

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PRIMERJALNA ANALIZA RAZVITOSTI FINANČNEGA TRGA IN VPLIV NA
GOSPODARSKO RAST

Ljubljana, februar 2007

SAŠO HAJNE

IZJAVA

Študent Sašo Hajne izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Igorja Mastena, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 23. 2. 2007

Podpis: _____

KAZALO

1 UVOD.....	1
2 FINANČNI SISTEM.....	3
2.1 Finančne institucije kot najpomembnejši gradnik finančnega sistema	3
2.1.1 Možnosti prenosa finančnih prihrankov	5
2.1.2 Vzroki za oblikovanje finančnih institucij.....	6
2.1.3 Vloga finančnih institucij	9
2.2 Kvantifikacija finančnega sistema.....	11
3 VPLIV FINANČNE RAZVITOSTI NA GOSPODARSKO RAST	12
3.1 Različna razvitost finančnih trgov v Evropi.....	12
3.2 Kvalitativni kazalci razvitosti finančnih trgov	15
3.3 Vpliv finančne integracije na razvitost finančnih trgov	17
3.3.1 Vpliv finančne integracije na domač finančni trg	17
3.3.2 Vpliv finančne integracije na dostop do tujih finančnih trgov	18
3.4 Popolna finančna integracija	19
3.5 Ocenjevanje povezave med finančno razvitostjo in gospodarsko rastjo	19
3.5.1 Formaliziran prikaz vpliva razvitosti finančnih trgov na gospodarsko rast	20
3.5.1.1 Vključitev obveznosti do dobaviteljev v enačbo 1	22
3.5.1.2 Obveznost do dobaviteljev kot substitut ali komplement bančnim kreditom	23
3.5.2 Pristranskost RZ-mere	24
3.5.3 Vključitev časovne variacije spremenljivk v model.....	25
4 PODATKI.....	26
5 REZULTATI OCENJEVANJA	29
6 SKLEP	38
LITERATURA	40
VIRI	42

1 UVOD

V diplomskem delu se bomo ukvarjali z vprašanjem, zakaj podpreti finančno integracijo neke države z drugimi državami. Zadnje čase vse več ekonomistov trdi, da je to pomembna pot za doseg finančne razvitosti, saj je ta temelj, ki državi zagotavlja večjo gospodarsko rast in socialno blaginjo, h katerima stremimo. Dejstvo, da država vstopa v finančno integracijo, pomeni komaj začetek doseganja zelenega cilja, saj je zato potrebna odločnost države, da izvede nujne zakonske spremembe na področju modernizacije finančnega in pravnega sistema. Te omogočajo prebivalcem manj razvitih držav lažjo konvergenco v dohodku prebivalcev bolj razvitih držav in tako želeno nižjo brezposelnost.

Smiselnost vključevanja držav v finančno integracijo bomo dokazovali na podlagi sektorskih podatkov tako imenovanih starih držav članic Evropske unije (v nadaljevanju države članice EU), to so: Avstrija, Belgija, Danska, Finska, Francija, Grčija, Nemčija, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Portugalska, Španija, Švedska, Velika Britanija, in novih držav članic, ki so v EU vstopile leta 2004 (v nadaljevanju države, ki niso članice EU), to so: Češka, Estonija, Madžarska, Litva, Latvija, Malta, Poljska, Slovaška, Slovenija, ter tako imenovanih držav v tranziciji, te pa so: Bolgarija, Hrvaška, Romunija in Ukrajina (Bolgarija in Romunija sta postali članici EU leta 2007). Zadnjim državam smo v raziskavi dodali Rusijo, saj v določene dele gospodarstva uvaja tržne principe gospodarjenja. V raziskavo smo vključili Islandijo in Norveško, ki nista članici EU in nista državi v tranziciji, vendar spadata med razvite države.

Proces finančnega integriranja neke države je pravzaprav proces urejanja zakonov oziroma zbliževanja predpisov ali določil te države državam, ki že tvorijo finančno integracijo. Običajno za državo ta proces konvergence pomeni uvajanje boljših standardov v delovanje finančnega sistema, ki stimulatивно delujejo na finančno razvitost in tako pospešujejo gospodarsko rast. Vstopanje v finančno integracijo v praksi pomeni tudi to, da imajo tuji finančni posredniki prost vstop na finančne trge, kar povečuje konkurenco. To podjetjem in gospodinjstvom na manj razvitih finančnih trgih omogoča lažji in cenejši dostop do finančnih sredstev, kar pospešuje gospodarsko rast.

Zavedati se moramo, da od vključevanja v finančno integracijo vsi gospodarski subjekti v državi ne bodo imeli le koristi, temveč bodo tudi taki, ki bodo zaradi potrebnih reform na slabšem. Zato obstaja nevarnost, da katera od držav odlaga z aktivnostmi, ki so nujne za izvedbo konvergence finančnih standardov, ki jih uporabljajo države v finančni integraciji. Podporo ji lahko ponudijo nekateri finančni posredniki in podjetja, ki imajo monopolne položaje, saj ocenjujejo, da bi jih spremembe pahnile v slabši položaj.

Namen diplomskega dela je na podlagi sektorskih podatkov omenjenih držav za obdobje od leta 1996 do 2003 preveriti pozitiven vpliv vključevanja države v finančno integracijo,

saj ta prek razvitosti finančnih trgov vpliva na njeno gospodarsko rast. V analizi bomo dodano vrednost proizvodnega sektorja enačili z gospodarsko rastjo.

Pri ocenjevanju te povezave bomo uporabili metodologijo Rajana in Zingalesa (1998, str. 562–567), ki sta na podlagi sektorskih podatkov ugotovila, da je dostop do financ pomembnejši za sektorje, ki so močno odvisni od zunanjega financiranja. To idejo so Guiso et al. (2004, str. 549) razširili na podjetniške podatke in s tem določili proizvodne sektorje, ki imajo največ koristi od finančne integracije. Uporabili so podatke za obdobje od leta 1980 do 1995.

V praktičnem delu diplomskega dela bomo osnoven pristop ocenjevanja vpliva globine finančnih trgov na gospodarsko rast nadgradili tako, da bomo poleg sektorske in državne variacije spremenljivk vpeljali še variacijo spremenljivk v času. S tem bomo v ocenjene regresijske koeficiente zajeli vpliv spreminjanja razvitosti finančnih trgov na gospodarsko rast v času. Do izračunov bomo prišli s pomočjo računalniškega programa Stata 9.

Na podlagi teoretičnih spoznanj Fisman in Love (2002, str. 5–9), ki sta dokazala, da obveznosti do dobaviteljev za podjetja v državi s slabo razvitim finančnim sistemom predstavljajo dodaten vir zunanjega financiranja (poleg bančnih kreditov in financiranja prek kapitalskega trga), smo v osnovni model vključili obveznost do dobaviteljev podjetij kot dodatno pojasnjevalno spremenljivko. Z njo celoviteje pojasnjujemo mogoče vire zunanjega financiranja, ki vplivajo na rast dodane vrednosti podjetja oziroma gospodarsko rast.

Diplomsko delo je razdeljeno na tri vsebinsko povezane dele. V prvem delu bomo pogledali finančni sistem, finančne trge in vlogo finančnih institucij v gospodarstvu. Pokazali bomo, da dobro razvite finančne institucije pozitivno vplivajo na gospodarsko rast, saj učinkoviteje razporejajo finančna sredstva projektom kot finančne institucije, ki delujejo v nerazvitih finančnih sistemih. Ta alokacijska funkcija finančnih institucij je po mnenju Rajana in Zingalesa (1998, str. 559) pomemben element pri zagotavljanju gospodarske rasti. Podrobneje si bomo pogledali aktivnosti, ki čakajo državo pri uvajanju novih regulatornih okvirov, znotraj katerih bodo delovali finančni trgi in finančne institucije.

V drugem delu bomo pojasnili logiko modela, s katerim bomo v tretjem delu skušali empirično dokazati pozitivno povezavo med razvitostjo finančnih trgov in gospodarsko rastjo. Pri tem bomo bančnim kreditom in zadolževanju na kapitalskih trgih dodali obveznosti do dobaviteljev kot dodatno pojasnjevalno spremenljivko pri pojasnjevanju gibanja gospodarske rasti.

Zaradi predpostavke o nelinearnem vplivu omenjenih zunanjih virov financiranja na gospodarsko rast bomo ta vpliv ocenili ločeno, tako da bom države dvakrat razdelil na dve

skupini. Prvič na države članice EU in nečlanice EU. K nečlanicam EU (zaradi obdobja, ki ga bomo obravnavali) štejemo države, ki niso članice EU, tranzicijske države in Rusijo, Islandijo ter Norveško. Drugič jih bomo razdelili na tranzicijske in netranzicijske države. Med tranzicijske štejemo vse države, ki spadajo v skupino nečlanic EU, razen Islandije in Norveške.

Pričakujemo večji pozitivni regresijski koeficient vpliva globine finančnih trgov na gospodarsko rast pri skupini tranzicijskih držav v primerjavi s skupino nečlanic EU, saj sta v zadnjo vključeni Islandija in Norveška, ki imata dobro razvito gospodarstvo. Pričakujemo tudi, da bodo države z manj razvitim gospodarstvom imele od razvoja finančnega sistema večje koristi kot tiste, ki že imajo dobro razvito gospodarstvo.

2 FINANČNI SISTEM

2.1 Finančne institucije kot najpomembnejši gradnik finančnega sistema

Finančni sistem tvorijo trije glavni gradniki:

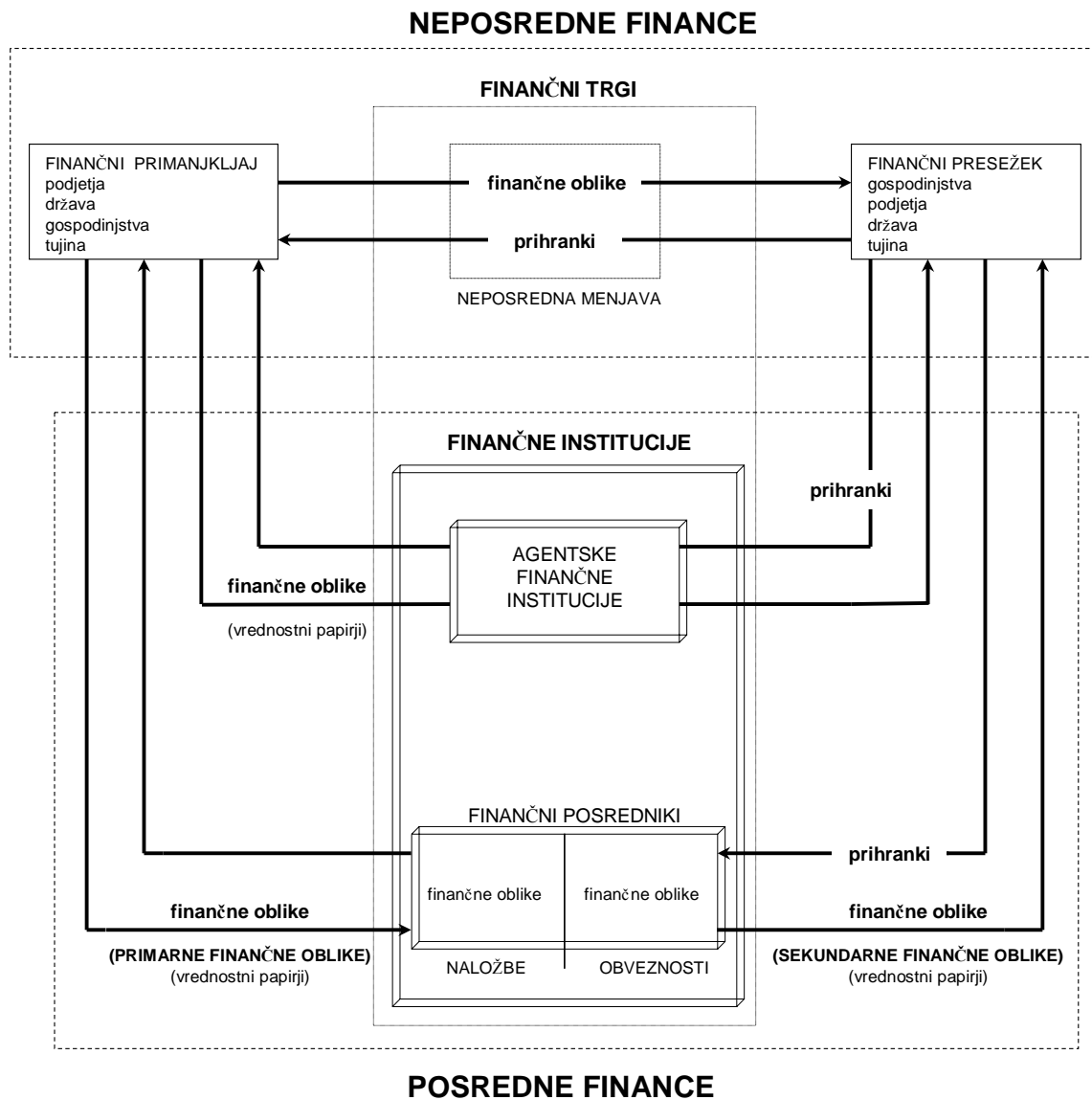
1. finančne institucije,
2. finančne oblike in
3. tokovi finančnih sredstev.

Slika 1 prikazuje povezave med različnimi ekonomskimi subjekti v finančnem sistemu. Gospodinjstva imajo običajno največ finančnih presežkov, podjetja pa največ finančnih primanjkljajev. Če se ekonomski subjekti, ki ustvarijo finančne presežke, odločijo te pretvoriti v finančno obliko, pride do finančnih tokov in posledično do finančnih problemov, ki jih morajo rešiti, da tokovi finančnih sredstev tečejo nemoteno.

Na razpolago imajo tri možnosti: prihranke prenesejo na ekonomski subjekt neposredno (govorimo o neposrednih financah) in dve posredni možnosti, in sicer s pomočjo agentskih finančnih institucij in finančnih posrednikov. Puščice prikazujejo tokove finančnih sredstev, ki se izvajajo s pomočjo različnih finančnih oblik in s pomočjo različnih plačilnih sistemov.

Plačilni sistemi so pomemben del finančne infrastrukture v tržnih gospodarstvih. S svojim zanesljivim in učinkovitim delovanjem prispevajo k splošni stabilnosti in učinkovitosti gospodarstev. Temeljna naloga plačilnih sistemov je omogočiti poravnavo denarnih obveznosti, ki nastajajo pri poslovanju ekonomskih subjektov na trgih dobrin in finančnih trgih. Uporabniki od plačilnih sistemov pričakujejo, da bodo svojo nalogo opravili hitro, učinkovito in varno, tako da bodo dolžniki prek njih poravnali svoje obveznosti do upnikov (Banka Slovenije, 2007).

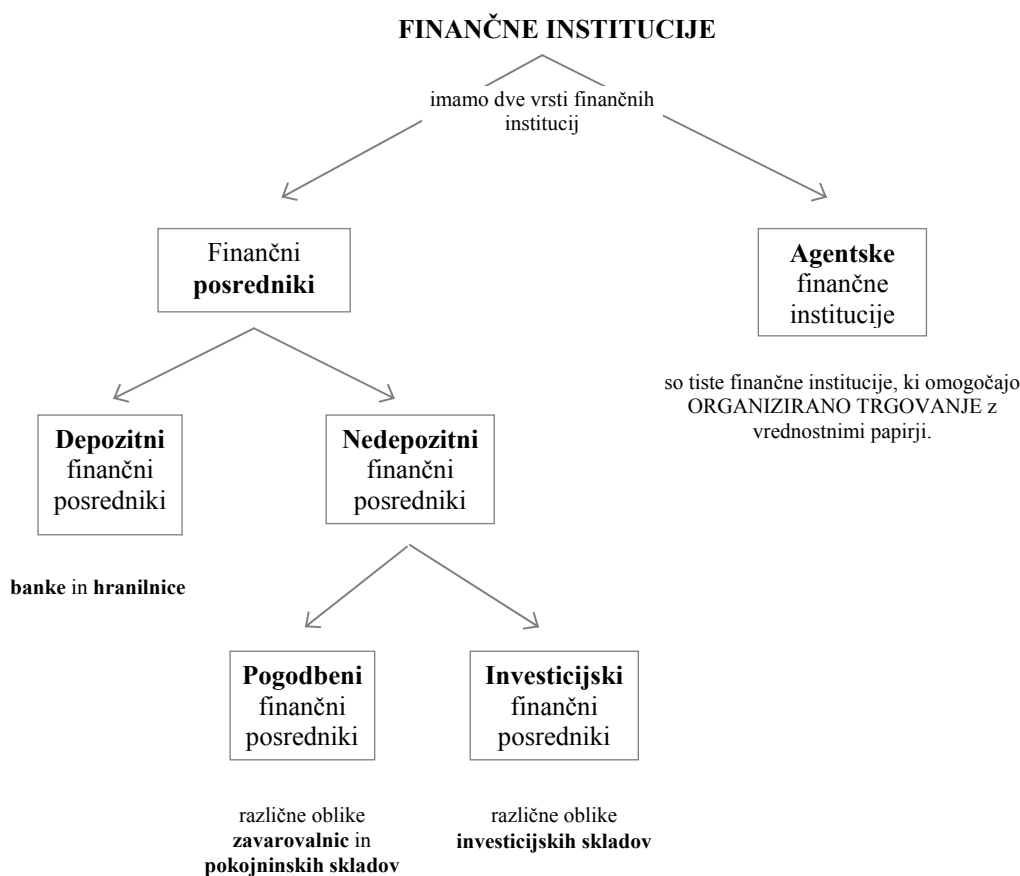
Slika 1: Prikaz finančnega sistema



Vir: Lastna izdelava s pomočjo zapiskov predavanj.

Ker so finančne institucije za razumevanje naše raziskave najpomembnejše (od treh gradnikov finančnega sistema), jih bomo obravnavali podrobneje.

Slika 2: Prikaz finančnih institucij



Vir: Lastna izdelava s pomočjo zapiskov predavanj.

Poznamo dve vrsti finančnih institucij, in sicer agentske finančne institucije, ki jim pravimo tudi institucije trga vrednostnih papirjev, in finančne posrednike, ki jima je finančno posredništvo skupna dejavnost. Ti dve vrsti finančnih institucij prenašata prihranke od tistih ekonomskih subjektov, ki imajo finančne presežke, do tistih, ki imajo finančni primanjkljaj. Finančne institucije predstavljajo infrastrukturo finančnih trgov.

2.1.1 Možnosti prenosa finančnih prihrankov

Najbolj enostaven način prenosa prihrankov je neposreden prenos. Ekonomski subjekti s finančnim primanjkljajem ga opravijo, tako da izdajo finančno obliko (potrdilo), s katero obljublajo, da bodo vrnili sposojene prihranke. Ta finančna oblika zagotavlja, da bodo prihranki, ki so bili prenešeni, vrnjeni. Opisana možnost neposrednega prenosa prihrankov je obstajala že pred pojavom finančnih posrednikov in obstaja še danes, čeprav imamo finančne posrednike.

Druga možnost prenosa prihrankov je prek agentskih finančnih institucij in finančnih posrednikov. Agentske finančne institucije posredujejo prihranke na relativno enostaven način. Posredujejo jim informacije, kdo ponuja prihranke in kdo povprašuje po njih. Za posredovanje informacij zaračunavajo provizijo (Saunders, Millon, 2005, str. 13).

Precej drugačen je način posredovanja, ki ga opravljajo finančni posredniki. Banke predstavljajo v kontinentalnem delu Evrope pomembnejšo skupino med finančnimi posredniki. Banke zbirajo prihranke, tako da same izdajajo finančne oblike oziroma obljube o vračilu prihrankov, ki so jih dobile v denarni obliki. Njihov namen ni kopičenje prihrankov, ampak posredovanje prihrankov tistim, ki jih potrebujejo. V zameno za prihranke v denarni obliki dobijo banke od podjetij finančne oblike, ki jim zagotavljajo vračilo sposojenega denarja. Ko se ta prenos zaključi, imajo banke med svojimi terjatvami finančne oblike podjetja. Te finančne oblike imenujemo primarne finančne oblike. Finančne oblike, ki so jih izdale banke, imenujemo sekundarne finančne oblike (Ribnikar, 2003, str. 234).

Lastnosti primarnih in sekundarnih finančnih oblik se med seboj precej razlikujejo. Ročnost finančnih oblik, ki jih izdajajo finančni posredniki, je relativno kratka, čeprav je ročnost finančnih oblik, ki jih imajo med svojimi naložbami, lahko bistveno daljša, kar predstavlja problem. Drugi problem, s katerim se finančni posredniki srečujejo, je, da se primarne in sekundarne finančne oblike razlikujejo tudi po drugih lastnostih, kar vodi do različnih tveganj.

Če hočejo finančni posredniki uspešno opravljati funkcijo finančnega posredništva in biti pri tem učinkoviti, morajo znati prepoznavati različna tveganja, jih izmeriti in obvladovati.

Bistvena razlika med finančnim posredništvom, ki ga opravljajo agentske finančne institucije na eni strani in finančni posredniki na drugi strani, je v obsegu in vrsti tveganj, ki so jim podvržene.

2.1.2 Vzroki za oblikovanje finančnih institucij

Pri neposrednem prenosu prihrankov se pojavljajo težave, ki jih odpravljamo prek finančnih institucij. To je razlog, da se velika večina prenosa prihrankov opravi prek njih.

Odpravljanje težav s strani agentskih finančnih institucij in finančnih posrednikov pri prenosu prihrankov je razlog, zakaj ti igrajo izjemno pomembno vlogo v ekonomiji. Da bi lažje razumeli, kako zelo pomembno vlogo imajo, bomo predstavili potek prenosa prihrankov v gospodarstvu, če ne bi imeli finančnih institucij oziroma posrednega prenosa prihrankov.

Do neposrednega prenosa prihrankov pride le v primeru, ko obstaja enak interes na strani povpraševanja kot na strani ponudbe. Tak prenos prihrankov praviloma ne zagotavlja optimalnega obsega prenosa prihrankov in ni dovolj učinkovit. Vzrokov za to je več (Mishkin, 2003, str. 32):

1. problem iskanja posojilojemalca,
2. problem pravilne izbire posojilojemalca,
3. problem nadzora posojilojemalca,
4. problem likvidnosti in
5. problem cenovnega tveganja.

Prvi problem imenujemo problem pregleda (*screening*). Gre za to, da tisti, ki ima presežek sredstev in jih želi investirati oziroma posoditi drugemu, opazuje in zbira informacije o potencialnih posojilojemalcih (v nadaljevanju P_2), saj želi ugotoviti, komu bi bilo najbolj smiselno prihranke posoditi. Posojilodajalec (v nadaljevanju P_1) išče nekoga, ki bi si bil pripravljen sposoditi natančno določeno količino prihrankov, v natančno določeni valuti, za natančno določeno ceno in natančno določeno obdobje, kot si želi posojilodajalec. Za P_1 je najpomembnejše, da zaupa P_2 , saj mora vedeti oziroma najti način, da mu bo ta vrnil prihranke in pripadajoče obresti. Zato ga zanima, za kakšen namen oziroma v kateri projekt bodo njegovi prihranki vloženi, saj se hoče prepričati, da bo projekt P_2 omogočal denarne tokove, ki bodo zagotavljali vračilo glavnice in pogodbeno določenih obresti.

V tem procesu, ki se izvaja pred sklenitvijo pogodbe o prenosu prihrankov od P_1 do P_2 , lahko pride do nepravilne izbire zadnjega. To je drugi problem, ki se lahko pojavi. Do napačne izbire enega od množice potencialnih pride zato, ker P_1 napačno oceni boniteto P_2 . To pomeni, da zaradi napačnega vrednotenja pridobljenih informacij, saj ne razpolagajo z vsemi informacijami, ali zaradi zavajajočih informacij o njem, lahko pride do napačne odločitve.

Naslednji (tretji) problem, ki se pojavi, ko P_1 že izbere P_2 , je problem nadzora zadnjega. Tveganje, ki se pojavi za posojilodajalce, je v tem, da se posojilojemalci po prejemu oziroma podpisu pogodbe o prenosu prihrankov začnejo obnašati drugače, kot so obljubil pred podpisom pogodbe. Zato mora P_1 nadzirati P_2 tudi po prenosu svojih prihrankov nanj, to je ves čas trajanja posojila. Ta nadzor imenujemo *monitoring*. Poteka ves čas, tako da P_1 zbira informacije o P_2 na podlagi bilance stanja, bilance izida, bilance denarnih tokov in poslovnih načrtov ter poskuša ugotoviti, kaj se z njim dogaja in če so bili prihranki smotrno uporabljeni.

Zbiranje informacij od P_1 zahteva določen čas, kar pomeni, da ima z opazovanjem P_2 določene stroške. Res je, da se nadzor izvaja tudi pri drugih finančnih posrednikih (v primeru, če se je P_2 zadolžil pri več posojilodajalcih), vendar se pri neposrednem prenosu

prihrankov pojavita dodatna problema: zastonjkarstvo (*free riding*) in bolj tvegano obnašanje posojilojemalca.

Problem zastonjkarstva se pojavi v primeru, če si P_2 sposodi prihranke od več posojilodajalcev. Vsak P_1 se zaveda, da bo moral opravljati nadzor (*monitoring*) nad P_2 . Vsak od njih se lahko zanaša na drugega P_1 in misli, da on nadzira P_2 . Sklepa, da mu ni treba nadzirati P_2 , saj to počnejo že drugi. Tako se izogne stroškom, ki bi jih imel, če bi P_2 nadziral sam. Vendar se lahko zgodi, da nobeden od posojilodajalcev P_2 ne nadzira. Ko se P_2 zave, da nihče ne nadzira njegovega poslovanja, se lahko začne obnašati na način, ki ne zagotavlja vračila prihrankov. Pravimo, da se začne obnašati bolj tvegano. Vračilo prihrankov je lahko hitro ogroženo. Ko se posojilodajalci tega zavedo, reagirajo na način, da se odločijo za manjše posojanje prihrankov, kot bi jih sicer posojali.

Četrti problem, ki zmanjšuje obseg prenosa prihrankov in učinkovitost pri prenosu, je likvidnost. Pri neposrednem prenosu prihrankov se srečujeta dva interesa. Prvi je interes dolžnikov, ki si želijo sposoditi sredstva s čim daljšo ročnostjo, drugi je interes posojilodajalcev oziroma upnikov, ki si želijo prihranke prenesti na dolžnike za čim krajši čas. Če hočemo, da pride do prenosa prihrankov, moramo interesa uskladiti. Pri neposrednem prenosu sredstev z upnika na dolžnika, se cena za posojena sredstev oblikuje na podlagi verjetnosti vračila prihrankov. To pomeni, bolj kot je vračilo pod vprašajem, večja bo cena za posojena sredstva. Za odpravo problema likvidnosti obstaja rešitev, ta je v uvedbi sekundarnega trga obljub. Vpelje se tako, da se neposreden prenos prihrankov opravi s pomočjo finančnih oblik oziroma vrednostnih papirjev. Trgovanje na sekundarnem trgu lahko v precejšnji meri omili oziroma odpravi problem likvidnosti. Istočasno se pojavi problem cenovnega tveganja. To pomeni, da sedaj, ko se je trgovanje z obljubami na sekundarnem trgu začelo, njihova cena ni več odvisna samo od verjetnosti, če bodo prihranki vrnjeni, temveč je naenkrat odvisna od ponudbe in povpraševanja na njem.

To so poglobitve težave, ki se pojavljajo pri neposrednem prenosu prihrankov in ga močno zavirajo, kar pomeni, da je obseg prenosa manjši in manj učinkovit, kot bi lahko bil. Obe vrsti finančnih institucij odpravljata oziroma zmanjšujeta zgoraj omenjene probleme in prispevata k večjemu obsegu in učinkovitejšemu prenosu prihrankov.

Glavna funkcija agentskih finančnih institucij je povezovanje upnikov sredstev in dolžnikov sredstev. Kako uspešne so pri tem, je odvisno od dostopnosti podatkov v ekonomiji in od tega, ali so sposobne učinkovito izkoristiti možnost večkratne uporabnosti informacij. Ta lastnost informacij, ki se kaže v dveh oblikah, omogoča obstoj agentskih finančnih posrednikov. Prva oblika je tako imenovana presečna (*cross-sectional*) uporabnost informacij in druga medčasovna (*intertemporal*) uporabnost informacij (Saunders, Millon, 2005, str. 43).

Prva pomeni, da lahko agentska finančna institucija neko informacijo, ki jo pridobi o dolžniku, uporabi za namene posredovanja prihrankov večim upnikom, od katerih je dobila prihranke, in nasprotno (da se informacije o upnikih posredujejo dolžnikom). Medčasovna uporabnost informacij pa pomeni, da pridobljeno informacijo agentska finančna institucija lahko uporabi večkrat, vendar v različnih časovnih obdobjih. Če je za neko ekonomijo značilno, da je dostopnost gospodarskih subjektov do informacij slaba, lahko institucije precej prispevajo k njihovemu boljšemu pretoku in posledično k večjemu prenosu prihrankov. Pomembno je, da upniki verjamejo v verodostojnost agentskih finančnih institucij, saj je to pogoj za optimalno poslovanje.

2.1.3 Vloga finančnih institucij

Finančne institucije prispevajo k zmanjšanju problemov, ki se pojavijo pri neposrednem prenosu prihrankov (Mishkin, 2003, str. 35), tako da:

1. zagotavljajo likvidnost,
2. zmanjšujejo informacijske stroške,
3. izvajajo ukrepe denarne politike,
4. izvajajo alokacijo posojil in
5. izvajajo plačilni promet.

Za našo analizo sta najpomembnejši prvi dve funkciji, ki nam bosta pomagali razumeti vzroke za obstoj finančnih posrednikov. Dejstvo je, da se pri prenosu prihrankov vzpostavljajo agentski odnosi (agent, ki predstavlja P_1 , in principal, ki predstavlja P_2). Do problemov med P_1 in P_2 pride, ko P_1 ne ve vsega o P_2 . To pomeni, da obstaja asimetričnost informacij, saj lahko prvi ve več o drugem. P_1 si prizadeva pridobiti čim več relevantnih informacij o potencialnem P_2 , vendar te aktivnosti povzročajo določene stroške, ki jih imenujemo agentski stroški in se pojavljajo v agentskih odnosih. Ker gre pri neposrednem prenosu prihrankov na neki način za slučajno izbrane dvojice upnika in dolžnika, pride najbolj do izraza problem asimetričnosti informacij. Uvedba finančnih posrednikov ta problem močno zmanjša, saj omenjeni nastopajo na trgu kot specializirani subjekti, ki se ukvarjajo izključno s finančnim posredništvom in imajo določeno kredibilnost. Ko se stroški pregleda in nadzora prenesejo na finančne posrednike, ima P_1 manj stroškov. Pri posamezniku se posledično zbere več prihrankov, ker vsak od posojilodajalcev ne nadzira P_2 . Na ta način se poleg zmanjšanja stroškov poveča tudi učinkovitost nadzora zaradi naslednjih razlogov.

Prvi je ta, da finančne institucije upravljajo z večjim premoženjem kot posamezni upniki in je s tem motiv za nadzorovanje večji. Finančne institucije so bolj učinkovite pri nadziranju in aktivnostih, ki so povezane z nadzorom. Razvile so finančne instrumente, ki omogočajo njegovo lažje izvajanje, kar je tretji argument, ki dokazuje, da je bolje, da nadzor opravljajo finančne institucije kot upniki.

Finančni posredniki zagotavljajo likvidnost na način, da izdajajo sekundarne finančne oblike, ki so bolj likvidne kot primarne finančne oblike. Ta kvalitativna transformacija sredstev je mogoča zaradi velikosti finančnega posredništva, saj jim omogoča diverzifikacijo oziroma razpršenost naložb, kar je glavni dejavnik zagotavljanja likvidnosti.

Dejstvo, da obstojajo finančne institucije, še ne pomeni, da je obseg prenosa prihrankov večji in učinkovitejši kot pri neposrednem prenosu, saj mora biti finančna dejavnost regulirana. V nasprotnem primeru pride do negativnih pojavov. Motnje v delovanju finančnih institucij avtomatično pomenijo, da bo prenos prihrankov manjši. Potreba po regulaciji je nujna zaradi zagotavljanja varnosti v finančnem sistemu in zaradi preprečevanja diskriminacije med komitenti. Namen vmešavanja države v dejavnost finančnega posredništva mora biti usmerjen v zagotavljanje ukrepov, ki bodo pomenili neko minimalno stabilnost finančnega sistema.

Finančne institucije

- a) zmanjšujejo **asimetričnost informacij**, saj imajo možnost temeljiteje ugotoviti, komu posojajo prihranke, kot bi to lahko storil posameznik,
- b) imajo **nižje stroške** pri iskanju potencialnih posojilojemalcev in pri pridobivanju informacij o njih, saj morajo v nasprotju z neposrednim prenosom prihrankov najti nekoga, ki bo imel enak interes, kot ga imajo same. Pri tem se pojavijo stroški iskanja in preverjanja potencialnih posojilojemalcev,
- c) odpravljajo **neusklajenosti med obsegom finančnih prihrankov**, saj imajo tisti, ki jih posojajo, na razpolago manjšo količino prihrankov, kot bi jih želeli tisti, ki po njih povprašujejo.

To pomeni, da je obseg neposrednega prenosa manjši in manj učinkovit. Obseg prenosa prihrankov se dodatno poveča, če vzpostavimo tak finančni sistem, v katerem delujejo učinkovite finančne institucije. Ena od možnih poti povečanja finančne učinkovitosti in posledično povečanega obsega prenosa prihrankov je vključevanje države v finančno integracijo.

Povedano potrjuje Weber (2006, str. 1), ko pravi, da raziskave potrjujejo močno povezavo med finančno razvitostjo in gospodarsko rastjo. Pravi, da finančna razvitost mobilizira večji obseg prihrankov, omogoča boljši pregled in nadzor posojilojemalcev, zmanjšuje tveganje investitorjev in povečuje alokacijsko učinkovitost.

2.2 Kvantifikacija finančnega sistema

Ker moramo za potrebe naše analize kvantificirati finančni sistem, moramo v makropomenu kvantificirati finančno strukturo finančnih institucij. To pomeni, da njihovo pomembnost izrazimo z velikostjo njihove premoženjske bilance, in sicer relativno glede na BDP. Moramo ugotoviti, prek katerega kanala se bodo prihranki pretakali, ali večinoma prek prvih izdaj vrednostnih papirjev na kapitalskih trgih ali večinoma prek bank.

Da lahko kvantificiramo finančno strukturo finančnih institucij, moramo ovrednotiti desno stran premoženjske bilance finančnega podjetja, kar pomeni, da govorimo o finančni strukturi v mikropomenu. Pri tem nas ne zanima leva stran premoženjske bilance, kjer sta realna aktiva in finančna aktiva. Odnos med njima je različen med podjetji. Nefinančna podjetja imajo predvsem realno aktivo in relativno malo finančnih aktiv, kar ni značilnost finančnih podjetij. Zadnja imajo praviloma le nekaj odstotkov realne aktive, preostalo predstavlja finančna aktiva.

Če govorimo o finančni strukturi podjetja v mikropomenu, mislimo na razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom. Pod dolžniški kapital štejemo tako kratkoročni kot dolgoročni dolg podjetja. Ko se poveča desna stran premoženjske bilance podjetja, se poveča tudi njena leva stran. Ko govorimo o večanju premoženjske bilance, mislimo na financiranje podjetja oziroma večanje njegovega kapitala. Podjetje se lahko financira zunanje ali notranje. Notranje se lahko lastniški kapital poveča, tako da se dobiček ne razdeli med dividende, kar pomeni, da ostane v podjetju in se najpogosteje porabi za investicije. Zunanje se lastniški kapital lahko poveča, tako da podjetje izda nove delnice. Dolžniški kapital se lahko poveča samo zunanje. Kar zadeva večanje dolžniškega kapitala, se ta veča prek kapitalskih trgov ali bančnih posojil (Ribnikar, 2003).

Ko govorimo o zunanjem financiranju, ima podjetje dve možnosti zadolževanja: prek kapitalskih trgov ali prek bank. Glede na to, kako se podjetja financirajo, so razlike med podjetij znotraj posamezne države in med podjetji različnih držav. Tako govorimo o strukturi zunanjega financiranja.

Podjetja se pri notranjem financiranju ne srečujejo z enakimi ovirami kot podjetja, ki se financirajo zunanje, saj pri zadnjem oviro predstavljajo tako borze kot banke, kar determinira rast podjetja. Če se podjetja v neki državi več zunanje financirajo prek kapitalskih trgov, tako gospodarstvo imenujemo tržno gospodarstvo, če zunanje financiranje večinoma poteka prek bank, govorimo o bančnem gospodarstvu (Ribnikar, 2003, str. 222).

Poleg podjetij imamo v ekonomiji še dva sektorja, to sta država in gospodinjstva, ki pri načinu financiranja nimata alternativ. Gospodinjstva ne morejo izdati delnic ali obveznic, kar pomeni, da se ne morejo financirati prek kapitalskih trgov, ampak samo prek bank

oziroma bančnih posojil. Država se lahko financirala prek kapitalskih trgov in bank, vendar se večinoma financira, tako da izda obveznice. Včasih najame kakšno kratkoročno bančno posojilo, vendar je praviloma financiranje države prek bančnih posojil zanjo dražje, saj se banka zadolžuje pod slabšimi pogoji kot država. Razlog je njena slabša boniteta. Poleg tega banka državi zaračunava dodatno provizijo za najeto posojilo.

Za opredelitev neke ekonomije, če je tržna ali bančna, je pomembno, kako se zunanje financirajo podjetja v njej. Podjetja imajo pri zunanjem financiranju dve možnosti:

- a) v primeru, da se velika večina podjetij financira prek primarnega trga kapitala, imenujemo njeno gospodarstvo tržno,
- b) v primeru, da se velika večina podjetij financira prek bank, imenujemo njeno gospodarstvo bančno.

Katero od dveh poti podjetja več uporabljajo, se razlikuje od države do države. Očitne razlike so vidne, ko primerjamo anglosaško in nemško-japonsko gospodarstvo (Mishkin, 2003, str. 181).

3 VPLIV FINANČNE RAZVITOSTI NA GOSPODARSKO RAST

3.1 Različna razvitost finančnih trgov v Evropi

Deset držav, Ciper, Češka, Estonija, Madžarska, Malta, Latvija, Litva, Poljska, Slovaška in Slovenija (nove članice EU), se je maja 2004 pridružilo EU (Cipra v naši raziskavi ne bomo obravnavali). V začetku leta 2007 sta se EU pridružili še Bolgarija in Romunija. Omenjene države imajo glede na stare države članice EU veliko manjši dohodek na prebivalca. Za uspešno širitev EU bi bilo ključno povečati dohodek na prebivalca v vseh državah, še zlasti v tistih, ki močno zaostajajo za evropskim povprečjem. Zato se je smiselno vprašati, ali stopnja razvitosti finančnega sistema države vpliva na dosego zastavljenega cilja, ki je povečati dohodek na prebivalca.

Stare članice EU imajo precej večji BDP na prebivalca glede na nove članice in tako imenovane države v tranziciji. Zanima nas, ali imajo stare države članice EU tudi bolj razvit finančni sistem kot druge. Če je odgovor pozitiven, lahko sklepamo, da je ena od mogočih poti za dosego višje gospodarske rasti in večjega dohodka na prebivalca povečati razvitost finančnega sistema.

Tabela 1: Razvrstitev držav glede na globino finančnega trga

Države 1	Dani krediti	Tržna kapitalizacija	
		borznega trga	Države 2
Danska	157,6	160,4	Luksemburg
Nizozemska	145,4	156,4	Velika Britanija
Nemčija	143,8	139,3	Finska
Malta	138,2	128,5	Nizozemska
Velika Britanija	133,5	112,1	Švedska
Belgija	132,2	75,1	Francija
Avstrija	126,4	71,2	Grčija
Portugalska	125,4	69,8	Španija
Španija	117,6	66,8	Belgija
Francija	104,5	54,9	Danska
Švedska	101,0	50,1	Islandija
Grčija	98,3	48,9	Nemčija
Luksemburg	97,9	45,2	Italija
Italija	96,8	43,3	Portugalska
Islandija	90,3	40,2	Malta
Norveška	84,0	38,5	Norveška
Finska	60,7	33,3	Rusija
Madžarska	57,1	29,4	Estonija
Slovaška	56,7	26,1	Madžarska
Češka	55,1	21,0	Češka
Hrvaška	51,7	16,6	Hrvaška
Slovenija	44,3	16,2	Avstrija
Estonija	40,1	16,0	Slovenija
Poljska	34,2	13,6	Poljska
Rusija	27,6	12,7	Litva
Ukrajina	26,5	6,6	Latvija
Latvija	24,3	6,2	Slovaška
Bolgarija	20,4	5,9	Ukrajina
Romunija	17,8	5,1	Bolgarija
Litva	15,9	4,0	Romunija

Vir: World Development Indicators 2006 – database, 2006; Lastni izračun.

V stolpcu dani krediti Tabela 1 je prikazana povprečna stopnja danih kreditov privatnemu sektorju glede na BDP v obdobju od leta 1996 do 2003. V stolpcu tržna kapitalizacija borznega trga je prikazana njena povprečna stopnja glede na BDP v enakem obdobju.

Vidimo, da vrednosti izsledkov (glej Tab. 1, str. 13) v obeh stolpcih padajo od zgoraj navzdol, kar pomeni, da si države 1 sledijo od tiste, ki ima največjo stopnjo danih kreditov, proti tisti, ki ima najmanjšo stopnjo danih kreditov. Države 2 si sledijo od tiste, katere tržna kapitalizacija borznega trga je največja, do tiste, katere tržna kapitalizacija borznega trga je najmanjša. Sledijo si torej od tiste z največjo globino borznega trga do tiste z najmanjšo globino borznega trga. Stolpca s številkami smo postavili na sredino, da nazorneje vidimo, kako vrednosti tržne kapitalizacije glede na dane kredite hitreje padajo, kar kaže, da so gospodarstva naštetih držav bolj odvisna od bančnih kreditov kot od financiranja prek kapitalskega trga. V skupinah države 1 in države 2 gre za iste države. Tako smo jih razdelili, da smo jih lahko opisali v povezavi s stolpcema dani krediti in tržna kapitalizacija borznega trga.

Opažamo pomembno razliko v globini finančnih trgov (globino finančnega trga enačimo s stopnjo razvitosti tega), ne samo med državami članicami EU in državami nečlanicami EU, ampak tudi med samimi državami članicami EU. Povprečna stopnja danih kreditov privatnemu sektorju v državah članicah EU se je v obdobju od leta 1996 do 2003 raztezala od 60,7 % BDP-ja na Finskem do 157,6 % BDP-ja na Danskem. Podobno veliko razliko je mogoče videti v povprečni tržni kapitalizaciji, saj se je ta raztezala od 16,2 % BDP-ja v Avstriji do 160,4 % BDP-ja v Luksemburgu. Če upoštevamo preostale države, vidimo, da so razlike v razvitosti finančnih trgov med njimi zelo velike.

Države, ki imajo nizko stopnjo tržne kapitalizacije in malo danih bančnih kreditov glede na BDP, imajo običajno slabo razvit tako bančni kot kapitalski trg. Razloge za slabšo razvitost finančnega sistema v tranzicijskih državah lahko pripišemo nezadostni liberalizaciji gospodarstva, neustreznim političnim reformam in strukturnim spremembam v gospodarstvu, do katerih bi morale priti pri prehodu države s socialističnega sistema na tržno gospodarstvo. Zavedati se moramo, da zadolženost privatnega sektorja in tržna kapitalizacija borznega trga glede na BDP države nista merili, ki bi celovito prikazovali razvitost finančnega sistema. Prehitro zadolževanje države povečuje vrednosti teh meril, vendar nenadzorovano zadolževanje negativno vpliva na plačilno bilanco in volatilnost na kapitalskem in bančnem trgu (Coricelli, Brezigar, Masten, 2005).

Finančni trgi na splošno in zlasti kreditni trgi so v državah v tranziciji še vedno plitki, a je bilo v zadnjih petih letih jasno zaznati poglobljanje finančnih trgov. Visoke stopnje rasti zadolževanja zastavljajo nova vprašanja glede stabilnosti in tveganja. Čeprav so visoke stopnje rasti kreditnih agregatov dobrodošle z vidika dolgoročnega razvoja tranzicijskih gospodarstev, lahko pripeljejo do kratkoročnih finančnih tveganj in plačilnobilančne krize. V preteklosti se je pokazalo, da je hitra rast kreditov dober napovedovalec plačilnobilančnih in finančnih kriz, čeprav se večina primerov, v katerih je prišlo do hitre rasti kreditov, ne konča s krizo (Coricelli, 2006, str. 74).

Na podlagi podatkov proizvodnega sektorja za izbrane države (glej Tab. 1, str. 13) bomo poskušali dokazati, da je vpliv poglobljanja finančnih trgov oziroma vključevanja držav v finančno integracijo na gospodarsko rast pozitiven in nelinearen. Države bomo dvakrat razdelili na dve skupini. Prvič na države članice EU in nečlanice EU. K nečlanicam EU (zaradi obdobja, ki ga bomo obravnavali) štejemo tudi tako imenovane nove države članice, ki so v EU vstopile leta 2004, tranzicijske države in Rusijo, Islandijo ter Norveško. Drugič jih bomo razdelili na tranzicijske in netranzicijske države. Med tranzicijske štejemo vse države, ki spadajo v skupino nečlanic EU, razen Islandije in Norveške.

Namen razdelitve je grupiranje podobno razvitih držav in iskanje razlik med njimi, saj pričakujemo, da bodo države, ki imajo status tranzicijskih držav, imele večji pozitivni učinek razvoja finančnega sektorja na gospodarsko rast kot države, ki niso v tranziciji. Naše pričakovanje temelji na predpostavki o nelinearnem vplivu finančnega razvoja na gospodarsko rast.

Drugi argument, ki prav tako pojasnjuje našo predpostavko, je, da manj razvite države, ki se vključujejo v finančno integracijo, prevzemajo standarde, ki so se v praksi že izkazali kot uspešni, in si tako privarčujejo dragocen čas pri iskanju optimalnih rešitev, kar pospešuje gospodarsko rast. Podoben pozitiven učinek pričakujemo tudi pri razdelitvi držav na države članice EU in nečlanice EU.

3.2 Kvalitativni kazalci razvitosti finančnih trgov

Ko primerjamo razvitost finančnih sistemov in institucionalno ureditev (vlada, sodstvo, parlament) v tranzicijskih državah z državami članicami EU, ne smemo primerjati le kvantitativne kazalce, ki kažejo globino finančnih trgov, temveč tudi učinkovitost finančnih posrednikov na njih, doseženo liberalizacijo cen, prestrukturiranje gospodarstva in s tem povezano privatizacijo. Primerjava naštetih kazalcev kaže na velike razlike v stopnji razvitosti tržnih ekonomij že med tranzicijskimi državami. Te razlike so še večje, če jih primerjamo z državami članicami EU. Posebno izstopajo države nekdanje Sovjetske zveze, kar kaže, da so pred vstopom v EU leta 2004 naredile relativno velik korak pri približevanju svojih zakonodaj okvirom EU. Z izpolnjevanjem vseh pogojev iz 31 poglavij, ki so pogoj za vstop v EU, so si države kandidatke zgradile dobro institucionalno podporo za učinkovito delovanje tržne ekonomije. Za države na prehodu iz socialističnega v tržni način gospodarjenja je izjemno pomembna dobra institucionalna učinkovitost, saj so samo učinkovite državne institucije sposobne zagotoviti takšno spremembo lastniške strukture gospodarstva, ki bo uspešna v novem tržnem načinu gospodarjenja.

Države v tranziciji morajo vzpostaviti nove mehanizme nadzora delovanja v pravnem, socialnem, gospodarskem, političnem in finančnem sistemu, če želijo uspešno sodelovati v širšem okolju tržnega gospodarstva. Jasna pravila, učinkovit nadzor in liberalizacija

gospodarstva močno zmanjšujejo možnost kriminalnih dejanj, predvsem korupcije, ki negativno vpliva na gospodarsko rast (Žiberna, 2005).

Tabela 2: Stopnja tranzicije po področjih

	Privatizacija v velikem obsegu	Privatizacija v majhnem obsegu	Prenova podjetništva in vlade	Cenovna liberalizacija	Bančne reforme in liberalizacija obrestne mere	Kapitalski trg in nebančne finančne institucije	Infrastrukturne reforme
Bolgarija	4-	4-	3-	4+	3+	2+	3-
Češka	4	4+	3+	4+	4-	3	3
Estonija	4	4+	3+	4	4-	3+	3+
Madžarska	4	4+	3+	4+	4	4-	4-
Latvija	3+	4+	3	4+	4-	3	3-
Litva	4-	4+	3	4+	3	3	3-
Poljska	3+	4+	3+	4+	3+	4-	3+
Romunija	3+	4-	2	4+	3-	2	3
Slovaška	4	4+	3	4+	3+	3-	2+
Slovenija	3	4+	3	4	3+	3-	3
Rusija	3+	4	2+	4	2	3-	2+
Ukrajina	3	4	2-	4	2+	2	2

Vir: Transition Report 2003, 2004.

Vrednosti v Tabeli 2 kažejo, kako uspešna je bila tranzicija v posamezni državi oziroma ali je tranzicija na posameznem področju zaključena. Rezultat 4+ pomeni uspešno zaključeno tranzicijo. Vidimo, da so tranzicijske države, ki so se leta 2004 vključile v EU, povsem izvedle tranzicijo na področju liberalizaciji cen, trgovine in deviznega tečaja. Privatizacija, razvitost finančnih institucij, konkurenčna politika in infrastrukturne reforme so področja, ki so bila (kljub vključitvi držav leta 2004 v EU) med državami v tranziciji še vedno v različnih fazah.

Kako zelo pomembna je za gospodarsko rast dobra institucionalna ureditev, priča raziskava Djankov, McLiesh in Ramalho (2006). Zanimalo jih je, ali ekonomska regulativa pospešuje ali zavira gospodarsko rast. Na podlagi podatkov o regulativi, v okviru katere poslujejo podjetja v 135 državah, so za obdobje od leta 1993 do 2002 ocenili vpliv institucionalne ureditve države na gospodarsko rast. Ugotovili so, da ta odločilno vpliva na dolgoročno gospodarsko rast, saj so države, ki so že v preteklosti imele dobro pravno in ekonomsko ureditev, danes bogatejše, in da države z manj restriktivno regulacijo gospodarstva rastejo hitreje.

Če upoštevamo zgornje ugotovitve in skušamo najti razlog za različno razvitost finančnih sistemov tranzicijskih držav in starih držav članic EU, lahko rečemo, da so ravno razlike v doseženi stopnji liberalizacije cen, prestrukturiranju gospodarstva in privatizacije, ki so posledica različnih regulacij oziroma zakonodaj, razlog za različno razvite finančne sisteme.

3.3 Vpliv finančne integracije na razvitost finančnih trgov

Weber (2006, str. 3) meni, da se lahko gospodarska rast poveča po direktni in/ali indirektni poti. Neposredno se lahko poveča zaradi nižjih stroškov pridobivanja kapitala in/ali posredno zaradi povečane produktivnosti¹, vstopa novih znanj in zmanjšanja premije za tveganje.

Vstopanje države v finančno integracijo pomeni prost vstop bolj razvitim finančnim posrednikom na njen finančni trg in hkrati večji dostop njenim podjetjem do drugih finančnih trgov. V obeh primerih bodo podjetja v državi z manj razvitim finančnim sektorjem deležna lažjega in cenejšega dostopa do zunanjega financiranja investicij (Guiso et al., 2004).

Coricelli (2006, str. 76) trdi, da lahko finančna integracija poteka v obliki neposrednih tujih naložb, portfeljskih naložb in posojil. Neposredne tuje naložbe in neposredna posojila tujih bank imajo pomembno vlogo pri številnih novih državah članicah EU. Pravi, da nekatere države z neposrednim zadolževanjem pri tujih bankah nadomeščajo njihovo prisotnost na domačem trgu, nekatere pa tako samo dopolnjujejo domače trge.

3.3.1 Vpliv finančne integracije na domač finančni trg

Država, ki ima manj razvit finančni sistem, z vstopanjem v finančno integracijo spodbuja učinkovitost finančnih posrednikov in delovanje finančnih trgov. Posledica večje učinkovitosti je večje povpraševanje po financah in finančnih storitvah, kar pomeni večjo gospodarsko rast. Ta učinek dosežemo zaradi povečane konkurence, ki nastopi na domačem trgu, saj tuji finančni posredniki običajno ponujajo cenejše in kvalitetnejše storitve. To prisili domače finančne posrednike, da tudi oni znižajo stroške financiranja in izboljšajo svoje proizvode. Tako podjetja in gospodinjstva pridejo do cenejših virov financiranja, kar spodbuja investicije in posledično gospodarsko rast (Guiso et al., 2004, str. 18).

Finančna integracija pozitivno vpliva na finančno razvitost tudi zato, ker proces vključevanja v integracijo zahteva izboljšave v njeni zakonodaji. Država zakonodajo prilagaja tistim državam, ki so se že integrirale. To pomeni, da zakonodajo, ki velja v

¹ Da dostop podjetij do financ vpliva na njihovo produktivnost, sta na podlagi podjetniških podatkov za Bolgarijo pokazali Gatti in Love (2006).

državi z manj razvitim finančnim sistemom, prilagodimo zakonodaji držav z bolj razvitim finančnim sistemom. Ta konvergenca v regulativi lahko pozitivno vpliva na finančno razvitost, saj zmanjša napačne izbire in agentske stroške in tako vpliva na povečan obseg trgovanja na finančnih trgih.

Vstopanje tujih finančnih posrednikov na finančni trg države, ki je v procesu integracije, pomeni uvajanje novih znanj, večji razpon storitev in učinkovitejše tehnologije na področju financ. Problem nastane takrat, ko tuji finančni posredniki ne razpolagajo z dobrimi informacijami o potencialnih lokalnih posojiljemalcih, zlasti ne o majhnih podjetjih. Zato omejijo dajanje posojil samo na večja in bolj uveljavljena podjetja. Tako sklepamo, da so razviti lokalni finančni posredniki izjemno pomembni za gospodarstvo, saj jih ne moremo popolnoma nadomestiti s tujimi.

3.3.2 Vpliv finančne integracije na dostop do tujih finančnih trgov

Verjetnost, da bodo finančni posredniki, ki so v integrirani državi z manj razvitim finančnim sistemom, ponujali konkurenčne storitve financiranja na tujih finančnih trgih, s katerimi se integrirajo, je zelo majhna. Verjetneje je, da bodo bolj razviti finančni posredniki s svojimi novejšimi, kupcu bolj prijaznimi in predvsem cenejšimi produkti lažje vstopali na manj razvite finančne trge. To lahko pomeni, da se kljub povečanemu povpraševanju po zunanjem financiranju podjetij v integrirani državi to ne bo odrazilo v povečani ponudbi domačih kreditov, saj se bodo domača podjetja izognila manj konkurenčnim domačim finančnim posrednikom, tako da se bodo zadolževala na tujih finančnih trgih. Posledica tega je, da dve glavni meri razvitosti finančnega trga, to sta tržna kapitalizacija in dani krediti bank glede na BDP integrirane države, ne bosta kazali pozitivnih učinkov vstopa v finančno integracijo (Guiso et al., 2004).

Podoben učinek lahko pričakujemo na kapitalskem trgu, saj bodo podjetja, ki poslujejo v državi z manj razvitim kapitalskim trgom in se odločajo za vstop na borzni trg, imela lažji dostop do tujih borz. Podjetja se za tak korak običajno odločijo, ker so tuji kapitalski trgi bolj razviti, likvidni in globlji ter zato bolj privlačni. S kotacijo delnic na tujih večjih borzah postanejo podjetja bolj prepoznavna in navzven bolj kredibilna.

Razviti finančni posredniki se bodo tako še bolj razvili in poglobili svoje finančne trge (na račun novih integriranih držav). To ne velja za integrirane države, saj morajo manj razviti finančni posredniki tekmovati z bolj razvitimi, kar povzroči tako imenovan efekt izrinjanja (*crowding-out effect*). Kljub temu lahko rečemo, da je negativen vpliv manjši od pozitivnega, ki so ga deležna podjetja in gospodinjstva v manj razvitim finančnem sistemu, saj si pridobijo zaradi povečane konkurence na domačem finančnem trgu lažji in cenejši dostop do zunanjega financiranja.

3.4 Popolna finančna integracija

Lahko se vprašamo, ali je evropski finančni trg na ravni finančne integriranosti, kot denimo finančni trg v ZDA, ki ga bomo v naši analizi vzeli kot približek popolni finančni integraciji. Do popolne finančne integracije pride, ko je ponudba financ vsem ekonomskim subjektom na geografsko omejenem področju enako dostopna in ko globina finančnih trgov, na katerih ekonomski subjekti poslujejo, ne vpliva na ceno financiranja (Guiso et al., 2004, str. 26). V razmerah popolne finančne integracije ne smemo govoriti o povezavi med globino finančnega trga in finančno razvitostjo ene države, ampak moramo gledati globino in razvitost finančnih trgov celotnega območja.

Proces evropske finančne integracije še ni zaključen, kar pomeni, da podjetja in gospodinjstva različnih državah nimajo enakega dostopa do financ. Vprašanje je, ali bomo kdaj v prihodnosti sploh imeli popolno finančno integracijo kljub konvergenci političnih in ekonomskih reform, ki se dogajajo v EU, saj se povezujejo države, ki imajo različne pravne in zakonodajne sisteme, socialne in kulturne značilnosti ter različne jezike.

3.5 Ocenjevanje povezave med finančno razvitostjo in gospodarsko rastjo

Med ekonomisti prevladuje mnenje, da finančna razvitost v državi spodbuja investicije in gospodarsko rast. Strokovni članki pričajo o močni povezavi med financami in gospodarsko rastjo, dokazujejo, da se države z bolj razvitim finančnim sistemom hitreje razvijajo. Prvi je na to opozoril Goldsmith (1969), sledilo mu je veliko ekonomistov, ki so na podlagi empiričnih analiz dokazovali in analizirali to povezavo.

Če želimo ugotoviti vzročen (*kavzalen*) vpliv razvitosti finančnega trga na stopnjo gospodarske rasti, moramo uporabiti primerno statistično metodo, s katero se izognemo povratnemu vplivu gospodarske rasti na finančno razvitost (Goldsmith, 1969). Problem vzročnosti je, da je pri ugotavljanju čistega vpliva finančne razvitosti na gospodarsko rast ne dobimo, če ne izločimo vpliva gospodarske rasti na razvoj finančnega sektorja. Če je gospodarstvo v ekspanziji, avtomatično dodatno povprašuje po financah, kar moramo izločiti pri preučevanju vpliva razvitosti financ na gospodarsko rast.

Kako dobiti vzročen vpliv finančne razvitosti na rast, je predstavljeno v člankih: King, Levine (1993), Levine, Zervos (1998), Rajan, Zingales (1998), Beck, Demirgüç-Kunt, Levine (2000). Pri preučevanju vzročnega vpliva bomo uporabili metodologijo Rajana in Zingalesa (1998). Problem kavzalnosti rešujeta z začetnimi vrednostmi dodane vrednosti posameznega sektorja glede na celotno dodano vrednost in z instrumentalnimi spremenljivkami. Ko dovolimo variacijo spremenljivk v času, se lahko prej omenjenemu problemu izognemo tudi z uporabo naravnih predeterminiranih spremenljivk.

Namen tega pristopa je ugotoviti, v kakšnem obsegu podjetja v posameznih sektorjih uporabljajo zunanje financiranje kot obliko financiranja svojih investicij. Na podlagi podjetniških podatkov za ZDA v 80. letih sta Rajan in Zingales (1998) za posamezne sektorje ugotovila, v kolikšni meri se podjetja v izbranem sektorju zunanje financirajo. Dobljene odvisnosti sta pod predpostavko, da je finančni sistem v ZDA najbolj razvit, vzela kot cilj vsakega sektorja v drugih preučevanih državah. Ta podatek sta pomnožila s spremenljivko, ki odraža finančno razvitost posamezne države. Finančno razvitost sta merila z danimi krediti privatnemu sektorju in tržno borzno kapitalizacijo glede na BDP. Tako sta dobila novo spremenljivko, ki kaže, v kolikšni meri globina finančnih trgov posamezne države omejuje posamezen sektor pri njegovem razvoju. To tako imenovano Rajan in Zingales mero (v nadaljevanju RZ-mera) nato regresiramo na odvisno spremenljivko, za katero bomo uporabili povprečno rast dodane vrednosti proizvodnih sektorjev v posamezni državi.

3.5.1 Formaliziran prikaz vpliva razvitosti finančnih trgov na gospodarsko rast

$$y_{i,c} = \beta X_{i,c} + \gamma D_i F_c + \alpha_i + \varepsilon_c \quad (1)$$

Prikazana je osnovna enačba, ki sta jo Rajan in Zingales (1998, str. 563) uporabila za ocenjevanje vpliva razvitosti finančnih trgov na gospodarsko rast. Z $y_{i,c}$ je označena povprečna realna rast dodane vrednosti posameznega sektorja, izražena je v odstotkih, i pomeni sektor in c državo. Nanjo je regresirana pojasnjevalna spremenljivka $X_{i,c}$, ki prikazuje delež začetne dodane vrednosti posameznega sektorja glede na celotno povprečno dodano vrednost vseh sektorjev v preučevanem obdobju. Prav tako je na odvisno spremenljivko regresirana pojasnjevalna spremenljivka, ki odraža odvisnost posameznega sektorja od financ (D_i), ki je pomnožena z indikatorjem finančne razvitosti posamezne države, označene s F_c . Ta produkt² predstavlja omejitev države pri povečevanju gospodarske rasti zaradi razvitosti finančnega sistema. Pri dani odvisnosti sektorjev od zunanjega financiranja pomeni večja globina finančnega trga države večjo dodano vrednost proizvodnih sektorjev (večjo gospodarsko rast). V enačbo 1 so vključeni fiksni vplivi, ki so značilni tako za države (ε_c) kot za sektorje (α_i), s čimer se izognemo pristranskosti ocenjenih regresijskih koeficientov. Z α_i zajamemo vplive, ki so značilni za posamezne sektorje, vendar pri predpostavki, da se ti vplivi ne razlikujejo med enakimi sektorji različnih držav. Prav tako z ε_c pri oceni regresijskih koeficientov upoštevamo vplive, ki so značilni za vsako državo in niso zajeti v vključene pojasnjevalne spremenljivke enačbe 1.

² $D_i F_c$ predstavlja RZ-mero.

Z enačbo 1 ocenimo regresijski koeficient γ , ki je odvisen od produkta med stopnjo razvitosti finančnega trga (F_c) in stopnjo zunanjega financiranja posameznega sektorja v (D_i). Spremenljivko D_i sta že izračunala Rajan in Zingales (1998, str. 566), in sicer na podlagi podjetniških podatkov za ZDA v 80. letih za vsak sektor posebej. Omenjeni produkt predstavlja optimum pri ponudbi finančnih sredstev sektorju, saj je model osnovan pod predpostavko, da imajo ZDA najbolj razvit finančni sistem in posledično podjetja pri svojih investicijskih aktivnostih niso omejena z nezadostno zunanjo ponudbo virov financiranja. Zato ocenjeni koeficient prikazuje potencialni vpliv spremembe gospodarske rasti, če pride do večje razvitosti finančnega sistema. Pozitiven koeficient pomeni, da se zaradi povečane razvitosti oziroma globine finančnega trga poveča dodana vrednost proizvodnih sektorjev.

Drugače povedano, v ZDA imajo podjetja popolnoma elastično ponudbo zunanjih virov financiranja, kar pomeni, da je njihovem povpraševanju po zunanjih finančnih virih povsem zadoščeno. Njihovo rast ne omejuje razvitost finančnega trga, saj ta s svojo ponudbo zadovolji povpraševanje po finančnih sredstvih za načrtovan razvoj. S pomočjo te predpostavke o popolni elastičnosti ponudbe financiranja ameriških finančnih trgov dobimo definirano povpraševanje posameznega sektorja po finančnih sredstvih. Iz predpostavke sledi, da obstaja v ZDA optimalna struktura kapitala za vse panoge z vidika drugih držav.

Poleg zgornje predpostavke upoštevamo predpostavko o enakosti uporabljene tehnologije v proizvodnji posameznega proizvoda, značilnega za enake sektorje v različnih državah. S tem je posredno določeno, da se optimalne potrebe po zunanjem financiranju med enakimi sektorji različnih držav ne razlikujejo, kar pomeni, da se na primer tehnologija proizvodnje hrane v dveh državah ne razlikuje. Če tega ne bi upoštevali, bi lahko prišlo do problema endogenosti, saj bi razlike v tehnologiji proizvodnje nekaterih proizvodov lahko vplivale na različno odvisnost proizvodnih sektorjev od zunanjega financiranja, to pa bi vplivalo na rast dodane vrednosti sektorja.

Problem endogenosti, ki je posledica vpliva istega dejavnika (povpraševanja kupcev) na mere finančne razvitosti in na delovanje proizvodnih sektorjev, lahko kontroliramo tudi z instrumentalnimi spremenljivkami, kot so vladavina prava, stopnja zaščite posojilodajalcev, učinkovitost sodnega in pravnega sistema. Uporaba instrumentalnih spremenljivk je smiselna, saj te ne morejo biti rezultat pričakovanj glede na gospodarsko rast v preteklosti, kot je to lahko začetna dodana vrednost posameznega sektorja, ki jo uporabimo, da bi se izognili vplivu sektorske specializacije na rast, saj veljavni pravni sistem v državi determinira učinkovitost in globino finančnih trgov ter delovanje finančnih posrednikov.

Če predpostavimo, da je cena zunanjega in notranjega financiranja za vsa podjetja v državi s slabo razvitim finančnim sistemom enaka in da se podjetja med seboj razlikujejo samo po

različnih investicijskih priložnostih, bodo podjetja v sektorjih z večjim denarnim tokom rasla hitreje. Podjetja teh sektorjev bodo morala z lastnimi viri zadovoljiti vse investicijske priložnosti, kar bo pomenilo večjo dodano vrednost v prihodnosti in lažje razvijanje svoje tehnologije.

Ta trditev je v skladu s tezo, da sektorji, ki imajo več investicijskih priložnosti, rastejo hitreje, če se v državi poveča učinkovitost finančnega sektorja, saj se s tem znižajo tako stroški zunanjskega kot notranjega financiranja.

Taka specifikacija enačbe 1 omogoča poleg ocenjevanja vpliva razvitosti finančnega trga na gospodarsko rast tudi ocenjevanje potencialne gospodarske rasti, ki bi jo bila deležna država, če bi svojim finančnim trgom zagotovila takšen razvoj, kot ga imajo v ZDA.

Problem pri uporabi omenjene metodologije je, da lahko razvoj finančnega sektorja vpliva na strukturo proizvodnih sektorjev in narobe. Povratnega vpliva v modelu ocenjevanja ne želimo, saj bi tako dobili pristranske ocene vpliva finančne razvitosti na gospodarsko rast. Da bi se temu izognili, v model vključimo pojasnjevalno spremenljivko, ki predstavlja delež začetne dodane vrednosti posameznega sektorja v povprečni rasti dodane vrednosti vseh sektorjev. S tem zagotovimo, da je določena struktura sektorjev skozi celotno preučevano obdobje nespremenjena. Čisti vpliv morebitnega poglobljanja finančnih trgov na rast dobimo, tako da na opisani način izključimo morebiten vpliv sprememb v strukturi sektorjev na gospodarsko rast. Enačba 1 z vključitvijo fiksnih vplivov vključuje preostale mogoče vplive, ki so značilni tako za državo kot za sektor in niso zajeti v pojasnjevalnih spremenljivkah, ki so v vključene v ta model.

3.5.1.1 Vključitev obveznosti do dobaviteljev v enačbo 1

$$y_{i,c} = \beta X_{i,c} + \gamma DF_c + \lambda FL_{i,c} + \alpha_i + \varepsilon_c \quad (2)$$

Poleg zadolževanja prek bank in kapitalskega trga pri zunanjem financiranju investicij podjetij, smo v enačbo 2 vključili še dodatni vir zunanjskega financiranja, in sicer obveznost do dobaviteljev. Z obveznostjo do dobaviteljev označujemo odlog plačila podjetij njihovim dobaviteljem, kar je neformalna oblika financiranja. O formalni obliki financiranja govorimo, ko se ekonomski osebki zadolžujejo prek bančnih ali kapitalskih trgov. Z razširjenim modelom je mogoče oceniti vlogo obveznosti do dobaviteljev kot dodatno možnost zunanjskega financiranja pri pospeševanju gospodarske rasti.

Fisman in Love mera (FL-mera) je dobljena na način, da se obveznosti podjetij do dobaviteljev v posameznih sektorjih med podjetji seštejejo in nato delijo s celotnimi sredstvi podjetij v sektorju. Tako dobljena spremenljivka prikazuje delež obveznosti do

dobaviteljev v posameznem sektorju glede na celotna sredstva podjetij v njem. Spremenljivko nato množimo z vsoto zadolževanja posamezne države prek bank in kapitalskih trgov, kar predstavlja FL-mero. Če primerjamo deleže obveznosti do dobaviteljev v posameznem sektorju glede na celotna sredstva podjetij različnih sektorjev, vidimo, da se ti razlikujejo, kar pomeni, da so različni sektorji različno odvisni od odlogov plačila oziroma da so stopnje financiranja sektorjev s pomočjo obveznosti do dobaviteljev med njimi različne.

Na podlagi ugotovitev Fismana in Love (2002, str.13) sklepamo, da podjetja oziroma sektorji, ki se bodo v večji meri financirali prek dobaviteljev, nimajo možnosti financiranja prek finančnih institucij zaradi manj razvitega finančnega sektorja. Ta sklep lahko podkrepimo z argumentom, da se lahko samo učinkovite finančne institucije na povečano povpraševanje po finančnih sredstvih hitro in učinkovito odzovejo s povečano ponudbo obsega financ in posledično bolje zadovoljijo povpraševanje podjetij po zunanjem financiranju.

3.5.1.2 Obveznost do dobaviteljev kot substitut ali komplement bančnim kreditom

Fisman in Love (2002, str. 4) sta pokazala, da je obveznost do dobaviteljev v določenih okoliščinah substitut bančnemu kreditu. Pokazala sta, da lahko države, ki imajo nizek delež danih bančnih kreditov glede na BDP, gospodarsko rast pospešujejo s pomočjo trgovinskih kreditov. Pri tem poudarjata, da je stopnja substitucije trgovinskega kredita z bančnim kreditom odvisna od stopnje razvitosti finančnega sistema. Lahko imamo dve različni situaciji, kjer so obveznosti do dobaviteljev substitut ali komplement bančnemu kreditu.

Prva situacija nastane, ko ima država slabo razvite finančne trge in ko podjetja nimajo možnosti zadolževanja prek bančnega trga. To je mogoče samo takrat, ko med podjetjem in dobaviteljem obstaja visoka stopnja zaupanja. Obveznost do dobaviteljev je substitut bančnemu kreditu tudi takrat, ko imajo dobavitelji manj asimetrične informacije o podjetju kot finančni posredniki oziroma so jih v takšnih okoliščinah pripravljani kreditirati dlje kot bančni kreditorji, ki so običajno v slabo razvitem finančnem sistemu bolj izpostavljeni tveganju.

Preizkusna doba kvalitete proizvoda s strani dobaviteljev in oblikovanje produkta po meri kupca omogočata kupcu odlog plačila, kar pomeni kreditiranje, saj ima kupec običajno neki čas, v katerem lahko preizkusi ustreznost proizvoda in se na podlagi tega odloči za nakup. Opisano je mogoče v okoljih z visoko stopnjo konkurence na ponudbeni strani.

Fisman in Love (2002, str. 9) pravita, da je obveznost do dobaviteljev komplement bančnemu kreditu, ko ima država dobro razvit bančni trg. V takem okolju se banke zavedajo večje povezanosti med dobavitelji in podjetji, kar pomeni, da lahko dobavitelji veliko hitreje odkrijejo, ali je podjetje v težavah kot same banke. Zato bodo banke

pripravljene podjetju odobriti več kreditov, če bodo videle, da so mu tudi dobavitelji pripravljene odobriti daljši odlog plačila.

3.5.2 Pristranskost RZ-mere

Ko dobimo pozitiven predznak ocene regresijskega koeficienta pri FL-meri, govorimo, da je odlog plačila dobavitelju komplement bančnemu kreditu, kar pomeni, da razvoj finančnega sektorja, ki se kaže v večji ponudbi bančnih kreditov, za seboj potegne večjo ponudbo odlogov plačila. Lahko rečemo, da to ponudbo banke v razvitem finančnem sistemu razumejo kot signal za mogoče povečanje bančnih kreditov brez bistveno povečanega dodatnega tveganja. Če v model ne bi vključili dodatnega vira financiranja, in sicer zadolževanja prek obveznosti do dobaviteljev, bi precenili vpliv bančnih kreditov na gospodarsko rast. Vzrok temu je, da sektorji v državah z razvitim finančnim sistemom rastejo hitreje zaradi dodatne ponudbe tako bančnih kot trgovinskih kreditov.

Ko dobimo negativen predznak regresijskega koeficienta pri ocenjevanju vpliva FL-mere na gospodarsko rast, je obveznost do dobaviteljev substitut bančnemu kreditu. Hkrati dobimo informacijo, da je država v fazi razvoja finančnega sektorja, saj podjetja v taki državi zamenjujejo zadolževanje prek dobaviteljev z bančnimi krediti. Podjetja v tem primeru rastejo bistveno hitreje kot, ko so se financirala v glavnem prek odlogov plačila. Če v enačbi 2 ne upoštevamo financiranja prek odlogov plačil dobaviteljem, je vpliv bančnih kreditov na gospodarsko rast podcenjen, saj povečevanje bančnih kreditov (poleg tega, da pozitivno vpliva na gospodarsko rast) popolnoma nadomesti negativen vpliv zniževanja financiranja podjetij prek obveznosti do dobaviteljev na gospodarsko rast.

Jasno je, da če v enačbo 2 ne vključimo dodatne pojasnjevalne spremenljivke dobimo pristransko oceno RZ-mere. Z vključitvijo financiranja prek obveznosti do dobaviteljev dobimo popolnejšo sliko o virih financiranja, ki vplivajo na gospodarsko rast.

Problem endogenosti, ki ravno tako vpliva na pristranskost ocenjenega regresijskega koeficienta spremenljivke RZ-mere, se kaže tudi zaradi uporabe drugačne tehnologije proizvodnje vsakega sektorja, če pride do razvoja finančnega trga. Podjetja se običajno v državah, ki imajo slabo razvit finančni trg, odločajo za delovno bolj intenzivne tehnologije proizvodnje, kar pomeni, da potrebni kapital nadomeščajo z relativno cenejšim proizvodnim faktorjem, to je z dodatno delovno silo. Če pride do razvoja finančnega trga, to lahko vpliva na spremembo strukture sektorjev v državi. Spremenjena struktura sektorjev pa lahko ponovno vpliva na dodatno povpraševanje po finančnih sredstvih, kar pomeni poglobljanje finančnih trgov in vpliv na gospodarsko rast.

Z uporabo institucionalnih spremenljivk oziroma instrumentalnih spremenljivk, ki jih kontrolira država, odpravimo ne samo vpliv morebitne spremembe v strukturi sektorjev na gospodarsko rast, ampak tudi endogenost začetne dodane vrednosti, ki je uporabljena v

enačbi 1. V njej sta Rajan in Zingales (1998, str. 563) uporabila delež začetne dodane vrednosti posameznega sektorja glede na celotno dodano vrednost vseh sektorjev, in sicer z namenom, da bi se izognila vplivu spremenjene strukture sektorjev na rast njihove dodane vrednosti, do katere lahko pride zaradi razvoja finančnih trgov.

Problem uporabe omenjene začetne vrednosti je, da lahko na začetno dodano vrednost posameznega sektorja gledamo kot na vrednost, ki je rezultat preteklih pričakovanj glede rasti v prihodnje. Če so bili v preteklosti izgledi za prihodnjo rast ugodni, se je temu primerno tudi več investiralo. To pomeni, da je začetna dodana vrednost precenjena. Zato z uporabo ocen o učinkovitosti delovanja finančnih institucij in finančnih trgov že na začetku preučevanega obdobja odpravimo morebitno pristranskost razvitosti finančnega sistema.

Instrumentalne spremenljivke določajo učinkovitost delovanja finančnih institucij in finančnih trgov ter globino finančnega trga države. Na njih pričakovanja nimajo neposrednega vpliva, saj so pod državno kontrolo, kar pomeni, da so zgoraj omenjene vrednosti spremenljivk eksogene in tako ortogonalne na vrednosti ostankov v enačbi 1. Druga dobra lastnost teh spremenljivk je, da so močno kolinearne z razvitostjo finančnega trga oziroma z RZ-mero.

3.5.3 Vključitev časovne variacije spremenljivk v model

$$y_{i,c,t} = \beta X_{i,c} + \gamma D_i F_{c,t} + \delta_{i,c} + \phi_t \quad (3)$$

Enačbo 1 smo dopolnili z vključitvijo časovne variacije pojasnjevalnih spremenljivk na odvisno spremenljivko, ki prav tako variira v času (Enačba 3).

Pri ocenjevanju enačbe 3 nas zanima vrednost regresijskega koeficienta γ , ki pri taki specifikaciji modela upošteva variacijo finančne razvitosti med državami, variacijo odvisnosti od zunanjega financiranja med sektorji in variacijo vsega povedanega v času. Da pridemo do konsistentne ocene tega regresijskega koeficienta, moramo od vsake vrednosti spremenljivke, ki variira v času, odšteti njeno povprečje v času. V tej povezavi govorimo o Within Estimator cenilki, s katero zagotovimo konsistentnost vseh ocen regresijskih koeficientov. To pomeni, da če s pojasnjevalnimi spremenljivkami v celoti ne pojasnimo gibanja vrednosti odvisne spremenljivke, moramo nepojasnjene vplive pripisati fiksnim vplivom.

Z vključitvijo časovne variacije v enačbo 1, se izognemo problemu načina nadzora izbire proizvodne tehnologije posameznega sektorja, saj količnik $X_{i,c}$ v enačbi 3, ki predstavlja delež dodane vrednosti posameznega sektorja na začetku preučevanega obdobja glede na celotno povprečno dodano vrednost vseh sektorjev v obdobju in s katerim v enačbi 1 nadziramo problem endogenosti, z vključitvijo variacije spremenljivk ostaja nespremenjen.

Zadnje pomeni, da nam ga ni treba vključiti v model, saj $\delta_{i,c}$ zajema vplive $X_{i,c}$ (perfektna linearna kombinacija). Iz povedanega sledi:

$$y_{i,c,t} = \gamma Z_{i,c,t} + \delta_{i,c} + \phi_t + v_{i,c,t} \quad (4)$$

$\gamma D_j F_{j,t}$ smo označili z $\gamma Z_{i,c,t}$ in vsoto α_i ter β_c z $\delta_{i,c}$. Sledi prikaz logike delovanja Within Estimator cenilke. Kot rečeno, je treba izračunati povprečja v času vseh spremenljivk, ki so v modelu, kar program Stata 9 naredi avtomatično.

$$y_{j\bullet} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T y_{j,t}$$

$$Z_{j\bullet} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T Z_{j,t}$$

$$\phi_{j\bullet} = \phi_j$$

$$v_{j\bullet} = v_j$$

Dobljene vrednosti nato odštejemo od enačbe 4 in dobimo enačbo 5 ter jo ocenimo z OLS.

$$y_{j,t} - y_{j\bullet} = \gamma(Z_{j,t} - Z_{j\bullet}) + (\delta_{j\bullet} - \delta_{j\bullet}) + v_{j,t} - v_{j\bullet}$$

$$y_{j,t} - y_{j\bullet} = \gamma(Z_{j,t} - Z_{j\bullet}) + v_{j,t} \quad (5)$$

Poleg vpliva globine finančnega trga nas bo zanimal tudi vpliv zadolževanja podjetij prek dobaviteljev na dodano vrednost proizvodnih sektorjev v času. To bomo ocenjevali z enačbo 6.

$$y_{i,c,t} = \gamma D_i F_{c,t} + \lambda FL_{i,c,t} + \delta_{i,c} + \phi_t + v_{i,c,t} \quad (6)$$

4 PODATKI

Pri ocenjevanju vpliva razvitosti finančnega trga na rast dodane vrednosti proizvodnih sektorjev smo uporabili pristop Rajana in Zingalesa. Pri tem smo uporabili Amadeusovo

podatkovno bazo³, ki vsebuje bilančne podatke o 8 milijonih podjetij. Ko smo osnovno bazo s podatki očistili, smo dobili 4449 opazovanih enot, saj smo proizvodna podjetja 30 držav in 26 ISIC-sektorjev obravnavali v 7-letnem časovnem obdobju (od leta 1996 do 2003). Panel ni uravnotežen, saj pri nekaterih državah ni bilo razpoložljivih podatkov o dodani vrednosti podjetij za vse sektorje.

Vse dodane vrednosti podjetij iz sektorjev so bile dane v NACE-kodi (Statistical Classification of Economic Activities in the European Community), ki predstavlja evropsko standardno klasifikacijo dejavnosti, ki se uporablja kot standard za zbiranje, evidentiranje in analiziranje podatkov. Ker imamo zunanje odvisnosti sektorjev, ki sta jih izračunala Rajan in Zingales, v ISIC-kodi (International Standard Industrial Classification), je bilo treba sektorje pretvoriti iz NACE- v ISIC-klasifikacijo s pomočjo pretvornikov.

Podatki (glej Tab. 3, str. 28) prikazujejo odvisnost ameriških proizvodnih sektorjev od zunanjega financiranja. Podatke, s katerimi sta Rajan in Zingales izračunala zunanjo odvisnost proizvodnih sektorjev v ZDA od leta 1980 do 1990, sta črpala iz Compustat baze. Zunanja odvisnost proizvodnega sektorja prikazuje delež izdatkov za investicije, ki jih podjetja v tem sektorju ne morejo zagotoviti iz svojega denarnega toka. Iz prikazanih podatkov je mogoče razbrati, da so sektorji različno odvisni od zunanjega financiranja, kar je posledica različnih tehnologij pri izdelavi različnih izdelkov, ki jih uporabljajo podjetja različnih sektorjev.

Mera zunanje odvisnosti (glej Tab. 3, str. 28) je oblikovana na osnovi razlike med investicijami in denarnim tokom podjetij v ZDA za obdobje od leta 1980 do 1990. Priložnosti za investiranje se razlikujejo po sektorjih (glej Tab. 3, str. 28), saj ima tobačna industrija v ZDA negativno zunanje financiranje, sektor plastičnih proizvodov pa pozitivno. Vzrok za negativen predznak pri zunanjem financiranju tobačnega sektorja je, da so priložnosti za investiranje, relativno majhne glede na velik denarni tok te industrije. Ko ima industrija pozitiven predznak zunanjega financiranja, ima več ponujenih priložnosti za investiranje, kot ima svojega denarnega toka.

Podatki o odvisnosti sektorjev od zunanjega financiranja (glej Tab. 3, str. 28) kažejo, kolikšen delež investiranih finančnih sredstev podjetja v sektorjih ne morejo financirati z lastnim denarnim tokom. Podatke o razvitosti finančnih trgov držav (tržna borzna kapitalizacija in domači dani krediti privatnemu sektorju glede na BDP države) smo dobili iz WDI-baze⁴. Ti dve spremenljivki smo potem pomnožili z odvisnostjo vsakega sektorja od zunanjega financiranja in dobil RZ-mero. Dobljen produkt kaže vpliv ponujenih finančnih sredstev s strani finančnih trgov na rast dodane vrednosti sektorjev.

³ Coricelli, Brezigar, Masten (2007).

⁴ Kratica WDI pomeni World Development Indicators (svetovni kazalci razvoja, prevedel sam). Baza je dostopna na spletni strani Svetovne banke (World Bank).

Tabela 3: Zunanja odvisnost sektorjev

Sektor	ISIC-koda	Zunanja odvisnost
Preostale kemikalije	352	0,22
Preostali sektorji	390	0,47
Električni stroji	383	0,77
Gumeni izdelki	355	0,23
Hrana	311	0,14
Kovinski izdelki	381	0,24
Leseni izdelki	331	0,28
Lončarstvo	361	-0,15
Nekovinski izdelki	369	0,06
Neželezne kovine	372	0,01
Oblačila	322	0,03
Osnovna živila	351	0,25
Papirnati izdelki	341	0,18
Pijača	313	0,08
Plastični izdelki	356	1,14
Pohištvo	332	0,24
Prevozna sredstva	384	0,31
Izdelki iz premoga in nafte	354	0,33
Specializirane dobrine	385	0,96
Steklo	362	0,53
Stroji	382	0,45
Tekstil	321	0,4
Tiskarstvo in založništvo	342	0,2
Tobačni izdelki	314	-0,45
Usnje	323	-0,14
Železo in jeklo	371	0,09

Vir: Rajan, Zingales, 1998, str. 567.

Uporabili smo tudi dodatno pojasnjevalno spremenljivko, ki po posameznih sektorjih prikazuje, kolikšen je delež obveznosti podjetij do dobaviteljev glede na celotna sredstva v vseh sektorjih. To smo pomnožili z vsoto zadolževanja posamezne države prek bank in kapitalskih trgov ter dobili FL-mero.

Enačba 1 je okrnjena zaradi meni nedostopne baze o vrednostih institucionalnih spremenljivk, kot so stopnja zaščite posojilodajalca, vladavina prava, stroški in učinkovitost pravne zaščite ter trajanje sodnih postopkov. Vključitev teh spremenljivk v model bi pomenil odpravo morebitnega problema endogenosti. Z njim se srečujemo, ko

preučujemo kavzalen vpliv ene spremenljivke na drugo. V našem primeru preučujemo vpliv razvoja finančnih trgov na rast in zato želimo izločiti povratni vpliv povečane gospodarske rasti na razvoj finančnih trgov. Jasno je, da se poveča povpraševanje po finančnih sredstvih v razmerah, ko pričakujemo višjo gospodarsko rast, kar vpliva na večjo globino finančnih trgov.

5 REZULTATI OCENJEVANJA

Tabela 4: Ocene enačbe 1

	1	2	3
$rz1_{95}$	-.029 (0.11)		
$rz2_{95}$		-.027 (0.05)	
$rz3_{95}$			.001 (0.59)
Konstanta	4.268 (0.00)	5.422 (0.00)	4.254 (0.00)
Število opazovanj	588	638	638
R^2	0.542	0.512	0.509

Opomba: Odvisna spremenljivka je povprečna realna rast dodane vrednosti ISIC-sektorja za vsako državo od leta 1996 do 2003. Pojasnjevalne spremenljivke so $rz1_{95}$, $rz2_{95}$ in $rz3_{95}$. $rz1_{95}$ predstavlja produkt zunanje odvisnosti sektorjev od zunanjega financiranja in tržne kapitalizacije držav v letu 1995, $rz2_{95}$ je produkt med odvisnostjo sektorjev od zunanjega financiranja in danih bančnih kreditov privatnemu sektorju v letu 1995, $rz3_{95}$ pa je produkt med odvisnostjo sektorjev od zunanjega financiranja in vsote tržne kapitalizacije in danih bančnih kreditov privatnemu sektorju v letu 1995. Zunanja odvisnost je spremenljivka, ki kaže na delež investicij, ki niso financirane z denarnim tokom podjetja. Vse tri regresije, prikazane v stolpcih, vsebujejo nepravne spremenljivke, tako za vsako državo kot za vsak ISIC-sektor, kar pomeni, da smo v ocenjevanje vključili 30 fiksnih državnih in 26 sektorskih vplivov. V oklepajih so natančne stopnje značilnosti ocene posameznega regresijskega koeficienta. Zaradi nepopolne baze podatkov v ocenjevanje ni vključen delež začetne dodane vrednosti posameznega sektorja glede na celotno dodano vrednost proizvodnih sektorjev države.

Vir: Amadeus baza; Izračuni v programu Stata 9.

Pri preučevanju vpliva razvitosti finančnih trgov na povprečno rast dodane vrednosti sektorjev smo celotne finance razdelili na dva dela. S terminom celotne finance označujemo seštevku zunanjega financiranja podjetij v posameznih sektorjih prek kapitalskih trgov in bančnih kreditov. Ti dve obliki zunanjega financiranja označujemo kot formalni obliki. Kasneje bomo v ocenjevanje vpliva finančne razvitosti na rast dodane vrednosti sektorjev vključili še neformalno obliko zunanjega financiranja, in sicer zadolževanje podjetij prek dobaviteljev. Razlikovanje med večimi oblikami zunanjega financiranja je smiselno z vidika preučevanja njihovega parcialnega vpliva na dodano

vrednost proizvodnih sektorjev in z vidika večje pojasnjevalne moči pri gibanju odvisne spremenljivke.

V prvem stolpcu (glej Tab. 4, str. 29) je ocenjen vpliv produkta tržne kapitalizacije države v letu 1995 (kot indikator finančne razvitosti) in zunanje odvisnosti posameznega sektorja na povprečno rast dodane vrednosti vsakega sektorja v državi. Ocenjeni regresijski koeficient kaže na negativno in statistično neznačilno povezavo. Predznak regresijskega koeficienta se ne sklada s teorijo, saj kaže negativno povezavo med tržno kapitalizacijo in rastjo dodane vrednosti.

V drugem stolpcu (glej Tab. 4, str. 29) smo produkt med danimi bančnimi krediti privatnemu sektorju po državah v letu 1995 in odvisnostjo posameznega sektorja od zunanjega financiranja regresirali na povprečno rast dodane vrednosti posameznega proizvodnega sektorja. Ocena regresijskega koeficienta je negativna in statistično značilno različna od nič, kar kaže na negativno povezavo med danimi bančnimi krediti in rastjo dodane vrednosti sektorjev. Ta predznak se ne sklada s teorijo oziroma z ocenami, ki sta jih dobila Rajan in Zingales (1998, str. 578), ko sta preučevala vpliv povečevanja kreditov na rast dodane vrednosti sektorjev. Tudi Beck in Levine (2001, str. 2) sta v svoji raziskavi ugotavljala parcialen vpliv razvitosti bančnega trga in trga z vrednostnimi papirji na gospodarsko rast ter pri obeh ugotovila pozitivno povezavo.

V tretjem stolpcu (glej Tab. 4, str. 29) smo produkt celotnih financ (seštevek tržne kapitalizacije posamezne države v letu 1995 in danih kreditov bank privatnemu sektorju) in zunanje odvisnosti posameznega sektorja od financiranja regresirali na povprečno rast dodane vrednosti posameznega sektorja v državi. Dobili smo pozitivno oceno regresijskega koeficienta, vendar je ta statistično neznačilna.

Vidimo, da je vpliv celotnih financ na odvisno spremenljivko sicer neznačilen, pa vendarle pozitiven. Sam predznak tega regresijskega koeficienta je v skladu z dobljenimi rezultati Rajana in Zingalesa. Parcialen vpliv zadolževanja podjetij prek bank in kapitalskih trgov na povprečno dodano vrednost pa je negativen.

Prikazani rezultati ocenjevanja enačbe 2 (glej Tab. 5, str. 31), ki se od enačbe 1 razlikuje, saj smo vanjo vključili pojasnjevalno spremenljivko, to je obveznost do dobaviteljev. Ta dodatno pojasnjuje vpliv virov financiranja na rast dodane vrednosti.

V prvem stolpcu (glej Tab. 5, str. 31), kjer preučujemo vpliv neformalnega in dveh formalnih virov financiranja na povprečno rast dodane vrednosti, sta oba ocenjena regresijska koeficienta pozitivna, vendar statistično neznačilna. Zaradi prevelike stopnje tveganja ne moremo zavrnila ničelne domneve, da povečana ponudba zunanjih virov financiranja ne pospešuje rasti dodane vrednosti sektorjev.

Tabela 5: Ocene enačbe 2 in delitev na tranzicijske in netranzicijske države

	1	2	3	4
rz_{395}	.001 (0.60)			
fl_{395}	.009 (0.96)			
$rz_{395} \times D_{TRAN}$		-.002 (0.80)		-.002 (0.71)
$fl_{395} \times D_{TRAN}$			.634 (0.19)	.643 (0.19)
$rz_{395} \times D_{NTRAN}$		.0001 (0.76)		.001 (0.81)
$fl_{395} \times D_{NTRAN}$			.117 (0.52)	.107 (0.56)
Konstanta	4.136 (0.09)	4.245 (0.00)	2.777 (0.28)	2.908 0.27
Število opazovanj	638	638	638	638
R^2	0.509	0.509	0.510	0.511

Opomba: Odvisna spremenljivka je povprečna realna rast dodane vrednosti ISIC-sektorja za vsako državo od leta 1996 do 2003. Pojasnjevalni spremenljivki sta rz_{395} in fl_{395} . rz_{395} predstavlja produkt odvisnosti sektorjev od zunanjega financiranja in vsote med tržno kapitalizacijo in danimi bančnimi krediti privatnemu sektorju leta 1995. fl_{395} predstavlja produkt odvisnosti sektorjev oziroma podjetij od financiranja prek dobaviteljev in vsoto med povprečno tržno kapitalizacijo in danimi bančnimi krediti privatnemu sektorju leta 1995. Vse štiri regresije, prikazane v posameznih stolpcih, vsebujejo nepravne spremenljivke, tako za vsako državo kot za vsak ISIC-sektor, kar pomeni, da smo v ocenjevanje vključili 30 fiksnih državnih in 26 sektorskih vplivov. V oklepajih so zapisane natančne stopnje značilnosti ocene posameznega regresijskega koeficienta. Zaradi nepopolne baze podatkov v ocenjevanje ni vključen delež začetne dodane vrednosti posameznega sektorja v celotni dodani vrednosti proizvodnih sektorjev države. D_{TRAN} je nepravna spremenljivka za tranzicijske države, ki je tako kot nepravna spremenljivka za netranzicijske države D_{NTRAN} vključena v zadnje tri regresije.

Vir: Amadeus baza; Izračuni v programu Stata 9.

V drugem stolpcu (glej Tab. 5, str. 31) smo vpliv dveh formalnih virov zunanjega financiranja na povprečno rast dodane vrednosti sektorjev ločili po tranzicijskih in netranzicijskih državah. Zanimalo nas je, ali ima ponudba zunanjih virov financiranja različen vpliv na povprečno rast dodane vrednosti sektorjev v tranzicijskih in netranzicijskih državah. Znana je razlika v razvitosti finančnih sistemov med tema dvema skupinama držav. Tranzicijske države so v primerjavi z netranzicijskimi v začetni fazi vstopa in prevzemanja konceptov tržnega gospodarstva. Ta razlika v razvoju gospodarstva pomeni tudi različen vpliv oblik financiranja na ekonomijo, kar je razvidno iz ocen regresijskih koeficientov v drugem stolpcu. Predznak ocene regresijskega koeficienta za tranzicijske države v drugem stolpcu Tabele 5 je v primerjavi z oceno regresijskega koeficienta za vse države v tretjem stolpcu Tabele 4 različen, kar kaže na smiselnost delitve držav, čeprav sta regresijska koeficienta neznačilna.

Ko ocenjujemo vpliv obveznosti do dobaviteljev na povprečno dodano vrednost sektorjev v tranzicijskih in netranzicijskih državah, ugotovimo, da sta regresijska koeficienta statistično neznačilna (glej Tab. 5, str. 31).

V četrtem stolpcu (glej Tab. 5, str. 31) smo v model vključili tako formalni kot neformalni vir financiranja, kar podaja popolnejšo sliko vpliva virov financiranja na povprečno rast dodane vrednosti. Ko primerjamo ocenjene regresijske koeficiente tranzicijskih in netranzicijskih držav pri formalnem in neformalnem zunanjem financiranju, vidimo, da so vsi regresijski koeficienti statistično neznačilni.

Tabela 6: Ocene enačbe 2 in delitev na države članice EU in nečlanice EU

	1	2	3	4
rz_{395}	.001 (0.60)			
fl_{395}	.009 (0.96)			
$rz_{395} \times D_{EU}$		.001 (0.65)		.0001 (0.71)
$fl_{395} \times D_{EU}$			.146 (0.41)	.135 (0.46)
$rz_{395} \times D_{NEU}$		.00006 (0.92)		-.00003 (0.96)
$fl_{395} \times D_{NEU}$			.812 (0.07)	.808 (0.07)
Konstanta	4.138 (0.09)	4.252 (0.00)	2.406 (0.35)	2.571 (0.32)
Število opazovanj	638	638	638	638
R^2	0.509	0.509	0.512	0.512

Opomba: Odvisna spremenljivka je povprečna realna rast dodane vrednosti ISIC-sektorja za vsako državo od leta 1996 do 2003. Pojasnjevalni spremenljivki sta rz_{395} in fl_{395} . rz_{395} predstavlja produkt zunanje odvisnosti sektorjev od zunanjega financiranja in vsote povprečne tržne kapitalizacije in povprečja danih bančnih kreditov privatnemu sektorju od leta 1995 do 2003. fl_{395} predstavlja produkt odvisnosti sektorjev oziroma podjetij od financiranja prek dobaviteljev in vsoto povprečne tržne kapitalizacije in povprečja danih bančnih kreditov privatnemu sektorju od leta 1995 do 2003. Vse štiri regresije, prikazane v posameznih stolpcih, vsebujejo nepravne spremenljivke, tako za vsako državo kot za vsak ISIC-sektor, kar pomeni, da smo v ocenjevanje vključili 30 fiksnih državnih in 26 sektorskih vplivov. V oklepajih so zapisane natančne stopnje značilnosti ocene posameznega regresijskega koeficienta. Zaradi nepopolne baze podatkov v ocenjevanje ni vključen delež začetne dodane vrednosti posameznega sektorja glede na celotno dodano vrednost proizvodnih sektorjev države. V regresijo v drugem, tretjem in četrtem stolpcu sta vključeni dodatni nepravni spremenljivki za države članice EU (D_{EU}) in nečlanice EU (D_{NEU}).

Vir: Amadeus baza; Izračuni v programu Stata 9.

Zanimalo nas je, ali se sektorjem v državah, ki niso članice EU, zaradi povečane ponudbe formalnih zunanjih virov financiranja poveča dodana vrednost. Vse države, ki želijo postati

članice EU, morajo doseči določene gospodarske in pravne standarde, ki se v EU že uporabljajo, kar lahko pozitivno vpliva na finančno razvitost. Ocenili smo, da imajo države, ki so vključene v EU, bolj razvite finančne trge od tistih, ki niso v EU, kar pomeni manjšo rast dodane vrednosti njihovih sektorjev glede na države zunaj EU, če pride do poglobljanja finančnih trgov in istočasnega uvajanja tržnih principov v gospodarstvo. Kljub tej delitvi držav so regresijski koeficienti v četrtem stolpcu statistično neznačilni (glej Tab. 6, str. 32).

Opazna je razlika med ocenjenim vplivom obveznosti do dobaviteljev na dodano vrednost pri regresiji v prvem in četrtem stolpcu, ko je skupen vpliv ločen med države, ki niso članice EU in države članice EU. Ta vpliv je v prvem stolpcu neznačilen, medtem ko je verjetnost pozitivnega vpliva obveznosti do dobaviteljev na dodano vrednost pri državah nečlanicah EU močno narasla (glej Tab. 6, str. 32).

Tabela 7: Ocene enačbe 3

	1	2	3	4	5	6
rz1	-0.004 (0.81)			-0.012 (0.32)		
rz2		-0.120 (0.00)			-0.044 (0.20)	
rz3			-0.024 (0.09)			-0.022 (0.15)
D _t	ne	ne	ne	da	da	da
Konstanta	3.165 (0.00)	6.024 (0.00)	4.079 (0.00)	3.923 (0.00)	4.782 (0.00)	4.454 (0.00)
Št. opazovanj	4449	4445	4445	4449	4445	4445
R ²	0.000	0.000	0.001	0.073	0.074	0.074

Opomba: Odvisna spremenljivka je realna rast dodane vrednosti ISIC-sektorja za vsako državo od leta 1996 do 2003. Pojasnjevalne spremenljivke so rz1, rz2 in rz3. rz1 predstavlja produkt zunanje odvisnosti sektorjev od zunanjega financiranja in tržno kapitalizacije držav od leta 1995 do 2003, rz2 je produkt zunanje odvisnosti sektorjev od zunanjega financiranja in danih bančnih kreditov privatnemu sektorju od leta 1995 do 2003, rz3 pa je produkt odvisnosti sektorjev oziroma podjetij od financiranja prek dobaviteljev in vsote tržne kapitalizacije in danih bančnih kreditov privatnemu sektorju od leta 1995 do 2003. Zunanja odvisnost je spremenljivka, ki kaže na delež investicij, ki niso financirane z denarnim tokom podjetja. V oklepajih so zapisane natančne stopnje značilnosti ocene posameznega regresijskega koeficienta.

Vir: Amadeus baza; Izračuni v programu Stata 9.

Ko spremenljivkam dodamo poleg sektorske in državne še časovno dimenzijo (glej Tab. 7), vsi trije predznaki ocen regresijskih koeficientov v prvem, drugem in tretjem stolpcu kažejo na negativno povezavo med poglobljanjem finančnih trgov in dodano vrednostjo sektorjev. V četrtem, petem in šestem stolpcu smo odvisnim spremenljivkam poleg dodatne časovne dimenzije dodali nepravne spremenljivke za čas. Vključitev zadnjih

pomembno vpliva na statistično značilnost ocenjenega regresijskega koeficienta v drugi vrstici, saj postane koeficient v šestem stolpcu neznačilen.

Tabela 8: Ocenjevanje enačbe 7

	1	2	3	4	5	6
rz1	.032 (0.16)			.033 (0.13)		
rz2		.011 (0.82)			.016 (0.73)	
rz3			.027 (0.18)			.029 (0.13)
fl1	-.241 (0.02)			-.399 (0.00)		
fl2		-.893 (0.00)			-.452 (0.05)	
fl3			-.347 (0.00)			-.402 (0.00)
D _t	ne	ne	ne	da	da	da
Konstanta	3.7406 (0.00)	9.34071 (0.00)	6.17842 (0.00)	4.52573 (0.00)	6.47994 (0.00)	6.62495 (0.00)
Št. opazovanj	4449	4445	4445	4449	4445	4445
R ²	0.001	0.007	0.004	0.077	0.075	0.078

Opomba: Odvisna spremenljivka je realna rast dodane vrednosti ISIC-sektorja za vsako državo od leta 1996 do 2003. Poleg pojasnjevalnih spremenljivk rz1, rz2 in rz3, ki so opisane med opombami pod Tabelo 8, imamo dodatne pojasnjevalne spremenljivke, in sicer fl1, fl2 in fl3. fl1 predstavlja produkt odvisnosti sektorjev oziroma podjetij od financiranja prek dobaviteljev (FL-mera) in tržne kapitalizacije držav od leta 1995 do 2003, fl2 je produkt med odvisnostjo sektorjev oziroma podjetij od financiranja prek dobaviteljev in danih bančnih kreditov privatnemu sektorju od leta 1995 do 2003, fl3 pa je produkt med odvisnostjo sektorjev oziroma podjetij od financiranja prek dobaviteljev in vsoto tržne kapitalizacije in danih bančnih kreditov privatnemu sektorju od leta 1995 do 2003. V oklepajih so zapisane natančne stopnje značilnosti ocene posameznega regresijskega koeficienta.

Vir: Amadeus baza; Izračuni v programu Stata 9.

Ocena regresijskega koeficienta spremenljivke rz2 (glej Tab. 8) postane v primerjavi z oceno te spremenljivke v Tabeli 7, ko vključimo v ocenjevanje dodatno pojasnjevalno spremenljivko fl2, pozitivna. Sprememba predznaka je posledica vključitve dodatne pojasnjevalne spremenljivke, ki ima poleg dodatnega pojasnjevalnega vpliva gibanja odvisne spremenljivke statistično značilno oceno regresijskega koeficienta. Negativen predznak statistično značilne ocene regresijskega koeficienta spremenljivke fl2 kaže na substitut zadolževanja prek obveznosti do dobaviteljev z zadolževanjem prek bank. Po teoriji (Fisman, Love, 2002, str. 7) je to značilnost podjetij, ki delujejo v slabo razvitih finančnih sistemih, zato bomo v Tabeli 9 in 10 skupen vpliv držav ločili na dve skupini, pri čemer bomo ločili med državami z bolj razvitimi in manj razvitimi finančnimi trgi. Tako

bomo preverili morebitno razliko v vplivu različno razvitih finančnih sistemov na gospodarsko rast.

V četrti, peti in šesti stolpec (glej Tab. 8, str. 34) smo poleg dodatnih pojasnjevalnih spremenljivk v regresijo vključili še neprave spremenljivke za čas. Vse ocene regresijskih koeficientov dodatnih pojasnjevalnih spremenljivk ostanejo statistično značilne, kar je skladno z omenjeno teorijo (Fisman, Love, 2002).

Tabela 9: Ocene enačbe 7 in delitev držav na države članice EU in nečlanice EU

	1	2	3	4	5	6
rz3	-.022 (0.15)				.029 (0.134)	
fl3			-.307 (0.00)		-.401 (0.000)	
rz3 x D _{EU}		-.030 (0.07)				.017 (0.43)
fl3 x D _{EU}				-.326 (0.000)		-.379 (0.00)
rz3 x D _{NEU}		.021 (0.57)				.104 (0.05)
fl3 x D _{NEU}				-.215 (0.25)		-.582 (0.03)
D _t						
Konstanta	4.078 (0.00)	4.294 (0.00)	6.647 (0.00)	6.566 (0.00)	6.625 (0.00)	6.556 (0.00)
Št. opazovanj	4445	4445	4445	4445	4445	4445
R ²	0.001	0.074	0.077	0.077	0.079	0.079

Opomba: Odvisna spremenljivka je realna rast dodane vrednosti ISIC-sektorja za vsako državo od leta 1996 do 2003. Pojasnjevalni spremenljivki rz3 in fl3 sta pojasnjeni v opombah pod Tabelo 8, str. 34. D_{EU} in D_{NEU} sta nepravi spremenljivki. Prva je neprava spremenljivke za nečlanice EU in druga za države članice EU. V oklepajih so zapisane natančne stopnje značilnosti ocene posameznega regresijskega koeficienta.

Vir: Amadeus baza; Izračuni v programu Stata 9.

V Tabeli 9 so prikazane različne kombinacije parcialnih vplivov formalnih in neformalnih zunanjih virov financiranja podjetij po državah članicah EU in državah, ki niso članice EU, na dodano vrednost podjetij oziroma gospodarsko rast.

V prvem stolpcu Tabele 9 vidimo, da je ocenjeni regresijski koeficient spremenljivke rz3 negativen in statistično neznačilen. Z delitvijo držav na dve skupini postane ocena vpliva formalnih virov financiranja pri državah, ki niso članice EU, pozitivna, a statistično neznačilna (drugi stolpec Tabele 9). S pomočjo delitve ugotovimo, da imajo pri preučevanju skupnega vpliva celotnih financ v vseh državah na gospodarsko rast države članice EU prevladujoč vpliv. Zadnje se kaže pri spremenjenem predznaku ocene

regresijskega koeficienta spremenljivke $rz3 \times D_{NEU}$, ki kaže pri državah, ki niso članice EU, na pozitivno povezavo med poglobljanjem finančnih trgov in gospodarsko rastjo. Ta ocena sicer v drugem stolpcu ni značilna, a je značilna v šestem stolpcu, kjer smo preučevali skupen vpliv tako formalnih kot neformalnih virov financiranja podjetij na gospodarsko rast.

V tretjem stolpcu (glej Tab. 9, str. 35) smo ocenili vpliv neformalnega vira financiranja podjetij v vseh državah na gospodarsko rast, pri čemer je ocena tega regresijskega koeficienta negativna in statistično značilna. Negativen, statistično značilen regresijski koeficient kaže na substitut med financiranjem podjetij prek obveznosti do dobaviteljev in financiranjem prek kapitalskega in bančnega trga. Zadnje je značilno za podjetja v državah z razvijajočim se finančnim sistemom, saj naj bi podjetja v takem gospodarskem okolju zamenjevala neformalna financiranja s formalnimi, kar naj bi bila po teoriji posledica cenejše ponudbe formalnih finančnih virov.

V četrtem stolpcu (glej Tab. 9, str. 35) smo vpliv obveznosti do dobaviteljev na dodano vrednost proizvodnih sektorjev vseh držav ločili na države članice EU in države, ki niso članice EU. Ponovno se pokaže smiselnost povezovanja držav v dve skupini po stopnji razvitosti finančnih sistemov, saj ugotovimo, da ostaja ocena regresijskega koeficienta za države, ki so članice EU, negativna in statistično značilno različna od nič, medtem ko je ocena regresijskega koeficienta za države, ki niso članice EU, neznačilna.

V petem stolpcu (glej Tab. 9, str. 35) je prikazana ocena skupnega vpliva zadolževanja podjetij prek finančnih trgov in prek obveznosti do dobaviteljev po državah članicah EU in državah, ki niso članice EU, in sicer na rast dodane vrednosti. Vidimo, da ostaja ocena regresijskega koeficienta spremenljivke $fl3$ za vse države negativna in statistično značilno različna od nič, medtem ko je ocena regresijskega koeficienta spremenljivke $rz3$ postala z vključitvijo dodatne pojasnjevalne spremenljivke $fl3$ pozitivna (enačba 7). Ocena regresijskega koeficienta $rz3$ je v petem stolpcu (glej Tab. 9, str. 35) statistično neznačilna, a postane z delitvijo na omenjeni skupini držav v šestem stolpcu ocenjeni parcialni regresijski koeficient za države, ki niso članice EU, statistično značilen. To pomeni, da poglobljanje finančnega sistema pospešuje gospodarsko rast v državah, ki niso članice EU. Prikazane ocene v šestem stolpcu (glej Tab. 9, str. 35) potrjujejo našo hipotezo o nelinearnem vplivu razvoja finančnih trgov na gospodarsko rast. Vidimo, da državam, ki nimajo razvitih finančnih sistemov, razvoj teh koristi bolj kot državam, ki imajo te že razvite.

Nato smo ločeno ocenili vpliv bančnih kreditov in zadolževanja podjetij prek kapitalskih trgov na rast dodane vrednosti po tranzicijskih in netranzicijskih državah (glej Tab. 10, str. 37). Skupen vpliv smo razdelili, da bi ugotovili, ali je negativen in neznačilen regresijski koeficient spremenljivke $rz3$ v prvem stolpcu prevladujoč rezultat značilnosti gospodarstev v tranzicijskih ali netranzicijskih državah. Ločen vpliv je prikazan v drugem stolpcu, kjer

vidimo, da je vpliv razvoja globine finančnih trgov na gospodarsko rast v času pri netranzijskih državah postal statistično značilno različen od nič, kar je v skladu s teorijo in našimi pričakovanji o pozitivnem vplivu razvoja finančnih trgov na gospodarsko rast.

Tabela 10: Ocene enačbe 7 in delitev držav na tranzicijske in netranzijske

	1	2	3	4	5	6
rz3	-0.021 (0.15)				.029 (0.13)	
fl3			-.307 (0.00)		-.401 (0.00)	
rz3 x D _{NTRAN}		-.035 (0.02)				.014 (0.48)
fl3 x D _{NTRAN}				-.349 (0.00)		-.395 (0.00)
rz3 x D _{TRAN}		.144 (0.01)				.245 (0.00)
fl3 x D _{TRAN}				.119 (0.67)		-.688 (0.07)
D _t	da	da	da	da	da	da
Konstanta	4.079 (0.00)	3.648 (0.00)	6.647 (0.00)	6.089 (0.00)	6.625 (0.00)	6.560 (0.00)
Št. opazovanj	4445	4445	4445	4445	4445	4445
R ²	0.001	0.076	0.077	0.078	0.078	0.079

Opomba: Odvisna spremenljivka je realna rast dodane vrednosti ISIC-sektorja za vsako državo od leta 1996 do 2003. Pojasnjevalni spremenljivki rz3 in fl3 sta pojasnjeni v opombah pod Tabelo 8. D_{TRAN} in D_{NTRAN} sta nepravilni spremenljivki. Prva je nepravilna spremenljivka za tranzicijske države in druga za netranzijske. V oklepajih so natančne stopnje značilnosti ocene posameznega regresijskega koeficienta.

Vir: Amadeus baza; Izračuni v programu Stata 9.

Da bi ugotovili, ali je negativen in statistično značilen regresijski koeficient obveznosti do dobaviteljev v drugem stolpcu Tabele 10 prevladujoč rezultat različno razvitih finančnih sistemov v tranzicijskih ali netranzijskih državah (ali pa ta od tega ni odvisen), smo tudi tu 30 držav, za katere smo opravili meritve, razdelili na omenjeni skupini držav. Ugotovili smo, da je parcialen vpliv zadolževanja podjetij prek obveznosti do dobaviteljev na dodano vrednost postal pri tranzicijskih državah pozitiven in neznačilen. Ta postane ponovno negativen in statistično značilen, ko preučujemo skupen vpliv tako formalnih kot neformalnih virov financiranja podjetij na gospodarsko rast ločeno po tranzicijskih in netranzijskih državah (stolpec 6, Tabela 10).

Razlike med ocenjenimi regresijskimi koeficienti (glej Tab. 9, str. 35 in Tab. 10) so posledica vključitve Norveške in Islandije v skupino netranzijskih držav. V Tabeli 9 ti dve državi tvorita skupaj s skupino tranzicijskih držav države, ki niso članice EU, kar vpliva na spremembo statistične značilnosti ocene regresijskega koeficienta spremenljivke

$f_{13} \times D_{NEU}$, prikazane v šestem stolpcu (glej Tab. 9, str. 35) v primerjavi z oceno regresijskega koeficienta spremenljivke $f_{13} \times D_{TRAN}$. Zadnji je v šestem stolpcu (glej Tab. 10, str. 37) značilen pri 10 %. Ko primerjamo omenjena regresijska koeficienta, opazimo povečano negativno vrednost ocene vpliva financiranja podjetij prek obveznosti do dobaviteljev na gospodarsko rast pri netranzijskih državah, in sicer v šestem stolpcu (glej Tab. 10, str. 37). Zadnje potrjuje ugotovitve, da podjetja v državah z razvijajočim se finančnim sistemom zamenjujejo neformalne vire financiranja s formalnimi, kar dodatno pospešuje gospodarsko rast (Fisman, Love, 2002, str. 8).

6 SKLEP

Teoretično naj bi vključevanje države v finančno integracijo pozitivno vplivalo na gospodarsko rast. Pozitivni učinki so lahko posledica zmanjšanja tveganj v finančnem poslovanju, večje makroekonomske stabilnosti gospodarstva, boljše alokacije kapitala in napredka v razvoju celotnega finančnega sistema. Na stopnjo razvoja zadnjega močno vpliva učinkovita institucionalna ureditev, in to predvsem na področju regulacije in nadzora vodenja podjetij, saj ta zagotavlja stabilnost in zmanjšuje negativne posledice asimetričnih informacij. Drugi kanal, prek katerega lahko vključitev v finančno integracijo pozitivno vpliva na gospodarsko rast, je neomejen dostop do drugih finančnih trgov, ki so običajno bolj razviti in ponujajo cenejše vire financiranja.

Z metodologijo ocenjevanja vpliva globine finančnega trga na povprečno realno rast dodane vrednosti proizvodnih sektorjev, kot sta jo uporabila Rajan in Zingales (1998, str. 563), potrdimo pozitivno povezavo razvoja finančnega trga na gospodarsko rast. Dobljeni rezultati kažejo na značilen nelinearen vpliv, kar pomeni, da imajo od poglobljanja finančnega trga večje koristi manj razvite države (tranzicijske države in države, ki niso članice EU), saj morajo rasti hitreje, če se želijo približati življenjskemu standardu razvitejših držav. Pri tem jim pomaga pritok svežega kapitala in nove tehnologije, kar pospešuje gospodarsko rast.

Rezultati kažejo, da ima na gospodarsko rast poleg poglobljanja kapitalskih in bančnih trgov značilen pozitiven vpliv tudi tretji mogoči vir zunanjega financiranja podjetij, in sicer obveznosti do dobaviteljev. Izsledki raziskave kažejo, da podjetja v državah z razvijajočim se finančnim sistemom zamenjujejo neformalne vire financiranja s formalnimi, kar dodatno pospešuje gospodarsko rast.

Slovenija je prva iz skupine 10 držav, ki so se sredi leta 2004 priključile EU, povečala evropsko finančno integracijo, kar je zahtevalo uspešno sodelovanje v sistemu menjalnih tečajev ERM 2 in doseganje maastrichtskih kriterijev. Ves čas je bilo potrebno usklajeno delovanje ekonomskih politik, ki so bile vključene pri nevtraliziranju potencialnih šokov,

do katerih bi lahko prišlo v obdobju do prevzema evra. S tem je dokazala, da se je sposobna spopasti s težavami in da je hkrati pripravljena izkoristiti priložnosti, ki jih ponuja nov mednarodni finančni trg. Na podlagi dobljenih rezultatov analize si lahko Slovenija z vstopom v Ekonomsko in monetarno unijo v začetku leta 2007 obeta razvoj finančnega sektorja in posledično dodatne pozitivne učinke na gospodarsko rast.

LITERATURA

1. Beck Thorsten., Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross: A New Database on Financial Development and Structure. Washington : The World Bank, Development Research Group, 1999. 67 str.
2. Cigna Gian Piero: The quality of banking legislation in transition countries. Basel : Basel Committee, 1997. 10 str.
3. Coricelli Fabrizio: Poglobljanje finančnega trga in finančna integracija novih držav članic EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2006), 11, str. 74-77.
4. Coricelli Fabrizio, Brezigar Masten Arjana, Masten Igor: Expected effects of Euro adoption on financial development and growth in new EU member countries. Neobjavljen rokopis.
5. Coricelli Fabrizio, Jazbec Boštjan, Masten Igor: Sources and obstacles for growth in transition countries: The role of credit. Interno gradivo doc. dr. Igor Masten.
6. Fisman Raymond, Love Inessa: Trade credit, financial intermediary development and industry growth. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 2002. 33 str.
7. Frederics S. Mishkin: The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. United States of America : Addison Wesley, 2003. 793 str., str. 181-210.
8. Greene William H.: Econometric Analysis. 5th Edition. New Jersey : Pearson Education, 2003. 1083 str., str. 283-338.
9. Guiso Luigi et al.: Financial market integration and economic growth in the EU. Great Britain : Università di Sassari, Ente 'Luigi Einaudi' and CEPR; Università di Salerno, CSEF, and CEPR; Università di Salerno and CSEF; Università di Napoli Federico II, CSEF, and CEPR, 2004. 54 str.
10. King Robert G., Levine Ross: Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right : Quarterly Journal of Economics, London, 1993. 21 str.
11. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 471 str.
12. Saunders Anthony, Millon Cornett Marcia: Financial Institutions Management. 5th Edition. United States of America : McGraw-Hill/Irwin, 2005. 778 str., str. 4-28.

13. StataCorp. 2005. Release 9. College Station, TX: StataCorp LP. Longitudinal/Panel data. 349 str., str. 136-156, str. 282-310.
14. StataCorp. 2005. Release 9. College Station, TX: StataCorp LP. Reference R-Z. 632 str., str. 509-518.
15. StataCorp. 2005. Release 9. College Station, TX: StataCorp LP. User's guide. 370 str.
16. StataCorp. 2005. Release 9. College Station, TX: StataCorp LP. Getting started with Stata for Windows. 183 str.
17. Transition Report 2003: Finance in transition. London : EBRD, 2004.
18. Žiberna Kristina: Korupcija in gospodarska rast. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 37 str.

VIRI

1. Amadeus database. Interno gradivo doc. dr. Igor Masten.
2. Banka Slovenije, 2007.
[URL: <http://www.bsi.si/poslovanje-bank-in-podjetij.asp?MapaId=152>], 2. 2. 2007.
3. Beck Thorsten, Levine Ross: Stock Markets, Banks, and Growth. The World Bank.
[URL:http://www.wds.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64193027&piPK=64187937&theSitePK=523679&menuPK=64187510&searchMenuPK=64187283&theSitePK=523679&entityID=000094946_01100404003716&searchMenuPK=64187283&theSitePK=523679], 15. 11. 2006.
4. Campos Nauro F. and Coricelli Fabrizio: Growth in transition: what we know, what we don't, and what we should.
[URL:http://www.gdnet.org/pdf/430_Campos-paper.pdf], 11. 11. 2006.
5. Coricelli Fabrizio, Brezigar Masten Arjana, Masten Igor: Credit and growth in transition countries.
[URL:http://www.iue.it/FinConsEU/ResearchActivities/CreditConsMacro2005/Papers/coricelli_final.pdf], 13. 7. 2006.
6. Coricelli Fabrizio, Masten Igor: Growth and volatility in transition countries: The role of credit.
[URL:<https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2004/calvo/pdf/corice.pdf>], 15. 4. 2004.
7. Djankov Simeon, McLiesh Caralee, Ramalho Tita: Regulation and Growth.
[URL:<http://rru.worldbank.org/documents/discussions/regulationofgrowth.pdf>], 25. 8. 2006.
8. Gatti Roberta, Love Inessa: Does access to credit improve productivity?
[URL:http://wdsbeta.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2006/05/11/000016406_20060511121642/Rendered/PDF/wps3921.pdf], 11. 5. 2006.
9. Goldsmith R.W.: Financial Structure and Development.
[URL:<http://links.jstor.org/sici?sici=00130133%28197006%2980%3A318%3C365%3AFSAD%3E2.0.CO%3B20&size=LARGE>], 13. 6. 2006.
10. Levine Ross, Zervos Sara: Stock Markets, Banks, and Economic Growth.
[URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=60141], 10. 11. 2006.

11. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: Financial Dependence and Growth. The American Economic Review. American Economic Association.
[URL:<http://www.jstor.org/cgibin/jstor/logon?S1=cce44066.11657592210&T=1&config=jst>], 21. 6. 2006.
12. StataCorp. 2005. Stata Statistical Software: Release 9. College Station, TX: StataCorp LP.
13. WDI database, World Bank.
[URL:<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20398986~menuPK:64133163~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html>], 22. 8. 2006.
14. Weber Axel A.: Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe. Conference of the ECB-CFS Research Network, Berlin, 29 September 2006.
[URL:<http://www.bis.org/review/r061006a.pdf>], 12. 11. 2006.
15. World Development Indicators 2006 – database.
[URL:<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20535285~menuPK:1192694~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html>], 12. 6. 2006.