je dosegel stotine milijard, skladi zasebnega kapitala pa so se hitro razvijali. Zaradi nenehne vročine trga delnic A od leta 2006 je na trgu sodelovalo vedno več malih in srednjih vlagateljev. Aprila 2010 je število delniških vlagateljev doseglo 150 milijonov, število vlagateljev v vzajemne sklade pa 30 milijonov. Sklepamo lahko, da je kitajski delniški trg po več kot desetih letih razvoja dosegel ogromno uspehov na področju trgovanja, vendar je v primerjavi z dobro razvitimi tujimi delniškimi trgi še vedno velika vrzel, ki sili k izboljšanju dostopnosti kitajskih delniških trgov tujim investitorjem (Allen & Qian, 2014).

3.1 Pomen delniških trgov Kitajske na gospodarstvo

Obseg in pomen borz sta v primerjavi z bančnim sektorjem nepomembna, saj borze niso bile učinkovite pri dodeljevanju virov v gospodarstvu, ker ostajajo špekulirane in jih poganja trgovanje z notranjimi informacijami. V zadnjih letih je borza doživela pomemben razvoj in igra čedalje pomembnejšo vlogo v gospodarstvu (Allen & Qian, 2014).

Številne študije so analizirale, kako se cene delnic odzivajo na spremembe makroekonomskih spremenljivk. Nekatere študije so preučevale vpliv posameznih dejavnikov, kot so inflacija, realna aktivnost in obrestne mere, na cene delnic. Študija Liu in Shresta preučuje razmerje med različnimi makroekonomskimi spremenljivkami in cenami delnic na Kitajskem. Proučevala sta, kako se borzni trg na Kitajskem dolgoročno odziva na gospodarske spremenljivke, kot so inflacija, ponudba denarja, obrestne mere, valutni tečaj in industrijska proizvodnja. Če med njimi obstaja dolgoročno razmerje, je tudi del donosov

delnic na nastajajočih trgih, kot je Kitajska, predvidljiv. Razvoj borze je mejnik v procesu kitajske gospodarske reforme in raste vse od svojega nastanka. Kitajska v preteklih letih privablja vse večji kapital mednarodnega portfelja in neposredne tuje naložbe, trend pa se bo nadaljeval tudi v prihodnje (Liu & Shresta, 2008).

Na kitajskem borznem trgu prevladujejo posamezni vlagatelji, ki predstavljajo kar 99 odstotkov vlagateljev na trgu. Z malo naložbenim znanjem ali izkušnjami trgujejo kot trgovci s hrupom in zgolj špekulirajo na borzi brez transparentnosti trga. Delnice se pogosto kupujejo in prodajajo na podlagi zgodovinskih gibanj cen in/ali tržnih govoric, kar povzroča borzno manijo. Kitajski delniški trg poganja tudi likvidnost. Ker na Kitajskem ni dobro razvitega sistema socialne varnosti, je stopnja varčevanja med najvišjimi na svetu. Obrestne mere bank ureja vlada in so pogosto nizke zaradi gospodarskega razvoja, kar povzroča negativne realne obrestne mere. Poleg tega je vse premoženje v lasti države in do nedavnega ni bilo dovoljeno vlagati v nepremičnine (Liu & Shresta, 2008).

Druga zanimivost kitajskega borznega trga je, da so skoraj vsa podjetja, ki kotirajo na borzi, podjetja v državni lasti. Postopek privatizacije vključuje prestrukturiranje družb v delniške družbe s prodajo določenega deleža delnic zaposlenim, širši javnosti, drugim državnim podjetjem in pravnim osebam (kot so banke in zavarovalnice itd.) po knjigovodski vrednosti. Običajno delnice v lasti pravnih oseb in preostale delnice v lasti države (tj. lokalne ali centralne vlade) predstavljajo dve tretjini skupnega števila delnic in z njimi ni dovoljeno trgovati. Posledično je dovoljeno trgovati le z eno tretjino delnic (Liu & Shresta, 2008).

Leta 1999 je oblikovanje zakona o vrednostnih papirjih pomenilo nadaljnji korak k opredelitvi nacionalnega regulativnega in nadzornega sistema. Kljub temu so nekatere težave še vedno vplivale na njen popoln razvoj. Slabosti, kot so nepopolno prestrukturiranje lastništva podjetij za družbe, ki kotirajo na borzi, nezdravo korporativno upravljanje, skupaj z institucionalnimi vlagatelji in nezadostno ponudbo finančnih produktov, so zahtevale nadaljnjo pozornost zakonodajalca. Leta 2001 je prestrukturiranje ter združitve depozitarnih in klirinških sistemov SSE in SZSE privedla do ustanovitve China Securities Depository and Clearing Corporation Limit, kjer je bil njen glavni cilj izvajati ustrezne ravni standardizacije in odprtosti, da bi izboljšali učinkovitost trga (Geretto & Pauluzzo, 2012).

Zakon o vrednostnih papirjih, ki ga je izdal Nacionalni ljudski kongres leta 2004, je namenjen standardizaciji izdajanja in trgovanja z vrednostnimi papirji in obveznicami na podlagi načela odprtosti, poštenosti in enakosti. Zakon o vrednostnih papirjih opredeljuje tudi tiste dejavnosti trgovanja, ki se štejejo za nezakonite: trgovanje z notranjimi informacijami, nezakonit prenos tveganj na druge nasprotne stranke, goljufije, ki lahko vplivajo na trgovanje z vrednostnimi papirji in interese vlagateljev, ter nepravilna prilaščanje javnih sredstev za trgovanje z vrednostnimi papirji (Gannon & Zhou, 2008).

V sedanji strukturi borznega sistema Ljudske republike Kitajske prevladuje Kitajska regulativna komisija za vrednostne papirje (angl. China Securities Regulatory Commission), javna ustanova pod nadzorom Državnega sveta Ljudske republike Kitajske, ki ureja trg vrednostnih papirjev, tako da zagotavlja njegovo pravilno delovanje in postopen razvoj. Pod neposrednim nadzorom Kitajske regulativne komisije za vrednostne papirje in Ministrstva za civilne zadeve je Kitajsko združenje vrednostnih papirjev samoregulativna organizacija za industrijo vrednostnih papirjev, ustanovljeno v skladu z določbami zakona o vrednostnih papirjih in upravnimi predpisi o Registraciji javnih organizacij. Kitajsko združenje za vrednostne papirje (angl. Securities Association of China) deluje po načelih legitimnosti, nadzora, samoregulacije in normalizacije, ki jih določa Kitajska regulativna komisija za vrednostne papirje (Geretto & Pauluzzo, 2012).

Glavne dejavnosti Kitajskega združenja za vrednostne papirje so (Geretto & Pauluzzo, 2012):

- izdelava samoregulacije v industriji vrednostnih papirjev pod nadzorom in upravljanjem vlade;
- podpiranje povezave med vlado in industrijo vrednostnih papirjev;
- zagotavljanje izvajanja storitev vsem svojim članom ter varovanje njihovih pravic in interesov;
- ohranjanje poštene konkurence v industriji vrednostnih papirjev, spodbujati njeno preglednost, poštenost in pravičnost ter spodbujati njeno stalnost.

Na razvit delniški trg vplivajo tudi institucionalni vlagatelji. Prvi institucionalni vlagatelji so se na Kitajskem začeli pojavljati v poznih devetdesetih letih prejšnjega stoletja. Prvi zaprti sklad, iz katerega vlagatelji po začetnem vložku ne morejo takoj umakniti kapitala oziroma naložb, je bil ustanovljen leta 1997, prvi odprti sklad, iz katerega lahko vlagatelji prosto črpajo kapital (z določenimi omejitvami glede odkupa delnic), pa je bil ustanovljen leta 2001. Do novembra 2013 je bilo 89 skladov, katerih skupna neto vrednost sredstev se je povečala z 1,3 milijarde USD iz leta 1998 na 322 milijard USD maja 2008, kar je še vedno predstavljalo majhno vrednost sredstev v primerjavi s sredstvi v bančnem sektorju (Allen & Qian, 2014).

3.2 Vpliv Kitajske regulativne komisije za vrednostne papirje na razvoj delniških trgov

Hitro rast zasebnega sektorja ne spremlja enako hiter razvoj zakonov in predpisov, zato se vlagatelji soočajo s tveganjem, da bodo imeli opravka z brezvestnimi menedžerji in nepoštenimi finančnimi svetovalci. Kitajska se zaveda gospodarskih in pravnih ovir za učinkovito delovanje finančnega trga, kar posledično vpliva na zaupljivost vlagateljev, da bi se odločili investirati več v svoje naložbe. Eden od korakov države za odpravo zlorab

podjetij je bila ustanovitev regulatornih organov, katerih naloge vključujejo spremljanje in nadzor podjetij, posrednikov in borz (Chen, Firth, Gao & Rui, 2005).

Oktober 1992 je kitajski državni svet ustanovil Odbor za vrednostne papirje in Kitajsko regulativno komisijo za vrednostne papirje. To je pomemben mejnik, saj so se kitajski kapitalski trgi prvič začeli usklajevati v okviru enotnega centraliziranega regulativnega okvira. To je kapitalske trge pognalo v pomembno novo stopnjo razvoja (Qi, 2008).

Kitajska regulativna komisija za vrednostne papirje (v nadaljevanju CSRC) je regulativni organ, ki uveljavlja zakone in predpise o vrednostnih papirjih v Ljudski republiki Kitajski. Prav tako izvaja preiskave za odkrivanje in pregon goljufij z vrednostnimi papirji. Njena ustanovitev je bila bistvenega pomena za močno gospodarsko rast Kitajske, saj je omogočila reformo finančnih trgov in državnih podjetij. Številna podjetja v državni lasti so se preoblikovala v družbe z osnovnim kapitalom in skupnima ciljema (maksimizacija dobička in optimalna učinkovitost) (Chen, Firth, Gao & Rui, 2005).

Aprila 1998 sta se v skladu z načrtom reform državnega sveta Komisija za vrednostne papirje državnega sveta in Kitajska regulativna komisija za vrednostne papirje združili v eno enoto ministrstva, ki je bila neposredno pod državnim svetom, ki je najvišji organ odločanja na Kitajskem. V skladu z zakonom je državni svet vsa svoja nadzorna pooblastila nad industrijo vrednostnih papirjev prenesel na Kitajsko regulativno komisijo za vrednostne papirje (Chen, Firth, Gao & Rui, 2005).

Zakon o vrednostnih papirjih, ki je bil razglašen decembra 1998, jasno določa, da je Kitajska regulativna komisija za vrednostne papirje glavna nadzorna organizacija kitajskih trgov vrednostnih papirjev. Obe borzi sta v končni pristojnosti Kitajske regulativne komisije za vrednostne papirje in imata prenesena pooblastila za regulacijo podjetij v njihovi jurisdikciji. Namen konsolidacije regulativnih agencij je odstraniti nedoslednosti in neučinkovitosti, ki so očitne v starem regulativnem sistemu. SHSE in SZSE imata tudi svoja pravila kotiranja, ki med drugim zajemajo razkritje informacij o družbah, ki kotirajo na borzi. V zgodnjih in sredi devetdesetih let prejšnjega stoletja so bili izvršilni ukrepi precej šibki, kaznovanje pa ohlapno (Chen, Firth, Gao & Rui, 2005).

Kitajska regulativna komisija za vrednostne papirje ali njeni pooblaščenimi zastopniki (predvsem SHSE in SZSE) izvajajo naslednje naloge (Chen, Firth, Gao & Rui, 2005):

- oblikujejo predpise za trge vrednostnih papirjev;
- nadzor nad izdajo vrednostnih papirjev in posli z njimi;
- nadzor organizacij v industriji vrednostnih papirjev, vključno z borznimi posredniki, sponzorji, poravnalnimi in klirinškimi hišami, vzajemnimi skladi in drugimi organizacijami, vključenimi v posle z vrednostnimi papirji;
- pregledujejo in nadzorujejo podjetja, ki kotirajo na lokalni borzi;
- nadzor nad poslovanjem borz in avtomatskega kotacijskega sistema;

- oblikujejo standarde kvalifikacij in izdajajo licence poklicnim organizacijam in osebam (revizorjem, borznim posrednikom, odvetnikom za vrednostne papirje).

Novembra 2001 je Kitajska podjetjem za tuje naložbe dovolila, da zaprosijo za kotacijo na domačem trgu z izdajo določenih mnenj, povezanih s tujimi naložbami v podjetja, ki kotirajo na borzi. Novembra 2002 je bil tujim podjetjem dovoljen nakup delnic državnih podjetij na podlagi Obvestila o prenosu delnic v državni lasti in nakup delnic podjetij, ki kotirajo na borzi za tuje vlagatelje. Da bi povečali odprtost domačih trgov, je Kitajska razglasila Pravilnik o ustanavljanju družb za vrednostne papirje s tujimi naložbami in Pravilnik o ustanavljanju kitajsko-tujih družb za upravljanje skupnih skladov. Leta 2006 je bilo tujim družbam, ki so bile kvalificirani vlagatelji, dovoljeno vlagati v delnice A s programom kvalificiranega domačega institucionalnega vlagatelja. Kitajska je, da bi domačim vlagateljem omogočila vlaganje na tujih trgih, izdala program kvalificiranega domačega institucionalnega vlagatelja (China Securities Regulatory Commission, 2008).

3.3 Cenovna informativnost in vplivi na kitajski delniški trg

Vse večji vpliv Kitajske na svetovne finančne in gospodarske trge je pritegnil vse več opazovalcev Narodne banke Kitajske. Opazovalci Narodne banke Kitajske so tako vse bolj pozorni na njeno komunikacijo, da bi razumeli njeno naravnost denarne politike in prilagodili svoja pričakovanja glede prihodnje denarne politike. Spremembe denarne politike se prenašajo po borzi s spremembami vrednosti zasebnih portfeljev (učinek premoženja) ali spremembami cen kapitala (Bennani, 2019).

O vplivu komunikacije Narodne banke Kitajske na borzo še zdaleč ni nič znanega, čeprav se je od leta 2001 povečala transparentnost in njena komunikacija o poslovanju. Narodna banka Kitajske objavlja izjave, ki povzemajo seje svojega odbora za monetarno politiko, njen upravni organ pa govori o denarni politiki in gospodarskih obetih. Glede na neopaženo naravo številnih instrumentov denarne politike, ki jih izvaja, njeno sporočilo zagotavlja novice, ki bodo verjetno zvišale razmerje med signalom in šumom ter spremenile cene sredstev na delniških trgih (Garcia-Herrero & Girardin, 2013).

Liu in Shresta (2008) sta z analizo heteroscedastne kointegracije ugotovila, da kljub visoki nestanovitnosti in špekulativnosti kitajskega trga obstaja dolgoročna povezava med cenami delnic in makroekonomskimi spremenljivkami. Njune ugotovitve kažejo, da sta industrijska proizvodnja in denarna ponudba pozitivno povezani s cenami delnic, inflacijo, obrestno mero in vrednostjo kitajske valute, ki pa je negativno povezana s cenami delnic. Kitajski borzni trg je znan po svoji nestanovitnosti in nizki ali celo negativni korelaciji z zreliimi trgi. Prav tako so njihovi rezultati razkrili, da morajo biti vlagatelji na kitajskem trgu pripravljene ostati dolgoročno, da bodo imeli koristi od vlaganja v nestanoviten kitajski delniški trg v smislu boljših donosov in diverzifikacije portfelja.

Šanghajska in Šenzenska borza v svojih pravilih o kotaciji predpisujeta, da morajo biti javno objavljene informacije resnične, točne in integrirane brez zavajajoče predstavitve ali opustitve. Pravila kotacije predpisujejo rok in obliko rednih poročil, vsebino začasnih poročil, hkrati pa predpisujejo, da so vsi člani upravnih odborov družb, ki kotirajo na borzi, dolžni razkriti podatke. Zahtevana razkritja informacij družb, ki kotirajo na borzi, sestavljajo naslednja poročila (Chen, Firth, Gao & Rui, 2005):

- redna poročila, ki vključujejo letna poročila;
- vmesna poročila, kot so začasna poročila, ki vključujejo sklepe upravnega odbora, nadzornega sveta ali skupščine delničarjev,
- poročila o nakupih in prodaji premoženja,
- poročila o transakcijah s povezanimi strankami,
- poročila združitvah in odsvojitvah podjetij.

Pravila kotacije na borzi v Šanghaju in Pravila kotacije na borzi v Šenzenu predpisujejo, da kaznovanje podjetij, ki kršijo predpise o razkritju informacij, vključuje popravljanje stanja, interno kritiko, javno kritiko v časopisih in na spletnih straneh ter kaznovanje Kitajske regulativne komisije za vrednostne papirje, ki jih prisili k plačilu kazni. Različne kazni se lahko uporabljajo ločeno ali skupaj. Subjekti kaznovanja so podjetja, ki kotirajo na borzi, direktorji podjetij, ki kotirajo na borzi, nadzorniki, sponzorji kotacije in sekretarji upravnih odborov (Chen, Firth, Gao & Rui, 2005).

Dandanes obstajajo različna mnenja o učinkovitosti kitajskega borznega trga. Avtorji Allen, Qian in Qian (2007) so mnenja, da je treba poleg testov o tržni učinkovitosti preučiti povezavo med varčevanjem in naložbami na Kitajskem, ki jo tradicionalno zagotavljajo bančni in nebančni posredniki in ne borzni trg.

Bennani (2019) v svoji raziskavi ugotavlja, kako komunikacija PBC premika cene sredstev na delniških trgih ter kako to vpliva na tržna pričakovanja o rasti/padcu delniških indeksov. S testiranjem komuniciranja PBC želi ugotoviti vpliv njenega tona komunikacije na borzo. Predpostavka, na kateri temelji ta empirični postopek, je, da če komunikacija PBC vpliva na donose na borzi, bi morala biti volatilitnost teh donosov večja v dnevih govora, ko PBC sporoča novice, ki so pomembne pri odločanju. Njihovi rezultati prikazujejo, da ima ton komuniciranja PBC statistično in ekonomsko pomemben vpliv na borzo tudi pri nadzoru gospodarskih in finančnih razmer. Pozitivne spremembe tona pozitivno vplivajo na ceno delnic na delniških trgih v Šanghaju in Šenzenu.

Kot poročajo Carpenter, Lu in Whitelaw (2021), je kitajski delniški trg doživel zaporedje strukturnih zlomov, povezanih z različnimi institucionalnimi in regulativnimi reformami. Modeli časovnih vrst niso primerni za obravnavanje strukturnih zlomov, razen če so znani datumi preloma. Namesto tega uporabljamo drugačen pristop in izkoriščamo posledice preoblikovanja netržnih delnic v delnice, s katerimi se trguje za preučevanje (ne)učinkovitosti.

3.4 Reforma delitve lastništva delnic

Privatizacija se je v zadnjih treh desetletjih razširila po vsem svetu. V zadnjih letih so se pogledi na privatizacijo spremenili – to, kar je bilo nekoč splošni recept za gospodarsko blaginjo, se zdaj pogosto obravnava kot kontroverzen politični nasvet. Zgodbe o uspešnih rezultatih podpirajo osnovno ekonomsko teorijo, da lahko odstranitev tržnih trenj privede do učinkovitejšega dodeljevanja in izboljša produktivno učinkovitost zaradi boljše delitve tveganja in nižjih stroškov agencij. Po drugi strani pa nekateri spektakularni neuspehi, kot je tržna reforma v Rusiji v 90. letih prejšnjega stoletja, dajejo kritikom podporo njihovem argumentu, da privatizacija vodi v nestabilnost in upad nacionalne gospodarske rasti (Stiglitz, 2008).

Vendar pa teoretična literatura o privatizaciji običajno predpostavlja, da imajo agenti linearno funkcijo koristnosti in da so zato nevtralni glede tveganja. Potencialno pomembna korist delitve tveganja je tako vnaprej izključena (Stiglitz, 2008).

Kitajska borzna reforma je potekala v več fazah. Obe borzi, Šanghajska in Šenzenska, sta bili od začetka ustanovitve bili vzpostavljeni strukturi deljenih delnic, pri čemer je bilo približno dve tretjini delnic A, ki kotirajo na domačem trgu, netržljivih. Imetniki teh netržnih delnic so bili upravičeni do popolnoma enakih glasovalnih pravic in pravic do denarnega toka kot imetniki delnic, s katerimi se lahko trguje. Tipični imetniki netržnih delnic so bile država in pravne osebe, tipični imetniki tržnih delnic pa domači in tuji individualni vlagatelji ter domači institucionalni vlagatelji. Z leti je kitajska vlada spoznala, da prevladujoče netržne delnice na borznem trgu predstavljajo velik problem za pravilen razvoj in širitev trga (Li, Wang, Cheung & Jiang, 2011).

Čeprav je posledično prvi val začetne javne ponudbe delnic začel proces zmanjševanja državnega lastništva kitajskih podjetij, je nadzor kljub temu ostal trdno v rokah države, predvsem zaradi posebne strukture podjetij, ki kotirajo na borzi (Beltratti, Bortolotti & Caccavaio, 2016).

Od začetka leta 2005 je bilo približno dve tretjini kitajskega delniškega trga sestavljenega iz delnic, s katerimi se ne trguje (angl. non-tradable shares). Netržne delnice so bile poseben razred delnic, ki so imetnikom omogočale popolnoma enake pravice kot imetnikom navadnih delnic, vendar s temi delnicami ni bilo mogoče javno trgovati. Običajno so te delnice pripadale državi ali domačim finančnim institucijam, ki pa so bile v končni lasti centralnih ali lokalnih vlad. Leta 2005 so kitajske oblasti izpeljale reformo, katere cilj je bil odpraviti netržne delnice do konca leta 2006. Politične smernice navajajo, da ni bil uradni cilj reforme zmanjšanje državnih deležev, ampak le odprava netržnih delnic, saj so želeli, da bi nadzor v podjetjih, ki so strateško pomembna, ostal tesno v rokah vlade (Mattlin, 2007). Do konca leta 2007 je reformo dokončalo 1254 podjetij, kar je predstavljalo več kot 97 % takratne kitajske tržne kapitalizacije A delnic (Li, Wang, Cheung & Jiang, 2011).

Tržne delnice vključujejo A delnice, B delnice in H delnice. Prvotno je bila ta dvotirna struktura delnic zasnovana tako, da je znatno omejila tržnost netržnih delnic v lasti državnih in pravnih oseb, kar je vladi dalo popoln nadzor nad delno privatiziranimi podjetji na borznih trgih, hkrati pa je izboljšalo uspešnost podjetij v državni lasti, ki uporabljajo trgovalni mehanizem (Jiang & Habib, 2012).

Dvotirna struktura delnic izkrivlja vodstvene spodbude za maksimiranje vrednosti delničarjev, ker imajo menedžerji podjetij, ki so pod nadzorom države in pravnih oseb, zaradi svojih političnih imenovanj večje spodbude za delovanje v najboljšem interesu države ali pravnih oseb/institucij. Zaradi soobstoja netržnih in tržnih delnic v državnih družbah, ki kotirajo na borzi, in absolutnih kontrolnih deležev, ki jih imajo imetniki netržnih delnic, se vodstvo in imetniki netržnih delnic nagibajo k tajnemu dogovarjanju s transakcijami s povezanimi strankami ali trgovanjem z notranjimi informacijami, ki škoduje interesom in vrednosti imetnikov tržnih delnic. Po drugi strani pa dvotirna struktura delnic ustvarja drugo vrsto agencijskih težav med imetniki netržnih in tržnih delnic zaradi pomanjkanja skupnega interesa za tržno disciplino in maksimiranja premoženja delničarjev. Ker imetniki netržnih delnic niso mogli prodati svojih delnic na javnih trgih, da bi dosegli dobiček z apreciacijo cene delnic, kot bi to lahko storili imetniki tržnih delnic, so bili morda bolj zainteresirani za razlastitev virov podjetja v svojo zasebno korist kot za povečanje cene delnice in povečanje vrednosti podjetja (Jiang & Habib, 2012).

4 POVEZANOST CENTRALNE BANKE IN ŠANGHAJSKE BORZE

Klasična ekonomska teorija poudarja, da obstaja povezava med valutnim trgom in uspešnostjo borze. V tem smislu obstajata dve raziskovalni šoli. Prva šola, ki sta jo predlagala Dornbusch in Fischer leta 1980, skrbi za kanal bilance tekočega računa (ali trgovinske bilance). Ta pristop je bil prevladujoč v modelih deviznih tečajev, usmerjenih v denarni tok. Zagovorniki teh modelov trdijo, da sprememba tečaja vpliva na mednarodno konkurenčnost in s tem na rast ter realni dohodek. Cene delnic se odzivajo na spremembe menjalnega tečaja, saj je trenutna vrednost prihodnjih denarnih tokov podjetja izražena in razložena s cenami delnic v skladu z učinkovitostjo trgov (Dornbusch & Fischer, 1980). Druga skupina so »borzniško usmerjeni« modeli deviznih tečajev, ki predvidevajo, da inovacije na delniških trgih vplivajo na agregatno povpraševanje po premoženjskem kanala in likvidnostnih učinkov ter tako vplivajo na povpraševanje po denarju (Gavin, 1989).

Ekonomisti o učinku denarne ponudbe na borzo razpravljajo že dolgo časa, predvsem pa jih zanima, ali je denarna politika nevtralna ali ne. Nekateri trdijo, da denarna politika ne more vplivati na cene delnic, drugi pa so nasprotnega mnenja. Thorbeke (1997) z različnimi metodologijami dokazuje, da ekspanzivna denarna politika povečuje cene delnic (Liu & Shresta, 2008).

Vpliv izvajanja monetarne politike Kitajske centralne banke se na Šanghajski delniški indeks odraža skozi različne dejavnike. Eden izmed pomembnejših dejvanikov je vpliv valutnega tečaja na gibanje cen delnic oziroma delniškega indeksa. Gibanje tečaja vpliva na dobiček iz poslovanja ali denarni tok podjetja na dva načina. Prvi mehanizem prenosa je, da podjetje hrani tuja sredstva s fiksnimi nominalnimi izplačili. Za imetnike obveznic in delnic, denominiranih v tuji valuti, obstaja tveganje tečaja. Prav tako gibanje tečaja vpliva na vrednost nepremičnin podjetja, ne glede na to, ali ima podjetje naložbe doma ali v tujini. Na nepremičnine domačih podjetij lahko vpliva gibanje tečaja zaradi učinkov na skupno povpraševanje, zlasti če prodajajo blago, ki tekmuje z uvozom, in zaradi stroškov uvoženih surovin. Na vrednost premoženja podjetja, ki posluje v tujini ali se močno zanaša na izvoz, bodo vplivala nihanja menjalnih tečajev. Menjalni tečaj ima učinek dvoreznega meča. Devalvacija valute v primerjavi s tujimi valutami povečuje izvoz ter izboljšuje denarni tok in izplačilo dividend za podjetja, ki se zanašajo na izvoz, zato bi morala biti za ta podjetja njihova zaloga v negativnem razmerju z vrednostjo domače valute. Po drugi strani pa depreciacija domače valute povečuje stroške uvoženega blaga in zmanjšuje denarni tok in izplačilo dividend za podjetja, ki se zanašajo na uvoz. Razmerje med cenami delnic in vrednostjo domače valute za taka podjetja bi moralo imeti pozitivno korelacijo (Liu & Shresta, 2008).

Obstajata dva možna mehanizma, po katerih denarna ponudba vpliva na cene delnic. Ker je stopnja rasti denarja pozitivno povezana s stopnjo inflacije, lahko povečanje denarja v obtoku povzroči povečanje inflacije. Povečanje inflacije povečuje nominalno obrestno mero brez tveganja ter povečuje diskontno stopnjo v modelu vrednotenja, kar povzroča negativno razmerje med denarjem v obtoku in cenami delnic. Takšna spodbuda, ki se pogosto imenuje učinek dobička podjetij, bi verjetno povzročila povečanje prihodnjih denarnih tokov in tečajev delnic, poleg tega pa bi vlagatelji pričakovali višje izplačilo dividend in s tem povečanje povpraševanja po delnicah podjetij. Zato je učinek ponudbe denarja na cene delnic empirično vprašanje (Liu & Shresta, 2008).

Čeprav se domneva, da imajo borzni trgi v razvitih državah sofisticiran režim in lahko prenesejo šok zaradi gibanja valut, številne študije, ki ugotavljajo obstoj prelivanja med menjalnimi tečaji in cenami delnic, kažejo, da ima gibanje menjalnih tečajev pomemben vpliv na cene delnic na ravni podjetij in sektorjev v industrijskih državah (Cuestas & Tang, 2015).

Kitajski valutni sistem naj bi v večji meri varoval kitajsko gospodarstvo pred zunanjimi šoki, kar prispeva k stabilizaciji regionalnega gospodarstva. Mednarodna skupnost vse bolj pritiska na kitajske oblasti, naj cenijo RMB, ki je povzročil velike trgovinske primanjkljaje ZDA. Kot odgovor na te pritiske mora Kitajska ustrezno spremeniti valutno politiko. Dnevni razpon trgovanja z RMB se je tako razširil z 0,3 % (1994) na 0,5 % (2007), 1 % (2012) in 2 % (2014). Zaradi teh sprememb trg postopoma igra veliko vlogo pri določanju menjalnega tečaja valute RMB (Zhao, 2010). Na Kitajskem je vse več študij o interakcijah med menjalnimi tečaji in cenami delnic. Glavne ugotovitve teh študij razkrivajo, da donosi delnic

tujega kapitala na kitajskem borznem trgu niso v celoti ločeni od globalnih finančnih razmer (Bailey, 1994) in da obstajajo dvosmerna prelivanja volatilnosti med tečaji delnic in menjalnimi tečaji (Zhao, 2010).

Hkrati obstaja asimetrična vzročna zveza, ki poteka od menjalnih tečajev do donosnosti delnic A. Kitajski borzni trg sestavljajo navadne delnice RMB (delnice A) in delnice tujega kapitala (delnice B). Postopno rahljanje omejitev menjalnega tečaja RMB bi moralo narediti kitajski finančni trg ranljivejši, zlasti med finančnimi krizami (Cuestas & Tang, 2015).

Ma in Kao (1990) menita, da apreciacije valute negativno vplivajo na domači trg v izvozno prevladujočem gospodarstvu, saj slabijo konkurenčnost izvoznih trgov, medtem ko aprecirane valute v gospodarstvu, kjer prevladuje uvoz, znižujejo uvozne stroške in imajo pozitivne učinke na domači borzni trg.

Kriza, ki se dogaja v eni državi v vzponu, se lahko razširi tudi na sosednja razvijajoča se gospodarstva. Phylaktis in Ravazzolo (2005) poudarjata, da so pozitivne korelacije med menjalnimi tečaji in cenami delnic v gospodarstvih pacifiškega bazena povezane z ameriškim borznim trgom, vendar so šoki zaradi finančne krize na dolgoročne interakcije med temi trgi začasni. Kljub temu pa empirični dokazi kažejo, da valutni šoki za vlagatelje niso ekonomsko pomembni (Griffin & Stulz, 2001), saj so tečajni šoki eksogeni za donosnost delnic, ki se večinoma določa na domačem trgu (Grammig, Melvin & Schlag, 2005).

4.1 Gibanje in vplivi obrestne mere na Šanghajski delniški indeks

Finančni analitiki predvidevajo in napovedujejo gibanje delniških indeksov na podlagi makroekonomskega dogajanja, kot je sprememba uradne obrestne mere, saj se njihove napovedi ponavadi nanašajo na osnovne predpostavke dokončanih empiričnih zaključkov o razmerju med uradno obrestno mero in učinkovitostjo delniških trgov (Lv, Dong & Fang, 2015).

Delniški trg ima vse pomembnejši vpliv na kitajsko makroekonomijo, vendar se vedno več pozornosti namenja tveganju in volatilnosti samega borznega trga. Ker ima obrestna mera velik vpliv na gibanje delniškega trga, je ena izmed vladnih politik, da preučujejo, kako ta dejavnik lahko vpliva na ceno delnice. Eden pomembnejših makroekonomskih dejavnikov, ki vpliva na investicijske odločitve ter vlaganje denarja v naložbe oziroma vrednostne papirje, je obrestna mera. Obrestna mera je denar, ki ga posojiljemalec plača posojilodajalcu za uporabo izposojenih sredstev v določenem časovnem obdobju. Izražena je kot odstotek glavnice, izposojene v časovnem obdobju (npr. mesečna ali letna obrestna mera). Obrestne mere so lahko fiksne (se skozi življenjsko dobo posojila ali naložbe ne spreminjajo) ali spremenljive (se spreminjajo in so pogosto vezane na osnovni indeks, kot npr. enoletna obrestna mera) (Glantz & Kisell, 2014).

Obrestne mere so ključnega pomena, saj vplivajo na ponudbo in povpraševanje po finančnih prihrankih, ki jih podjetja potrebujejo za investicijske nakupe ter kratkoročno financiranje

naložb. Ključni dejavniki, ki vplivajo na višino obrestnih mer, so proračunski primanjkljaj, inflacija, spremembe v mednarodnem pretoku kapitala, denarna politika in njen vpliv na količino denarja v obtoku ter gospodarska rast (Madura, 2006).

Z nenehnim izboljševanjem stopnje trženja na Kitajskem imajo delnice tako vpliv kot tudi odnos do gospodarstva, saj je vloga borze v barometru tržnega gospodarstva več kot očitna. Propad borznega trga je postal glavna značilnost finančne krize, ki je izbruhnila v državah v vzponu v zadnjih 30 letih. Vlada mora sprejeti dobre ukrepe za reševanje takih težav. Obstaja veliko dejavnikov, ki vplivajo na cene delnic, zato je prilagoditev referenčne obrestne mere, ki jo izvaja Centralna banka Kitajske tema, ki je nenehna skrb v finančnem sektorju. Indeks delniških tečajev je celovit odraz delovanja borze, obrestne mere pa imajo zelo velik pomen za valutni trg in so eno od pomembnih sredstev regulacije denarne politike (Chen, 2018).

Oslabitev finančne ureditve v zadnjih letih je povzročila krepitev informacijskih in kapitalskih tokov med denarnimi in finančnimi trgi. Nenehno se krepi povezava med obrestnimi merami in indeksi cen delnic. Obrestne mere lahko spremenijo stroške financiranja podjetij. Znižanje obrestnih mer lahko izboljša poslovno okolje podjetij, zmanjša poslovna tveganja in poveča dobičkonosnost podjetij. Po drugi strani pa so prihranki in obrestne mere alternativno razmerje, saj se bo posledično zaradi tega dejavnika močno spremenil delež sredstev. S stališča vedenjskih financ se pričakuje, da se bodo vlagatelji spremenili zaradi sprememb obrestnih mer, kar bo sprožilo šoke na borzi (Chen, 2018).

Ekonomista Xiangbing in Zhuo (2010) sta v svoji raziskavi preučevala kratkoročno in dolgoročno nihanje obrestne mere ter njen vpliv na stabilnost Šanghajskega indeksa. Študija je pokazala, da bi prilagoditve obrestnih mer vplivale na Šanghajski indeks ter da ima upadajoče zanimanje močnejši vpliv kot naraščajoče zanimanje po indeksu. Borzni indeks in obrestna mera se hkrati povečata dva dneva po uskladitvi obrestnih mer, toda dolgoročno bodo prilagoditve obrestnih mer pripomogle k stabilnosti Šanghajskega indeksa in tako učinkovito preprečile nastanek borznega balona.

V številnih dejavnikih, ki vplivajo na borzno gibanje, je obrestna mera razmeroma občutljiv dejavnik, noben drug dejavnik ne more imeti bolj daljnosežnega in pomembnejšega vpliva na borzo kot obrestna mera. Po eni strani bodo nihanja obrestnih mer povzročila spremembe oportunitetnih stroškov borznih vlagateljev, kar bo povzročilo prilive ali odlive kapitala na borzo, kar vpliva na stabilnost borznega trga. Po drugi strani pa bo nihanje obrestnih mer vplivalo na strukturo naložb vlagateljev in na smer pretoka ter obseg sredstev z reorganizacijo sredstev, prav tako na ponudbo in povpraševanje po sredstvih na borzi ter na tečaje delnic, kar bo povzročilo nihanja na borzi (Xiangbin & Zhuo, 2010).

Bulmash (1997) in Trivoli (1999), Mukherjee (1998) in Naka (2002), Ramin in Tiong (1997), Alireza (2000) in Strauss (2001) so naredili empirično študijo dolgotrajnega odnosa med obrestno mero ter drugimi makroekonomskimi spremenljivkami in cenami delnic. Bulmash in Trivoli sta preučevala razmere v Združenih državah Amerike, Mukherjee in

Naka sta naredila empirično analizo japonskih podatkov, Ramin in Tiong ter Alireza in Strauss pa so proučevali primere v Singapurju in evropskih državah (Francija, Nemčija, Nizozemska, Švica, Združeno kraljestvo). Čeprav so imeli različne raziskovalne predmete in različne trge, so uporabljali iste raziskovalne metode – to je kointegracijsko teorijo, ki jih je posledično vodila do istega zaključka – tečaji delnic so v negativni korelaciji z dolgoročno obrestno mero, v pozitivni pa s kratkoročno (Xiangbin & Zhuo, 2010).

V kratkem obdobju obrestna mera relativno lažje vpliva na borzo. V kratkem obdobju skupni prihodki podjetij ne bodo močno prizadeti, čeprav so v kratkem obdobju omejeni s prilagajanjem proizvodnje in ponudbe. Kljub temu lahko obrestna mera vpliva na vrednost podjetja, kar bo posledično vplivalo na cene delnic. Politike nizkih obrestnih mer običajno sprejemajo vlade za spodbujanje gospodarskega razvoja, zato je mogoče predvideti, da se bodo prihodnji dobički podjetij povečali zaradi splošne gospodarske blaginje, zato bo cena delnic padla z dvigom obrestne mere. Visoka obrestna mera, ki jo vlada uporablja za zaježitev inflacije, je signal ohlajanja celotnega gospodarstva, kar vpliva na zmanjšani pričakovani dobiček podjetij, kjer bo prizadeta prihodnja vrednost podjetij, ki jo pričakujejo vlagatelji. Prilagoditve obrestnih mer bodo vplivale na finančno stanje podjetja, zaradi česar se bodo donosi obveznic spreminjali z gibanjem cen delnic, vlagatelji pa lahko prilagodijo svoje portfelje glede na spremembe dohodka (Xiangbin & Zhuo, 2010).

Obrestna mera lahko vpliva na cene delnic z nihanji ponudbe in povpraševanja na trgu vrednostnih papirjev, saj višja obrestna mera vodi v naraščanje donosov alternativnih finančnih sredstev delnice, povečuje povpraševanje vlagateljev po alternativnih finančnih sredstvih ter zmanjšuje povpraševanje po delnicah, kar posledično vodi v znižanje tečajev delnic. Hkrati prilagoditve obrestnih mer povzročajo nihanja ponudbe in povpraševanja na borzi ter vplivajo na borzne sklade, zlasti na porabo posojilnega kapitala pri nakupu in prodaji delnic. Na obrestno mero v kratkem obdobju lahko vplivata tudi politika in deljenje občutljivih informacij (Xiangbin & Zhuo, 2010).

Dolgoročni učinki obrestne mere na borzo so zapletenejši. V daljšem obdobju imajo podjetja dovolj časa, da spremenijo obseg proizvodnje, pogoji poslovanja podjetij so podvrženi številnim učinkom, kot so gospodarski cikli, naložbeni trendi, mejna nagnjenost k porabi, prihodnja pričakovanja itd. Celotni dohodek podjetja je negotov, učinek nihanj obrestnih mer na borzne cene ni več preprosto obratno razmerje. Prilagoditev obrestnih mer bo kot ekonomska spremenljivka povzročila spremembe makroekonomskega okolja, uspešnosti poslovanja družb, ki kotirajo na borzi, in drugih dejavnikov ter bo imela večstranski vpliv na tečaj delnic (Xiangbin & Zhuo, 2010).

4.2 Razvoj Šanghajske borze in Šanghajskega delniškega indeksa

Šanghaj je prvo mesto na celinski Kitajski, v katerem so se pojavile delnice, trgovanje z delnicami in borze. Trgovanje z delnicami se je v Šanghaju začelo že v 60. letih 19. stoletja. Leta 1891 je bilo v Šanghaju ustanovljeno Šanghajsko združenje borznih posrednikov

(Shanghai Share Brokers Association), zgodnja oblika borze. Kasneje, v dvajsetih letih prejšnjega stoletja, se je z ustanovitvijo Šanghajske borze vrednostnih papirjev (angl. Shanghai Securities Goods Exchange) in Šanghajska kitajska borza vrednostnih papirjev (angl. Shanghai Chinese Securities Exchange) Šanghaj pojavil kot finančno središče Daljnega vzhoda, kjer so lahko kitajski in tuji vlagatelji trgovali z delnicami, obveznicami in terminskimi pogodbami. Leta 1946 se je Šanghajska kitajska borza vrednostnih papirjev (angl. Shanghai Chinese Security Exchange) preimenovala v Šanghajsko borzo vrednostnih papirjev (angl. Shanghai Securities Exchange Co., Ltd.), pozneje, leta 1949, pa so bila vsa mesta trgovanja z vrednostnimi papirji zaprta (Shanghai Stock Exchange, 2021).

Od leta 1980 je kitajski trg vrednostnih papirjev rasel v tandemu z reformo in odpiranjem države ter razvojem socialističnega tržnega gospodarstva. Leta 1981 se je nadaljevala ponudba zakladnih obveznic. Leta 1984 so bile delnice in podjetniške obveznice izdane v Šanghaju in drugih regijah. 26. novembra 1990 je bila ustanovljena Šanghajska borza, 19. decembra istega leta pa je začela uradno delovati (Shanghai Stock Exchange, 2021). Ustanovitev borz v Šanghaju in kasneje v Shenzhenu v zgodnjih devetdesetih letih je zaznamovala ponovni vzpon kitajskega delniškega trga, ki je hitro rasel in spodbudil reformo finančnega sistema ter korporativnega upravljanja. Kitajski prebivalci so sprva lahko trgovali samo z delnicami A, denominiranimi v kitajskem RMB. Leta 1991 so bile lansirane delnice B, denominirane v ameriških ali hongkonških dolarjih, kar je omogočilo omejeno sodelovanje tujcev (Yao, Luo & Morgan, 2008).

Od leta 1992 do 2006 se je število podjetij, ki kotirajo na borzi, povečalo s 53 na 1434, tržna kapitalizacija pa s 104 na 8.940 milijarde RMB. Januarja 2004 je državni svet izdal več mnenj o spodbujanju reforme, odpiranju in stabilizaciji razvoja kapitalskega trga. Izpostaviti je treba, da je to bilo prvič, da je država razjasnila funkcijo, usmeritev in vlogo kapitalskega trga, ki predstavlja epohalno obdobje kitajskega finančnega sektorja. Poleg tega so trajna rast nacionalnega gospodarstva, izboljšano pravno okolje, kotacija velikih in novih podjetij, dokončanje reform delitve lastniškega kapitala ter pričakovana apreciacija kitajske valute spodbudili razvoj kitajskega borznega trga. Od konca leta 2006 je kitajski delniški trg doživel izjemno rast, Šanghajski indeks pa se je v enem letu zvišal za več kot 3000 točk (Yao, Luo & Morgan, 2008).

Borza Bull Run na Kitajskem je v obdobju 2006–2007 pritegnila svetovno pozornost. V petnajstih mesecih se je kompozitni indeks Shanghai Stock Exchange sredi oktobra 2007 povečal za več kot trikrat na približno 6000. Številni finančni analitiki in borzni posredniki so poskušali raziskati dejavnike, ki poganjajo trg. Spraševali so se, ali so določeni sektorji spodbudili borzo ali pa je bila rast zgolj sentimentalna evforija, povezana z olimpijskimi igrami v Pekingu leta 2008 (Yao, Luo & Morgan, 2008).

Razvoj trga do oktobra 2007 je zaznamovala hitra rast cen bančnih delnic. Uvrstitev Industrijske in komercialne banke Kitajske (v nadaljevanju ICBC) leta 2006 na šanghajsko in hongkonško borzo trgu je privedla do tega, da je prvi dan trgovanja ICBC pridobil 15 %

delež na Hongkonški borzi in 5 % delež na Šanghajske borzi. Do konca leta 2006 je tržna kapitalizacija ICBC preseгла 250 milijard dolarjev in je predstavljala 20 % Šanghajskega indeksa, bančni sektor pa skoraj polovico tržne kapitalizacije delnic (Yao, Luo & Morgan, 2008).

Po enaintridesetih letih hitrega razvoja je borza prerasla v celovito, odprto in storitveno usmerjeno borzo. S celovito tržno strukturo borza ponuja produkte delnic, obveznic, skladov in izvedenih finančnih instrumentov; ima sisteme trgovanja in komunikacijsko infrastrukturo svetovnega razreda, ki lahko podpirajo učinkovito in stabilno delovanje trga vrednostnih papirjev v Šanghaju. Hkrati ima učinkovit samoregulativni sistem, ki lahko zagotovi urejeno delovanje trga vrednostnih papirjev v Šanghaju. S temi prednostmi je šanghajske trg vrednostnih papirjev hitro rasel, tako po velikosti kot po številu vlagateljev, zaradi česar je borza postala eden najbolj reprezentativnih nastajajočih kapitalskih trgov. Po statističnih podatkih Svetovne zveze borz se je borza konec leta 2020 uvrstila na 3., 4. oziroma 2. mesto po skupni tržni kapitalizaciji, skupnem prometu in zbranem kapitalu ter tako postala ena izmed najboljših borz v svet (Shanghai Stock Exchange, 2021).

Novembra 2018 je kitajski predsednik Xi Jinping napovedal, da Kitajska uvaja Odbor za znanstveno in tehnološko inovacijo (angl. Shanghai Stock Exchange STAR market, v nadaljevanju STAR market) in nov sistem javne ponudbe prve izdaje delnic, ki temelji na registraciji pilota v Šanghaju. S tem bi podprli prizadevanje Šanghaja, da postane mednarodno finančno središče ter središče znanosti in inovacij, ki vztrajno izboljšuje temelje domačega kapitalskega trga. Vse te pobude pomagajo krepiti državni sistem kapitalskega trga na več ravneh, narediti kapitalske trg učinkovitejši pri podpiranju realnega gospodarstva in spodbujajo Šanghaj kot središče mednarodnih financ ter inovacij. Začrtali so si tudi izvedljivo pot, s katero lahko borza izboljša tržne funkcije, institucionalne okvire in vključenost trga (Shanghai Stock Exchange, 2021).

Po zasnovi STAR Market deluje po sistemu javne ponudbe prve izdaje delnic, ki temelji na razkrivanju informacij in pilotni registraciji, hkrati pa je zavezan podpiranju znanstveno-tehnoloških in inovativnih podjetij, ki so usklajena z nacionalnimi strategijami, imajo temeljne in prodorne tehnologije ter uživajo visoko stopnjo priznanj na trgu. Pod vodstvom Kitajske regulativne komisije za vrednostne papirje in s podporo mestne vlade Šanghaja je borza uspela razviti glavne okvire, postopke, pravila in smernice za trg Shanghai Stock Exchange STAR Market, ki temelji na pilotni registraciji sistema v samo štirih mesecih. Prva skupina 25 podjetij je bila julija 2019 uvrščena na javno trgovanje, kar je pomenilo uspešen zaključek ene od najpomembnejših nalog pri reformi kitajskega kapitalskega trga. Do konca leta 2020 je na trgu Shanghai Stock Exchange STAR Market kotiralo 215 podjetij s skupno tržno kapitalizacijo 3,3 bilijona juanov. Skupni kapital, ki ga je trg zbral, znaša 223,7 milijarde juanov (Shanghai Stock Exchange, 2021).

4.2.1 Segmentiranje vrst delnic Šanghajske borze

Shanghai Stock Exchange Composite Index, v nadaljevanju Šanhajski indeks, objavljen 15. julija 1991, je prvi indeks, ki odraža uspešnost celotnega trga vrednostnih papirjev v Šanghaju, ki vključuje celotne delnice A in delnice B, ki kotirajo na SSE, in se izračuna na podlagi skupne tržne kapitalizacije teh kotiranih delnic. Predstavlja 20-letno zgodovino razvoja kitajskih kapitalskih trgov in je najbolj razširjen indeks na kitajskem trgu vrednostnih papirjev (Shanghai Stock Exchange, 2020).

Delnice razreda A so na voljo samo kitajskim državljanom, delnice razreda B pa samo tujim državljanom. Za njih so zabeleženi pomembni popusti pri cenah delnic. Ugotovljeno je bilo, da je razlika v ceni delnic posledica nelikvidnih trgov z delnicami B. Relativno nelikvidne delnice B imajo višji pričakovani donos, kar posledično vodi v nižje cene, da bi vlagateljem nadomestile povečane stroške trgovanja. Cene delnic B običajno bolj približujejo tržnim temeljem kot cene delnic A, zato na kitajskih trgih namesto popustov z delnicami B najdemo premije A delnic (Chen, Lee & Rui, 2001).

Močno špekulativno vedenje kitajskih vlagateljev lahko spodbudi rast cen delnic A, delniški trg delnic B pa ima nižjo likvidnost. Eden od razlogov, zakaj tuji vlagatelji vlagajo v delnice B, je, da želijo diverzificirati svoj portfelj. Če so cene delnic B močno povezane s cenami tujih delnic, tuji vlagatelji morda ne bodo želeli vlagati v njih, saj nimajo občutne diverzifikacijske vrednosti (Ma, 1996).

Glavni pomisleki vlagateljev na Kitajskem se nanašajo predvsem na transparentnost podjetij, poštenost, upravljanje, spremljanje in regulacijo podjetij, ki kotirajo na borzi (Anderson, 2000).

4.2.2 Naložbena politika in strategije vlagateljev na Šanghajski borzi

Raziskave so pokazale, da so prihodnji donosi delnic predvidljivi na podlagi preteklih donosov na številnih mednarodnih trgih vrednostnih papirjev. Razvijanje strategij, ki bi izkoristile avtokorelacije varnosti donosov, in iskanje razlogov za nenormalne pozitivne donose, ki so posledica strategij trgovanja, sta glavna cilja naložbenih raziskav. Ena izmed pomembnejših strategij, ki jo zasledujejo investitorji na šanghajski borzi, je strategija zagona (Macha, 2013).

Zagonske strategije trgovanja so bile preučene in potrjene na številnih svetovno znanih razvitih delniških trgih, a za razvijajoče se trge je zgodba še vedno dvoumna. Jegadeesh in Titman (1993) sta v nasprotju s hipotezo o učinkovitem trgu, ki jo je uvedel Fama (1970), našla močne dokaze o strategijah trgovanja z zagonom v tem, da je zmagovalni portfelj dosledno presegal portfelj poražencev v obdobjih posedovanja od 3 do 12 mesecev. Ugotovili so, da so cene delnic na ameriški borzi samodejno korelirane (Macha, 2013).

Pri nadzoru tržnih donosov in transakcijskih stroškov je bilo ugotovljeno, da bi vlagatelji, ki uporabljajo strategije zagona, v časovnem obdobju od leta 2007 do 2012 lahko ustvarili vrhunske donose. Poleg tega je Macha analiziral, ali so donosi strategij zagona, ki vključujejo šanghajske delnice, odvisni od industrije. Ugotovitve kažejo, da zagon na šanghajski borzi očitno poganjajo delnice visoke tehnologije, pri čemer so finančni sektorji v tem obdobju izkazovali najslabše rezultate. Številni strokovnjaki so preučili strategije trgovanja z zagonom tako na nacionalnih kot na mednarodnih borznih trgih, vendar bi njihove študije morali ponovno preučiti, saj je teorija o učinkovitih tržnih hipotezah, ki sta jo predlagala Fama in French, še vedno sporno področje, vredno prihodnjih raziskovalnih prizadevanj. Nobeno od prebranih prispevkov ni dalo prepričljivih rezultatov, temveč kvečjemu nabor nasprotujočih si utemeljitev (Macha, 2013).

Chui, Titman in Wei (2010) so v analizi 55 držav z uporabo podatkov od februarja 1980 do junija 2003 ugotovili, da lahko kultura pomembno vpliva na vzorce donosnosti delnic, kar je skladno z idejo, da vlagatelji v različnih kulturah informacije razlagajo na različne načine. Podvrženi so različnim pristranskostim, kar posledično vpliva na obseg uspeha zagonskega trgovanja na splošno.

Su (2011) je z uporabo mesečnih cen delnic za vsa podjetja, ki kotirajo na borzah v Šanghaju in Šenzenu med januarjem 1994 in decembrom 2008, ugotovil znatne nenormalne dobičke za strategije trgovanja z zagonom industrije, tudi po nadziranem učinku zamika in zagona posameznih delnic. Poleg tega je bil dobiček zagona, ki so ga ustvarile komponente, specifične za industrijo, veliko večji od dobička, ki so ga ustvarile komponente s skupnim faktorjem v Fama-French trifaktorskem modelu in modelu treh faktorjev z zapoznelo reakcijo.

Strategija zagona je mišljena kot portfeljska strategija brez stroškov, ki kupuje delnice, ki so se v preteklosti dobro obnesle, in prodaja delnice, ki so bile v preteklosti slabše. Macha (2013) je v svoji raziskavi z uporabo podatkov šanghajske borze analiziral donosnost strategij zagonskega trgovanja na šanghajski borzi na podlagi podatkov o mesečnih donosih od decembra 2007 do februarja 2012. Ugotovitve prikazujejo, da bi lahko vlagatelji vseh vrst (od institucij do zasebnikov) po letih temeljitih analiz in znatnem zavedanju učinkov zagona, ki se sprožijo v poslovnih ciklih, ustvarili vrhunske donose z uporabo strategij trgovanja s portfeljskim zagonom.

Izboljšane uspešnosti so pomembne tudi po prilagoditvi trga in upoštevanju transakcijskih stroškov ter pri več kombinacijah obdobj razvrščanja in posedovanja. Nazadnje je bilo ugotovljeno, da je donos strategij zagona trgovanja, ki vključuje Šanghajsko borzo, odvisen od industrije, ki sestavlja njegov indeks. Momentalni dobiček na šanghajski borzi je daleč od delnic, ki jih zagotavljajo naložbe v visoke tehnologije (Macha, 2013).

5 METODOLOŠKA IZHODIŠČA EMPIRIČNE RAZISKAVE

Raziskave avtorjev na tematiko vzročno-posledične povezave med obrestno mero in delniškimi indeksi prikazujejo, da so velike donosnosti in nestanovitnosti delniškega trga medsebojno odvisne ter da obstajajo učinki prenosa informacij iz ZDA na druge razvite trge oziroma trge v razvoju. V zadnjih desetletjih so nastajajoči trgi vse bolj pozorni na integracijo globaliziranih delniških trgov (Moon & Yu, 2010).

Zaradi omenjenih povezanosti in medsebojne odvisnosti med obrestno mero in delniškimi indeksi smo se odločili magistrsko delo in raziskovalno vprašanje podrediti delniškemu trgu v razvoju, in sicer kitajskemu trgu. Ena od specifičnosti kitajskega delniškega trga je, da ima različne stopnje omejitev pri odlivu kapitala. Te omejitve se nanašajo na tuje lastništvo domačega kapitala, saj s tem država želi zagotoviti domači nadzor nad lokalnimi podjetji, zlasti tistimi, ki so strateško pomembna podjetja pri doseganju nacionalnih interesov. Stroški kapitala so za kitajske državljane nižji od stroškov za tujce, saj kitajski borzni trgi lahko predstavljajo edino naložbeno alternativo nizko donosnim bančnim depozitom (Ma, 1996).

Ekonomska teorija namiguje, da bi morale cene delnic odražati pričakovanja glede prihodnjega poslovanja podjetja, zato so za oblikovanje makroekonomskih politik države zelo pomembni vzročno-posledični odnosi in dinamična interakcija med makroekonomskimi dejavniki in borznimi trgi. Vlagatelji verjamejo, da denarna, devizna in obrestna politika države ter makroekonomski dogodki močno vplivajo na nestanovitnost cen delnic, kar pomeni, da lahko makroekonomske spremenljivke vplivajo na naložbene odločitve vlagateljev, kar motivira številne raziskovalce, da opazujejo razmerja med donosnostjo delnic ter makroekonomskimi spremenljivkami (Amarasinghe, 2015).

Pri izpeljavi empiričnega dela smo si pomagali s študijo dveh ekonomistov, Geske in Roll, ki sta primerjala obojestranski vpliv obrestnih mer na donosnosti delnic in prav tako obratni vpliv. V študiji sta predstavila obrnjeno vzročno zvezo, kjer so spremembe obrestnih mer in cen delnic sočasne z razmerjem med pričakovano inflacijo in poznejšimi donosnostmi delnic empirična iluzija. Ta iluzija izhaja iz lažne vzročnosti, ki jo povzroča kombinacija obrnjenega modela inflacije prilagajanja pričakovani in obrnjenega modela vračanja denarja v gospodarstvo. Geske in Roll sta z argumentom obrnjene vzročne zveze pojasnila sodoben odnos med spremembami obrestne mere in donosnostjo delnic. Argument obrnjene vzročnosti ne more razložiti dolgotrajne povezanosti, pri čemer enosmerna Grangerjeva vzročnost vodi od sprememb obrestne mere do donosnosti delnic (Geske & Roll, 1983).

S pomočjo kointegracije, ki sta jo prva predlagala Engle in Granger (1987), so potekala raziskovanja empiričnih dolgoročnih razmerij med delniškimi indeksi ter makroekonomskimi dejavniki in njihovimi vplivi na gospodarske aktivnosti. Te študije ugotavljajo, da so cene delnic povezane s pričakovanjem prihodnje proizvodnje zaradi vpliva na diskontirano vrednost sprememb denarnih tokov in dividend.

Ker je Kitajska država, ki še vedno izpopolnjuje svoj finančni sistem, predpostavljam, da bo dolgoročna obrestna mera odražala vzrok spremembe gibanja Šanghajskega delniškega indeksa. Padci obrestnih mer ponavadi vodijo v velike pozitivne donose delnic in delniških indeksov, vendar ko se obrestne mere zvišajo, ne moremo opaziti tako velikega učinka pri padcu donosnosti delnic (Domian, Gilster & Louton, 1996).

Časovni okvir, v katerem bom opazovala spremembe obrestne mere in Šanghajskega delniškega indeksa, ki je sestavljen iz delnic A in B, je med letoma 2008 in 2019. Uporabili smo dnevne podatke indeksa od julija 2008 do julija 2019 za Šanghajski delniški indeks, velikost vzorca bo 4047 opazovanj. To obdobje opazovanja je pomembno, saj sta pri gibanju indeksa upoštevani obe finančni krizi (iz leta 2008/2009 in 2012/2013), ki sta igrali veliko prelomnico za celotno svetovno gospodarstvo. Izračun vrednosti kompozitnega indeksa je ponderiran glede na skupno tržno vrednost delnic, ki kotirajo na borzi, in ne le na delež, s katerim se trguje, tako da v strukturi prevladujejo delnice finančnega sektorja. Za dolgoročno obrestno mero bom uporabila uradno obrestno mero, ki jo določi Kitajska centralna banka (angl. Long Term Interest Rate: Treasury Bond Yield 10 Years). Poleg omenjenih glavnih spremenljivk smo zraven pripeljali in opazovali odzive še navidezne spremenljivke (angl. dummy variable), indeks cen življenjskih potrebščin. Velikost vzorca teh dveh spremenljivk bo 4048 opazovanj.

5.1 Teoretični vidik Grangerjevega testa vzročnosti in analize stacionarnosti

Med pregledom literature za izpeljavo ekonometričnega modela smo se odločili, da bom za preučevanje in testiranje osrednje hipoteze izhajala iz osnovne ekonometrične literature, kjer je za omenjeno empirično testiranje hipotez najbolj primeren Grangerjev test vzročnosti (Gujarati, 2004, str. 824).

Ta metoda prikazuje način opisovanja razmerja med dvema ali več spremenljivkami, ko ena povzroča drugo oziroma druge. V mnogih realnih gospodarskih situacijah pa obstaja sum, da se pojavljajo povratne informacije, zato je v takih situacijah težko razlagati fazne diagrame. Problem se pojavi, ko je treba omogočiti teste, ki bodo definirali vzročnost ter povratne informacije (Granger, 1969).

Grangerjev test vzročnosti je eden izmed najpogosteje uporabljenih tehnik za ugotavljanje, ali je izbrana časovna serija koristna za napovedovanje druge časovne serije. Časovna serija X povzroča Grangerjevo vzročnost časovni seriji Y v primeru, da X vrednosti predstavljajo značilne informacije o prihodnjih vrednostih Y. Najpomembnejše dejstvo Grangerjevega testa vzročnosti je, da bodoča gibanja ene časovne spremenljivke ne morejo vplivati na gibanje druge časovne spremenljivke v preteklosti, kar vodi v zaključek, da prihodnost ne more povzročati sedanosti. Pri Grangerjevem testu imajo vzročnosti informacije ključno vlogo pri napovedovanju obravnavanih časovnih spremenljivk (Granger, 1969).

Študije z uporabo Grangerjevega testa vzročnosti so skušale raziskati obstoj in smer »vzročnih« razmerij med denarnimi, makroekonomskimi in finančnimi spremenljivkami (Granger, 1969).

V devedestih letih so se intenzivno proučevala dinamična gibanja cen delnic ter povezovanje kitajskih delniških trgov A in B na borzah v Šanghaju in Šenzenu (Laurence, Cai & Qian, 1997; Liu, Song & Romilly, 1997; Shen, Chen & Chen, 2007). Na splošno je preizkušena vzročna smer med trgi negotova, vendar je vodilni položaj delnic B splošno dogovorjen, zlasti če je vključena borza v Hongkongu (Kim & Shin, 2000; Tian & Wan, 2004).

To pomeni, da bi lahko tuji vlagatelji pomembno vplivali na trge, ki so odprti samo za kitajske rezidente. Nekatere druge študije primerjajo razlike na borzi med ZDA, Japonsko in širšo regijo Kitajske. Ugotovljeno je bilo, da ima ameriška delnica močnejši vpliv na kitajski trg kot na Japonskem, ravnovesna razmerja med trgom delnic A in drugimi trgi pa so stabilnejša kot na delniškem trgu B (Huang, Wang & Hu, 2000; Tian, 2007).

Skozi analiziranje in preučevanje izvedbe ekonometričnega testa smo zaznali, da objave obrestnih mer lahko vplivajo na borzo po dveh kanalih in imajo učinek na gibanje indeksa pred objavo ali pa po objavi obrestnih mer. Njihov učinek na gibanje indeksa pride po objavi spremembe gibanja obrestne mere. Če učinek objave obstaja, bi morale biti spremembe cen delnic statistično značilne, saj se udeleženci na trgu odzovejo na objave obrestnih mer z vključitvijo informacij v svoj cenovni model. Če bi bila analiza učinkov objav obrestnih mer preprosta, bi udeleženci na borznem trgu lahko pravilno predvideli spremembe in temu prilagodili svoj odločitve, kam bodo vlagali. Če vsi udeleženci na trgu v celoti napovedujejo spremembe obrestnih mer, objave le-teh ne dajejo novih informacij (Fama, 1970).

5.2 Izpeljava Grangerjev testa vzročnosti

Grangerjev test vzročnosti se uporablja za analizo soodvisnosti med borznim indeksom in cenami bančnih delnic na podlagi modela vektorske avtoregresije (VAR). Natančneje, če spremenljivka X »Granger-povzroča« drugo spremenljivko Y, morajo pretekle vrednosti X vsebovati informacije, ki pomagajo napovedati Y nad informacijami, ki jih vsebujejo samo pretekle vrednosti Y. Splošno specifikacijo Grangerjevega testa vzročnosti v bivariatnem kontekstu je mogoče izraziti kot enačbi (1) in (2) (Granger, 1969).

$$\ln index_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i (\ln index)_{t-i} + \sum_{j=1}^q \varphi_j (\ln interest)_{t-j} + \mu_{1t} \quad (1)$$

$$\ln interest_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i (\ln index)_{t-i} + \sum_{j=1}^q \delta_j (\ln interest)_{t-j} + \mu_{2t} \quad (2)$$

6 INTERPRETACIJA PODATKOV EMPIRIČNE RAZISKAVE

Osrednja hipoteza magistrskega dela temelji na ekonomskem vprašanju, kaj je v zvezi šanghajskega delniškega indeksa – obrestne mere vzrok in kaj posledica, saj s tem poizkušamo določiti vzročno-posledično zvezo med njima. V vsakem primeru lahko trdimo, da med obema spremenljivkama obstaja negativna stopnja korelacije, težko pa je trditi, katera je odvisna in katera neodvisna spremenljivka. V magistrskem delu zastavljena hipoteza pravi, da je gibanje šanghajskega delniškega indeksa posledica in ne vzrok gibanja obrestne mere.

Zbiranje in kvaliteta podatkov sta ključnega pomena za izvedbo kvalitetne analize, še pomembnejše pa je interpretiranje podatkov, da dobimo smiselno celoto. Preden predstavimo uporabljene podatke v analizi, bomo najprej predstavili vhodne podatke, ki smo jih uporabili v magistrskem delu. Vhodne podatke smo pridobili iz Blombergove baze podatkov, kjer smo za analizo uporabili dnevne podatke med julijem 2008 in julijem 2019. Spremenljivka Šanghajski delniški indeks je bila opazovana 4047-krat, spremenljivki dolgoročna obrestna mera in indeks cen življenjskih potrebščin pa 4048-krat-. Vse podatke smo obdelovali v statističnem programu Stata. Seznam vključenih opazovanj je prikazan v spodnji tabeli 2. Za vsako spremenljivko so izračunani njena aritmetična sredina, standardni odklon ter minimalna in maksimalna vrednost.

Tabela 2: Osnovni pregled opazovanih spremenljivk

Spremenljivke	Št. opazovanj	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Minimalna vrednost	Maksimalna vrednost
Donosnost Šanghajski delniški indeks	4047	0,0000249	0,0332174	-0,0710307	0,0718308
Dolgoročna obrestna mera	4048	3,570655	0,4138569	2,7177	4,6294
Indeks cen življenjskih potrebščin	4048	2,434532	1,576719	-0,7	5,9

Vir: lastno delo.

Primarno izvedemo multiplo regresijo, ki se uporablja za napovedovanje vrednosti odvisne spremenljivke (t. i. spremenljivka izida) na podlagi vrednosti dveh ali več neodvisnih spremenljivk (t. i. spremenljivke napovedovalca). Pri razlagi rezultatov smo se osredotočili na razlago vrednosti koeficienta determinacije (v nadaljevanju "R²"). "R²" nam pove delež variance v odvisni spremenljivki, ki jo je mogoče razložiti z linearnim vplivom neodvisnih spremenljivk (Statistics Laerd, 2018).

Iz vrednosti 0,0002 je razvidno, da neodvisne spremenljivke pojasnjujejo 0,02 % variabilnosti odvisne spremenljivke, to je gibanja donosnosti Šanghajskega indeksa. Prav tako je pomembno opazovati vrednost F-testa in če se splošni regresijski model dobro prilaga

podatkom (Statistics Laerd, 2018). Rezultat kaže, da neodvisne spremenljivke statistično značilno dobro napovedujejo odvisno spremenljivko, $F(2, 4044) = 4,42$, $p = 0,012$ (tj. regresijski model se dobro prilega podatkom).

Nestandardizirani koeficienti kažejo (tabela 3), koliko se odvisna spremenljivka spreminja z neodvisno spremenljivko, ko so vse druge neodvisne spremenljivke konstantne (Statistics Laerd, 2018). Nestandardizirani koeficient, dolgoročna obrestna mera znaša 0,0002991, kar pomeni, da se za vsak dan zvišanja obrestne mere poveča donosnost šanghajskega delniškega indeksa v povprečju za 0,0002984 USD. Za drugi koeficient, indeks cen življenjskih potrebščin, je vrednost koeficienta enaka $-0,0003811$. To pomeni, da se vsak dan zvišanja indeksa cen življenjskih potrebščin donosnost šanghajskega delniškega indeksa zniža v povprečju za 0,00381 USD.

Preizkusimo lahko statistično pomembnost vsake od neodvisnih spremenljivk in s tem preverimo, ali so (ne)standardizirani koeficienti enaki nič v populaciji. Če je $p < 0,05$, sklepamo, da se koeficienti statistično značilno razlikujejo od nič. Iz našega zapisa v tabeli 3 (stolpca z imenom t in $p > |t|$) je razvidno, da je koeficient indeks cen življenjskih potrebščin neodvisne spremenljivke statistično značilen, saj je njegova vrednost testne statistike nižja od kriterija $p < 0,05$.

Tabela 3: Rezultati multiple regresije

Št. opazovanj =	4047			
F (2, 4044) =	4,42			
Prob > F =	0,0121			
R ² =	0,00022			
Šanghajski delniški indeks	Standardizirani koeficienti	Standardna napaka	t	p > t
Dolgoročna obrestna mera	0,0002991	0,0004884	0,61	0,540
Indeks cen življenjskih potrebščin	-0,0003811	0,0001282	-2,97	0,003
Konstanta	-0,0001162	0,0017101	-0,07	0,946

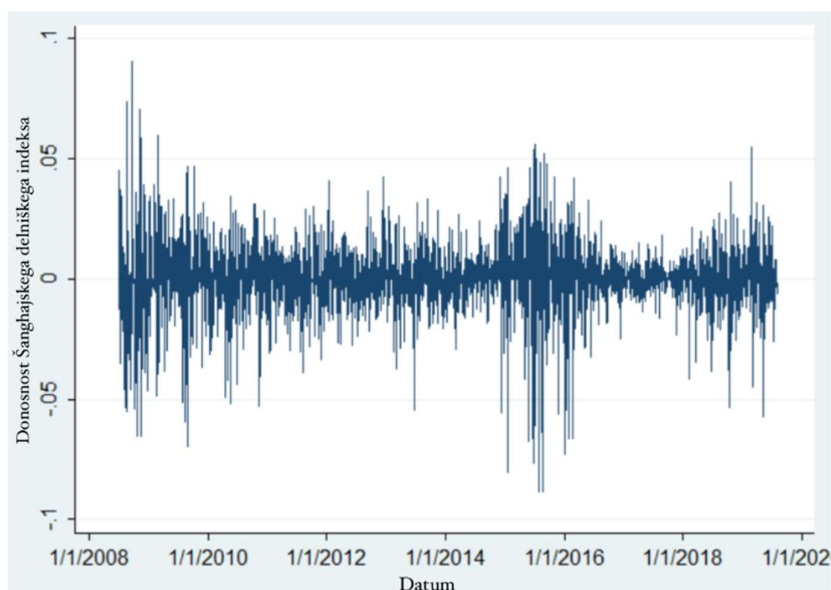
Vir: lastno delo.

Po interpretaciji osnovnih pojmov izpeljevanja regresij smo izvedli primarno oceno izpostavljene hipoteze. Izhodišče pri analizi vzročne-posledične zveze je analiza stacionarnosti, saj v nasprotnem primeru njihovo povezanost interpretiramo na temeljih napačne ocene regresijskega modela, kjer govorimo o problemu neprave regresije (angl. spurious regression). Nepravi regresiji se lahko izognemo z diferenciranjem časovnih serij, s čimer omogočimo stacionarnost časovne vrste, a ne dobimo dolgoročnih informacij, ki so zabeležene v opazovanem podatkovnem modelu, saj se analizirani del ekonomske teorije in hipoteza nanašata na dolgoročno povezanost spremenljivk. To se nanaša na intuitivno idejo kointegracije, kar je značilen metodološki postopek pri vpeljevanju modelov za odpravljanje

napak (angl. Error Correction Model). V raziskovalnem vprašanju smo se osredotočili zgolj na empirično analizo vzročno-posledične povezanosti med gibanjem šanghajskega delniškega indeksa in gibanjem obrestne mere, ki temelji na analizi stacionarnosti časovnih serij in na Grangerjevem testu vzročnosti (Granger, 1969).

Iz spodnje slike 4 iz programa Stata lahko razberemo, da je opazovana spremenljivka (donosnost Šanghajskega indeksa) stacionarna, saj v opazovanem obdobju, v različnih časovnih okvirjih (julij 2008–julij 2019) ohranja konstantno srednjo vrednost in varianco. V prilogah 1 in 2 sta prikazana preostala grafa gibanja srednje vrednosti dolgoročne obrestne mere in indeksa cen življenjskih potrebščin. Pri teh dveh omenjenih kombinacijah ne moremo potrditi, da so opazovane spremenljivke stacionarne.

Slika 4: Gibanje donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa



Vir: lastno delo.

Grafični prikaz ni edini način, iz katerega lahko razberemo, ali manjka primarna predpostavka časovne vrste, to je stacionarnost (spremenljivke naraščajo z nekonstantno srednjo vrednostjo in variancami), zato vedno izpeljemo še računski prikaz. Izvedli smo Dickey-Fuller test, ki nam je pomagal preučiti stacionarnost časovne vrste. Najpomembnejša predpostavka tega testa je, da izraz napake ni koreliran, zaradi česar smo najprej izvedli razširjeni Dickey-Fuller test, ki preverja korelacijo v izrazih napak z dodajanjem zamikov (angl. lags).

V naslednjem koraku smo določili število zamikov, ki so bili uporabljeni v enačbi. Obstaja več različnih metod za merilo določitve velikosti zamika. Dve od teh metod sta Informacijski kriterij Akaike (angl. Akaike Information Criterion) in odločitev po lastni presoji. Informacijski kriterij Akaike (v nadaljevanju AIC) je matematična metoda za ocenjevanje,

kako dobro se model ujema s podatki, iz katerih je bil ustvarjen. AIC se izračuna iz števila neodvisnih spremenljivk, uporabljenih za izdelavo modela ali ocene največje verjetnosti modela (kako dobro model reproducira podatke).

V statistiki se AIC najpogosteje uporablja za izbiro modela. Z izračunom in primerjavo rezultatov AIC več možnih modelov se lahko izbere tistega, ki najbolj ustreza podatkom. Najprimernejši model po AIC je tisti, ki razloži največjo količino variacije z najmanjšim možnim številom neodvisnih spremenljivk (Bevans, 2022). V naši analizi smo število odlogov določili po lastni presoji.

Razširjeni Dickey-Fullerjev test je vrsta statističnega testa, imenovanega test enotskega korena. V teoriji verjetnosti in statistiki je enotski koren značilnost nekaterih stohastičnih procesov (kot so naključni sprehodi), ki lahko povzročijo težave pri statističnem sklepanju, v katerem so vključeni modeli časovnih vrst. Enotski koren je nestacionaren in nima vedno komponente trenda (Kumar, 2021).

Dickey-Fullerjev test smo izvedli ob naslednji predpostavki (hipotezi):

- H_0 : spremenljivka donosnost Šanghajskega indeksa je nestacionarna oziroma ima enotski koren;
- H_1 : spremenljivka donosnost Šanghajskega indeksa je stacionarna oziroma nima enotskega korena.

Po izvedbi Dickey-Fullerjevega testa iz spodnje tabele 4 lahko razberemo, da je vrednost Dickey-Fullerjeve testne statistike $Z(t) = -65,693$, vrednost MacKinnove testne statistike pa 0,000. Da so podatki časovne vrste stacionarni, mora vrednost Dickey-Fullerjevega testa imeti $Z(t)$ negativno število, MacKinnova p -vrednost pa mora biti značilna vsaj na 5 % ravni (Kumar, 2021). V opazovanem primeru sta oba pogoja izpolnjena, zato zavrnilo ničelno hipotezo, kar pomeni, da so podatki časovne vrste stacionarni.

Tabela 4: Rezultati Dickey-Fullerjevega testa

Dickey-Fullerjev test enotskega korena (št. opazovanj) = 4046	
Vrednost testne statistike	
$Z(t) =$	- 65,693
MacKinnon približna vrednost $Z(t) \approx$	0,000

Vir: lastno delo.

Pri ostalih spremenljivkah pri izpeljavi Dickey-Fuller testne statistike ni bilo mogoče zavrniti ničelne hipoteze, tj. da so podatki časovne vrste nestacionarni. Kljub temu imajo lahko spremenljivke dolgoročno vzročnost. Splošna predpostavka v našem raziskovanju je, da dolgoročna obrestna mera vpliva na gibanje donosnosti Šanghajskega indeksa, zato so te spremenljivke lahko kointegrirane. Zaradi tega smo v naslednjem koraku izpeljali statistični

test Durbin Waston (v nadaljevanju DW test), ki odkriva avtokorelacijo v izhodu regresijskega modela. Za izpeljavo tega testa smo se odločili, ker je eden pomembnejših testov, ki predvideva gibanja cene določene delnice na podlagi preteklih podatkov. Statistika DW se giblje med 0 in 4, pri čemer vrednost 2 nakazuje ničelno avtokorelacijo. Vrednost pod 2 pomeni pozitivno avtokorelacijo, nad 2 pa negativno avtokorelacijo (Corporate Finance Institute Team, 2022). Vrednost DW testa iz tabele 5 je v našem primeru 2,394, kar pomeni, da so naše spremenljivke med seboj negativno korelirane.

Tabela 5: Rezultati Durbin-Watsonovega testa

Durbin-Watson d-statistika (3, 4047) =	2,394167
--	----------

Vir: lastno delo.

Po izpeljavi DW testa smo izpeljali tudi test kointegracije ter vektorske avtoregresije (v nadaljevanju VAR), ki nam pomaga zaznati smer vzročnosti. Ta test hkrati pomaga ugotoviti, katera spremenljivka deluje kot odločilni dejavnik za drugo spremenljivko. Model VAR vključuje pretekle vrednosti drugih serij v lastno zgodovino serije in je pri izpeljavi Grangerjevega testa vzročnosti ključen, ker pomaga implicirati korelacijo med trenutnimi vrednostmi ene spremenljivke in preteklimi vrednostmi drugih spremenljivk (Sajwan & Priya, 2018).

V našem primeru, kjer opazujemo tri spremenljivke (donosnost Šanghajskega delniškega indeksa, dolgoročno obrestno mero ter indeks cen življenjskih potrebščin), je cilj preveriti učinek dolgoročne obrestne mere na donosnost Šanghajskega delniškega indeksa, zato smo vzeli donosnost Šanghajskega delniškega indeksa kot odvisno spremenljivko. Pri testu smo uporabili dva zamika, rezultate smo interpretirali pri prvem zamiku. Izpeljava VAR je prikazana v tabeli 6, ki prikazuje spodaj napisane rezultate:

- Pri prvem zamiku opazovanega modela donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa ne moremo potrditi, da spremenljivki dolgoročna obrestna mera in indeks cen življenjskih potrebščin statistično vplivata na donosnost indeksa, saj je z-vrednost testne statistike $> 0,05$.
- Pri prvem zamiku opazovanega modela dolgoročne obrestne mere lahko potrdimo, da donosnost Šanghajskega indeksa statistično značilno vpliva na gibanje dolgoročne obrestne mere, saj je vrednost $p > 0,05$.
- Konstanta v modelu donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa je statistično neznačilna, saj je p-vrednost testne statistike $> 0,05$.
- Pri prvem zamiku opazovanega modela indeksa cen življenjskih potrebščin lahko potrdimo, da donosnost Šanghajskega indeksa statistično značilno vpliva na gibanje indeksa cen življenjskih potrebščin, saj je vrednost $p < 0,05$.
- Skupni rezultat izpeljanega VAR modela nam prikazuje, da ima gibanje donosnosti šanghajskega delniškega indeksa pri prvem zamiku pomembne učinke na gibanje dolgoročne obrestne mere in indeksa cen življenjskih potrebščin.

Tabela 6: Rezultati modela vektorske avtoregresije (VAR)

<i>Model donosnost Šanghajskega delniškega indeksa</i>	Z	p > z
Donosnost Šanghajskega delniškega indeksa		
L1.	-2,34	0,019
Dolgoročna obrestna mera		
L1.	0,85	0,394
Indeks cen življenjskih potrebščin		
L1.	1,41	0,159
Konstanta	0,26	0,794
<i>Model dolgoročna obrestna mera</i>		
Donosnost Šanghajskega delniškega indeksa		
L1.	-1,65	0,099
Dolgoročna obrestna mera		
L1.	62,71	0,000
Indeks cen življenjskih potrebščin		
L1.	0,01	0,995
Konstanta	2,59	0,010
<i>Model indeks cen življenjskih potrebščin</i>		
Donosnost Šanghajskega delniškega indeksa		
L1.	2,14	0,032
Dolgoročna obrestna mera		
L1.	-0,18	0,860
Indeks cen življenjskih potrebščin		
L1.	62,55	0,000
Konstanta	-1,81	0,071

Vir: lastno delo.

Na temelju izvedenega VAR modela smo izpeljali Grangerjev test vzročnosti, s katerim smo preverili smer vzročnosti med spremenljivkama. Ta nam je sočasno pomagal ugotoviti, katera spremenljivka deluje kot odločilni dejavnik za drugo spremenljivko (Sajwan & Priya, 2018). Pred izvedbo Grangerjevega testa vzročnosti smo najprej deklarirali spremenljivko »čas« na način, prikazan v tabeli 7.

Tabela 7: Določitev časovne spremenljivke

tsset Date
Spremenljivka časa = 1.7. 2008–31. 7. 2019
Delta = 1 dan

Vir: lastno delo.

Pri postavitvi Grangerjevih testiranih hipotez smo določili tri vzročnostne teste, ki smo jih nato tudi testirali. Vzročnostni testi so:

- prva H_0 : odložene vrednosti dolgoročne obrestne mere in indeksa cen življenjskih potrebščin ne povzročajo Grangerjeve vzročnosti donosnosti Šanghajskega delniškega indeksu;
- druga H_0 : odložene vrednosti donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa in indeksa cen življenjskih potrebščin ne povzročajo Grangerjeve vzročnosti dolgoročni obrestni meri;
- tretja H_0 : odložene vrednosti donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa in dolgoročne obrestne mere ne povzročajo Grangerjeve vzročnosti indeksu cen življenjskih potrebščin.

Po postavljenih vzročnostnih testih smo izpeljali Grangerjev test, ki je prikazan v tabeli 8.

Tabela 8: Rezultati Grangerjevega testa vzročnosti

Model	Izključene spremenljivke	chi2	df	Prob > chi2
Donosnost Šanghajskega delniškega indeksa	Dolgoročna obrestna mera	0,82319	2	0,663
Donosnost Šanghajskega delniškega indeksa	Indeks cen življenjskih potrebščin	13,059	2	0,001
Donosnost Šanghajskega delniškega indeksa	vse	13,792	4	0,008
Dolgoročna obrestna mera	Donosnost Šanghajskega delniškega indeksa	3,2723	2	0,195
Dolgoročna obrestna mera	Indeks cen življenjskih potrebščin	3,7004	2	0,157
Dolgoročna obrestna mera	vse	6,5641	4	0,161
Indeks cen življenjskih potrebščin	Donosnost Šanghajskega delniškega indeksa	5,0193	2	0,081
Indeks cen življenjskih potrebščin	Dolgoročna obrestna mera	5,6276	2	0,060
Indeks cen življenjskih potrebščin	vse	10,707	4	0,030

Vir: lastno delo.

Model Šanghajskega delniškega indeksa v tabeli 8 prikazuje, da odložena vrednost indeksa cen življenjskih potrebščin povzroči odziv na gibanje donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa, saj je p-vrednost (0,001) znotraj vrednosti kritične meje ($< 0,05$), zato je mogoče ničelno hipotezo, ki trdi »odložena vrednost donosnosti indeksa cen življenjskih potrebščin ne povzroča Grangerjeve vzročnosti donosnosti Šanghajskega delniškega indeksu« zavrniti. Drugega dela ničelne hipoteze, »odložena vrednost dolgoročne obrestne mere ne povzroča Grangerjeve vzročnosti donosnosti Šanghajskega delniškega indeksu«, ni mogoče zavrniti,

saj je ustrezna p-vrednost (0,663) višja od dovoljene kritične meje. To pomeni, da gibanje Šanghajskega delniškega indeksa ne povzroča Grangerjeve vzročnosti indeksu cen življenjskih potrebščin in da je posledično vzročnost usmerjena od gibanja Šanghajskega delniškega indeksa do indeksa cen življenjskih potrebščin.

Model dolgoročna obrestna mera prikazuje, da odloženi vrednosti Šanghajskega delniškega indeksa in indeksa cen življenjskih potrebščin ne povzročita odziva pri dolgoročni obrestni meri, saj je p-vrednost višja od 0,05, zato druge ničelne hipoteze ni mogoče zavrniti in posledično ne moremo trditi, da obstaja smer vzročnosti.

Model indeks cen življenjskih potrebščin v tabeli 8 prikazuje, da odložene vrednosti Šanghajskega delniškega indeksa in dolgoročne obrestne mere ne povzročijo odziva pri indeksu cen življenjskih potrebščin, saj je p-vrednost višja od 0,05. Tako tretje ničelne hipoteze ni mogoče zavrniti.

Prisotnost Grangerjeve vzročnosti je naslednja:

- gibanje donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa in dolgoročna obrestna mera = enosmerna Grangerjeva vzročnost.

Primarno postavljene hipoteze, da je gibanje donosnosti Šanghajskega delniškega indeksa posledica in ne vzrok gibanja dolgoročne obrestne mere Kitajske centralne banke nismo mogli potrditi. Dokazali smo le enosmerno Grangerjevo vzročnost, da je gibanje vrednosti indeksa cen življenjskih potrebščin odvisno od gibanja Šanghajskega delniškega indeksa. Zastavljena hipoteza potrjuje zaključke, kako kompleksen je kitajski finančni sistem, saj je težko predvidevati učinke makroekonomskih spremenljivk. To izpostavljajo tudi številne študije, ki preučujejo vzročnosti razvoja borznega trga in gospodarske rasti z uporabo kitajskih podatkov. Študije vzročnosti razvoja borznega trga in gospodarske rasti z uporabo kitajskih podatkov se prav tako izrazito razlikujejo. Medtem ko so Wu, Liu in Hsueh (2016) ugotovili, da je razvoj delniških trgov pozitivno vplival na gospodarsko rast, sta Liang in Teng (2006) ugotovila nenavadno neugodno enosmerno vzročno zvezo, ki se odraža skozi netržne dejavnike, kot so vladni vplivi in manipulacija s podatki, ki povzročata škodljiv vpliv na delniške trge.

Kljub ogromnemu raziskovanju in posvečanju pozornosti kitajskim delniškim trgom še vedno ni veliko znanega o obnašanju borze na Kitajskem, saj se kitajski delniški trg zelo razlikuje od drugih, zlasti glede obsega vladnih predpisov in sestave vlagateljev. Na Kitajskem finančni podatki podjetij, ki kotirajo na borzi (zlasti malih podjetij), niso zanesljivi (Liu & Shresta, 2008). Geske in Roll (1983) sta primerjala obojestranski vpliv obrestnih mer na donosnosti delnic in prav tako obratni vpliv. Izpeljala sta študijo, v kateri sta predstavila obrnjeno vzročno zvezo, kjer so spremembe obrestnih mer in cen delnic sočasne z razmerjem med pričakovano inflacijo in poznejšimi donosnostmi delnic empirična iluzija.

SKLEP

Opremljeni cilji v magistrskem delu obsegajo identificiranje glavnih posebnosti kitajskega finančnega trga in bančnega sistema ter izvedbo empirične raziskave vzročno-posledične povezanosti med obrestno mero kitajske centralne banke in donosnostjo Šanghajskega indeksa.

Razvoj in struktura kitajskega finančnega trga sta pred letom 1978 temeljila na izhodišču, da kitajsko gospodarstvo temelji na javnem financiranju, brez sodobnega finančnega sistema in z njim povezanih storitev. Izrazito prevladovanje bančnega sektorja je značilno za kitajski finančni sistem, medtem ko ni značilen za večino finančnih sistemov razvitih gospodarstev. Študije strokovne literature o kitajskem bančnem sektorju pripisujejo uspeh bančništva naložbenim strategijam bank, ki temeljijo na špekulacijah z javnim dolgom in na uporabi sodobnih metod upravljanja. Kitajska je specifična tudi zaradi visokega deleža bančništva v senci, ki je od leta 2009 začelo eksponentno rasti zaradi omejene kvote posojil v bančnem sistemu ter posledičnega močnega povpraševanja po kapitalu iz realnega gospodarstva. Med bančništvo v senci spadajo vsi finančni instrumenti, ki izpolnjujejo funkcije kreditnega posredništva, ki jih običajno izvajajo banke (likvidnost, zapadlost in preoblikovanje kreditnega tveganja), vendar zmanjšujejo breme bančnega poslovanja.

Kitajska borza in s tem tudi njeni delniški trgi so bili ustanovljeni v zgodnjih devetdesetih letih prejšnjega stoletja in so sestavljeni iz navadnih delnic RMB (t. i. delnice A) in delnic tujega kapitala (t. i. delnice B). Skoraj vsa podjetja, ki kotirajo na borzi, so bila prej podjetja v državni lasti. Postopek privatizacije vključuje prestrukturiranje družb v delniške družbe s prodajo določenega deleža delnic zaposlenim, širši javnosti ter drugim državnim podjetjem in pravnim osebam (kot so banke in zavarovalnice) po približni ceni knjigovodske vrednosti delnice. Delnice v lasti pravnih oseb in preostale delnice v lasti države (tj. lokalne ali centralne vlade) predstavljajo dve tretjini skupnega števila delnic in z njimi ni dovoljeno trgovati. Trgovanje je mogoče le z eno tretjino delnic.

Leta 2011 je Kitajska odobrila shemo za Renminbi kvalificirane tuje institucionalne vlagatelje, ki omogočajo vlaganje v kitajske delniške in obvezniške trge po vnaprej določenih omejitvah. Za kitajski delniški trg je značilna visoka stopnja volatilitnosti in špekulativno kratkotrajno vedenje mnogih vlagateljev. Omenjeni ponavljajoči vzorci so delno posledica dejstva, da sta na Kitajskem razvoj podpornega pravnega okvirja in institucij zaostajala za razvojem gospodarstva.

Na Kitajskem razvoj tržnega gospodarstva zahteva reformo finančnega sistema, ki spodbuja razvoj tržnega gospodarstva. Po več kot tridesetih letih reform je Kitajska sprva vzpostavila strukturo finančnega sistema, ki ustreza razvoju tržnega gospodarstva, dosegla pa je tudi velik napredek pri finančnih institucijah, trgih, produktih in diverzifikaciji strukture financiranja ter specializaciji sistema finančnega makronadzora. Zelo pomembno vlogo pri liberalizaciji in posodobaljanju finančnega sistema ima Komisija za preprečevanje

korupcije, ki skrbi za izgradnjo učinkovitejšega in trajnostnega tržnega gospodarstva na eni strani, na drugi pa ohranja politično prevlado in skrbništvo nad trendi makrosocialnega razvoja.

Po teoretični preučitvi delovanja kitajskega finančnega sistema je bila izpeljana še empirična analiza vzročno-posledične povezanosti dolgoročne obrestne mere Kitajske centralne banke in Šanghajskega delniškega indeksa. Eden pomembnejših makroekonomskih dejavnikov, ki vpliva na investicijske odločitve ter vlaganje denarja v naložbe oziroma vrednostne papirje, je obrestna mera. Časovni okvir, v katerem je bila opazovana sprememba dolgoročne obrestne mere, indeksa cen življenjskih potrebščin in Šanghajskega delniškega indeksa (sestavljeno tako iz delnic A kot delnic B), je med letoma 2008 in 2019. Uporabljeni so dnevni podatki indeksa od julija 2008 do julija 2019 za Šanghajski delniški indeks, velikost vzorca je limitirana z 4048 opazovanji.

Kot izhodišče pri analizi vzročne-posledične zveze je analiza stacionarnosti, kjer s pomočjo Dickey-Fullerjevega testa zavrnilo ničelno hipotezo – ta pove, da je spremenljivka Šanghajski delniški indeks stacionarna. Pri ostalih dveh spremenljivkah ni bilo mogoče zavrniti ničelne hipoteze (tj. da so podatki časovne vrste nestacionarni), vendar imajo kljub temu lahko spremenljivke dolgoročno vzročnost, če bi se jih opazovalo v daljšem časovnem obdobju. Prav tako je bil izveden Durbin-Watsonov test, ki je dokazal, da med omenjenimi spremenljivkami obstaja negativna stopnja korelacije. Po izpeljavi Durbin-Watsonovega testa je bil izpeljan tudi model vektorske avtoregresije, ki pomaga zaznati smer vzročnosti. Pri prvem odlogu opazovanega modela dolgoročne obrestne mere in indeksa cen življenjskih potrebščin lahko potrdimo, da gibanje Šanghajskega delniškega indeksa statistično značilno vpliva na njuno vrednost. Na temelju izvedenega VAR modela je bil izpeljan še Grangerjev test vzročnosti, kjer smo testirali tri vzročnostne hipoteze. Vseh treh ničelnih hipotez nismo zavrnili pri 5-odstotni stopnji pomembnosti, zavrnili pa smo del hipoteze, ki trdi da »odložena vrednost donosnosti indeksa cen življenjskih potrebščin ne povzroča Grangerjeve vzročnosti donosnosti šangajskemu delniškemu indeksu«. Trdimo lahko, da obstaja enosmerna prisotnost Grangerjeve vzročnosti med indeksom cen življenjskih potrebščin in donosnostjo Šanghajskega delniškega indeksa, ki nam pove, da gibanje Šanghajskega delniškega indeksa deluje kot odločilni dejavnik na gibanje indeksa cen življenjskih potrebščin.

V magistrskem delu je opredeljena hipoteza, ki pravi, da je gibanje Šanghajskega delniškega indeksa posledica gibanja dolgoročne kitajske obrestne mere. Izračuni Grangerjevega vzročnostnega koeficienta niso uspeli dokazati vzročno-posledične zveze, vendar pa si tudi rezultati prejšnjih raziskav niso enotni, saj prihaja do nasprotujočih si rezultatov v empiričnih študijah. V kratkem obdobju obrestna mera relativno lažje vpliva na borzo in njeno delovanje, saj je zmogljivost podjetij za prilagajanje proizvodnje in ponudbe v kratkem obdobju omejena, kot je to mogoče na daljši rok. Skupni prihodki podjetij v kratkem obdobju ne bodo močno prizadeti, vendar pa lahko obrestna mera vpliva na vrednost podjetja, ki posledično vpliva na cene delnic. Politike nizkih obrestnih mer običajno sprejemajo vlade

za spodbujanje gospodarskega razvoja, zato je mogoče predvideti, da se bodo prihodnji dobički podjetij povečali zaradi splošne gospodarske blaginje. Splošno znano je, da cena delnic pada z dvigom obrestne mere.

Za natančnejše in relevantnejše ugotovitve je treba izpeljati podrobnejšo raziskavo, saj se domneva, da je vpliv dolgoročne obrestne mere na gibanja Šanghajskega delniškega indeka odvisen tako od dolžine časovnega obdobja kot tudi od politične ureditve finančnega (bančnega) sistema na Kitajskem.

LITERATURA IN VIRI

1. Adrian, T., Aschcraft, A. & Cetorelli, N. (2013, 1. september). *Shadow Bank Monitoring*. Pridobljeno 19. januarja 2021 iz https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr638.html
2. Allen, F. & Qian, J. (2014). China's Financial System and the Law*. *Cornell International Law Journal*, 47(3), 499–553.
3. Allen, F., Qian, J. & Qian, M. (2007, 28. marec). *China's Financial System: Past, Present, and Future*. Pridobljeno 21. aprila 2022 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978485
4. Allen, F., Qian, Y., Tu, G. & Yu, F. (2019). Entrusted loans: A close look at China's shadow banking system. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 18–41.
5. Amarasinghe. (2015). Dynamic Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Colombo Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 6(4), 92–97.
6. Anderson, D. (2000). Taking stock in China: Company disclosure and information in China's stock market. *Georgetown Law Journal*, 88(6), 1919–1952.
7. Archaya, V. V., Qian, J. & Yang, Z. (2017, 10. februar). *In the Shadow of Banks: Wealth Management Products and Issuing Banks' Risk in China*. Pridobljeno 21. aprila 2022 iz https://jrc.princeton.edu/sites/jrc/files/qian_jun-shadowbank-china-aqy-10feb17-all.pdf
8. Bailey, W. (1994). Risk and return on China's new stock markets: Some preliminary evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2-3), 243–260.
9. Beltratti, A., Bortolotti, B. & Caccavaio, M. (2016). Stock market efficiency in China: Evidence from the split-share reform. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 60(1), 125–137.
10. Bennani, H. (2019, 26. april). *Does People's Bank of China communication matter? Evidence from stock market reaction*. Pridobljeno 21. aprila 2022 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3378403#
11. Berger, A. N., Hasan, I. & Zhou, M. (2009). Bank ownership and efficiency in China: What will happen in the world's largest nation?. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 13–130.

12. Bevans, R. (2022, 18. november). *Akaike Information Criterion | When & How to Use It (Example)*. Pridobljeno 26. februarja 2023 iz <https://www.scribbr.com/statistics/akaike-information-criterion/>
13. Byrd, W. (2018). *China's Financial System: The Changing Role of Banks* (1. izd.). New York: Routledge.
14. Chan, E., Chui, M., Packer, F. & Remolona, E. (2012). Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative. *Bank for International Settlements*, 63(1), 35–61.
15. Chen, G. M., Lee, B.-S. & Rui, O. (2001). Foreign Ownership Restrictions and Market Segmentation in China's Stock Markets. *The Journal of Financial Research*, 24(1), 133–155.
16. Chen, G., Firth, M., Gao, D. N. & Rui, O. M. (2005). Is China's securities regulatory agency a toothless tiger? Evidence from enforcement actions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(6), 451–488.
17. Chen, J. (2018). Relationships between return of stock price index and interest rate. *International Conference on Management and Computer Science 2018*, 77(1), 412–418.
18. Chen, K., Ren, J. & Zha, T. (2016, 31. januar). *What we learn from China's rising shadow banking: Exploring the nexus of monetary tightening and banks' role in entrusted lending*. Pridobljeno 25. julija 2021 iz https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21890/w21890.pdf
19. Chen, X. & Chen, S. (2019). The Research on Shadow Banking System in China. *Journal of Economic Science Research*, 2(4), 31–35.
20. Chen, Y., Ma, Y. & Tang, K. (2011). The Chinese Financial System at the Dawn of the 21st Century: An Overview. *The IEB International Journal of Finance*, 2(1), 2–41.
21. Chen, Z., He, Z. & Liu, C. (2020). The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes. *Journal of Financial Economics*, 137(1), 42–71.
22. China Securities Regulatory Commission. (2008). *China Capital Markets Development Report*. Pridobljeno 20. julija 2022 iz <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/12643/712710ESW0P09906028020120Box370067B.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
23. Chow, G. C. (2018). China's economic transformation. V R. Garnaut, L. Song & C. Fang (ur.), *China's 40 Years of Reform and Development: 1978-2018* (str. 93-116). Canberra: Australian National University Press.
24. Chui, A. C., Titman, S. & Wei, J. K. (2010). Individualism and Momentum around the World. *The Journal of Finance*, 65(1), 361–392.
25. Committee and Board on the Global Financial System. (2017, 22. maj). *Bank for International Settlements - FinTech credit*. Pridobljeno 8. maja 2022 iz https://www.bis.org/publ/cgfs_fsb1.htm
26. Corporate Finance Institute Team. (2022, 6. december). *Durbin Watson Statistic*. Pridobljeno 15. aprila 2023 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/data-science/durbin-watson-statistic/>

27. Cuestas, J. C. & Tang, B. (2015). Exchange Rate Changes and Stock Returns in China: A Markov Switching SVAR Approach. *Sheffield Economic Research Paper Series*, 24, 2–27.
28. Dang, T. V., Wang, H. & Yao, A. (2014, 15. avgust). *Chinese Shadow Banking: Bank-Centric Misperceptions*. Pridobljeno 18. junija 2022 iz http://www.columbia.edu/~td2332/Presentation_Banking.pdf
29. De Fiore, F. & Uhlig, H. (2015). Corporate Debt Structure and the Financial Crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(8), 1571–1598.
30. Defond, M. L. & Hung, M. (2004). Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 269–312.
31. Domian, D. L., Gilster, J. E. & Louton, D. A. (1996). Expected Inflation, Interest Rates and Stock Returns. *The Financial Review*, 31(4), 809–830.
32. Dornbusch, R. & Fischer, S. (1980). Exchange rates and the current account. *American Economic Review*, 70(5), 960–971.
33. Ehlers, T., Kong, S. & Zhu, F. (2018, 13. februar). *Mapping Shadow Banking in China: Structure and Dynamics*. Pridobljeno 21. junija 2021 iz <https://www.bis.org/publ/work701.pdf>
34. Elliot, D. J. & Kai, Y. (2013). *The Chinese Financial System: An Introduction and Overview* (6. izd.). Brookings: John L. Thornton China Center.
35. Engle, R. F. & Granger, C. W. (1987). Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica - Journal of the Econometric Society*, 55(2), 251–276.
36. Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical works. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
37. Feyzioglu, T. (2009). Does Good Financial Performance Mean Good Financial Intermediation in China?. *International Monetary Fund*, 170, 2–32.
38. Financial Stability Board. (2017, 10. maj). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*. Pridobljeno 21. junija 2021 iz <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf>
39. Gannon, G. & Zhou, Y. (2008). Conflicts of interest and China's A-share underpricing. *International Review of Financial Analysis*, 17(3), 491–506.
40. Garcia-Herrero, A. & Girardin, E. (2013). China's Monetary Policy Communication: Money markets not only listen, but they also understand. *Hong Kong Institute for Monetary and Financial Research*, 2, 1–35.
41. Gavin, M. (1989). The stock market and exchange rate dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 8(2), 181–200.
42. Geretto, E. & Pauluzzo, R. (2012). Stock Exchange Markets in China: Structure and Main Problems. *Transition Studies Review*, 19(1), 89–106.
43. Geske, R. & Roll, R. (1983). The Fiscal and Monetary Linkage between Stock Returns and Inflation. *Journal of Finance*, 38(1), 1–33.

44. Glantz, M. & Kisell, R. L. (2014). Foreign Exchange Market and Interest Rates. V M. Glantz & R. L. Kisell (ur.), *Multi-Asset Risk Modeling: Techniques for a Global Economy in an Electronic and Algorithmic Trading Era* (str. 217–246). San Diego: Elsevier Inc.
45. Grammig, J., Melvin, M. & Schlag, C. (2005). Internationally cross-listed stock prices during overlapping trading hours: price discovery and exchange rate effects. *Journal of Empirical Finance*, 12(1), 139–164.
46. Granger, C. W. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*, 37(3), 424–438.
47. Griffin, J. M. & Stulz, R. (2001). International Competition and Exchange Rate Shocks: A Cross-Country Industry Analysis of Stock Returns. *Review of Financial Studies*, 14(1), 215–241.
48. Gruin J. (2013). Asset or Liability? The Role of the Financial System in the Political Economy of China's Rebalancing. *Journal of Current Chinese Affairs – China aktuell*, 42(4), 73–104.
49. Gruin, J. & Knaack, P. (2020). Not Just Another Shadow Bank: Chinese Authoritarian Capitalism and the ‘Developmental’ Authoritarian Capitalism and the ‘Developmental’. *New Political Economy*, 25(3), 370–387.
50. Gujarati, D. N. (2004). *Basic econometrics*. New York: Tata McGraw Hill.
51. Huang, B. (2006). Non-Performing Loan of China's Banking System. *The Meiji Gakuin University Institute for Research in Business and Economics*, 4(1), 129–152.
52. Huang, B., Wang, J. & Hu, J. W.-S. (2000). Causality and cointegration of stock markets among the United States, Japan and the South China Growth Triangle. *International Review of Financial Analysis*, 9(3), 281–297.
53. International Monetary Fund. (2017, 8. avgust). *People's Republic of China: 2017 article IV consultation*. Pridobljeno 21. junija 2022 iz <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2017/cr17247.ashx>
54. Jain, S., Cui, E. & Shah, R. (2017, 9. maj). *Credit Suisse Research: China Banks Sector*. Pridobljeno 21. junija 2022 iz https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=csplusrsearchhcp&document_id=1074542071&serialid=cmeRjTJec62j63ejbLCowInSTZ9HNVgfYGtwe28b1WM%3D&cspId=null
55. Jiang, H. & Habib, A. (2012). Split-share reform and earnings management: Evidence from China. *Advances in Accounting Journal*, 28(1), 120–127.
56. Jones, G. (2016). *Banking Crises: Perspectives from the New Palgrave Dictionary of Economics* (1. izd.). London: Palgrave Macmillan UK.
57. Kane, E. J. (2014). Shadowy banking: Theft by safety net. *Yale Journal on Regulation*, 31(2), 773–807.
58. Kim, Y. & Jhinyoung, S. (2000). Interactions among China-Related Stocks. *Asia-Pacific Financial Markets*, 7(2), 97–115.
59. Kumar, V. (2021, 16. junij). *Statistical Tests to Check Stationarity in Time Series*. Pridobljeno 15. aprila 2023 iz

https://www.analyticsvidhya.com/blog/2021/06/statistical-tests-to-check-stationarity-in-time-series-part-1/#How_to_Check_Stationarity?

60. Lardy, N. (1999). Strengthening the Banking System in China: Issues and Experience. *Bank for International Settlements Policy Papers*, 7(1), 17–40.
61. Laurence, M., Cai, F. & Qian, S. (1997). Weak-form Efficiency and Causality Tests in Chinese Stock Markets. *Multinational Finance Journal*, 1(4), 291–307.
62. Laurenceson, J. (2002). *The Impact of Stock Markets on China's Economic Development: Some Preliminary Assessments*. Pridobljeno 10. novembra 2021 iz <http://espace.library.uq.edu.au/eserv/UQ:11061/DP302Jan02.pdf>
63. Lee, J. & Wong, A. (2009, 29. januar). *Impact of Financial Liberalisation on Stock Market Liquidity: Experience of China*. Pridobljeno 15. februarja 2022 iz https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/research/working-papers/HKMAWP09_03_full.pdf
64. Li, K., Wang, T., Cheung, Y.-L. & Jiang, P. (2011). Privatization and Risk Sharing: Evidence from the Split Share Structure Reform in China. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2499–2525.
65. Liang, Q. & Teng, J.-Z. (2006). Financial development and economic growth: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(4), 395–411.
66. Lin, J. Y. & Shen, Z. (2018). Reform and development strategy. V R. Garnaut, L. Song & C. Fang (ur.), *China's 40 Years of Reform and Development: 1978-2018* (str. 117–135). Canberra: Australian National University Press.
67. Lin, S. (1999). Export expansion and economic growth: Evidence from Chinese Provinces. *Pacific Economic Review*, 4(1), 65–77.
68. Liu, M.-H. & Shrestha, K. M. (2008). Analysis of the long-term relationship between macro-economic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration. *Managerial Finance*, 34(11), 744–755.
69. Liu, X., Song, H. & Romilly, P. (1997). Are Chinese stock markets efficient? A cointegration and causality analysis. *Applied Economics Letters*, 4(8), 511–515.
70. Lv, X., Dong, W. & Fang, F. (2015). The Asymmetric Effects of Official Interest Rate Changes on China's Stock Market During Different Market Regimes. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(4), 826–841.
71. Ma, C. K. & Kao, W. G. (1990). On Exchange Rate Changes and Stock Price Reactions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(3), 441–449.
72. Ma, X. (1996). Capital controls, market segmentation and stock prices: Evidence from the Chinese stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 4(2-3), 219–239.
73. Macha, S. E. (2013). Momentum and industry-dependence: the case of Shanghai stock exchange market. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 2(12), 100–108.
74. Madura, J. (2006). *International Financial Management* (8. izd.). Ohio: Thompson.
75. Mattlin, M. (2007, 19. julij). *The Chinese Government's New Approach to Ownership and Financial Control of Strategic State-Owned Enterprises*. Pridobljeno 15. februarja

- 2022 iz <https://researchportal.helsinki.fi/en/publications/the-chinese-governments-new-approach-to-ownership-and-financial-c>
76. McMahon, M., Schipke, A. & Li, X. (2018, 16. november). *China's Monetary Policy Communication: Frameworks, Impact, and Recommendations*. Pridobljeno 29. aprila 2022 iz <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2018/wp18244.ashx>
 77. Moon, G.-H. & Yu, W.-C. (2010). Volatility Spillovers between the US and China Stock Markets: Structural Break Test with Symmetric and Asymmetric GARCH Approaches. *Global Economic Review*, 39(2), 129–149.
 78. Na, Y. & Yuan, M. (2012, 21. marec). *Fool's gold behind Beijing loan guarantees*. Pridobljeno 29. aprila 2022 iz <https://www.marketwatch.com/story/fools-gold-behind-beijing-loan-guarantees-2012-03-21>
 79. Pan, L. & Mishra, V. (2018). Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China. *Economic Modelling*, 68(1), 661–673.
 80. Pei, G. & Shirai, S. (2004, 2. april). *China's Financial Industry and Asset Management Companies- problems and challenges*. Pridobljeno 19. novembra 2022 iz <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=66ed8cdbc52000fabfe7071fed11eba536ec49b>
 81. People's Bank of China. (2013). *China Financial Stability Report 2013*. Pridobljeno 19. novembra 2022 iz https://centerforfinancialstability.org/fsr/chn_fsr_201308.pdf
 82. Phylaktis, K. & Ravazzolo, F. (2005). Stock prices and exchange rate dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 24(7), 1031–1053.
 83. Qi, B. (2008, 20. januar). *China Capital Markets Development Report: China Securities Regulation Commission*. Pridobljeno 29. aprila 2022 iz <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/12643>
 84. Sajwan, R. & Priya, C. (2018, 16. oktober). *Granger Causality test in Stata* [objava na blogu]. Pridobljeno 20. aprila 2023 iz <https://www.projectguru.in/granger-causality-test-stata/>
 85. Shanghai Stock Exchange. (2020, 3. december). *Shanghai Stock Exchange Indices*. Pridobljeno 29. maja 2022 iz <http://english.sse.com.cn/markets/indices/overview/>
 86. Shanghai Stock Exchange. (2021, 13. januar). *Shanghai Stock Exchange Overview*. Pridobljeno 20. aprila 2023 iz <http://english.sse.com.cn/aboutsse/overview/>
 87. Shen, C.-H., Chen, C.-F. & Chen, L.-H. (2007). An empirical study of the asymmetric cointegration relationships among the Chinese stock markets. *Applied Economics*, 39(11), 1433–1445.
 88. Statistics Laerd. (2018, 21. november). *Multiple Regression Analysis in Stata* [objava na blogu]. Pridobljeno 15. aprila 2023 iz <https://statistics.laerd.com/stata-tutorials/multiple-regression-using-stata.php>
 89. Stiglitz, J. E. (2008). Making Globalisation Work - The 2006 Geary Lecture. *The Economic and Social Review*, 39(3), 171–190.
 90. Su, D. (2003). *Chinese Stock Markets: A Research Handbook* (1. izd.). Singapore: World Scientific Publish Company.

91. Su, D. (2011). An Empirical Analysis of Industry Momentum in Chinese Stock Markets. *Emerging Markets Finance & Trade*, 47(4), 4–27.
92. Sun, H. (2001). Foreign Direct Investment and Regional Export Performance in China. *Journal of Regional Science*, 41(2), 317–336.
93. Tian, G. (2007). Are Chinese stock markets increasing integration with other markets in the greater China region and other major markets. *Australian Economic Papers*, 46(3), 240–253.
94. Tian, G. & Wan, G. (2004). Interactions among China-related stocks: evidence from a causality test with a new procedure. *Applied Financial Economics*, 14(1), 67–72.
95. Tobias, J. (1984). On the efficiency of the financial system. *Lloyd's Bank review*, 1(1), 1–15.
96. Turner, G., Tan, N. & Sadeghian, D. (2012). The Chinese Banking System. *Reserve bank of Australia*, 3(1), 53–64.
97. Wang, B. & Peiser, R. (2007). Non-Performing Loan Resolution in the Context of China's Transitional Economy. V Y. Song, C. R. Ding (ur.), *Urbanization in China* (str. 206–239). Cambridge: Lincoln Institute of Land Policy.
98. Wang, H., Wang, H., Wang, L. & Zhou, H. (2021, 16. oktober). *Shadow Banking: China's Dual-Track Interest Rate Liberalization*. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2606081
99. Wu, T., Liu, S. & Hsueh, S. (2016). The Causal Relationship between Economic Policy Uncertainty and Stock Market: A Panel Data Analysis. *International Economic Journal*, 30(1), 109–122.
100. Xiangbin, L. & Zhuo, W. (2010). *Influence of Interest Rates Fluctuations on the Stability of SSE Index*. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz https://www.pucsp.br/icim/ingles/downloads/papers_2010/part_6/33_Influence%20of%20Interest%20Rates%20Fluctuations%20on%20the%20Stability%20of%20SSE%20Index.pdf
101. Xiong, W. (2012). Measuring the monetary policy stance of the People's bank of china: An ordered probit analysis. *China Economic Review*, 23(3), 512–533.
102. Yao, S., Lou, D. & Morgan, S. (2008). Shanghai Stock Exchange Composite Index and Bank Stock Prices in China: A Causality Analysis. *University of Nottingham Research Paper*, 25, 1–26.
103. Zhao, H. (2010). Dynamic Relationship between Exchange Rate and Stock Price: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 24(2), 103–112.
104. Zhao, J. & Pang, H. (2018). Surviving Unstable Property Rights in Early Modern China: A Case Study of Young Brother Bank. *Frontiers of Economics in China*, 13(3), 505–530.
105. Zhu, N. & Conrad, J. (2014, 13. maj). *The People's Republic of China: Knowledge Work on Shadow Banking – Trust Funds and Wealth Management Products*. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz <https://www.adb.org/projects/documents/prc-knowledge-work-shadow-banking-trust-funds-and-wmps-staff-consultant-report>

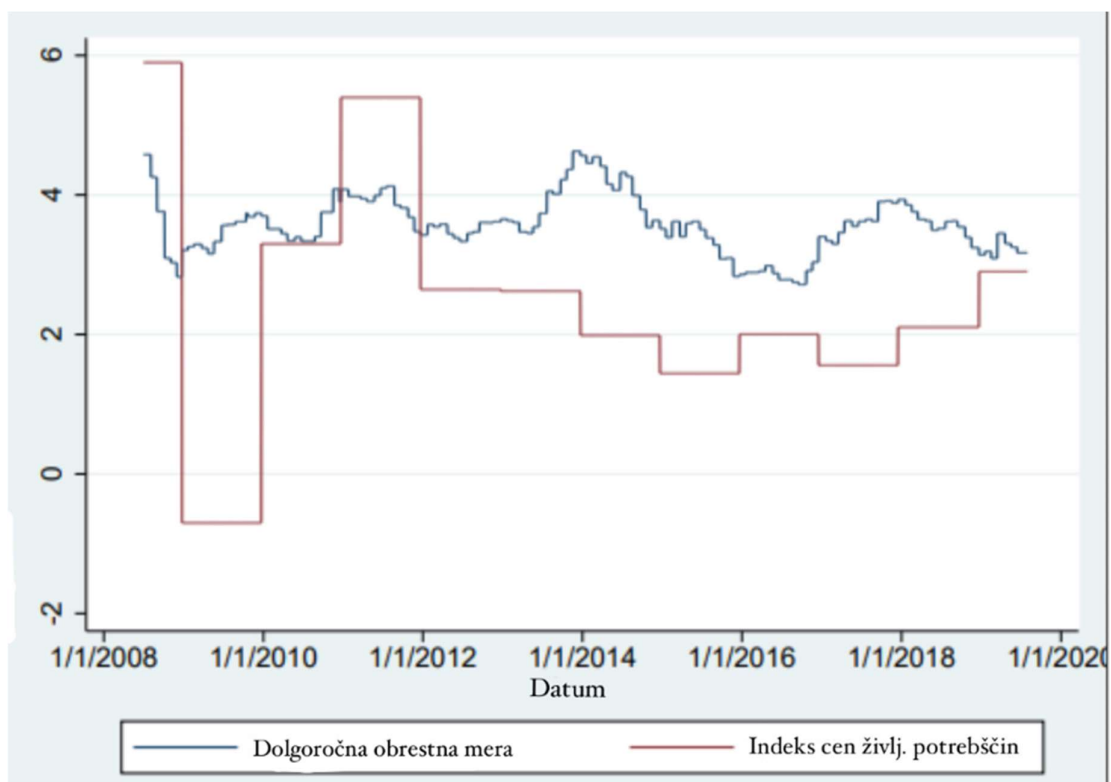
PRILOGE

Priloga 1: Gibanje dolgoročne obrestne mere.



Vir: lastno delo.

Priloga 2: Gibanje dolgoročne obrestne mere in indeksa cen življenjskih potrebščin.



Vir: lastno delo.