

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**FINANČNA LIBERALIZACIJA IN GOSPODARSKA RAST Z
VIDIKA KAPITALSKIH TRGOV**

EMPIRIČNA ANALIZA V DRŽAVAH V RAZVOJU

Ljubljana, september 2007

MARGITA ŠTEMBERGER

IZJAVA

Študentka Margita Štemberger izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Tjaše Redek, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

Kazalo

1	UVOD	1
2	OPREDELITEV FINANČNE LIBERALIZACIJE	2
2.1	OPREDELITEV FINANČNEGA SISTEMA	2
2.1.1	<i>Finančne institucije</i>	2
2.1.2	<i>Finančni instrumenti</i>	3
2.1.3	<i>Finančni trgi</i>	4
2.2	FINANČNA LIBERALIZACIJA	7
2.3	POSLEDICE FINANČNE LIBERALIZACIJE.....	10
3	FINANČNA LIBERALIZACIJA, RAZVOJ KAPITALSKIH TRGOV IN GOSPODARSKA RAST . 12	
3.1	GOSPODARSKA RAST IN DEJAVNIKI GOSPODARSKE RASTI.....	12
3.2	FINANČNA LIBERALIZACIJA IN GOSPODARSKA RAST V DRŽAVAH V RAZVOJU	14
3.3	FINANČNA LIBERALIZACIJA V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH	22
4	EMPIRIČNA ANALIZA	26
4.1	METODA IN PODATKI.....	28
4.2	REZULTATI IN INTERPRETACIJA	29
5	SKLEP	31
	LITERATURA	34
	VIRI	37

1 Uvod

Finančna liberalizacija je pojem, ki zajema več segmentov finančnega sistema, in sicer lahko zadeva denarni, kapitalski oziroma devizni trg, trg izvedenih finančnih instrumentov, trg nepremičnin ter trg blaga. Vsak segment ima specifične značilnosti in ga opredeljujejo različni dejavniki.

Na temo liberalizacije finančnega sistema je napisane veliko literature in izvedenih veliko empiričnih študij. Večina te literature je novejša, kar pa ni čudno, saj je predvsem v državah v razvoju proces finančne liberalizacije prisoten zadnji dve desetletji.

Do začetka sedemdesetih let se je namreč večina razvitih držav relativno dobro liberalizirala, medtem ko so bili v večini držav v razvoju v takratnem času finančni sistemi slabo razviti in močno regulirani s strani držav tako, da so ravni obrestnih mer posameznih držav v razvoju ostajale na zelo nizki ravni. Slednje, kot bom predstavila v nadaljevanju diplomskega dela, negativno učinkuje na gospodarsko rast. Kasneje so države v razvoju postopoma začele s procesom finančne liberalizacije, vendar pa se je v osemdesetih letih zgodil pomemben preobrat. V Latinski Ameriki se je namreč proces liberalizacije odvijal dokaj hitro, države so svoje finančne sisteme preoblikovale v tržne brez neposredne državne regulacije. Posledično je prišlo do masovnega bankrota in finančne krize, ki je zajela celotno Južno Ameriko. Države so nato opustile laissez-faire politiko in vpeljale stroge omejitve v svojem finančnem sistemu. Kasneje, v začetku devetdesetih let, so ponovno prešle na politiko liberalizacije, ki pa so jo takrat z namenom, da preprečijo nastanek podobnih kriz, spremljali regulatorni mehanizmi.

Ekonomska literatura ne daje jasnega odgovora na vprašanje, ali finančna liberalizacija kakorkoli prispeva k rasti, in če prispeva, kako. Kljub temu pa so ekonomisti danes enotnega mnenja, da neučinkovit in pretirano reguliran finančni sektor deluje zaviralno na gospodarsko rast držav v razvoju. Hkrati pa sami finančni trgi ne morejo zagotoviti gospodarske rasti brez ustreznih razpoložljivih naložbenih možnosti. Stabilen in učinkovit finančni sistem lahko močno vpliva na ekonomski razvoj države, ker lahko vpliva na raven kapitalske ureditve, učinkovitost in alokacijo kapitala med konkurirajočimi se zahtevami in ker ustvarja zaupanje končnih potrošnikov v poštenost finančnega sistema. Dobro strukturiran regulatorni režim lahko tako prispeva k učinkovitosti in stabilnosti finančnega sistema. Razvit finančni sistem predstavlja pomembno podlago za uravnoteženo in vzdržno gospodarsko rast. Nerazvitost in ranljivost finančnega sistema lahko hitro ogrozi uresničevanje zastavljene makroekonomske politike in njeno stabilnost.

Namen diplomskega dela je preučiti učinke finančne liberalizacije na gospodarsko rast držav, pri čemer je poudarek na državah v razvoju. Diplomsko delo sem razdelila v grobem na dva dela, in sicer na teoretični in empirični del. Uvodnemu delu sledi poglavje, v katerem sem opredelila pojem finančnega sistema in nato še termin finančna liberalizacija ter njene posledice

na gospodarstvo. V tretjem poglavju sem obravnavala učinke finančne liberalizacije na gospodarsko rast z vidika kapitalskih trgov držav v razvoju. V tem delu sem tudi predstavila številne študije avtorjev na temo finančne liberalizacije. Četrto poglavje sem namenila empirični analizi in razlagi dobljenih rezultatov na vzorcu držav v razvoju. Sledi še zaključni del.

2 Opredelitev finančne liberalizacije

Finančna liberalizacija je zelo širok in kompleksen pojem, zato ga je težko kratko razložiti. Ko govorimo o liberalizaciji finančnega sistema, je potrebno natančno definirati, kaj mislimo s tem pojmom. Termin namreč zadeva več segmentov finančnega sistema in ima več različnih učinkov na gospodarstvo.

2.1 Opredelitev finančnega sistema

Finančni sistemi tržnega gospodarstva so dandanes sestavljeni iz različnih *finančnih institucij*, *finančnih instrumentov* in *finančnih trgov*, ki s svojim delovanjem omogočajo prenos finančnih prihrankov od gospodarskih subjektov, pri katerih ti prihranki nastajajo, h gospodarskim subjektom, ki potrebujejo dodatna finančna sredstva za financiranje svojih potreb. Zato se tudi pojem liberalizacije navezuje lahko na vsakega od teh delov¹ (Prohaska, 2004, str. 3).

2.1.1 Finančne institucije

Finančne institucije lahko glede na različne kriterije razdelimo v različne skupine. V denarni teoriji, kjer je v ospredju obravnavanje emisije denarja v narodnem gospodarstvu, finančne institucije delimo glede na njihovo vlogo pri emisiji denarja. Pri tem nas zanima, ali posamezna finančna institucija spada v denarni (monetarni) sistem ali ne in ali v okviru svojega poslovanja izdaja denar ali ne. Pri delitvi finančnih institucij na denarne in nedenarne izhajamo iz funkcionalnega načela, ki zahteva, da nekatere finančne institucije (poslovne banke) razdelimo na dva dela. Ta delitev pa je pri obravnavanju finančnih institucij z vidika njihovega finančnega posredništva neustrezna. Zato pa lahko finančne institucije delimo po institucionalnem kriteriju na *finančne posrednike in agentske finančne institucije*. Med agentske finančne institucije uvrščamo tako imenovane brokerje ali dilerje, ki so specializirani za trgovanje z vrednostnimi

¹ Tradicionalno imajo med finančnimi institucijami osrednjo vlogo poslovne banke, vendar se v večini razvitih držav njihova vloga zmanjšuje. Vedno bolj pomembne postajajo investicijske finančne institucije oziroma institucionalni investitorji. Posamezni avtorji delijo finančne sisteme razvitih držav v dve skupini: v tržno in bančno usmerjene finančne sisteme. Za tržno usmerjene finančne sisteme je značilna visoka razvitost finančnih trgov, še posebej trgov za tako imenovani rizični kapital, v bančno usmerjenih finančnih sistemih pa ti trgi niso tako močno razviti, zaradi tega močno izstopajo banke kot osrednje finančne institucije.

papirji, in investicijske banke, ki pomagajo podjetjem pri emisiji vrednostnih papirjev. Finančne posrednike lahko še dalje razdelimo v dve skupini, in sicer na depozitne finančne institucije ter na institucionalne investitorje in investicijske finančne institucije.

Depozitne finančne institucije predstavljajo poslovne banke, hranilnice, kreditne zadrage in druge finančne institucije, ki varčevalcem ponujajo možnost za razpolaganje njihovih prihrankov v obliki vlog. *Institucionalne investitorje oziroma investicijske finančne institucije* pa na drugi strani delimo še nadalje na pogodbene finančne institucije in investicijska podjetja oziroma investicijske sklade. Pogodbene finančne institucije zbirajo prihranke varčevalcev na osnovi pogodbenih razmerij, ki jih sklenejo varčevalci in pogodbene finančne institucije. Primarna naloga teh je izpolnjevanje pogodbenih obveznosti, opravljanje finančnega posredništva pa je njihova vzporedna naloga. Sem štejemo pokojninske sklade in zavarovalnice. Investicijska podjetja in druge finančne institucije ustanavljajo in upravljajo raznovrstne investicijske sklade, ki na osnovi izdanih delnic in nekoliko manj tudi obveznic zbirajo prihranke suficitnih gospodarskih celic in jih nalagajo predvsem v vrednostne papirje podjetij. Za razliko od pogodbenih finančnih institucij so čisti finančni posredniki, saj varčevalcem omogočajo predvsem zmanjševanje tveganja in jim nudijo strokovno upravljanje njihovih prihrankov. Tako pogodbene finančne institucije kot investicijski skladi so usmerjeni v nakup dolgoročnih vrednostnih papirjev podjetij oziroma države, ravno zaradi te njihove naravnosti finančnih naložb pa jih označujemo s skupnim imenom investicijske finančne institucije oziroma institucionalni investitorji (Prohaska, 2004, str. 6-8).

2.1.2 Finančni instrumenti

Finančni instrumenti so finančna aktiva, ki jo izdajo končne deficitne gospodarske celice ali finančni posredniki. Instrumenti omogočajo enostavno in učinkovito prenašanje prihrankov od suficitnih celic do izdajatelja. Finančni instrumenti so zakoniti dogovori ali pogodbe, ki določajo velikost transakcije ter plačilne pogoje ter obveznosti. Ker nastajajo v istem zakonskem in institucionalnem okolju, najdemo pri različnih instrumentih veliko podobnosti v njihovem jeziku, obliki in zakonskih pogojih. Razlike, ki nastajajo, odsevajo različne potrebe tako deficitnih kot suficitnih gospodarskih celic, ki so jim namenjene. Vsak instrument je bil razvit z namenom, da bi zadovoljil določeno finančno potrebo, ki do tedaj še ni bila izpolnjena z že obstoječimi instrumenti.

Nekateri finančni instrumenti niso predvideni za trgovanje pred zapadlostjo, zato jih imenujemo netržni oziroma neprenosljivi finančni instrumenti. Stroški transakcij teh instrumentov so mnogo višji od stroškov, ki jih zahtevajo transakcije prenosljivih finančnih instrumentov oziroma vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje. Lastnosti vrednostnih papirjev sta obličnost instrumenta in multilateralnost razmerja (možnost spremembe lastnika pred dospelostjo terjatve), ki omogoča trgovanje in visoko likvidnost vrednostnih papirjev. Slednje je zelo pomembno za investitorja, ko se odloča za finančno naložbo, saj mu omogoča zamenjavo

finančne oblike za denar v vsakem trenutku po trenutni menjalni vrednosti in ga ne prisili v vezavo sredstev do zapadlosti. Vrednostni papirji se med seboj razlikujejo v več parametrih. Glede na naravo terjatve jih delimo na stvarnopravne (skladiščnica, nakladnica), lastniške (delnica) ali dolžniške (obveznica). Obstajajo tudi iz njih izvedeni vrednostni papirji (opcije). Lastnik instrumenta je solastnik izdajatelja in je upravičen do članskih (volilna, glasovalna pravica) in drugih (izplačilo dividend) pravic. Glede na dospelost delimo vrednostne papirje na kratkoročne in dolgoročne vrednostne papirje. Prvi uravnavajo predvsem likvidnost v gospodarstvu, posredujejo pri plačilnem prometu in nastopajo v vlogi zavarovanja plačil in kreditov. Dolgoročni pa opravljajo funkcijo zbiranja in prenosa finančnih prihrankov. Vrednostni papirji so predmet trgovanja na sekundarnem trgu. Čim razvitejši je sekundarni trg in čim večji je obseg trgovanja z vrednostnim papirjem, tem višja je stopnja likvidnosti vrednostnega papirja. Vrednostni papirji so lahko dominirani v domači valuti, lahko pa se zaradi tujih investorjev ali pridobitve večjega zaupanja investorjev izdajatelj odloči za trdno (tujo) valuto. (Prohaska, 2004, str. 14-16).

2.1.3 Finančni trgi

Finančni trg predstavlja skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih storitvah. Prva in osnovna funkcija finančnega trga je učinkovitost alociranja finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim celicam. Tako kot ta tudi druga osnovna funkcija finančnega trga izhaja iz razdelitve na posredni in neposredni finančni trg.

Na neposrednem finančnem trgu (angl. nonintermediated financial market) se izdajajo primarni vrednostni papirji, ki jih dolžniki oziroma njihovi izdajatelji neposredno prodajajo končnim upnikom oziroma kupcem. Na drugi strani lahko slednji te vrednostne papirje prodajajo finančnim institucijam, ki na osnovi tega izdajo terjatve do sebe v obliki depozitov, hranilnih vlog, potrdil o vlogah in podobno. Finančne institucije na ta način ustvarjajo posredne vrednostne papirje. Končni upniki oziroma kupci vrednostnih papirjev tako na posrednem finančnem trgu (angl. intermediated financial market) dobijo namesto neposrednih posredne vrednostne papirje.

Poleg tega delimo finančni trg še na primarni in sekundarni trg. Novi vrednostni papirji se izdajajo na primarnem oziroma emisijskem trgu, na sekundarnem trgu pa teče promet z že izdanimi vrednostnimi papirji. Sekundarni trg je pomemben za obstoj primarnega trga, saj obstoječi finančni instrumenti imetnikom vrednostnih papirjev omogočajo doseganje visoke stopnje likvidnosti z možnostjo njihove prodaje na borzi.

Trg vrednostnih papirjev se glede na zakonsko obveznost izdajatelja vrednostnih papirjev deli na trg vrednostnih papirjev s stalnim donosom ali trg dolžniškega kapitala (angl. debt market) in trg vrednostnih papirjev s spremenljivim donosom ali trg lastniškega kapitala (angl. equity market). Medtem ko dolg predstavlja terjatev oziroma obvezo plačila določenega zneska v

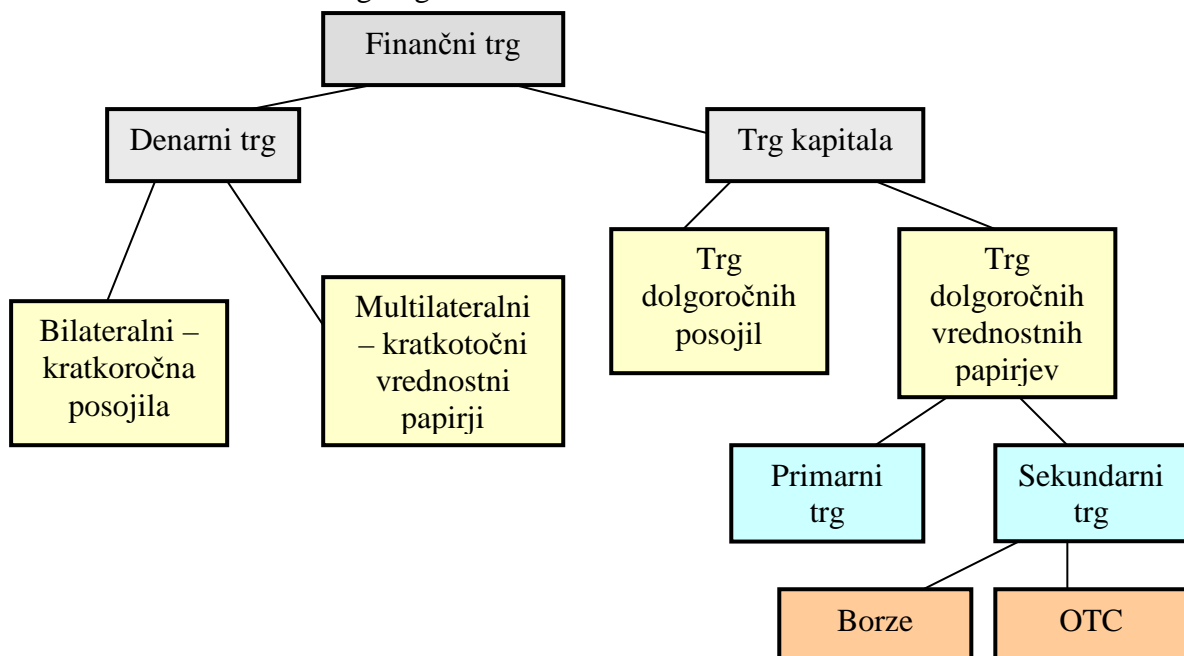
določenem obdobju, lastniški kapital predstavlja delež v lastništvu določene delniške družbe. Iz tega sledi, da zgoraj omenjeni posredni finančni trg predstavlja trg dolžniškega kapitala, neposredni finančni trg pa trg lastniškega kapitala.

Po četrtem in hkrati najpomembnejšem kriteriju – ročnosti – se finančni trg deli na denarni trg in trg kapitala. Razlika med denarnim trgom in trgom kapitala je v roku prenosa finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim celicam na finančnem trgu. Običajen rok oziroma kriterij razlikovanja je eno leto. Na tej osnovi lahko opredelimo trg kapitala v širšem smislu kot skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po dolgoročnih finančnih sredstvih na rok, daljši od enega leta. Trg kapitala lahko v širšem smislu nato ponovno razdelimo na dva enakovredna trga, in sicer na: trg dolgoročnih vrednostnih papirjev ter trg dolgoročnih posojil.

Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev ali trg kapitala v ožjem smislu, kjer se trguje z vrednostnimi papirji s stalnim in spremenljivim donosom, dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji, imenujemo tudi odprti trg (angl. open market). Trg dolgoročnih posojil, na katerem pa ni vrednostnih papirjev, ker gre za skupek bilateralnih odnosov, pa imenujemo tudi pogodbeni trg (angl. negotiated market).

Tako opredeljen trg kapitala v ožjem smislu se nato deli na primarni ali emisijski trg in na sekundarni trg oziroma trg kapitala v najožjem smislu, ki ga sestavljajo borze vrednostnih papirjev in trgovanje prek okenc (angl. »over-the-counter« – OTC) (Prohaska, 2004, str. 9-13).

Slika 1: Struktura finančnega trga



Vir: Prohaska, 2004, str.12.

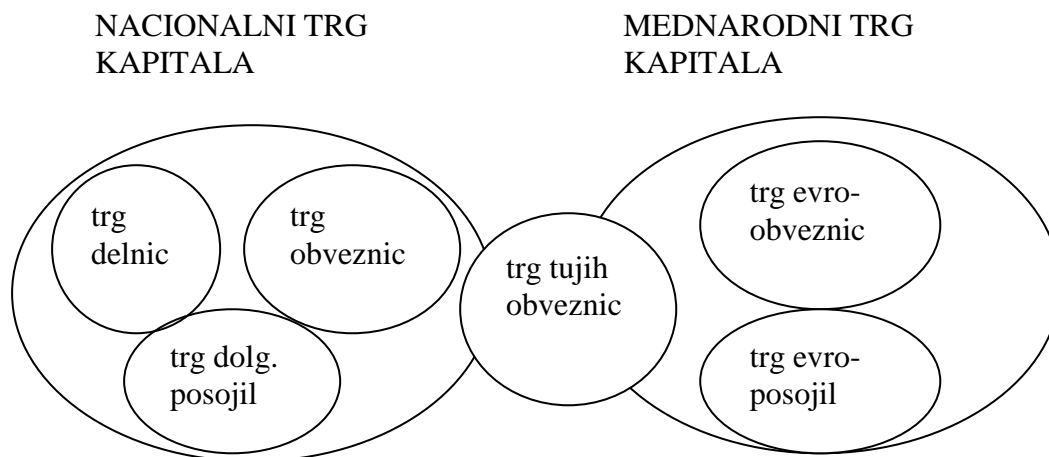
Trg kapitala se deli tudi z geografskega vidika, in sicer na nacionalne trge kapitala ter mednarodni trg kapitala. Na prvih se srečujejo izključno rezidenti določene države, ki trgujejo s

finančnimi oblikami nacionalne valute te države, medtem ko na mednarodnem trgu kapitala sodelujejo udeleženci iz različnih držav, predmet trgovine pa so poleg domače valute tudi valute tujih držav. Ker gre za trg kapitala, se na tem trgu trguje na rok, daljši od enega leta.

Glede na strukturo mednarodni trg kapitala sestavljajo trgi evroobveznic, evroposojil in tujih obveznic. To razdelitev, ki hkrati omogoča statistično spremljanje tokov kapitala, uporablja organizacija OECD. Za evropski trg oziroma trg evroobveznic in trg evroposojil je značilno, da se na njih trguje z vrednostnimi papirji in krediti v valutah, ki niso njihove domače valute, in da na njih ne obstajajo neposredne omejitve s strani katerekoli države ali denarnih oblasti. O trgu tujih obveznic govorimo, ko se za tujega dolžnika izdajo obveznice v določeni nacionalni valuti na nekem domačem, nacionalnem trgu kapitala (Prohaska, 2004).

Finančne trge je mogoče klasificirati na različne načine. Klasifikacija Dufeyja in Giddyja (v Mrak, 2002, str. 517-518) deli trge glede na različne vloge, ki jih denar opravlja na posameznih finančnih trgih. V skladu s to klasifikacijo je vse finančne trge mogoče razdeliti v dve veliki skupini. Prvo skupino predstavljajo finančni trgi, na katerih ima denar vlogo plačilnega sredstva. Ker je denar kot plačilno sredstvo strogo nacionalna kategorija, ga je za izvedbo plačila v drugi valuti treba zamenjati v to valuto, to pa se dogaja na deviznih trgih. To so namreč trgi, na katerih se medsebojno zamenjajo valute v vlogi nacionalnih plačilnih sredstev. Druga skupina so trgi, katerih skupna značilnost je, da ima na njih denar vlogo kreditnega sredstva.

Slika 2: Nacionalni trg in mednarodni trg kapitala



Vir: Prohaska, 2004, str.13.

2.2 Finančna liberalizacija

Finančna liberalizacija ima posledice znotraj vseh segmentov finančnega sistema. Poglejmo si, v kakšnih oblikah se kaže na posameznih segmentih. Poglejmo najprej trge. Liberalizacija denarnega trga v splošnem pomeni prosto oblikovanje obrestne mere; liberalizacija kapitalskega trga pomeni, da imajo posamezniki in podjetja prost dostop do mednarodnih finančnih trgov in trgovanje na teh trgih postane bolj poenoteno; če zadeva devizni trg, pomeni prosto trgovanje s tujimi valutami. Pri trgu izvedenih instrumentov pa se pojavijo novi finančni instrumenti in oblike, med katere štejemo opcije, futures pogodbe in podobno. Finančna liberalizacija vključuje tudi trg blaga. Tak trg je na primer trg nafte. Razni investicijski skladi kupujejo in prodajajo vrednostne papirje naftnih podjetij. Predvsem zaradi špekulativnih namenov trgujejo samo z vrednostnimi papirji, torej ne gre za dejanski nakup nafte. S takim obnašanjem vplivajo tudi na trg blaga. Finančna liberalizacija zadeva tudi trg nepremičnin. Gre za odpravo administrativnih ovir pri pridobivanju zazidalnih površin ter lažji dostop tujcev na domači nepremičninski trg in obratno. Vsak trg ima specifične značilnosti in opredeljujejo ga različni dejavniki, tako da je pametno določiti, o kakšni liberalizaciji govorimo. Vsi omenjeni trgi niso nastali istočasno oziroma so se nekateri pojavili kasneje. Tak trg je na primer trg izvedenih finančnih instrumentov, ki je nastal šele, ko so se trgi vrednostnih papirjev relativno dobro razvili. Slednje nakazuje na to, da so vsi ti trgi med seboj povezani, zato dogajanje na enem trgu vpliva tudi na druge.

Poglejmo sedaj še finančne institucije. Struktura finančnega sistema in s tem razmerja med finančnimi posredniki se spreminjajo zaradi spremenjenih razmer, ki jih ustvarjajo spremembe v strukturi financiranja nefinančnih podjetij, spremembe v preferencah varčevalcev, spremembe v stroških (na primer zaradi tehnološkega napredka) in spremembe v regulaciji. Nekatere panoge ali sektorji finančnih institucij se zato širijo, drugi krčijo. Obstoječe stanje v panogah finančnih posrednikov na izbranih področjih je v največji meri posledica razlik v financiranju nefinančnih podjetij. Ameriška nefinančna podjetja se v primerjavi z evropskimi nefinančnimi podjetji v večji meri financirajo preko izdaj vrednostnih papirjev, torej preko trga. Evropska podjetja pa na drugi strani v večji meri uporabljajo bančna posojila. Zato pravimo, da je ameriško gospodarstvo »tržno« gospodarstvo, evropska gospodarstva pa so večinoma »bančna« gospodarstva. V tržnih gospodarstvih so bolj pomembni tisti finančni posredniki, ki imajo med svojimi naložbami predvsem vrednostne papirje, torej pokojninski in investicijski skladi. V bančnih gospodarstvih so pomembne banke. Financiranje z izdajo vrednostnih papirjev je sicer smiselno in za izdajatelja stroškovno ugodnejše, če gre za veliko nefinančno podjetje in za razmeroma visok znesek izdaje. Z združevanjem oziroma prevzemi podjetij nefinančna podjetja postajajo vse večja, zato je financiranje preko trga zanimivejše tudi v tradicionalno bančnih gospodarstvih.

Zaradi deregulacije bančnega sektorja, to je razvoja nove zakonodaje, ki bankam poleg bančnih storitev omogoča tudi opravljanje drugih nebančnih finančnih storitev, banke širijo obseg svojih aktivnosti na nebančne finančne storitve, kot so zavarovalne police, pokojninski skladi,

vzajemni skladi, posli z nepremičninami in podobno. Posledica deregulacije je tudi nastajanje finančnih konglomeratov, to je velikih finančnih organizacij, ki ponujajo široko paleto finančnih proizvodov, tudi izven državnih meja. Čedalje več je govora tudi o securitizaciji ali listninjenju. Gre za proces prodaje bančnih posojil v obliki vrednostnih papirjev, s katerim banke izboljšujejo svojo likvidnost, kapitalsko ustreznost in prenašajo poslovno tveganje na investitorja, kupca vrednostnega papirja. V procesu listninjenja banke svoja posojila združujejo v pakete, na osnovi katerih izdajo vrednostne papirje in jih prodajo institucionalnim investitorjem. Vrednostni papirji so ponavadi izdani na osnovi posojil, ki so zavarovana s hipotekami, avtomobili in drugimi jamstvi ter zato predstavljajo za investitorje razmeroma varno naložbo (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 11-12).

Najbolj vidna sprememba v svetu je na eni strani padanje deleža depozitnih finančnih institucij (bank) in zavarovalnic, na drugi strani pa rast deležev investicijskih in pokojninskih skladov. Razloge moramo iskati v naslednjih dejstvih (Filipčič, 2005, str. 10):

- rast nefinančnih podjetij in s tem večje možnosti za financiranje na trgu vrednostnih papirjev,
- investicijski in pokojninski skladi nudijo investitorjem cenejši dostop do trga vrednostnih papirjev kot banke in zavarovalnice,
- investicijski in pokojninski skladi ne opravljajo funkcije transformacije ročnosti sredstev, ki pa investitorjev načeloma ne zanima,
- investitorji imajo raje naložbe v investicijski in pokojninske sklade, saj take naložbe transparentno odražajo dogajanje na trgu vrednostnih papirjev,
- breme reguliranja je najverjetneje večje pri bankah in zavarovalnicah kot pri skladih, zato za investitorje depozitne institucije niso stroškovno ugodne.

Pričakujemo lahko, da se bo trend zmanjševanja vloge depozitnih finančnih posrednikov (angl. disintermediation) še nadaljeval. Prehod od finančnih posrednikov na finančne trge dodatno spodbuja standardizacija finančnih oblik, kar omogoča njihovo razširjanje med investitorje. Veliko se bo spremenilo tudi zaradi nadaljnjega pospešenega uvajanja izboljšav v informacijsko tehnologijo.

S pojavom finančne liberalizacije nastajajo tudi novi finančni instrumenti. V času globalizacije se številna podjetja srečujejo s številnimi tveganji. Tako so nastali različni izvedeni finančni instrumenti, s katerimi se podjetja kot posamezniki zavarujejo in tako del tveganj prenesejo na druge tržne udeležence. Mednarodni trgi se namreč hitro spreminjajo in pogoj za uspešen nastop na teh trgih je hitro prilagajanje tem spremembam. Uporabljajo se tako osnovni izvedeni finančni instrumenti (terminski posli, terminske pogodbe, valutne zamenjave, dogovori o terminskih obrestnih merah in zamenjave obrestnih mer) kot tudi kompleksnejši produkti (kombinacija osnovnih instrumentov in opcij). Teh produktov je veliko, zato bom osvetlila samo nekatere.

Kljub temu da smo Slovenci pred nekaj meseci sprejeli evro in se je valutno tveganje omejilo le še na nekatere valute (dolar, jen ter druge nacionalne valute), tveganje te vrste ni zanemarljivo. Nihanje deviznih tečajev namreč pomembno vpliva na svetovne finančne trge. Pojavijo se tveganja, da bodo spremembe deviznih tečajev povzročile nastanek morebitnih izgub, zato je potreba po fleksibilnejšem upravljanju valutnih tveganj povzročila razvoj izvedenih valutnih finančnih instrumentov.

Tak instrument je na primer devizni termiski posel (angl. Forward Exchange Contract), s katerim se stranki zavežeta k nakupu oziroma prodaji določenega zneska deviz po tečaju, določenem ob sklenitvi posla in z dejansko dobavo dogovorjenega zneska na dogovorjeni dan v prihodnosti. Devizni termiski posel je najpreprostejši izvedeni finančni instrument za zaščito pred valutnim tveganjem. Uporablja se tako za posle mednarodnega trgovanja blaga in storitev kot tudi za posle finančne narave. Izvozniki prodajajo bodoče prilive termisko, uvozniki pa devizna sredstva termisko kupujejo. Investicije v tuje vrednostne papirje, posojila, dana tujim poslovnim partnerjem, in direktne investicije v tujino se zavarujejo s termisko prodajo tujih valut. Seveda pa nekateri uporabljajo termiske posle tudi za špekuliranje.

Naslednji drugi tak instrument je devizna zamenjava (angl. Foreign Exchange Swap). Gre za zavezujoč dogovor med strankama o hkratnem promptnem nakupu oziroma prodaji določenega zneska določene valute in hkrati termiski prodaji oziroma nakupu istega zneska iste valute. Torej uporablja se za prilagajanje dospelja termiskega posla in pa upravljanja likvidnosti. Podjetje namreč lahko v primeru primanjkljaja sredstev v domači valuti za potrebe dnevne likvidnosti zamenja tujo valuto v domačo in jo po določenem času odkupi nazaj.

Poznana je tudi valutna opcija (angl. Foreign Exchange Option). Nakupna opcija daje kupcu oziroma njenemu imetniku pravico do nakupa deviz na določen datum v prihodnosti ali v določenem prihodnjem obdobju po tečaju, ki je določen v opciji (izvršilni tečaj). Ob tem imetnik ne prevzema nobene dodatne obveznosti, izdajalcu opcije pa plača znesek v višini cene opcije, to je opsijsko premijo. Nakupno opcijo bo imetnik uporabil, če bo ob dospelju opcije ali v obdobju, ko je opcija izvršljiva, tečaj na promptnem trgu narasel nad izvršilni tečaj, torej ko ima od nje koristi. Prodajna opcija pa kupcu oziroma njenemu imetniku daje pravico prodaje deviz na določen datum v prihodnosti ali v določenem prihodnjem obdobju po tečaju, določenem v opciji. Je analogna nakupni opciji s to razliko, da bo lastnik prodajno opcijo uporabil le, če bo ob dospelju opcije ali v obdobju, ko je opcija izvršljiva, tečaj na promptnem trgu padel pod izvršilni tečaj (NLB - Valutni izvedeni finančni instrumenti, 2007).

Z uporabo izvedenih finančnih instrumentov se podjetja zavarujejo tudi pred tveganjem spremembe obrestne mere. Zaradi političnih in gospodarskih nestanovitnosti je čedalje težje napovedati dolgoročno gibanje obrestnih mer. Zaradi razlike med kratkoročno naravo gibanja obrestnih mer in potrebe po dolgoročni politiki načrtovanja financiranja se podjetja odločajo za zavarovanje obrestne izpostavljenosti, saj se zavedajo hitrosti in moči spremembe trenda

obrestnih mer. Podobno kot zgoraj navedeni instrumenti se tudi tu uporabljajo obrestne zamenjave, obrestne opcije, dogovori o terminski obrestni meri in podobno.

Obstajajo tudi druga tveganja, ki izhajajo predvsem iz cen surovin, tečajev vrednostnih papirjev, energije in podobno. Učinkovitejše zavarovanje tveganj zahteva včasih uporabo kompleksnejših instrumentov, ki so pogosto kombinacija osnovnih izvedenih instrumentov ter opcij. Torej takih instrumentov je cela množica, saj podjetja oziroma banke ponujajo različne vrste finančnih produktov, tako standardizirane kot prilagojene glede na potrebe kupcev, ki jih potem prodajo na trgu.

2.3 Posledice finančne liberalizacije

Finančna liberalizacija pomeni odprtje kapitalskega računa ter odpravo omejitev za tuje lastništvo. Gre za proces, v katerem se določena država odloči, da bo v svojem finančnem sistemu uvedla določene spremembe. Poveča se obseg trgovanja, internacionalizira se produkcija, izboljšajo se komunikacije in pojavijo se instrumenti v tuji valuti. Liberalizacija kapitalskega računa omogoča podjetjem dostop do cenejših tujih sredstev in pritiska na domači finančni sistem, tako da ta postane bolj učinkovit. Vendar pa primer liberalizacije kapitalskega računa ostaja eno izmed najbolj spornih in najmanj razumljivih gospodarskih politik.

Po mnenju McKinnona in Shawa (1970) predstavlja finančna liberalizacija proces, v katerem se določena država oddaljuje od stanja finančne represije. Gre za to, da države namenoma ohranjajo finančni sistem slabo razvit, tako da ostane raven obrestnih mer, ki jih ponujajo domače banke svojim varčevalcem, na zelo nizki ravni. Ko je gospodarstvo v takem stanju, finančnim agentom ni omogočeno primerno cenovno finančno tveganje. Vlada regulira obrestne mere, določa visoke stopnje obveznih rezerv oziroma uporablja sheme neposrednega kreditiranja. Razlog za takšno obnašanje vlade je fiskalne narave, saj želi spodbuditi razvoj, vendar pa pri tem ne uporablja primernih sredstev. Ko vlada zahteva visoko likvidnost in obvezne rezerve, država veliko troši. Posledica finančne represije je finančna »plitkost«, ki pomeni majhno število finančnih posrednikov ter njihovo neučinkovitost in neproduktivnost, kar pa vpliva na nizko gospodarsko rast. Znano je, da gospodarska rast zviša življenjski standard v državi in zato finančna represija predstavlja resen problem (The Globalization Debate, 2007).

Teza McKinnona in Shawa je, da ukrepi, ki zmanjšujejo finančno represijo, pripomorejo k večji finančni globini, kar povzroči učinkovitejše delovanje finančnih posrednikov med varčevalci in investitorji. Finančna liberalizacija naj bi tako povečala raven finančnih prihrankov in omogočala vedno bolj učinkovito investiranje (Bisat, 2000, str. 4).

Liberalizacija trga lastniških vrednostnih papirjev omogoča tujim investitorjem priložnost, da investirajo v domače lastniške vrednostne papirje, in domačim investitorjem pravico

opravljanja transakcij s tujimi vrednostnimi papirji (Bekaert, Harvey, Lundblad, 2003). Marksistična teorija zagovarja, da se bo ravno to omogočanje prenosa kapitala iz razvitih držav v države v razvoju odrazilo na zmanjševanju razlike med temi državami. Prosto oblikovanje obrestnih mer tradicionalno pomeni ključni element za liberalizacijo trgovine. Pozitivne realne obrestne mere naj bi vodile do finančnega poglobljanja, torej do povečanja finančnih posrednikov. Posledično bo povpraševanje po denarju (prihranki, depoziti, čeki) v primerjavi z deležem narodnega dohodka naraslo, slednje pa bo pospešilo gospodarsko rast. Danes pojem finančne liberalizacije vsebuje razne druge reforme, kot na primer zmanjševanje direktnega kreditiranja in visokih obveznih rezerv, zmanjšanje omejitev v portfeljih bank, spremembe v lastništvu bank, povečanje konkurence med bankami, integracijo domačih elementov na mednarodne trge in spremembe v monetarni politiki (The Globalization Debate, 2007).

Zaradi negativnih učinkov, ki jih povzročajo razne finančne omejitve, se je večina držav sredi sedemdesetih let odločila za liberalizacijo. Odprle so svoje kapitalske račune in odpravile ovire v domačem finančnem sistemu. Politike liberalizacije so dovoljevale podjetjem, da si sposojajo na tujih trgih in odpravljajo multiple mehanizme deviznih tečajev (nasprotje enotnih deviznih tečajev) in drugih vrst kontrol kapitala (posojanje in depoziti), odpravljajo druge omejitve, kot na primer direktnega kreditiranja ali omejitve na depozite v tujih valutah, dovoljujejo tujcem, da postanejo lastniki domačega kapitala in odpravljajo omejitve na repatriacijo kapitala, dividend in obresti.

Do začetka sedemdesetih let se je večina razvitih držav relativno dobro liberalizirala, medtem ko je bila v večini držav v razvoju prisotna finančna represija. Proces liberalizacije se je postopoma nadaljeval v večini držav, razen v Latinski Ameriki, kjer se je zgodil pomemben obrat v osemdesetih letih. Na začetku sedemdesetih let je bil proces liberalizacije v Latinski Ameriki hiter. Povod za to so dale predvsem države v južnem delu, ki so prisegale na t. i. laissez-faire finančno politiko, ki je podpirala predvsem sodelovanje privatnega sektorja na finančnih trgih brez neposredne državne regulacije. Sledila sta masivni bankrot in finančna kriza po celotni Južni Ameriki. Države so nato opustile laissez-faire politiko, vpeljale so stroge ukrepe in omejitve v svojem finančnem sistemu. Vse to je pripeljalo do nacionalizacije bančnega sistema. Pozneje, v začetku devetdesetih let, je Latinska Amerika ponovno prešla na politiko liberalizacije. Glavna razlika od prejšnje je bila vključitev regulatornih in nadzornih mehanizmov z namenom, da se izognejo podobnim krizam.

Ob vseh naštetih posledicah liberalizacije pa ostaja neodgovorjeno ključno: ali liberalizacija prispeva kakorkoli k rasti, in če, kako. Literatura (tako teoretična kot empirična) ne daje jasnega odgovora na to vprašanje. Modeli popolnih trgov predlagajo, da bi morala finančna liberalizacija koristiti tako posojilodajalcem kot posojiljemalcem. Na primer McKinnon in Shaw (1973) sta (v Bisat, 2000) izpostavila, da odstranjevanje ovir lahko povzroči pozitivne učinke na stopnje rasti, če je rast obrestnih mer proti njihovemu konkurenčnemu tržnemu ravnotežju in če so sredstva učinkovito razdeljena. Liberalizacija kapitalskega računa omogoča podjetjem tudi dostop do cenejših tujih sredstev in pritiska na domači finančni sistem tako, da ta

postane bolj učinkovit. Vendar pa primer liberalizacije kapitalnega računa ostaja ena izmed najbolj spornih in najmanj razumljivih gospodarskih politik. Prvi razlog, da je tako, je pomanjkanje dobrih in homogenih ukrepov politike finančne liberalizacije tako med državami kot v času. Drugi razlog pa se skriva v rezultatih študij, ki zaradi izpuščanj raznih spremenljivk niso dale pravega odgovora. Eichengreen (2001) nagovarja avtorje empirične literature, naj razvijejo primerne ukrepe pri nadziranju kapitalnih računov in se ne omejujejo samo na vzroke in učinke, ki jih imajo kontrole kapitala, temveč naj gledajo bolj splošno, tako da zajamejo ekonomske, finančne in politične karakteristike gospodarstev.

Liberalizacija trgovine in privatizacija državnih podjetij sta se v večini držav zgodili istočasno z liberalizacijo finančnega sektorja. Zato je bistveno, da se nadzira vse ostale politične ukrepe, preden se postavi sklep o učinku finančne liberalizacije na rast.

3 Finančna liberalizacija, razvoj kapitalnih trgov in gospodarska rast

Vprašanje, ali so najprej finance ali gospodarska rast, je kar nekaj časa prisotno v ekonomskih debatah, jasen odgovor pa ni bil še podan. Znano je le to, da gre vzdržna gospodarska rast v korak z razvitostjo finančnih sistemov (Prašnikar, 2006).

Kapitalni trg omogoča podjetjem, vladam in državam, da financirajo potrošnjo, ki preseže njihove tekoče dohodke. Prav tako omogoča posameznikom, podjetjem in državam, da posojajo svoje prihranke. Nekatere transakcije na kapitalnih trgih vključujejo prodajo novo izdanih delnic in dolžniških instrumentov, vendar se velika večina prodaja na sekundarnih trgih, kjer že obstoječi vrednostni papirji spreminjajo lastništvo. Veliko držav v razvoju in bivših centralno-planskih držav ima neučinkovito organizirane kapitalne trge, kar predstavlja resno oviro pri rabi prihrankov in s tem celotnega gospodarskega razvoja. Ključno vprašanje, ki sem si ga zastavila pri pisanju svoje naloge, je, ali liberalizacija prispeva k rasti. Najprej pa si pogledjmo, kaj je gospodarska rast in kateri so dejavniki gospodarske rasti.

3.1 *Gospodarska rast in dejavniki gospodarske rasti*

Ko govorimo o gospodarski rasti, imamo v mislih predvsem količinske spremembe, količinska razmerja in povečanja. Seveda te količinske spremembe prinašajo s sabo tudi kakovostne spremembe. Gospodarsko rast bi tako lahko opredelili kot rast kakovosti gospodarstva, pri čemer mislimo na pozitivno spremembo ekonomskega stanja. Pri tem moramo upoštevati stanja vseh ekonomskih subjektov, zato je gotovo to ključna makroekonomska kategorija. Gospodarska rast je opredeljena ozko, za razliko od gospodarskega razvoja, ki je opredeljen širše; ta namreč vključuje poleg pojma gospodarska rast tudi izboljševanje kakovosti življenja

in strukturnih sprememb. Gospodarska rast je kratkoročni pojem, ki pa je pomemben predvsem z dolgoročnega vidika. Gospodarstvo, ki je sposobno dolgoročno zagotavljati ugodno gospodarsko rast, je ocenjeno kot uspešno gospodarstvo. Gospodarsko rast empirično merimo z rastjo realnega bruto domačega proizvoda (Senjur, 2002).

Veliko avtorjev je poskušalo definirati dejavnike, ki vplivajo na gospodarsko rast določenega gospodarstva. Tako je nastalo tudi več teorij gospodarske rasti. Na primer klasična teorija rasti Adama Smitha, Davida Ricarda in Thomasa R. Malthusa definira kot glavni dejavnik gospodarske rasti akumulacijo kapitala. Z večanjem kapitala in investicij se namreč povečuje proizvodnja, posledično se povečajo profiti in to povzroči večanje prihrankov in s tem nadaljnje naraščanje kapitala. Ker pa ima večja proizvodnja za posledico lahko tudi zmanjševanje profitov, kar negativno vpliva na gospodarsko rast, so klasiki definirali še druge dejavnike. Smith je na primer opredelil količino in produktivnost dela, ki pa sta odvisni od delitve dela, in sta tako tudi pogojena s kapitalom. Ricardo je poudaril pomen padajočih donosov, ki so posledica rasti prebivalstva in omejenosti zemlje. Ricardo vidi rešitev za povečanje profitov in s tem tudi povečanje gospodarske rasti v odpiranju gospodarstva oziroma v mednarodni menjavi. Malthus je izpostavil kot faktorje gospodarske rasti produkcijske faktorje in pa agregatno povpraševanje. Slednje je tisto, ki zagotavlja ohranjanje dinamičnega ravnotežja v rastočem gospodarstvu. Klasični avtorji so priznavali tudi pomen institucionalnih faktorjev za zagotavljanje rasti, na primer liberalne države in kulture (Redek, 2001).

Temelje keynesianske teorije rasti sta postavila Harrod in Domar, ki sta dopolnila Keynesovo teorijo. Keynes je postavil v center svojega proučevanja agregatno povpraševanje in njegove sestavne dele. Razvil je makroekonomsko teorijo, ki temelji na agregatnem povpraševanju in njegovih komponentah. Proizvod nekega gospodarstva je v danem obdobju odvisen od nivoja agregatnega povpraševanja (Redek, 2001). Bistvo keynesianske teorije rasti leži v analizi razdelitve, pri čemer se pokaže, da je za rast ključna stopnja profita, ki določa ravnotežno stopnjo rasti. Ta je odvisna poleg profitne stopnje še od tehnološkega napredka. Keynesianska teorija močno poudarja vlogo države. Ekonomska politika se sooča s kratkoročnim problemom povečanja agregatnega povpraševanja na raven agregatne ponudbe, ki omogoča polno zaposlenost. Dolgoročni problem razvojne politike je zagotovitev povečevanja proizvodnih zmogljivosti in pri tem ohranjanje agregatnega ravnotežja (Senjur, 1993.).

Neoklasična teorija se razlikuje od keynesianske, saj pristopa k analizi gospodarske rasti s ponudbene strani. Po tej teoriji je gospodarska rast posledica dolgoročnega vpliva investicij, razvoja delovne sile in tehnoloških sprememb v razmerah svobodne tržne konkurence in tržnega ravnotežja (Tušar, 2001, str. 3). Najpomembnejši predstavnik neoklasične teorije rasti je Robert Solow, ki je skupaj s Trevorjem Swanom oblikoval model neoklasične rasti (Solow-Swan model). Dokazala sta, da bo v svetu na koncu ob stabilizaciji in izenačenju stopenj rasti prebivalstva prišlo do izenačevanja stopenj rasti in da je teoretično mogoče, da revne države ujamejo bogate ob povišanju stopenj varčevanja. V svetu naj bi prišlo do konvergence (Redek, 2001). Začetni modeli so za dejavnik rasti postavljali v ospredje kopičenje produkcijskih

faktorjev. Po njihovem je dolgoročna rast posledica eksogeno določenega tehnološkega napredka. Torej inovacija predstavlja ključni vir za dolgoročno rast (Allen, Oura, 2004).

Na gospodarsko rast oziroma na rast realnega bruto domačega proizvoda, kot vidimo, vpliva mnogo dejavnikov. Poleg naštetih pa vplivajo na gospodarsko rast tudi davčni sistem, sistem regulacije trgov (tudi finančnih), investicije v infrastrukturo, raziskave in razvoj, inovacije in kultura, razpoložljivost naravnih virov ter dejavniki okolja (raven izobrazbe, rast prebivalstva, pravni sistem, inflacija, mednarodna menjava, demokracija in razvitost finančnega sistema)².

Inovacije so dolgo veljale za osnovni faktor gospodarske rasti. Po Schumpetru (1912) inovacije generirajo nove panoge in stare obnavljajo na način, ki povzroči ekspanzijo v gospodarstvu (Lee et al., 2002).

Mednarodna menjava širi trg in omogoča izkoriščanje ekonomije obsega. Pri tem spodbuja razvoj nadpovprečno produktivnega sektorja, ki je mednarodno konkurenčen in omogoča prenos znanja. Mednarodna menjava vpliva na boljše izkoriščanje zmogljivosti in omogoča izrabo primerjalnih prednosti ter specializacijo v proizvodnji, kjer je država relativno učinkovitejša (Gorišek, 2002, str. 7).

Ekonomisti delijo različna mnenja o tem, kakšen vpliv ima finančni sistem na gospodarsko rast. Bagehot (1873) in Hicks (1969) trdita, da ima finančni sistem ključno vlogo pri vžigu industrializacije v Veliki Britaniji, saj pospešuje zbiranje kapitala. Schumpeter (1912) zagovarja stališče, da je dobro delovanje bank tisto, ki spodbuja tehnološke inovacije, in sicer na način, da se financira tista podjetja, ki imajo najboljše možnosti za realizacijo uspešnih inovacij (Allen, Oura, 2004, str. 2). Po drugi strani pa so nekateri avtorji mnenja, da finančni sistem ne pripomore k rasti in finančni razvoj enostavno sledi ekonomskemu razvoju. Joan Robinson na primer pravi: »Kjer vodi podjetje, finance sledijo« (Robinson, 1952, str. 86). Robert Lucas (1988) pa ne meni, da odnos finance-rast sploh ni pomemben, finančni razvoj je le odraz pričakovanj glede gospodarskega razvoja (Allen, Oura, 2004, str. 2).

3.2 Finančna liberalizacija in gospodarska rast v državah v razvoju

Na temo vpliva finančne liberalizacije na gospodarsko rast je bilo napisanih veliko člankov ter knjig in narejenih veliko empiričnih študij. Večina te literature je novejša, kar ni čudno, saj je proces finančne liberalizacije, predvsem v državah v razvoju, prisoten zadnji dve desetletji. V tem delu diplomske naloge bom na kratko predstavila nekaj avtorjev, ki so s svojimi prispevki – gre predvsem za empirične študije – obogatili literaturo in spoznanja na tem področju. Za boljše

² Razvit finančni sistem pripomore k večji likvidnosti naložb, znižanju tveganja investitorjev ter vpliva na večjo alokacijsko učinkovitost. Finančni sistem ima tudi pomembno vlogo pri razmestitvi kapitala, zbiranju prihrankov ter omogoča učinkovitejše upravljanje podjetij z možnostjo razpršitve naložb.

razumevanje povezave med finančnim sektorjem in gospodarsko rastjo je dobro, da opišem pregled osnovnega teoretičnega okvira.

V dobrem desetletju so številne študije uporabile teorijo endogene rasti, da bi pokazale tesno povezanost med ravnjo finančnega razvoja in dolgoročno rastjo. Pozitivna povezanost pa je bila že leta 1969 dokazana s strani statistične študije Goldsmitha (Berthelemy, Varoudakis, 1996). Pojavilo se je kar nekaj argumentov, ki kažejo finančne sisteme kot osnovno karakteristiko gospodarskega razvoja. Finančni sistemi namreč omogočajo trgovino, varovanje pred tveganjem, razpršitev premoženja in razdelitev tveganja, razporejajo resurse, izvajajo nadzor managerjev in kontrolo nad podjetji, zbirajo prihranke ter izboljšajo menjavo blaga in storitev (Levine, 1997).

Po mnenju Beakerta, Harveya in Lundblada (2003) obstaja število kanalov, preko katerih lahko finančna liberalizacija učinkuje na realno gospodarstvo. Prvič, ko je tujim investitorjem dovoljen vstop na nove trge, lahko ti pridobijo koristi zaradi razpršenosti svojih naložb, to pa nadalje povzroči, da se strošek kapitala zniža. Drugič, finančna liberalizacija povzroči močan porast domačih agregatnih investicij, kar potencialno prispeva h gospodarski rasti. Tretjič, ker finančna liberalizacija prispeva k finančnemu razvoju in večji likvidnosti, je to lahko še dodaten kanal, skozi katerega liberalizacija stimulira gospodarsko rast. Četrto, s tem ko tuji investitorji zahtevajo izboljšano upravljanje podjetij in večjo transparentnost v teh državah, lahko liberalizacija s spodbujanjem podjetniških investicij zmanjša razliko med stroški zunanega in notranjega financiranja na ravni podjetij.

Bekaert Harvey in Lundblad (2005) v svoji študiji pokažejo pozitiven učinek finančne liberalizacije na gospodarsko rast. Menijo, da še posebej liberalizacija trga kapitala poveča povprečno realno letno rast za 1 %. Torej, učinek na rast je precej velik. Ena izmed interpretacij, zakaj je tako, je, da liberalizacija trga kapitala lahko sovпада z ostalimi reformami, ki izboljšajo obete gospodarstva. Na primer države lahko hkrati liberalizirajo kapitalske trge in odstranijo omejitve glede deviznega tečaja, deregulirajo bančni sistem in gredo tako v smeri razvoja trga kapitala. Njihovi rezultati so v skladu z neoklasično teorijo. Strošek kapitala se namreč zaradi finančne liberalizacije lahko zniža, saj se tveganje razprši oziroma se zmanjšajo finančne omejitve oziroma kombinacija obojega.

Levine (1997) pravi, da so finančni sistemi neposredno povezani z gospodarsko rastjo. Po njegovem mnenju so države v zadnjih desetletjih z večjimi bankami in bolj aktivnimi trgi vrednostnih papirjev zrasle hitreje. Pravi, da je statistično značilen in ekonomsko velik empiričen odnos med začetno ravnjo finančne razvitosti in prihodnjimi stopnjami dolgoročne rasti. To nakazuje na pomen finančne liberalizacije za gospodarsko rast.

Na drugi strani pa obstajajo alternativne teorije, ki ne implicirajo pozitivnega učinka finančne liberalizacije na rast. Zgodovina priča, da finančna liberalizacija lahko potencialno vodi v bančne in valutne krize (Ranciere, Tornell, Westermann, 2006). Devereux in Smith (1994)

navajata kot razlog previdnostno varčevanje, po Stiglitzu (2000) pa naj bi asimetrije v informacijah preprečile, da bi se tuji kapital investiral dobičkonosno. Tako so Ranciere, Tornell in Westermann (2006) v svoji študiji predstavili novo empirično razgradnjo učinkov finančne liberalizacije na ekonomsko rast in na pojav kriz. Razdelili so vpliv mednarodne finančne liberalizacije na gospodarsko rast na dva dela, in sicer na pozitivni neposredni učinek (finančna liberalizacija okrepi finančni razvoj in prispeva k višji dolgoročni rasti) in negativni posredni učinek (finančna liberalizacija ustvari prekomerno tveganost, poveča makroekonomsko volatilitnost in vodi do bolj pogostih kriz). Ugotovili so, da je pozitivni neposredni učinek na rast gospodarstev bistveno večji od izgub, ki so povezane z nastankom finančnih kriz. Neto učinek finančne liberalizacije na rast je znaten, in sicer predstavlja povečanje letne stopnje rasti per capita za en odstotek. Izkušnje Tajске in Indije kažejo na ta dvojni učinek finančne liberalizacije. Tajska, ki je finančno liberalizirano gospodarstvo, je preživela finančne razcvete kot polome, medtem ko je Indija, neliberalizirano gospodarstvo, izkusila počasno, vendar varno pot rasti. Njihova empirična raziskava pokaže, da finančna liberalizacija vodi do hitrejše povprečne dolgoročne rasti, čeprav občasno pelje tudi v finančne krize. Finančna liberalizacija tako pelje tudi v finančno krhkost in občasno v finančne krize. Vendar je neto učinek pokazal, da finančna liberalizacija vodi do hitrejše dolgoročne rasti.

Tudi Wypolosz (2001) je v svoji empirični študiji prišel do rezultata, da je takojšnji učinek finančne liberalizacije razmah gospodarstva, ki je še posebej izrazit v državah v razvoju, ko le-te liberalizirajo svoje kapitalske račune. Njegove ocene kažejo 15-odstotno rast outputa. Temu razcvetu sledi ostro zmanjšanje v aktivnosti držav, je pa končni učinek skozi obdobje desetih let pozitiven. Razvite države pa beležijo zmerno pojemanje v dohodku države.

Liberalizacija kapitalskih trgov daje možnost tujim investitorjem, da investirajo v domače lastniške vrednostne papirje, in domačim investitorjem pravico, da domače vrednostne papirje zamenjajo za tuje. Če je liberalizacija učinkovita, vodi v povezovanje trgov, kar pa vpliva tako na finančni kot realni sektor držav v razvoju. Večina držav je pričela s procesom liberalizacije v poznih 80. letih in v začetku 90. let. V splošnem je šlo za to, da so države oblikovale nove reforme, s katerimi so odstranile omejitve za dostop tujih investitorjev do domačih vrednostnih papirjev (Bekaert, Harvey, Lundblad, 2003, str.1). Pri povezovanju trgov gre za postopen proces, hitrost le-tega pa je določena s situacijo posamezne države. Obstajajo številne ovire za investiranje na tujih kapitalskih trgih. Bekaert (1995) navaja tri različne kategorije ovir za vstop na novo nastale trge, in sicer gre za zakonite ovire, posredne ovire; ki nastanejo kot posledica asimetričnosti informacij, računovodskih standardov, zaščite investitorjev, ter ovire zaradi pojava tveganj na novonastalih trgih (to so likvidnostno, politično, valutno tveganje ter tveganje, povezano s politiko v državi). Z zmanjševanjem teh ovir začne tuji kapital pritekati na te novonastale trge (Bekaert, Harvey, Lundblad, 2003). Integracija kapitalskih trgov držav v razvoju na svetovne kapitalske trge vpliva na delovanje samih trgov, na strošek kapitala, na možnost diverzifikacije naložb lokalnih udeležencev, na raven cen, na delovanje lokalnih podjetij in na tuje kapitalske tokove. Finančne spremembe se tako odražajo na realnem

gospodarstvu. Jasno je, da nižji stroški kapitala povzročijo povečanje investicij in rast bruto domačega proizvoda (Bekaert, Harvey, Lundblad, 2003, str. 21).

Empirične raziskave so tudi pokazale, da je uvedba finančnih reform v več primerih povezana z nastankom kriz, ki so povzročile državam velike stroške, kot pa z gospodarsko rastjo. Vendar pa to ne napeljuje na dejstvo, da se države ne smejo odločiti za liberalizacijo. Čeprav je liberalizacija povezana z večjimi tveganji, pa so za njeno alternativo, to je finančno represijo, značilni visoki stroški. Pomemben je management strukturnih finančnih reform (Bisat, 2000). Vprašanja, ki se nanašajo na temo, kako oblikovati in organizirati finančne institucije in trge, kot tudi kako oblikovati finančne reforme, so prišla v ospredje tako v akademskih kot političnih krogih. Je pa potrjeno, da bi bila ekonomska rast brez dobro razvitih domačih finančnih trgov škodljiva za nadaljnje možnosti dolgoročne rasti držav v razvoju (Hermes, Lensink, 1996). Finančna liberalizacija pomeni le potreben pogoj, ki pa ni nujno uspešen pri trajnostni rasti gospodarstva. Zatorej ni pomembno le to, da gospodarstvo v svojem finančnem sektorju uvede reforme, pač pa je pomemben tudi način, kako so te reforme vodene. Teorija pravi, da obstaja zveza med finančnimi reformami in gospodarsko rastjo, vendar empirične raziskave kažejo na zvezo med liberalizacijo in krizami. Poudariti je potrebno, da izkušnje gospodarstev, ki so šla skozi proces liberalizacije, niso enake. Nekatera so bila bolj uspešna od drugih. Obstaja način, ki obvladuje ta proces tako, da zaobjame koristi in se izogne stroškom liberalizacije (Bisat, 2000).

Martin in Rey (2006) sta analizirala vpliv liberalizacije kapitalskih trgov na kapitalske pritoke, cene premoženja in investicij. Pokazala sta, da ko obstajajo transakcijski stroški, liberalizacija kapitalskega trga v državah v razvoju lahko vodi v dve možni smeri. Pod normalnimi pogoji ima pozitivno vlogo pri generiranju kapitalskih pritokov, torej povečajo se možnosti za razpršitev naložb in znižajo se stroški kapitala. Sledi povečanje obsega investicij in rasti. Pod določenimi pogoji, ko je prisoten pesimizem v zvezi s stanjem določene države, pa liberalizacija trga kapitala povzroči padec v povpraševanju po kapitalu, kapitalski tokovi gredo ven iz države ter nizka stopnja investiranja in s tem nizka gospodarska rast lahko predstavljajo možnost za potencialno finančno krizo. Pokazala sta tudi, da so države, ki imajo nižje dohodke, bolj nagnjene k finančnim krizam, osnovanim na povpraševanju po kapitalu. Njuni rezultati nakazujejo na to, da bi morale države v razvoju liberalizirati najprej trg blaga in šele nato trg kapitala.

Čeprav finančna liberalizacija ublaži posledice nepravilnosti kapitalskih tokov, se je potrebno vprašati, če na račun povečane finančne šibkosti. Torej: celotni učinek finančne liberalizacije na rast je rezultat trade-off-a med tveganjem in donosnostjo. Gospodarstva, ki so se liberalizirala, rastejo hitreje v normalnih časih, vendar so izpostavljena hudim zmanjšanjem v outputu v času finančnih kriz. Neposredni pozitivni učinek rasti prevlada pod dvema pogojevoma: na eni strani mora finančna liberalizacija močno zmanjšati finančne omejitve držav in pomagati podjetjem pri večjem investiranju skozi večji finančni vzvod ter na drugi strani mora biti pogostost

finančnih kriz dovolj nizka, da se tveganje splača (Rainciere, Tornell, Westermann, 2006, str. 13).

Dell'Ariceia in Marquez (2004) sta osnovala okvir, v katerem finančna liberalizacija vodi v hiter razvoj posojanja pri bankah z zmanjšanjem spodbujanja bank za izbiranje posojilojemalcev. V njunem modelu spodbude za iskanje potencialnih posojilojemalcev (angl. screening) izhajajo iz *napačne izbire* bank. Ko so finančni trgi liberalizirani, in večina novih in še nepreizkušenih projektov podjetij rabi vire sredstev, banke nimajo močne spodbude, da bi izbirale med podjetji, ki povprašujejo po posojilih, zato pride do hitre kreditne ekspanzije. V tem primeru finančna liberalizacija resda poveča investicije in s tem rast, vendar vodi tudi v poslabšanje kakovosti povprečnega portfelja banke. Posledica je večja finančna šibkost. Z makroekonomskega vidika, ko se pojavijo negativni šoki v gospodarstvu, se finančna krhkost še poveča in povzroči nastanek finančnih kriz in izgub v outputu.

Pomemben prispevek k literaturi finančne liberalizacije sta dodala Kaminsky in Schmukler (2002). V svoji študiji proučujeta kratkoročne in dolgoročne učinke finančne *liberalizacije na kapitalske trge*. Rezultati nakazujejo na to, da finančni liberalizaciji sledijo bolj izraziti cikli razmaha in propada na kratek rok ter da finančna liberalizacija vodi v bolj stabilne trge na dolgi rok.

Tako domača kot tuja finančna liberalizacija je proces, v katerem so različne vrste ovir odstranjene skozi čas. Medtem ko je za liberalizacijo na večini zrelih trgov značilno, da je neprekinjena, pa so za novonastale trge značilni pritoki in odtoki kapitala, zato so tudi kapitalske kontrole in omejitve ponovno vzpostavljene. V svoji analizi sta prišla tudi do tega, da so razvite države v procesu liberalizacije najprej liberalizirale svoje kapitalske račune, medtem ko so države v razvoju najprej odprle domače finančne sektorje.

Analiza nadalje pokaže, da se razmahi in polomi kapitalskih trgov, ki so posledica finančne liberalizacije, ne zaostrijo na dolgi rok. Kljub trditvi, da finančna integracija vodi v nestabilne kapitalske trge, cikli na teh trgih postanejo manj izraziti po liberalizaciji. Res pa je, da so na kratek rok obdobja finančnega razcveta in poloma bolj izrazita. Države namreč z delnim odprtjem svojih finančnih trgov potrebujejo nekaj let, da uvedejo in dejansko uresničijo institucionalne reforme. Z izboljšanjem kvalitete institucij pa postanejo finančni cikli manj izraziti. V nasprotju s tem pa na razvitih trgih po deregulaciji, za katere so značilni večji bikovski in manj izraziti medvedji trendi, izkušnje potrjujejo, da je liberalizacija koristna tudi na kratek rok.

Aghion, Bacchetta in Banerjee (2003) oblikujejo model, v katerem se za zanimiva gospodarstva izkažejo gospodarstva na srednji ravni finančnega razvoja. Ta so bolj nestabilna kot tista na višji oziroma nižji ravni razvoja. S tem ko grede države skozi fazo finančnega razvoja, lahko postanejo bolj nestabilne na kratek rok. Popolna liberalizacija finančnega in kapitalskega računa bi lahko destabilizirala gospodarstvo. Po drugi strani pa ne stabilizira tuje neposredne naložbe.

Popolna finančna liberalizacija (to je odprtje domačega trga za tuje kapitalske tokove) destabilizira taka gospodarstva; po njihovem mnenju bi morale take države dobro premisliti, kako bodo liberalizirale kapitalski račun. Dovoliti neposredne tuje investicije in v začetku omejiti portfeljske investicije, je lahko smotrni pristop. Ta dinamičen model finančne liberalizacije je v skladu z realnostjo na mnogih razvijajočih se trgih držav, ki so se liberalizirale (južno-vzhodna Azija in Latinska Amerika, pa tudi nekatere evropske države). Preden se je zgodila kriza, so te države šle skozi fazo hitre finančne liberalizacije. Kapital je pritekal v te države v velikih količinah, začela se je hitra rast v posojanju in t. i. razmahu investicij. Je pa res, da so epizode velikih pritokov kapitala povezane z rastjo neenakosti, kot je realna valutna apreciacija, rast v cenah nepremičnin ali povečanje slabih posojil. Ko se pojavi kriza, se večina teh sil obrne: kapital gre iz države, valuta pade, nepremičninske cene se spustijo, posojanje se ustavi in investicije se zmanjšajo. Wypolosz (2001) trdi, da liberalizacija zmanjša pritisk na deviznem trgu na dolgi rok, vendar pa v začetku pomeni vir nestabilnosti, ki lahko traja tudi nekaj let. Filer, Hanousek in Campos (2000) so v svojem prispevku prišli med drugim tudi do rezultatov, da liberalizacija kapitalskih trgov povzroči apreciacijo valute.

Tudi Singh Ajit in Bruce A. Weisse (1998) sta na primeru držav v razvoju proučevala dve večji komponenti finančne liberalizacije, to je razvoj trga vrednostnih papirjev in portfeljske tokove kapitala. V svoji študiji sta upoštevala tako makro kot mikroekonomske vidike njenih posledic na dolgoročni razvoj in gospodarsko rast. Osredotočila sta se na vlogo trgov vrednostnih papirjev pri financiranju rasti družb, na posledice, ki jih prinaša volatilitnost trga vrednostnih papirjev pri alokaciji resursov in produktivnosti, ter na odnos med deviznimi trgi in trgi vrednostnih papirjev v času gospodarskih šokov. Predlagata, da bi morale države v razvoju spodbujati bančno osnovan sistem, vplivati na obseg in sestavo kapitalskih prilivov in preprečiti nastanek trga za podjetniško kontrolo.

Hiter razvoj kapitalskih trgov v državah v razvoju ne pomeni, da so tudi najbolj napredni novonastajajoči trgi zreli. Namreč na njih obstajajo številne nepravilnosti. Kapitalski trgi držav v razvoju so manj regulirani, zahteve po kvaliteti podatkov in pa obsegu podatkov, o katerih morajo podjetja poročati, so neprimerne, asimetrija informacij je večja kot na kapitalskih trgih razvitih držav, obstaja notranje trgovanje. Pa tudi večina podjetij na teh trgih ne objavi svoje ocene o ugledu, ki ga ima na trgu, kar se odraža v arbitrarnem določanju cene delnic podjetij. Posledično je nihanje cen na novonastajajočih trgih večje kot na tistih bolj zrelih. Prav volatilitnost cen delnic pa zmanjša učinkovitost tržnih signalov in lahko tudi odvrne investitorje, ki so nenaklonjeni tveganju, da bi povečali svoj kapital na trgih vrednostnih papirjev. Najmanj razviti trgi kapitala trpijo zaradi širokega obsega takih pomanjkljivosti. V skladu s tem bi bilo bolj konsistentno pričakovati, da se bodo podjetja izognila trgu vrednostnih papirjev in se raje zanesla na notranje financiranje (Singh, Weisse, 1998, str. 608). Razširjenost tržnih nepopolnosti po mnenju Stiglitz (1994) povzroči interveniranje regulatornih organov, kar lahko pripomore k večji blaginji gospodarstva.

V bančno orientiranih gospodarstvih banke vzpostavijo dolgoročni odnos s podjetji, ki je pogosto okrepljen z navzkrižnimi deleži. Odnos je kompleksen in povzroči tako koristi kot obveznosti do bank in podjetij. Banka ima namreč detajlne podatke o svojih klientih in njihovem obratovanju in na ta način lahko učinkovito oceni kreditno tveganje, kot tudi nadzoruje delovanje managementa podjetja med izvajanjem investicij (Aoki, 1994). Z vzpostavljanjem dolgoročnih odnosov je banka oziroma bančni sistem tisti, ki ščiti podjetja pred nestabilnostmi na finančnih trgih. Seveda ne gre za to, da bi izolirala gospodarstvo pred špekulacijami, temveč lahko pomaga pri blaženju njihovih učinkov. Kljub dejstvu, da so teoretično kapitalski trgi s svojimi raznovrstnimi instrumenti bolj opremljeni, da priskrbijo predvideno dolgoročno financiranje, so cene finančnega premoženja, obrestne mere in bančni depoziti manj volatilni ter so finančne motnje manj pogoste v bančno orientiranih sistemih. Bančni sistem namreč preprečuje nastanek trga za kontrolo podjetij, kateri onemogoča managerjem, da bi se osredotočili na dolgoročne produktivne investicije, temveč vzpodbuja kratkoročne donose na kapitalskih trgih. Države v razvoju bodo bolj pridobile, če bodo reformirale svoje bančne sisteme, kot pa če bi ustvarile kapitalske trge, ki potrebujejo zahtevne, visoko razvite nadzorne sisteme, kateri omogočajo učinkovito delovanje trgov. Če ostane bančni sistem šibak, korumpiran in nereformiran, bo le malo možnosti, da kapitalski trg ostane imun na te napake (Singh, Weisse, 1998). Kljub temu da moderna finančna teorija poudarja nastanek kapitalskih trgov za razvoj finančnega sektorja, pa je Cecco (1993) v svoji študiji odkril, da se zgodovinsko tak napredek ni pojavil v vodilnih evropskih državah. Pagano (1993) ugotovi, da so Nemčija in Italija, pa tudi Japonska dosegle svoje ekonomske »čudeže« po drugi svetovni vojni z majhno odvisnostjo od kapitalskih trgov.

K razvoju trga vrednostnih papirjev v omenjenih državah sta pripomogla zunanja finančna liberalizacija in posledičen dotok tujega portfeljskega kapitala. Prišlo je do sprememb v obsegu in sestavi tokov kapitala. Povečal se je obseg privatnih financ. V nasprotju s povedanim pa so v sedemdesetih in osemdesetih letih vseeno v državah v razvoju prevladovala bančna posojila nad privatnimi kapitalskimi tokovi. Velja, da sta sposobnost tujih investitorjev, da preusmerjajo svoje tokove v nastajajoče trge in iz njih, ter visoke stopnje rasti večine držav v razvoju, bila precej pomembna dejavnika v privabljanju tujih kapitalskih tokov. Singh in Hamid (1992) ter Singh (1995a) sta s svojimi prispevki pokazala, da so se v nasprotju s pričakovanji velika podjetja v državah v razvoju močno opirala na zunanje financiranje (angl. external finance) in lastniško financiranje (angl. equity finance). Korporacije so se namreč v državah v razvoju v večji meri posluževale zunanjega financiranja. Akyuz (1993) (v Singh, Weisse, 1998, str. 615) izpostavi trditev, da zunanja finančna liberalizacija vodi do povezanosti med dvema nestabilnima trgoma – kapitalskim in deviznim trgom. V kontekstu notranjih ali zunanjih gospodarskih šokov je povezava med tema dvema nestabilnima trgoma taka, da vodi v negativen odziv in celo večjo nestabilnost. To lahko učinkuje na druge pomembne dejavnike, kot na primer investicije, izvoz in uvoz (preko nihanja deviznih tečajev) ter potrošnjo (skozi premoženjski učinek, ki nastane zaradi nihanj na kapitalskih trgih). Po mnenju Corbetta in Vinesa (1999) so negativni šoki (upad investicij, poslabšanje zunanje pozicije gospodarstva) v Aziji spodbudili devalvacijo valute in ti isti šoki so povzročili izrazite izgube v finančnem

sistemu; država je, da bi okrepila finančni sistem, priskrbelo finančni sistem z dodatno likvidnostjo (angl. bail-out). Glavni razlog za kolaps v Aziji je bila devalvacija valute, ki je vodila v še nadaljnje poslabšanje finančne krize. Torej, povezanost med omenjenima krizama je »krivec« za azijski kolaps v 90. letih.

Države so videle trge vrednostnih papirjev kot gonilo za privatne prihranke, ki bi financirali državna podjetja. V začetku dolžniške krize, so bile države v razvoju motivirane za ojačanje razvoja trga vrednostnih papirjev zato, da bi privlačile tuje portfeljske investicije. Trend proti deregulaciji in liberalizaciji je bil podprt z mednarodnimi finančnimi institucijami, in sicer z njihovo politiko kot z razvitimi gospodarstvi, ki so konsistentno pritiskale na države v razvoju, da bi liberalizirale svoje finančne trge. V procesu liberalizacije se pogosto ustvarijo pretirana, preveč optimistična pričakovanja glede rasti trgov vrednostnih papirjev kot glede vrednosti premoženja. Tako nastane velika razlika med tekočimi in pričakovanimi ravnimi dohodkov. Pojavi se t. i. sindrom prevelikega izposojanja (angl. »overborrowing syndrome«), saj potrošniki povečajo potrošnjo, investitorji pa si izposojajo, da bi povečali produkcijo. Presežen optimizem, ki vlada v gospodarstvu, in posledično povečano zadolževanje sta podkrepljena z velikim obsegom kapitalskih pritokov v državo. Tako prihaja do izrinjanja domačih prihrankov zaradi tujih kapitalskih pritokov (Singh, Weisse, 1998).

Ključni razlog, zakaj so se podjetja iz držav v razvoju zatekla k financiranju s pomočjo trga vrednostnih papirjev, je bil ta, da je relativni strošek lastniškega kapitala občutno padel kot rezultat večjih rasti cen delnic v osemdesetih letih. Tudi Henry (2000) na ravni podjetja pokaže, da finančna liberalizacija vodi v razmah investicij zaradi upada stroška kapitala. Večji porast v mednarodnih obrestnih merah kot tudi v procesu finančne de-represije v večini držav v istem obdobju je povzročil nadaljnji porast stroška dolžniških financ in tako spodbudil izdajanje delnic za financiranje podjetniške rasti. Velika podjetja so imela na tak način možnost, da povečajo kapital ob nižjih merah z izdajanjem kapitala in tako financirajo svojo rast (Singh, Weisse, 1998).

Čeprav je trg vrednostnih papirjev prispeval ogromno k rasti večjih podjetij držav v razvoju v zadnjem obdobju (Atje in Jovanovic (1993) ugotovita, da kapitalski trgi lahko povečajo gospodarsko rast tipične države v razvoju za neverjetnih 2,5 odstotkov letno), primanjkljaji pri delovanju v tržno orientiranem sistemu zahtevajo, da se preveri, ali je gospodarstvo kot celota pridobilo (na primer večje agregatno varčevanje, investicije ali večja produktivnost investicij). Kakor so bili portfeljski tokovi problematični v smislu gospodarskega razvoja, je nepričakovan razvoj kapitalskih trgov povzročil odpiranje novih vprašanj glede njihove zmožnosti, da bi vzpostavili hitro ekonomsko rast in pozno industrializacijo.

3.3 Finančna liberalizacija v tranzicijskih državah

Z odpiranjem tranzicijskih gospodarstev se bodo poglobljali tudi njihovi finančni sistemi. Države srednje in vzhodne Evrope ter Baltika se v tem že približujejo Evropski uniji, čeprav obstaja še vrsta možnosti. Države jugovzhodne Evrope so precej heterogene, marsikateri finančni sistemi še ne delujejo dobro. Podobno tudi države Skupnosti neodvisnih držav. Čim bolj se obračamo proti vzhodu, tem bolj prevladuje bančno financiranje, manj so pomembni trgi kapitala, zavarovalni trgi pa so tudi šele v povojih (Prašnikar, 2006).

Nastajajoči trgi vrednostnih papirjev v Evropi izhajajo iz držav na prehodu, nekdanjih socialističnih ali komunističnih držav. Vsi nastajajoči finančni trgi, kapitalski trgi ali trgi vrednostnih papirjev izvirajo iz te predpostavke. Danes se ti trgi razvijajo izredno hitro in dobesedno iz ničesar, medtem ko pred več kot desetimi leti sploh še nismo mogli govoriti o tem pojavu. Ne manjka primerov, ko so morale vlade v posameznih državah začeti postavljati celotno ekonomijo na noge dobesedno čisto nanovo in so tako ustvarile sodobne in učinkovite gospodarske sisteme. S tem so spodbudile nastanek borz in tako dokazale, da si želijo razvijati tržno usmerjeno gospodarstvo. Nekatere borze, ki so nastale na tak način, so začele zelo skromno – na njih je kotiralo le nekaj podjetij pa tudi obseg trgovanja je bil zelo majhen. Z uvajanjem modela programov množične privatizacije v skoraj vseh evropskih državah na prehodu pa se je položaj bistveno spremenil. Proces množične privatizacije v določeni državi je neogibno povzročil tudi potrebo po organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Znani so še nekateri drugi razlogi, zakaj ti nastajajoči evropski trgi postajajo vedno pomembnejši: privatizacija, nastanek javnega dolga, potrebe podjetij, da pridejo do svežega kapitala, razvoj denarnega trga, privabljanje tujih portfeljskih in neposrednih naložb, potreba po nadaljnjem poglobljanju in širjenju finančnih trgov (osnovni in pozneje izvedeni instrumenti, denarni trg, bančni sektor in podobno), globalizacija in listninjenje kot svetovna procesa (Veselinovič, 2001).

Tranzicijske države (v mislih imam Poljsko, Češko, Madžarsko, Slovaško, Estonijo, Latvijo, Litvo in Slovenijo) so šle v 90. letih skozi proces privatizacije in s tem skozi prestrukturiranje gospodarstev, kar se je odrazilo v njihovih relativno dobro razvitih bančnih sistemih. Ti sistemi so se relativno dobro integrirali v evropskem finančnem okolju, saj velika večina lastništva teh bank pripada evropskim finančnim skupinam. Kljub temu pa se bodo njihovi bančni sistemi morali še naprej razvijati. Potreba po nadaljnjem razvoju bančnega sistema namreč nastane pri ocenjevanju možnosti razvoja nebančnih finančnih institucij in kapitalskih trgov zgoraj omenjenih držav, saj so banke glavni igralci tudi na teh drugih segmentih finančnega sistema – v kontinentalni Evropi namreč prevladuje model univerzalnega bančništva. Hkrati nebančne finančne institucije, na primer zavarovalnice, pokojninski ter vzajemni skladi in podobno, ostajajo bistveno nerazvite, v agregatu znaša njihov delež nekje med 15 in 20 odstotki celotnih finančnih sredstev vseh dotičnih držav. Medtem ko je začetna rast njihovih kapitalskih trgov izredno hitra (zaradi množične privatizacije podjetij v državni ali družbeni lasti), v večini manjših držav ta rast ni dolgotrajna, saj je veliko podjetij propadlo ali pa so jih prevzeli

strateški investitorji in so postala privatna. Tako banke kot nebančne finančne institucije so ključni elementi stabilnih in dobrih finančnih sistemov. Oba sektorja morata biti razvita, saj ponujata pomembne sinergije. Z zagotavljanjem dodatnih in alternativnih finančnih storitev nebančne finančne institucije izboljšajo možnost dostopa do financ. Lažje se namreč oblikujeta dolgoročno investiranje in financiranje, ki pogosto predstavljata izziv v zgodnjih fazah razvoja bančno-orientiranega finančnega sektorja. Rast pogodbenih institucij, kot so podjetja življenjskega zavarovanja in privatni pokojninski skladi, ter investicijska podjetja (na primer vzajemni skladi), omogoča večjo paleto produktov, v katere posamezniki in podjetja lahko investirajo. Vstop v Evropsko unijo je tem državam omogočil integracijo njihovih finančnih sistemov na širše evropske finančne trge.

Razen na Poljskem, so kapitalski trgi v tranzicijskih državah ostali relativno majhni in nerazviti. Tržna kapitalizacija namreč znaša okoli 20 % BDP. V nasprotju z njimi se za večino evropskih držav tržna kapitalizacija giblje med 60 in 150 odstotki BDP.

Tabela 1: Finančni kazalci tranzicijskih držav za leto 2005

Država	<i>BANKOPEN</i>	<i>FINREG</i>	<i>FINAMRK</i>	<i>MEDFINAN</i>	<i>CAPACCLIB</i>	<i>GOVFDI</i>
Poljska	4	4	4	4	4	4
Madžarska	4	4	5	3	4	5
Slovaška	4	4	4	3	4	4
Češka	4	4	5	3	4	5

Vir: Euromonitor, 2007.

Zgoraj predstavljeni finančni kazalci so ocenjeni od 1 do 5, kjer ocena 5 pomeni močno liberaliziran finančni sistem, ocena 1 pa pomeni, da je liberaliziranost nizka. Kazalec *BANKOPEN* pomeni odprtost bančnega sistema, *FINREG* kvaliteto regulacije finančnega sistema, *FINAMRK* nerazvitost le-tega, *MEDFINAN* dostop do finančnih posrednikov, *CAPACCLIB* liberalizacijo kapitalskega računa in *GOVFDI* vladno politiko za tuje investiranje. Kot je razvidno iz tabele, so navedene tranzicijske države imele v letu 2005 relativno dobro razvite finančne sisteme. Prevladujeta namreč oceni 4 in 5, le dostop do finančnih posrednikov je na Madžarskem, Slovaškem in Češkem ocenjen s 3. Podrobneje so ti finančni kazalci razloženi v nadaljevanju diplomskega dela.

Na nekaterih trgih, kot sta Praga in Bratislava, predstavljajo obveznice glavni element kapitalskih trgov, medtem ko so na drugih trgih pomembnejše delnice. Nizka raven razvitosti kapitalskih trgov je deloma posledica strukture družbenega sektorja, saj je večina podjetij malih, nekaj pa je zelo velikih podjetij. Manjkajo pa srednje velika podjetja. Velika podjetja imajo namreč manjšo vlogo na domačih kapitalskih trgih, saj so po večini v tuji lasti in zato zbirajo denar na tujih trgih ali preko svojih materinskih podjetij. Po drugi strani pa tudi njihove zahteve po sredstvih presegajo zmognosti lokalnih kapitalskih trgov. Prevladovanje malih podjetij na teh trgih pa upočasnjuje razvoj kapitalskih trgov, saj so stroški, povezani z vstopom na kapitalске trge, za ta podjetja pogosto preveliki, pogosto pa tudi ne zadovoljujejo

minimalnih kriterijev za vstop. Z večanjem števila srednje velikih podjetij oziroma s tem, ko se bodo nekatera mala podjetja spremenila v srednje velika ali velika, bodo domači kapitalski trgi tranzicijskih držav zmerno rasli. Seveda pa bodo ti trgi težko obstali sami zase, njihova eksistenca bo zahtevala integriranje z evropskimi ali drugimi trgi. Številni trgi v Evropski uniji se že združujejo in integrirajo v večje sisteme in tako povečujejo svoje obsege in učinkovitost (Bakker, Gross, 2003).

Smiselno se je vprašati, ali je ustanovitev trga vrednostnih papirjev v takih gospodarstvih sploh upravičena. Stiglitz (1995) je mnenja, da je ustanovitev trga vrednostnih papirjev v razvijajočih se gospodarstvih že po definiciji nesmiselna in neučinkovita. Prihranki, ki se pretakajo prek teh trgov, so razporejeni popolnoma neracionalno, kar negativno vpliva na rast BDP. To idejo so deloma uporabili na Češkem, skupaj s popolnoma liberalnim ekonomskim in političnim modelom skoraj vsega. Na začetku so menili, da ni nobene potrebe po instituciji borze, vendar pa so se stvari na Češkem pozneje bistveno spremenile, saj je bila borza kljub vsemu le ustanovljena, poskušali pa so uvesti tudi določeno stopnjo regulative. Od popolnoma liberaliziranega modela so Čehi postopoma poskušali preiti na stanje boljšega nadzora in strožje regulative, pri tem pa naleteli na precejšnje težave. Daljša obdobja neorganiziranega in nenadzorovanega trgovanja z vrednostnimi papirji preko tako imenovanega OTC trga (prosti trg) so sredi 90. let pustila celo vrsto negativnih posledic, ki še vedno niso ustrezno odpravljene. Precej drugih ekonomistov (na primer McKinonn, 1976) v nasprotju s Stiglitzem (1995) zagovarja idejo, da je institucija trga vrednostnih papirjev v razvijajočih se gospodarstvih dejansko potrebna (Veselinovič, 2001).

Na žalost pa so obstoječi kapitalski trgi v tranzicijskih državah slabo »opremljeni«. Trgovanje z delnicami je v splošnem nezadostno, da bi lahko vzdržalo pomembne nove izdaje, večina trgovanja, ki že obstaja, pa je neregulirana in nenadzorovana. V času inflacije so bile v večini teh držav družbe nenaklonjene izdajanju obveznic. Tako je bila oskrba novega kapitala skozi trge dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev skoraj zanemarljiva. Sekundarni trgi lastniškega kapitala pa pomenijo preoblikovanje lastniških pravic – zato je pomembna privatizacija (Blommestein, Spencer, 1994, str. 168).

Razvijajoči se trgi po vsem svetu se srečujejo z različnimi problemi, in sicer gre za nestanovitnost, likvidnost, odhod podjetij in kapitala na tuje, na splošno nestabilne ekonomske razmere in slabe (nestabilne) makroekonomske rezultate, računovodske in revizijske standarde, neučinkovito pravno in etično okolje, podkupovanje, nezaupanje v finančni sistem, integracijo v mednarodnem okolju. Največji problemi evropskih trgov vrednostnih papirjev pa so tudi dodatna sporna vprašanja, ki se nanašajo na začetne stopnje razvoja teh trgov in na relativno neizkušeno okolje, v katerem delujejo. Razvoj trgov od začetkov iz dobesedno nič poteka izredno hitro v primerjavi z večkrat po deset let dolgim procesom v razvitih državah, res pa je, da jim še vedno močno primanjkuje tako tradicije, znanja kot tudi potrebnih izkušenj.

Razvijajoči se trgi v Evropi morajo biti zelo prilagodljivi, da ne »izginejo«. Res pa je, da ima večina precej težav že s svojim lastnim obstojem, poleg tega pa jih na poti do statusa razvitega trga vrednostnih papirjev čaka še cela množica zadev. Razvijajoči se trgi imajo možnost utrjevati medsebojno sodelovanje z razvitimi, hkrati pa s svojimi partnerji nastopajo tudi kot tekmeči s ciljem, da čimprej postanejo razviti trgi. Znano je povezovanje držav tako imenovane »Višegrajske skupine« (Poljska, Madžarska, Češka, Slovaška in Slovenija), ki izračunavajo tudi skupni indeks CESI.

Razvijajoči se trgi v Evropi so regionalne ali lokalne narave, prej ali slej pa se morajo združiti v globalizirane (evropske) trge. Vse je odvisno od tega, kakšen položaj lahko dosežejo in tudi obdržijo glede na svoj lokalni ali regionalni status. Ena od možnosti je, da izgubijo nekaj podjetij, ki kotirajo na več trgih, in tako ostanejo regionalna, lokalna finančna središča ali/in omrežja. Potrebno bo upoštevati določene dejavnike pri razvoju bodočih trgov vrednostnih papirjev v prihodnosti. Šlo bo namreč za povečanje investicijskih dejavnosti tudi čez državne meje in s tem okrepitev konkurence med posameznimi trgi in dobavitelji finančnih storitev. Vloga največjih institucionalnih investitorjev pri neposrednem trgovanju bo vedno bolj vidna, kar se bo odrazilo v učinkovitejši in bolj rentabilni trgovalni infrastrukturi. Težili bodo k bolj poenoteni infrastrukturi trgovanja in poravnave, kar nakazuje združevanja, sklepanje paktov, različne povezave, sporazumi in druge oblike sodelovanja med posameznimi trgi. Med drugim bodo nastale nove elektronske borze ali zunanja podjetja ter internetni posredniki ali brokerji.

Treba je poudariti, da je povezovanje razvijajočih se trgov izrednega pomena za nadaljnje pridobivanje boljšega položaja pri poznejši integraciji na razvitejše trge. Vpliv večjih trgov na tiste, ki še rastejo, je viden predvsem v uveljavljanju elektronskega sistema (trgovanja in/ali kliringa, poravnave in vpisa v register), do določene stopnje tudi pri (zmanjšanju) kotacij podjetij na trgu. Seveda pa globalizacija določenih trgov, še preden se ti dokončno oblikujejo, ni mogoča. Najprej je treba poskrbeti za razvoj v okviru države in šele nato tudi zunaj svojih meja, ali pa naj se trg preskusi najprej na ravni lokalnega okolja, nato kot regionalno središče, pozneje pa tudi kot globalni dejavnik (Veselinovič, 2001).

Prihodnost trgovanja z vrednostnimi papirji na lokalni, regionalni in globalni ravni bodo določali intenzivnost aktivnosti zunaj meja določene države, konkurenčnost, veliki institucionalni investitorji; izrednega pomena bodo tudi integracijski procesi v okviru finančnih institucij, prav tako pa nove tehnološke rešitve. Na področju Evrope pa pomembno vlogo napovedujejo tudi evropskemu modelu skupnega trga vrednostnih papirjev, ki vključuje (Veselinovič, 2001):

- zvezni način »order-driven« trgovanja vsaj z dvema avkcijama – ob odpiranju in zapiranju trga ter z možnostjo vmesnih avkcij,
- dostop vseh investitorjev na trg naj bi bil primerno usklajen,
- anonimnost naj bi bila zagotovljena pred, med in po samem trgovanju,

- usklajene naj bi bile vse funkcije zveznega načina trgovanja, možnost skritih (»iceberg«) naročil in trgovanja s svežnji,
- skupna preventiva pred manipuliranjem s cenami (nadzor na vsakem trgu/v vsaki državi opravljajo individualno),
- dostop na trg je pod enakimi pogoji omogočen vsakemu udeležencu v trgovalnem procesu ne glede na geografsko lokacijo.

Za slovenski kapitalski trg lahko rečemo, da se spopada z nekaterimi zelo značilnimi težavami tranzicije, čeprav ima po drugi strani najvišjo stopnjo razvitosti tehnološke infrastrukture. Slovensko gospodarstvo dosega zelo dobre in stabilne makroekonomske rezultate, kar pa še ne pomeni, da ima država, ki kljub temu da velja za državo na prehodu, pravzaprav spada med razvite, hkrati tudi dovolj razvit finančni trg (Veselinovič, 2001).

4 Empirična analiza

Ta del diplomske naloge sem namenila ugotavljanju, ali teoretični zaključki držijo v praksi, torej ali finančna liberalizacija vpliva na večjo razvitost gospodarstva oziroma gospodarsko rast. Hipoteza moje analize je, da finančna liberalizacija oziroma razvitost, primerna reguliranost ter odprtost finančnega sistema pomembno vplivajo na razvitost celotnega gospodarstva oziroma gospodarsko rast. Finančni sistem je namreč del poslovnega okolja in kot tak vpliva na gospodarsko razvitost določene države.

Ekonomisti so si danes enotni, da neučinkovit in pretirano reguliran finančni sektor deluje zaviralno na gospodarsko perspektivo držav v razvoju. Hkrati pa sami finančni trgi ne morejo zagotoviti gospodarske rasti brez ustreznih razpoložljivih naložbenih možnosti. In prav vprašanje razmerja med razvojem finančnega in realnega sektorja, torej koliko razvoj finančnega sektorja vpliva na gospodarsko rast, ostaja nerešena uganka v ekonomski literaturi. Vrsta študij dokazuje, da razvitejši finančni sektor v splošnem spodbuja gospodarsko rast, spet drugi viri kažejo nasprotno zvezo med njima: da bi finančni sektor deloval učinkoviteje, sta potrebna zdravo gospodarsko okolje in gospodarska rast (Prašnikar, Cirman, 2006).

Stabilen in učinkovit finančni sistem lahko močno vpliva na ekonomski razvoj države, ker lahko vpliva na raven kapitalske ureditve, učinkovitost in alokacijo kapitala med konkurirajočimi se zahtevami in ker ustvarja zaupanje končnih potrošnikov v poštenost finančnega sistema. **Dobro strukturiran regulatorni režim** lahko tako prispeva k učinkovitosti in stabilnosti finančnega sistema. Nadzorni organi morajo biti politično neodvisni, a obenem tudi politično odgovorni za svoja dejanja. Poudariti je treba, da obstaja potencialna nevarnost prevelike regulacije, ki lahko povzroči oportunistne stroške sistema in tudi višje stroške ponudnikov ter uporabnikov finančnih storitev. To nevarnost je mogoče preprečiti z jasno definiranimi cilji regulacije. Štirje ključni cilji regulacije so ponavadi sistemska

stabilnost, varnost in solventnost finančnih institucij, varstvo potrošnikov pred tveganim vedenjem individualne finančne institucije in vzdrževanje potrošnikovega zaupanja v finančni sistem ter neokrnjenost finančnih institucij in trgov (Llewellyn, 2003). Bistvene naloge regulatorjev in nadzornikov institucij trga vrednostnih papirjev so predvsem varovanje investitorjev (v smislu preprečevanja trgovanja z notranjimi informacijami, preprečevanja zavajanja investitorjev in podobno), zagotavljanje pravičnosti, učinkovitosti in preglednosti trga (enakovredna možnost dostopa investitorjev do kapitalskega trga, ustrezno obveščanje investitorjev) in zmanjševanje systemskega tveganja (nadzor nad kapitalsko ustreznostjo institucij trga vrednostnih papirjev in nad notranjo kontrolo poslovanja) (Objectives and Principals of Securities Regulation, 2003, str. 5-7).

Razvit finančni sistem predstavlja pomembno podlago za uravnoteženo in vzdržno gospodarsko rast. Nerazvitost (angl. distortion) in ranljivost finančnega sektorja na drugi strani hitro lahko ogrozi uresničevanje zastavljene makroekonomske politike in njeno stabilnost. To se je lepo pokazalo v tranzicijskih državah, kjer je bila uspešnost reforme bančnega sistema nujna za fiskalno in monetarno stabilnost (Feldman, Wagner, 2002, str. 13). Dobro razvit trg kapitala nudi veliko koristi. Rastočim podjetjem zagotavlja cenejši dostop do kapitala, tako podjetja niso več odvisna le od notranjih virov in se lahko hitreje razvijajo, kar posledično vpliva na povečanje gospodarske rasti. Tudi borze imajo prednosti pred ostalimi načini zbiranja kapitala. Podjetja niso več tako odvisna od dolžniškega kapitala in so tako manj izpostavljena krizam ob morebitnih težavah pri servisiranju dolga (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str.1).

Na razvitost gospodarstva vpliva tudi **odprtost finančnega sistema**, ki je definirana s tem, kolikšen dostop imajo domača podjetja do tujih virov; ali je torej omogočeno tujim bankam in ostalim finančnim institucijam, da ustanavljajo svoje podružnice na lokalnem trgu. Po drugi strani pa odprtost finančnega sistema pomeni, kakšno možnost imajo tujci, da investirajo v domače vrednostne papirje. V kolikšni meri je torej kapitalski trg »odprt« za naložbe tujcev v domače papirje.

Finančna liberalizacija pomeni odprtje kapitalskega računa in s tem odpravo omejitev za tuje lastništvo ter pritiska na domači finančni sistem v smislu, da ta postane bolj učinkovit. Liberalizacija kapitalskega trga pomeni, da imajo posamezniki in podjetja prost dostop do mednarodnih finančnih trgov, na katerih se trgovanje odvija bolj poenoteno, posledično zaradi velike konkurence pa imajo finančni investitorji tudi dostop do cenejših tujih sredstev. Če je liberalizacija učinkovita, vodi v povezovanje trgov, kar vpliva tako na finančni kot realni sektor gospodarstva.

Kljub temu da so mnenja o pozitivnem vplivu finančne liberalizacije na gospodarsko rast med ekonomskimi strokovnjaki deljena, so številni avtorji potrdili njen vpliv na razvitost gospodarstev. Bisat (2000) sta mnenja, da finančna liberalizacija poveča raven finančnih prihrankov in omogoča vedno bolj učinkovito investiranje, kar vpliva na večjo gospodarsko

rast. Dunaway (2003) (v *The Globalization Debate*, 2007) meni, da prost prenos kapitala iz razvitih držav v države v razvoju, ki je posledica finančne liberalizacije, zmanjšuje razlike med temi državami. Finančna liberalizacija vodi v povečanje finančnih posrednikov in posledično povpraševanje po denarju v primerjavi z deležem narodnega dohodka naraste, kar pospeši gospodarsko rast. Bekaert, Harvey in Lundblad (2004) pokažejo pozitiven učinek finančne liberalizacije na gospodarsko rast. Po njihovem mnenju trg kapitala še posebej poveča povprečno realno rast za 1 odstotek. Slednje razlagajo tako, da liberalizacija trga kapitala lahko sovпада z ostalimi reformami gospodarstva. Država na primer hkrati deregulira bančni sistem, odpravi omejitve deviznega tečaja in gre tako v smeri razvoja trga kapitala. Vse to pa izboljša napovedi o stanju gospodarstva v prihodnosti. Tudi Levine (1997) trdi, da so finančni sistemi neposredno povezani z gospodarsko rastjo. Podobno meni tudi Wypolosz (2001).

4.1 Metoda in podatki

Za testiranje hipoteze, da finančna liberalizacija vpliva na gospodarsko rast, sem izbrala teoretični model, ki bazira na konkretni obliki produkcijske funkcije – Cobb-Douglasovi produkcijski funkciji: $Q = A(t)F(K, L, H)$. Po tem zapisu je proizvod (BDP) odvisen od tehnološkega napredka, kapitala, dela in človeškega kapitala. Predpostavila sem, da na večanje narodnega dohodka tako kot zgoraj naštetih dejavniki vpliva tudi liberalizacija finančnega sistema. Slednje sem predstavila z različnimi finančnimi kazalci, ki sem jih dodala Cobb-Douglasovi produkcijski funkciji in jih bom v nadaljevanju tudi podrobneje opisala. Tako je prispevek faktorjev h gospodarski rasti enak: $r_Q = r_A + \alpha r_K + \beta r_L + \gamma r_H + \delta r_{fin.kazalec}$.

Razvitost gospodarstva običajno merimo z domačim proizvodom na prebivalca. Ekonomsko moč nekega gospodarstva izraža velikost bruto domačega proizvoda (BDP) oziroma velikost bruto nacionalnega proizvoda (BNP). Velikost BDP pa je odvisna od velikosti nekega gospodarstva, ki ga merimo s številom prebivalstva, in od stopnje razvitosti, ki jo merimo z BND na osebo (Senjur, 2001, str.125). Svoj model sem oblikovala tako, da sem kot odvisno spremenljivko vzela $BDPpc$, merjen v USD.

Kot pojasnjevalne spremenljivke pa sem vzela spremenljivke, ki jih narekuje Cobb-Douglasova produkcijska funkcija. Za tehnološki napredek A sem uporabila podatke o *odstotku izdatkov držav za raziskave in razvoj (SRD)*. V model sem vstavila tudi podatke o *obsegu fizičnega kapitala (K)*, izraženega v milijonih USD, to so oprema, zgradbe, zemlja in podobno. Faktor delo L sem izrazila s *številom prebivalstva na dan 30. 6. (POP)*. Tako K kot L sem delila s številom prebivalcev, saj v modelu kot odvisna spremenljivka nastopa BDP na osebo. Cobb-Douglasovo produkcijsko funkcijo tako zapišemo v obliki $\frac{Q}{L} = A(t)F\left(\frac{K}{L}, 1, H\right)$.

Število prebivalstva na dan 30. 6. (*POP*) postane konstanta, torej ne vpliva na odvisno spremenljivko, zato je nisem vključila v regresijsko funkcijo. Človeški kapital H je opredeljen

kot povečana usposobljenost delavcev zaradi izobraževanja in usposabljanja ljudi. Merimo ga s številom let šolanja. Sama sem vzela podatke o *odstotku vpisanih v visoko šolstvo (SHIGH)*. Vključila sem tudi različne finančne kazalce. *Kvaliteta regulacije finančnega sistema (FINREG)*, ki je ocenjena od 1 do 5 in pet pomeni visoko kvalitetno regulacijo finančnega sistema. *Nerazvitost finančnega trga (FINAMRK)* je naslednji kazalec, ki sem ga vključila v svoj model. Ocenjen je tudi od 1 do 5, kjer pet pomeni nizko odstopanje od popolnega finančnega trga. Naslednje finančne kazalce bi lahko izrazili s terminom odprtost finančnega sistema, in sicer gre za *odprtost bančnega sistema (BANKOPEN)*, *dostop tujcev na domači trg (FORMARKET)* ter *dostop do finančnih posrednikov (MEDFINAN)*. Vsi ti kazalci so ocenjeni od 1 do 5, kjer pet pomeni dobro odprt finančni sistem. Naslednji kazalec, vključen v model, je *liberalizacija kapitalskega računa (CAPACCLIB)*, tudi ocenjen od 1 do 5, kjer slednje pomeni visoko liberaliziran kapitalski račun gospodarstva. Kot naslednji finančni kazalec sem izbrala *politiko vlade za tuje investiranje (GOVFDI)*, kjer spet ocena 5 pomeni, da je politika vlade naklonjena tujemu investiranju doma. Zadnji kazalec, ki sem ga testirala v modelu, je tako imenovani *expropriation risk (EXPROPR)*, ki pomeni tveganje, da se lastniku odvzame premoženje in se ga (običajno) da v javno uporabo. Ocena pet pomeni nizko tveganje.

V model sem vključila naslednjih 43 držav: Alžirijo, Argentino, Avstralijo, Azerbajdžan, Brazilijo, Bolgarijo, Čile, Češko, Ekvador, Egipt, Filipine, Hong Kong, Indijo, Indonezijo, Iran, Izrael, Japonsko, Južno Afriko, Kanado, Kazahstan, Kitajsko, Kolumbijo, Korejo, Madžarsko, Malezijo, Mehiko, Nigerijo, Novo Zelandijo, Pakistan, Peru, Poljsko, Romunijo, Rusijo, Saudsko Arabijo, Singapur, Slovaško, Šri Lanko, Tajvan, Tajsko, Ukrajino, ZDA, Venezuelo in Vietnam; in sicer za obdobje 1995-2005. Podatke za te države sem dobila na spletni strani Fraser Institute-a in Euromonitorja.

Analizo sem izvedla s pomočjo statističnega programskega paketa SPSS in panelne analize. Uporabila sem metodo Enter, v model sem torej vključila vse neodvisne spremenljivke, ne glede na to, da so nekateri ocenjeni regresijski koeficienti lahko statistično neznačilni. Finančne kazalce sem ločeno (vsakega posebej) vključila v model tako, da sem izvedla več regresij, v katerih sem testirala hipotezo, da finančna liberalizacija vpliva na razvitost gospodarstva.

4.2 Rezultati in interpretacija

V Tabeli 2 so prikazane osnovne statistike spremenljivk, vključenih v analizo, od finančnih kazalcev pa sem predstavila le nekatere, saj je zaradi omejenosti obsega diplomskega dela skoraj nemogoče zaobjeti rezultate vseh finančnih kazalcev. Odločila sem se, da predstavim samo naslednje: *FINAMRK*, *FINREG* in *FORMARKET*.

Tabela 2: Osnovne statistike spremenljivk

	Aritmetična sredina	Standardni odklon
<i>BDPpc</i>	8583,689	9786,8523
<i>K/L</i>	2272,1629	4638,51756
<i>SRD</i>	1,09758	0,910322
<i>SHIGH</i>	37,91	20,413
<i>FINAMRK</i>	3,73	0,995
<i>FINREG</i>	2,72	1,127
<i>FORMARKET</i>	3,10	1,136

Vir: Euromonitor, Fraser Institute, 2007; lasten izračun (SPSS).

BDPpc se med proučevanimi gospodarstvi zelo razlikuje, v povprečju pa znaša 8583,689 USD. Ocenjeni standardni odklon, ki predstavlja absolutno mero variabilnosti, znaša 9786,85 USD. Če pogledamo finančne kazalce, lahko rečemo, da imajo proučevane države v razvoju relativno dobro razvite, regulirane oziroma odprte finančne sisteme, saj se v povprečju ti kazalci gibljejo okrog 3. Ocenjeni standardni odkloni pa znašajo za primer razvitosti finančnih sistemov držav 0,995, za primer finančne regulacije le-teh 1,127 ter v primeru dostopa tujcev na lokalni trg 1,136.

V Tabeli 3 sem prikazala korelacijske vrednosti med pojasnjevalnimi spremenljivkami in neodvisno spremenljivko *BDPpc*.

Tabela 3: Korelacijske vrednosti med finančnimi kazalci in *BDPpc*

	<i>K/L</i>	<i>SRD</i>	<i>SHIGH</i>	<i>FINAMRK</i>	<i>FINREG</i>	<i>FORMARKET</i>
<i>BDPpc</i>	0,643	0,751	0,619	0,615	0,498	0,365

Vir: Euromonitor, Fraiser Institute, 2007; lasten izračun (SPSS).

Na podlagi vzorčnih podatkov ocenjujem, da so korelacijski koeficienti med neodvisnimi spremenljivkami in *BDPpc* pozitivni, kar pomeni, da je odvisnost pozitivna. To je tudi v skladu z našimi pričakovanji. Močna odvisnost je prisotna med spremenljivkama *izdatki za raziskave in razvoj* ter *BDPpc*, in sicer zanaša njun korelacijski koeficient 0,751. Razvitost gospodarstev je relativno močno odvisna od finančnih kazalcev, najmočnejša pa je med *FINAMRK* in *BDPpc*, kar pomeni, da večja kot je razvitost finančnega trga, večja je tudi razvitost gospodarstva.

Izvedla sem več multiplih linearnih regresijskih analiz, z vsakim finančnim kazalcem posebej, vendar bom zaradi omejenosti obsega diplomskega dela predstavila le tiste tri, ki sem jih predstavila zgoraj. Ocenjeni regresijski koeficienti finančnih kazalcev so pozitivni in statistično značilni, kar pomeni, da ima finančna liberalizacija pozitiven učinek na razvitost gospodarstva. Poglejmo si dobljene rezultate.

Tabela 4: Rezultati regresijskih analiz: *BDP_{pc}* kot odvisna spremenljivka

	Regresija 1		Regresija 2		Regresija 3	
	Koeficient	$P>(\alpha=0,05)$	Koeficient	$P>(\alpha=0,05)$	Koeficient	$P>(\alpha=0,05)$
<i>K/L</i>	0,462	0,000	0,539	0,000	0,623	0,000
<i>SRD</i>	4667,350	0,000	5781,705	0,000	5924,689	0,000
<i>SHIGH</i>	73,094	0,004	24,582	0,370	26,298	0,366
<i>FINAMRK</i>	3313,549	0,000				
<i>FINREG</i>			2624,339	0,000		
<i>FORMARKET</i>					2150,764	0,000
R^2	0,768		0,750		0,729	

Vir: Euromonitor, Fraser Institute, 2007; lastni izračuni (SPSS).

V modelu, v katerem je bilo vključenih 153 enot, pričakujemo pozitivni predznak pri vseh pojasnjevalnih spremenljivkah. Iz Tabele 4 je razvidno, da je v vseh treh regresijah vpliv finančnih kazalcev pozitiven in visoko statistično značilen. Razvitost finančnega sistema (*FINAMRK*), kvaliteta regulacije finančnega sistema (*FINREG*) ter dostop tujcev na domači trg (*FORMARKET*) torej pomembno vplivajo na razvitost gospodarstev, kljub temu da sta se parcialna regresijska koeficienta pri spremenljivki *SHIGH* v drugi in tretji regresiji pokazala kot statistično neznačilna.

Glede na dobljene rezultate lahko sklepam, da liberalizacija finančnega sistema pomembneje vpliva na razvitost gospodarstev. Finančni kazalci *FINAMRK*, *FINREG* in *FORMARKET* ter ostali kazalci, s katerimi sem zaobjela pojem finančne liberalizacije v svojem empiričnem delu, potrjujejo mojo hipotezo. Torej dobro razvit finančni sistem, kvalitetnejša regulacija le-tega, večji dostop tujcev na lokalni trg ter še nekateri drugi kazalniki, ki jih nisem vključila v diplomsko delo, prispevajo k višji gospodarski rasti analiziranih držav.

5 Sklep

Kot sem že zapisala, je finančna liberalizacija kompleksen pojem. V svojem diplomskem delu sem se omejila na liberalizacijo kapitalskih trgov v državah v razvoju in proučila njen učinek na gospodarsko rast. Tema je med ekonomisti aktualna, kar dokazuje tudi število izvedenih študij. V tem zaključnem delu bom povzela glavne izvlečke študij v tri skupine.

V prvo skupino sodijo študije, ki so pokazale pozitivni učinek liberalizacije finančnega sistema oziroma trga kapitala na gospodarsko rast. Naj omenim samo nekatere avtorje. Levine (1997) meni, da so finančni sistemi neposredno povezani z gospodarsko rastjo. Beakert, Harvey ter Lundblad (2003) trdijo, da prost dostop do tujih trgov omogoča investitorjem možnost večjega diverzificiranja njihovega premoženja. S tem se strošek kapitala zniža. Hkrati porastejo domače agregatne investicije, ki so bistvo gospodarske rasti. Finančna liberalizacija prispeva k finančnemu razvoju in večji likvidnosti. Naslednji razlog je tudi večja transparentnost nad

upravljanjem podjetij, pri čemer se lahko zmanjša razlika med stroški zunanjega in notranjega financiranja na ravni podjetij. Naslednji možen razlog za pozitivno povezanost je lahko sovpadanje liberalizacije kapitalskega trga z ostalimi reformami, ki izboljšajo pričakovanja glede stanja gospodarstva.

V drugo skupino sodijo teorije, ki ugotavljajo, da je učinek finančne liberalizacije na gospodarsko rast negativen. Ranciere, Tornell ter Westermann (2006) trdijo, da je zgodovina tista, ki priča, da finančna liberalizacija lahko vodi v finančne krize. Stiglitz (2000) je mnenja, da asimetrične informacije preprečijo, da bi se tuji kapital usmeril v dobičkonosne naložbe. Singh in Weisse (1998) trdita, da na trgih kapitala v razvoju obstajajo tudi številne nepravilnosti. Ti so namreč manj regulirani, asimetrija informacij je večja kot na kapitalskih trgih razvitih držav, obstaja notranje trgovanje. Zato je nihanje cen na novo nastajajočih trgih večje kot na tistih bolj zrelih. V skladu s tem bi bilo pričakovati, da se bodo podjetja izognila trgu vrednostnih papirjev za financiranje svoje dejavnosti in se raje zanesla na notranje financiranje. Corbett in Vines (1999) ugotavljata, da so negativni šoki v Aziji spodbudili devalvacijo valute in ti isti šoki so povzročili izgube v finančnem sistemu.

V tretjo skupino pa spadajo alternativne študije, ki so pokazale prisotnost obeh učinkov finančne liberalizacije na gospodarsko rast. Tako je na primer Wypolozz (2001) v svoji empirični študiji prišel do zaključka, da je takojšnji učinek finančne liberalizacije gospodarska ekspanzija, ki je še posebej izrazita v državah v razvoju, ko le-te liberalizirajo svoje kapitalske račune. Njegove ocene kažejo 15-odstotno rast. Temu sledi ostro zmanjšanje aktivnosti držav, vendar pa je končni učinek skozi obdobje desetih let pozitiven. Razvite države pa beležijo zmerno pojanje outputa. Podobno sta zaključila tudi Martin in Rey (2006).

Namen diplomskega dela je proučiti vpliv finančne liberalizacije z vidika kapitalskih trgov na gospodarsko rast na vzorcu držav v razvoju. Hipoteza moje empirične analize je, da liberalizacija finančnih trgov pozitivno učinkuje na gospodarsko rast oziroma razvoj. Finančni sistem je namreč del poslovnega okolja in kot tak vpliva na gospodarsko razvitost. V ta namen sem oblikovala teoretični model, osnovan na Cobb-Douglasovi produkcijski funkciji, ki sem ji dodala še nekatere finančne kazalce: kvaliteto regulacije finančnega sistema, nerazvitost finančnega trga, dostop tujcev na domači trg, dostop do finančnih posrednikov, liberalizacijo kapitalskega računa države, politiko vlade za tuje investiranje ter tveganje, da se lastniku odvzame premoženje in se ga da v javno uporabo. Tako sem izvedla več multiplih linearnih regresijskih analiz, z vsakim finančnim kazalcem posebej.

Rezultati so pokazali, da finančna liberalizacija vpliva na višjo gospodarsko rast, torej so potrdili mojo hipotezo. Le kazalec politika vlade za tuje investiranje na lokalnem trgu ni statistično značilen, torej ne vpliva na gospodarsko rast proučevanih držav.

Diskusije na temo finančne liberalizacije najbrž še nekaj časa ne bodo zaključene. Različne študije namreč dajejo različne rezultate. Kljub temu pa se ekonomski strokovnjaki strinjajo v

nečem - neučinkovit in preveč reguliran finančni sektor deluje zaviralno na gospodarsko perspektivo držav v razvoju. Hkrati pa sami finančni trgi ne morejo zagotoviti gospodarske rasti brez ustreznih razpoložljivih naložbenih možnosti. Vprašanje razmerja med razvojem finančnega in realnega sektorja ostaja torej nerešeno.

Literatura

1. Aghion Philippe, Bacchetta Philippe, Banerjee Abhijit: Financial Development and the Instability of Open Economies. *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, 51(2004), 8, str. 1077-1106.
2. Allen Franklin, Oura Hiroko: Sustained Economic Growth and the Financial System. *Monetary and Economic Studies*, Tokyo, 22(2004), S1, str.95-119.
3. Aoki Masahiko: Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View. Aoki Masahiko, Patrick Hugh, eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford : Clarendon Press, 1994, str. 109-141.
4. Atje Raymond, Jovanovic Boyan: Stock Markets and Development. *European Economic Review*, Amsterdam, 37(1993), 2/3, str. 632-640.
5. Bakker Marie H.R., Gross Alexandra L.: Development of Financial Markets in EU Accession Countries. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 2003, 7/8, str. 23-31.
6. Bekaert Geert: Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets. *The World Bank Economic Review*, Washington, D.C., 9(1995), 1, str. 75-107.
7. Bekaert Geert, Harvey R. Campbell, Lundblad Christian: Equity Market Liberalization in Emerging Markets. *The Federal Reserve Bank of St. Louis Journal Review*, St. Louis, 2003, 7, str. 53-74.
8. Bekaert Geert, Harvey R. Campbell, Lundblad Christian: Does Financial Liberalization Spur Growth?. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 77(2005), 1, str. 3-53.
9. Berthelemy Jean Claude, Varoudakis Aristomene: Financial Development, Policy and Economic Growth. Hermes Niels, Lensink Robert, eds., *Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries*. London : Routledge Taylor and Francis Group, 1996, str. 66-83.
10. Bisat Amer: Financial Liberalization – Lessons in Paradox. *The Third Mediterranean Development Forum*. 14 str.
[URL: <http://www.worldbank.org/wbi/mdf/mdf3/papers/finance/Bisat.pdf>], 6.3.2000.
11. Blommestein Hans J., Spencer Michael G.: The Role of Financial Institutions in the Transition to a Market Economy. Caprio Gerard, Folkerts-Landau David, Lane Timothy D., eds., *Building Sound Finance in Emerging Market Economies*. Washington, D.C. : International Monetary Fund and World Bank, 1994. str. 139-194.
12. Claessens Stijn, Djankov Simeon, Klingebiel Daniela: Stock Markets in Transition Economies. World Bank.
[URL: http://www1.fee.uva.nl/fm/papers/Claessens/chapters/Stock_Markets.pdf], september 2000.

13. Corbett Jenny, Vines David: Asian Currency and Financial Crises: Lessons from Vulnerability, Crisis, and Collapse. *The World Economy*, Oxford, 22(1999), 2, str. 155-177.
14. Dell'Ariccia Giovanni, Marquez Robert: Information and Bank Credit Allocation. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 29(2004), 2, str. 83–104.
15. Devereux Michael B., Smith Gregor W.: International Risk Sharing and Economic Growth. *International Economic Review*, Philadelphia, 35(1994), 3, str. 535-550.
16. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
17. Eichengreen Barry J.: Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts Be Reduced?. London : International Center for Monetary and Banking Studies, 2001. 53 str.
18. Feldman Robert A., Wagner Nancy: The Financial Sector, Macroeconomic Policy and Performance. *EIB Papers*, Luxembourg, 7(2002), 2, str. 13-30.
19. Filer Randall K., Hanousek Jan, Campos Nauro F.: Do Stock Markets Promote Economic Growth?. The Center for Economic Research and Graduate Education – Economic Institute. [URL: http://www1.fee.uva.nl/fm/papers/Claessens/chapters/Stock_Markets.pdf], december 2000.
20. Filipčič Marko: Finančni posredniki v Združenih državah Amerike, v Evropski uniji in v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 123 str.
21. Gorišek Ana: Kaldorjevi zakoni v slovenskem gospodarstvu. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 45 str.
22. Henry Blair Peter: Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices. *Journal of Finance*, Stanford, 55(2000), 2, str. 529-564.
23. Hermes Niels, Lensink Robert: Financial Development and Economic Growth – Theory and Experiences from Developing Countries. London : Routledge Taylor and Francis Group, 1996. 363 str.
24. Kaminsky Graciela L., Schmukler Sergio L.: Short-run Pain, Long-run Gain: The Effects of Financial Liberalization. The World Bank. [URL: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2002/11/11/000094946_02102904035025/Rendered/PDF/multi0page.pdf], 31.10.2002.
25. Lee Sam Youl, Florida Richard, Gates Gary J.: Innovation, Human Capital, and Creativity. Carnegie Mellon University. [URL: http://hr.stepi.re.kr/upload/hr/public_data/Innovation&HumanCapital&Creativity_2002.pdf], september 2002.

26. Levine Ross: Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Stanford, 35(1997), 2, str. 688-726.
27. Llewellyn T. David: Institutional Structure of Financial Regulation; the basic issues. The World Bank.
[URL: <http://info.worldbank.org/etools/docs/library/86190/Llewellyn%5FInstitutional.doc>], 4-5.12. 2003.
28. Martin Philippe, Rey Helene: Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash? Princeton University.
[URL: <http://www.princeton.edu/~hrey/martinreyjan06.pdf>], januar 2006.
29. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2002, 682 str.
30. Pagano Marco: The Flotation of Companies on the Stock Market. *European Economic Review*, Amsterdam, 37(1993), 5, str. 1101-1125.
31. Prašnikar Janez: Pozdravljeni na 8. poslovni konferenci. Poslovna Akademija Finance.
[URL: <http://209.85.129.104/search?q=cache:wRwomj6KtaMJ:www.finance-akademija.si/%3Fgo%3Darticle%26id%3D167938+kaj+je+finan%C4%8Dno+poglabljanje&hl=sl&gl=si&ct=clnk&cd=2>], 13.11.2006.
32. Prašnikar Janez, Cirman Andreja: Priložnosti finančnega sektorja v tranzicijskih državah. Ljubljana : Časnik Finance, 2006. 419 str.
33. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 201 str.
34. Rainciere Romain, Tornell Aaron, Westermann Frank: Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth. National Bureau of Economic Research.
[URL: <http://www.nber.org/papers/w12806.pdf>], december 2006.
35. Redek Tjaša: Razvoj ekonomske teorije: vaje. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 186 str.
36. Robinson Joan: The Rate of Interest, and Other Essays. London : Macmillan, 1952. 86 str.
37. Senjur Marjan: Makroekonomija malega odprtega gospodarstva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1993. 349 str.
38. Senjur Marjan: Makroekonomija. Maribor: Management in razvoj, 2001. 423 str.
39. Senjur Marjan: Razvojna ekonomika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 732 str.
40. Singh Ajit: Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies: A Comparative International Study. The World Bank, International Financial Corporation.,
[URL: [http://ifcln1.ifc.org/ifcext/economics.nsf/AttachmentsByTitle/tp3/\\$FILE/tp3.pdf](http://ifcln1.ifc.org/ifcext/economics.nsf/AttachmentsByTitle/tp3/$FILE/tp3.pdf)], april 1995.

41. Singh Ajit, Weisse Bruce A.: Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives. World Development, Cambridge, 26(1998), 4, str. 607-622.
42. Stiglitz Joseph: The Role of the State in Financial Markets. Bruno Michael, Pleskovic Boris, eds., Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economies. Washington, D.C., World Bank, 1994, str. 19-52.
43. Stiglitz Joseph: Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. World Development, Amsterdam, 28(2000), 6, str. 1075-1086.
44. Tušar Emilija: Državne investicije in gospodarska rast: Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 91 str.
45. Veselinovič Draško: Razvoj nastajajočih trgov kapitala s poudarkom na Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 5, str. 77-83.
46. Wypoloz Charles: How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?. United Nations Conference on Trade and Development. [URL: <http://www.unctad.org/en/docs/pogdsmdpbg24d14.en.pdf>], 14.9.2001.

Viri

1. de Cecco Marcello: New forms of financial regulation and the evolution of financial firms. Gourevitch Peter, Guerrieri Paolo, eds., New Challenges to International Cooperation, Adjustment of Firms, Policies and Organizations to Global Competition. San Diego: University of California Press, 1993.
2. Euromonitor. [URL: <http://www.euromonitor.com>], 2007.
3. Fraser Institute. [URL: <http://www.freetheworld.com/2006/2006Dataset.xls>], 2007.
4. Objectives and Principals of Securities Regulation. IOSCO. 68 str. [URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>], 2003.
5. NLB-Valutni izvedeni finančni instrumenti. NLB. [URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=2021>], 2007.
6. Singh Ajit, Hamid Javed: Corporate Financial Structures in Developing Countries. The World Bank, International Finance Corporation. [URL: <http://ideas.repec.org/p/fth/wobafi/1.html>], 1992.
7. The Globalization Debate. [URL: <http://filebox.vt.edu/users/moverbee/globalizationhome/index.htm>], 2007.