

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Gregor Sakovič

PRIMERJALNA ANALIZA FINANČNIH SISTEMOV

Magistrsko delo

Ljubljana, 2011

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Gregor Sakovič

Mentorica : izr. prof. dr. Andreja Jaklič

PRIMERJALNA ANALIZA FINANČNIH SISTEMOV

Magistrsko delo

Ljubljana, 2011



IZJAVA O AVTORSTVU magistrskega dela

Podpisani/-a Gregor Sakovič, z vpisno številko 6899, sem avtor/-ica magistrskega dela z naslovom:
PRIMERJALNA ANALIZA FINANČNIH SISTEMOV .

S svojim podpisom zagotavljam, da:

- je predloženo magistrsko delo izključno rezultat mojega lastnega raziskovalnega dela;
- sem poskrbel/-a, da so dela in mnenja drugih avtorjev oz. avtoric, ki jih uporabljam v predloženem delu, navedena oz. citirana v skladu s fakultetnimi navodili;
- sem poskrbel/-a, da so vsa dela in mnenja drugih avtorjev oz. avtoric navedena v seznamu virov, ki je sestavni element predloženega dela in je zapisan v skladu s fakultetnimi navodili;
- sem pridobil/-a vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti prenesena v predloženo delo in sem to tudi jasno zapisal/-a v predloženem delu;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del, bodisi v obliki citata bodisi v obliki skoraj dobesednega parafraziranja bodisi v grafični obliki, s katerim so tuje misli oz. ideje predstavljene kot moje lastne – kaznivo po zakonu (Zakon o avtorstvu in sorodnih pravicah, Uradni list RS št. 21/95), prekršek pa podleže tudi ukrepom Fakultete za družbene vede v skladu z njenimi pravili;
- se zavedam posledic, ki jih dokazano plagiatorstvo lahko predstavlja za predloženo delo in za moj status na Fakulteti za družbene vede;
- je elektronska oblika identična s tiskano obliko magistrskega dela ter soglašam z objavo magistrskega dela v zbirki »Dela FDV«.

V Ljubljani, dne 30.03.2011

Podpis avtorja/-ice:

PRIMERJALNA ANALIZA FINANČNIH SISTEMOV

Povzetek

Finančni sistemi igrajo v sodobnem gospodarstvu osrednjo vlogo pri usmerjanju oziroma alokaciji finančnih sredstev od prebivalstva (ponavadi suficitarne celice) do deficitarnih celic (ponavadi podjetja) in usmerjanju investicijskih sredstev med podjetji. Tako delovanje finančnega sistema omogoča usklajevanje med potrebami prebivalstva, gospodarstva in države ter delitev tveganja med njimi.

Posamezne nacionalne države in njihova gospodarstva imajo načeloma enake potrebe, vendar se njihovi finančni sistemi razlikujejo. Te razlike izhajajo iz številnih razlogov: različne nacionalne zgodovine, resursi in tehnologija, kot najpomembnejše pa družbene razlike držav – drugačno družbeno-vrednostno okolje, ki se odlikava predvsem v razlikah med nacionalnimi kulturami. Zaradi tega finančni sistemi držav, ki sicer povsod zasledujejo podobne cilje – doseganje optimalne alokacije sredstev – le-to opravljajo na zelo različne načine.

Zato je opazna razlika v vlogi finančnih trgov in finančnih institucij v različnih državah. Pomembna razlikovalna lastnost med finančnimi sistemi je tudi, kako se države spopadejo s problemom upravljanja družb (corporate governance), saj ima finančni sistem pomembno vlogo pri načinu upravljanja podjetij – predvsem preko razdelitve nadzornih pravic. Vendar je danes vse bolj pomemben in prepoznaven trend k zblíževanju oz. konvergenci različnih finančnih sistemov v svetu. Pomembno vlogo pri tem pa igra tako finančna globalizacija kot tudi finančne krize, ki so tudi v preteklosti imele pomembno vlogo v razvoju finančnih sistemov.

Ključne besede: finančni sistem, kultura, ekonomska zgodovina, finančna kriza, globalizacija

COMPARATIVE ANALYSIS OF FINANCIAL SYSTEMS

Abstract

Financial systems are systems that allow the transfer of money between savers and borrowers which is crucial for the allocation of resources in the economy. They play a central role in channeling household savings (savers or economic cells with surplus) to the corporate sector (deficit cells) and allocating investment funds among companies.

So financial systems allow inter-temporal smoothing of consumption by households (oversupplied cells) with the expenditures by firms and countries, and make it possible for all of them to share risks. Countries and their economies have all the same needs, but have different financial systems. These differences may arise from many reasons: countries have different national histories, resources and technologies, but most important is that they have different populations, social environments and national cultures.

Thus financial systems are not performing much of a different function in different countries, but they foremost constitute a different way of doing the same thing – achieving an optimal allocation of resources.

The role of financial markets and financial institutions differ in importance in different countries. We have to differentiate on how countries deal with the problem of corporate governance, because financial systems have a role in corporate governance – they allocate control rights and assist in the design of the securities that are used.

In the historical development of financial systems, financial crisis played an important role. Also, through financial globalization the domestic impact to global financial development has grown. These two reasons play an important role in the trend of the converging of different financial systems.

Keywords: financial systems, culture, economic history, financial crises, globalization

KAZALO

1	UVOD.....	10
1.1	OPREDELITEV PREDMETA IN NAMENA RAZISKOVANJA.....	10
1.2	HIPOTEZE.....	13
1.3	METODOLOGIJA PROUČEVANJA.....	14
1.4	STRUKTURA ANALIZE.....	15
1.5	IZVIRNI PRISPEVEK K RAZVOJU POLITOLOŠKE ZNANOSTI.....	16
2	FINANČNI SISTEM	17
2.1	DEFINICIJA IN KLASIFIKACIJA.....	17
2.2	PRISTOPI K ANALIZI FINANČNEGA SISTEMA	19
2.3	ELEMENTI FINANČNEGA SISTEMA.....	21
2.3.1	<i>Finančni tokovi</i>	21
2.3.2	<i>Finančne institucije – posredniki</i>	22
2.3.3	<i>Finančni instrumenti</i>	25
2.3.4	<i>Finančni trgi</i>	27
2.4	FINANČNI SISTEM IN DRŽAVA.....	28
2.5	FINANČNI SISTEM IN REALNI SEKTOR – REŽIMI UPRAVLJANJA PODJETIJ	31
2.5.1	<i>Sistem delniškega trga</i>	33
2.5.2	<i>Državno vodeni sistem finančnih trgov</i>	34
2.5.3	<i>Bančni sistem</i>	35
2.5.4	<i>Bančno – podjetniški navzkrižni sistem</i>	36
3	RAZVOJ FINANČNIH SISTEMOV	39
3.1	ZGODOVINSKI RAZVOJ FINANČNIH SISTEMOV	42
3.1.1	<i>Zgodnji finančni sistemi</i>	42
3.1.2	<i>Finančni sistemi druge faze razvoja</i>	43
3.1.3	<i>Finančni sistemi moderne dobe</i>	45
3.2	ELEMENTI VPLIVA NA RAZVOJ MODERNIH FINANČNIH SISTEMOV	46
3.2.1	<i>Razlaga na osnovi pravnega sistema</i>	47
3.2.2	<i>Razlaga na osnovi zmanjševanja tveganja</i>	51
3.2.2.1	<i>Dimenzije narodnih kultur ter pojav kulturnih razlik med narodi</i>	51
3.2.2.2	<i>Zasnova finančnih sistemov in indeks izogibanja negotovosti</i>	54
3.2.3	<i>Analize povezanosti med tipom finančnega sistema in obliko pravnega sistema ter prevladujoče kulture</i>	56

3.2.3.1	Namen in cilji analize	56
3.2.3.2	Zastavljene hipoteze.....	57
3.2.3.3	Metoda raziskovanja	57
3.2.3.4	Definiranje v analizi uporabljenih spremenljivk.....	58
3.2.3.5	Analiza in ugotovitve	59
3.2.4	<i>Razlaga na osnovi politične ekonomije.....</i>	62
4	VPLIV FINANČN KRIZ IN GLOBALIZACIJE NA RAZVOJ FINANČNEGA SISTEMA.....	76
4.1	VRSTE FINANČNIH KRIZ.....	78
4.2	FINANČNA GLOBALIZACIJA	82
5	SKLEP	93
6	LITERATURA	98
	PRILOGA A : T-Test s programom SPSS: Preizkušanje domneve o razliki med aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca (preizkus skupin) za tip finančnega sistema in Indeksom UIA, kazalnikom Finančna arhitektura in kazalnikom Tipi pravnega sistema	105
	PRILOGA B : T-Test s programom SPSS: Preizkušanje domneve o razliki med aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca (preizkus skupin) za tip finančnega sistema in velikostjo BDP na prebivalca (kazalnik razvitosti države)	105

KAZALO TABEL

Tabela 3.1:	Primerjava med državami in njihovimi finančnimi sistemi glede na indeks finanačne arhitekture, primarni jezik, primarno religijo, poreklo pravnega sistema države in izračunan indeks izogibanja negotovosti: države, uvrščene v kategorijo BANČNO in TRŽNO OSNOVANIH FINANČNIH SISTEMOV.....	59
Tabela 3.2:	Povezava religije in UAI.....	60
Tabela 3.3:	Povezava pravno poreklo, UAI in orientiranost finančnega sistema.....	61
Tabela 3.4:	Evolucija števila delniških družb na borzi na 1 milijon državljanov – kazalec je izračunan kot ulomek števila domačih podjetij, ki so uvrščena na borzno kotacijo, in števila prebivalstva države.....	63
Tabela 3.5:	Razvitost delniških trgov po posameznih državah, prikazana kot odstotek borzne kapitalizacije od državnega BDP-ja v letih od 1913 do 2007 (indeks razvitosti je izračunan kot ulomek višine kapitalizacije domicilnih borz (v mio USD) in BDP-ja države (v mio USD).....	64
Tabela 3.6:	Velikost regulacije delniških trgov in trga dela.....	66
Tabela 3.7:	Razlikovalne lastnosti posameznega tipa finančnega sistema (binarna delitev) po preučevanih državah.....	68
Tabela 3.7:	Povezava stopnje razvitosti in orientiranosti finančnega sistema.....	72
Tabela 3.8:	Povezava stopnje razvitosti s pravno osnovo, orientiranostjo finančnega sistema, indeksom UAI, finančno arhitekturo.....	72
Tabela 4.1:	Velikost neto kapitalskih tokov od leta 1870 do 1996 (izračunana povprečna vrednost kapitalskega računa kot delež v BDP).....	83
Tabela 7.1:	T-Test s programom SPSS: Preizkušanje domneve o razliki med aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca (preizkus skupin) za tip finančnega sistema in Indeksom UIA, kazalnikom Finanačna arhitektura in kazalnikom Tipi pravnega sistema.....	105
Tabela 7.2:	T-Test s programom SPSS: Preizkušanje domneve o razliki med aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca (preizkus skupin) za tip finančnega sistema in velikostjo BDP na prebivalca (kazalnik razvitosti države).....	107

KAZALO SLIK :

Slika 2.1:	Shema povezanosti med deficitnimi in suficitnimi gospodarskimi celicami.....	22
Slika 2.2:	Shema delitve finančnih institucij.....	24
Slika 2.3:	Shema delitve finančnih instrumentov.....	26
Slika 2.4:	Shema delitve finančnih trgov	28
Slika 2.5:	Nacionalna regulativa in finančno-politična skupnost.....	30
Slika 2.6:	Prikaz razpršenosti lastništva podjetij – kdo nadzira podjetja	32
Slika 2.7:	Sistem delniškega trga	33
Slika 2.8:	Državno vodeni sistem.....	34
Slika 2.9:	Bančni sistem	35
Slika 2.10:	Bančno – podjetniški navzkrižni sistem	36
Slika 3.1:	Primer razporeditve posameznih vrst pravnih sistemov v svetu.....	50
Slika 3.2:	Pojavnost in stabilizacija kulturnih vzorcev	52
Slika 3.3:	Kapitalizacija delniških trgov glede na BDP po posameznih letih od 1913 do 2007.....	65
Slika 3.4:	Prikaz zaščite delavskih pravic in pravic delničarjev: Delavske pravice in pravice delničarjev	67
Slika 4.1:	Odstotek držav v stanju finančne nestabilnosti ali fazi restrukturiranja od leta 1800 do 2009.....	77
Slika 4.2:	Pogostost pojava kriz po opazovanih obdobjih v razvitih in razvijajočih se državah (odstotek verjetnosti na leto) v odstotkih.	80
Slika 4.3:	Mednarodna kapitalska mobilnost in pojav bančnih kriz – za države v obdobju od 1800 do 2008 (merjeno z njihovim deležem v strukturi svetovnega prihodka).....	85
Slika 4.4:	Shema predlaganih dopolnitev in sprememb pravil za BASEL III za nacionalne regulatorje in vlade	90

1 UVOD

1.1 *Oprelitev predmeta in namena raziskovanja*

V magistrski nalogi preučujemo finančni sistem, ki je opredeljen kot mehanizem, prek katerega se narodnogospodarski prihranki od subjektov, ki imajo presežek svojih prihrankov, prenašajo k subjektom, ki jim sredstev primanjkuje. Finančni sistem tako igra centralno vlogo v gospodarstvu ter je občutljiv na vse vrste šokov, ki se zlahka prenesejo drugam oziroma »okužijo« z nestabilnostjo druge družbene sisteme in posledično povzročijo celo kolaps le-teh.

Poznavanje ustroja finančnega sistema in njegovih institucij pomeni poznati tudi možnosti za uveljavljanje razvoja posamezne države. Če k temu dodamo še poznavanje učinkovanja, ki jih imajo interakcije med igralci, dobimo širši vpogled v dejanski in potencialni prispevek, ki ga ima finančni sistem za življenje v najširšem pomenu besede.

Dober finančni sistem mora biti učinkovit. Učinkovit finančni sistem zagotavlja ustrezen in poceni vir kapitala za deficitarne celice v gospodarstvu. Druga potrebna lastnost finančnega sistema je njegova stabilnost. V primeru finančne krize ta ne prizadene le finančnega sektorja, temveč celotno gospodarstvo, ki tako lahko ostane brez potrebnih virov za delovanje.

Zato lahko kot celovit finančni sistem opredelimo sistem, ki vključuje nekaj ključnih komponent, ki so: zdrave javne finance in odgovorno upravljanje z javnim dolgom, stabilna monetarna in fiskalna politika, močan, razvejan, konkurenčen in odprt bančni sektor tako z domačimi kot tujimi bankami, močna centralna banka, ki je zmožna stabilizirati domače finančne tokove in upravljati mednarodne finančne odnose, in nenazadnje, dobro organiziran in delujoč kapitalski trg. Današnje izkušnje govorijo, da tako opredeljen celovit finančni sistem tudi v razvitih gospodarstvih še ne obstaja v celoti.

Na mednarodnem polju pomeni dobro delujoča finančna podstat za posamezno državo primerjalno prednost pred drugo državo ter predstavlja pomemben faktor pri strukturi in ekonomski moči posamezne države. Razvit finančni sistem pomeni v mednarodni politični areni enega od stebrov mednarodne moči države.

Povezanost posameznih nacionalnih finančnih sistemov povzroča tudi tenzije in finančne šoke, ki lahko prerastejo v globalne finančne krize. Finančna kriza, ki se je spočela na majhnem delu bančnega trga v ZDA v sredini 2007, se je prej kot v 12 mesecih »prelila« in razvila v ne samo globalno finančno krizo, ampak celo v eno največjih gospodarskih kriz v zgodovini.

Predmet raziskovanja bo torej obravnavanje pomena, ki ga ima finančni sistem za delovanje in učinkovitost gospodarstva/države in njenih institucij. Želimo sistematično predstaviti pojem finančni sistem ter opredeliti glavne razlike med posameznimi finančnimi sistemi ter analitično obravnavati razvoj finančnega sistema v posameznih državah. Le-ta je (bil) močno pod vplivom različnih zgodovinskih dogajanj ter kulturne, pravne in politično-ekonomske tradicije države. Landes pravi: »Če se lahko kaj naučimo iz zgodovine ekonomskega razvoja, je, da prav kultura povzroča po večini razlike v razvoju!« (Landes v Stulz 2001, 1)

Na razvoj finančnega sistema je vsekakor učinkovala tudi finančna globalizacija s povečanjem mednarodnih kapitalskih tokov, ki je silila posamezne države k odpiranju svojih finančnih trgov in spreminjanju zakonodaje v smeri bolj prostega pretoka kapitala (proces unifikacije – poenotenja zakonodaj). Odprtost nacionalnih kapitalskih trgov pa poleg prednosti prinaša tudi nekatere slabosti in težave, ki v veliki meri vplivajo na razvoj sistema – vedno v smeri zaostritve kontrole in močnejšega poseganja nadzornih organov v delovanje na trgu. Posledice sprememb v regulaciji oziroma reforme le-te zaradi kratkoročnih motenj so se vedno odrazile neposredno v spremembi strukture finančnih trgov in institucij. To vodi k spreminjanju ustroja posameznega nacionalnega finančnega sistema, predvsem v smeri podrejanja enotni paradigmi. Spremembe so lahko vsiljene tudi s strani nadnacionalnih mednarodnih teles oziroma posameznih mednarodnih institucij, katerim nacionalne vlade podelijo mandat regulacije in inspekcije dogajanj na finančnem trgu. Pomemben vpliv na razvoj finančnih trgov imajo tudi pričakovani dolgoročni trendi, tako demografski kot gospodarski. Ali se bodo ti procesi in trendi ter globalizacija tudi v prihodnje ohranjali v takem zamahu in obliki, pa bomo še videli.

Že vse od 19. stoletja dalje v krogu ekonomistov in oblikovalcev politik (angl. *policy maker*¹) obstajajo debate o prednostih oziroma slabostih posamezne vrste finančnega sistema, ki so primarno osredotočene predvsem na binarno razmejitev finančnega sistema: bančno osnovani oziroma tržno usmerjeni finančni sistem. S primerjavo finančnega sistema držav s kapitalistično družbeno ureditvijo (Združene države Amerike, Velika Britanija, Francija, Nemčija, Japonska) bomo skušali pojasniti posebnosti v razvoju in vzroke za množico različnih oblik sistemov ter povedati, zakaj se danes veliko teh držav usmerja oziroma konvergira k poenoteni finančni paradigmi.

Pri analizi finančnih sistemov želimo upoštevati čim širši vidik, ki bo vključeval izvršno oblast (usklajeno delovanje celotne izvršne oblasti in ostalih državnih institucij), reprezentativne politične

¹ Osebe z močjo vpliva ali določitve politik in praks delovanja na mednarodni, nacionalni, regionalni ali lokalni ravni. Vir : <http://www.greenfacts.org/glossary/pqrs/policy-maker.htm>

institucije, sodno oblast. Kot ugotavljajo raziskovalci, imata lahko dve državi različne finančne režime, pa vseeno uživata podobne visoke dolgoročne stopnje gospodarske rasti. Kazalec gospodarske rasti bi lahko privzeli kot dober indikator uspešnosti države.

Torej, kar je bolj pomembno za gospodarski razvoj posamezne države, je predvsem učinkovitost, s katero državne finančne in pravne institucije rešujejo »problem agenta« (angl. *agency problem*, to je navzkrižje interesov, ki nastanejo med različnimi družbenimi subjekti, npr. upniki, delničarji in upravo podjetja) kot pa, katere vrste finančni sistem v državi deluje.

Osnovni namen magistrskega dela je torej celovito spoznati delovanje, vlogo in pomen finančnega sistema tako iz perspektive nacionalnih ekonomij kot tudi svetovne ekonomije.

Dodatni namen magistrskega dela je opozoriti na kompleksnost in obširnost pojma finančni sistem, saj se pri obravnavi prepleta več različnih nivojev preučevanja in več različnih področij. Zato v praksi pogosto nastaneta različno ali celo nasprotujoče razumevanje in interpretacija posameznih razlag.

Nadalje nas bodo zanimale razlike med posameznimi nacionalnimi finančnimi sistemi, njihova medsebojna prepletanja in učinki, ki jih imajo le-ti s svojim (ne)delovanjem na življenja posameznikov, gospodarstva in širše družbene sfere, držav in nenazadnje na mednarodne odnose.

Pri tem bomo namenili posebno pozornost primerom finančnih sistemov posameznih držav, ki so dosegle največji napredek v smeri razvitosti globine in širine finančnega sistema. Za preverbo delovnih hipotez, kot so opredeljene v nadaljevanju, si bomo zastavili več temeljnih raziskovalnih vprašanj, in sicer:

»Ali lahko identificiramo posamezne dejavnike, ki so vplivali in vplivajo na vrsto finančnega sistema, ki se je oblikoval v posamezni državi?

Katere lastnosti finančnega sistema prevladujejo glede na različne zgodovinske, ekonomske, kulturne ter politične značilnosti v državi?

Ali je mogoče ugotoviti, katera oblika finančnega sistema je bolj učinkovita oziroma bolj prispeva k višji družbeni blaginji v posamezni državi?

Ali lahko posamezen model finančnega sistema prenašamo iz države v državo?«

Ugotovili bomo, da se kot pomembna faktorja pri oblikovanju finančnega sistema izpostavlja tudi globalizacija in finančna kriza. Raziskovalni vprašanja, ki jih bomo proučevali v povezavi s tema dvema faktorjema in razvojem finančnega sistema, sta:

»Ali danes poteka poenotenje oziroma konvergenca finančnih sistemov, ali obstaja povezava med razvojem finančnega sistema, z unificiranjem mednarodnih standardov in njihovo implementacijo?

Ali so različni finančni sistemi začeli prevzemati lastnosti in rešitve drugih sistemov?«

1.2 Hipoteze

Obravnavano tematiko želimo preko postavljenih hipotez predstaviti čimbolj celovito, ob upoštevanju vseh dejavnikov, a obenem tudi zelo konkretno in uporabno v praksi.

- ***Temeljna teza***

Na podlagi opredelitve predmeta raziskovanja in njegovega namena je temeljna hipoteza naslednja:

» **Finančni sistem predstavlja enega osnovnih družbenih sistemov posamezne države.**«

- ***Delovni hipotezi***

Cilj magistrskega dela je preveriti postavljene delovne hipoteze:

H1.: »Enovit model finančnega sistema, ki bi bil ustrezen za vse države in njihova gospodarstva, ne obstaja. Ustroj finančnega sistema posamezne države se oblikuje glede na značilnosti in potrebe le-te.«

Posamezne države imajo različne in različno razvite finančne sisteme. Čeprav lahko v grobem opredelimo posamezne modele, pa posameznega modela ni možno prevzeti v vseh državah. Raziskovalni cilj je preveriti hipotezo, da ne obstaja enovit model finančnega sistema, ki bi bil enako sprejemljiv za vse države oziroma enako ustrezen za posamezno državo. Lahko pa identificiramo in opredelimo elemente, ki so v preteklosti, danes in bodo tudi v prihodnosti pomembno vplivali na vzpostavitev in razvoj finančnega sistema posamezne države.

Med najpomembnejše faktorje, ki bodo v prihodnje oblikovali svetovno finančno krajino, štejemo finančno globalizacijo in finančne krize.

H2.: »Zaradi vse večje odprtosti in medsebojne povezanosti finančnih trgov ter prostega pretoka kapitala se danes in v prihodnosti povečujejo možnosti pojava novih globalnih finančnih kriz, ki jih je potrebno reševati ne parcialno, ampak predvsem z usklajenim in koordiniranim delovanjem mednarodne finančne politike.«

Ugotavljamo, da dandanašnja globalizacija kapitalskih trgov in mednarodno povezovanje nista enkratni zgodovinski fenomen, temveč je le spremenjena oblika trendov, znanih že v preteklosti. Tako so bili mednarodni finančni (denarni in kapitalski) trgi močno povezani med seboj že v 19. stoletju. Glavna razlika s preteklostjo in dogajanjem danes pa je predvsem usklajenost mednarodnih standardov in predpisov, kar naj bi prineslo zniževanje tveganj v globalnem finančnem sistemu. Vendar hkratna pretočnost kapitala onemogoča celovit nadzor nad ustvarjanjem globalnih neravnovesij. Raziskovalni cilj je preveriti hipotezo, da je poglobitev sodelovanja in unifikacije predpisov potrebna predvsem zaradi preprečevanja in omejevanja globalnih finančnih kriz, ki ne poznajo mednarodnih meja.

1.3 Metodologija proučevanja

Zaradi strukturne in vsebinske kompleksnosti obravnavanih področij – mednarodna primerjava posameznih finančnih sistemov in ocena globalnih trendov v prihodnje – je potreben interdisciplinarni pristop, ki pomeni vključevanje politoloških, ekonomskih, pravnih in socioloških vidikov obravnavanih področij.

Pri izdelavi magistrskega dela bomo uporabili različne raziskovalne metode. Pestrost izbranih metod nam bo omogočila tudi večjo kakovost samih analiz. Glede na cilje magistrskega dela bom postavljene hipoteze preveril z:

- *Analizo in interpretacijo sekundarnih virov:*

Metodološko delo bo povezano z uporabo strokovne literature domačih in tujih avtorjev, virov, člankov, zbornikov, strokovnih prispevkov in raziskav, povezanih z najnovejšimi teoretičnimi in praktičnimi spoznanji s področja politične ekonomije, mednarodnih financ, kapitalskih in finančnih trgov. Navedene metode raziskovalnega dela temeljijo na proučevanju, analizi teoretičnih izhodišč in praktičnih spoznanj. V svoje raziskovalno delo bom vključil tudi lastno raziskovalno in praktično delo, informacije in znanje, pridobljeno na raziskovalnem študijskem delu v tujini (Columbia University, New York, 2001, 2003, – Research Exchange Student Program).

- *Primerjalno – zgodovinska analiza:*

V pregledu zgodovine in razvoja posameznih finančnih sistemov se bomo osredotočili predvsem na posamezne procese in pojave, ki so pripeljali do današnjega stanja, tako v pogledu razvitosti finančnih sistemov med posameznimi državami kot tudi v mednarodnem merilu.

- *Študij primerov:*

Za celovit prikaz posameznih finančnih sistemov in predvsem analizo dogajanja ob izbruhu finančnih kriz bomo uporabili študij primerov.

- *Primerjalno – kvantitativno analizo:*

Analiza povezanosti zasnove in razvitosti finančnega sistema s stanjem v posamezni državi je utemeljena na empiričnih podatkih in korelacijski povezanosti med posameznimi preučevanimi elementi. Posebna dodana vrednost tega magistrskega dela bo kvantitativna analiza zbranih spremenljivk – indentifikacija posameznih razlikovalnih elementov (dimenzija narodnih kultur, tipizacija pravnih sistemov, politično-ekonomskih faktorjev) med posameznimi finančnimi sistemi in opazovanje razlik med njimi s pomočjo statističnih analiz. Razvili in poiskali smo posamezne analitične instrumente, ki bodo lahko pojasnjevali razlike v zasnovi in delovanju posameznega finančnega sistema. Z analizo kapitalske razvitosti, sodobnih preferenc posameznikov in iz tega

posamezne družbe (države) ter nenazadnje odgovorov državnih in mednarodnih inštitucij na finančno krizo v današnjem času bomo skušali ugotoviti, kakšni trendi v razvoju finančnega sistema se nam obetajo.

1.4 Struktura analize

V prvem poglavju so opredeljeni izhodišča, predmet raziskovanja, namen in cilji proučevanja, teza in hipotezi, metodologija proučevanja in pričakovani prispevek k znanosti.

V drugem poglavju bomo najprej opredelili definicijo finančnega sistema. Tako bomo lahko s pojmom »finančni sistem« pravilno operirali. Predstavili bomo izhodiščne pristope pri raziskovanju finančnih sistemov, in sicer zaradi lažjega razumevanja raziskovalnih vsebin v poglavjih, ki sledijo. Za primerjalno analizo v nadaljevanju bo predvsem pomembna natančna seznanitev z osnovnimi elementi finančnega sistema. Posamezne elemente (npr. dinamiko in tokove finančnega posredovanja med posameznimi gospodarskimi celicami v državi) bomo prikazali tudi v shematski obliki, kar bo omogočilo lažje predstavljanje kompleksnosti raziskovalne teme.

Teoretične delitve finančnih sistemov, ki se uporabljajo v strokovni literaturi, in razvrščanje njihovih gradnikov – osnovnih elementov – omogočajo, da so raziskave med seboj primerljive tako po vsebini kot tudi skozi čas. V tem poglavju bomo natančno opredelili tudi medsebojni odnos države in finančnega sistema ter povezavo finančnega sektorja z realnim sektorjem. Te opredelitve nam bodo v naslednjem poglavju omogočile finančne sisteme členiti in deliti po posameznih lastnostih, ki so ključne za posamezen tip finančnega sistema, ter tako razviti primerjalne kazalnike, ki nam bodo omogočili podati odgovore na postavljena raziskovalna vprašanja.

V tretjem poglavju bomo najprej ob raziskovanju razvoja finančnih sistemov uporabili zgodovinsko deskriptivno metodo (mnenja drugih v sekundarnih virih) in zgodovinsko analitično metodo (lastno mnenje na podlagi sekundarnih virov) pri obravnavi zgodovinskih vidikov razvoja finančnih sistemov in elementov globalizacije finančnih trgov. Zanimala nas bo predvsem povezava razvoja posameznih finančnih sistemov glede na zgodovinsko, družbeno, kulturno, pravno podstat posamezne države ter nenazadnje vpliv političnih dogodkov na potek razvoja.

Analiza, ki bi lahko pokazala, zakaj razvoj finančnih sistemov ni enovit in skladen, obsega predvsem primerjalno analizo posameznih finančnih sistemov nacionalnih ekonomij iz dostopne literature in virov. Najpomembnejši del v tem poglavju pa bo zajemala analiza med posameznimi državami oziroma finančnimi sistemi z njihovimi osnovnimi gradniki. Pri analizi bom uporabil metodo primerjave ekonomsko-političnih in institucionalnih elementov, ki sem jih opredelil v prejšnjem poglavju. Prav na podlagi analize elementov finančnega sistema in vloge finančnega sistema v realnem gospodarstvu bomo lahko s primerjavo vzorčnih podatkov in izračunov lahko potrdili ali zavrnilo postavljeno tezo in hipotezi.

V četrtem poglavju bomo ugotavljali, kateri so zunanji pogoji, ki danes usmerjajo razvoj posameznih finančnih sistemov. Kot ključni dejavnik razvoja finančnih sistemov se danes izpostavlja finančna globalizacija, ki predstavlja pomemben vzrok pojava globalnih finančnih kriz. V tem delu bomo uporabili tudi študijo primerov posameznih finančnih kriz, ki so se pojavljale v preteklosti in so relevantne tudi danes. Hkrati pa finančna globalizacija za posamezno državo pomeni tudi prevzemanje finančnih standardov in predpisanih ukrepov, ki naj bi pripomogli k zmanjšanju tveganja za pojav finančne krize.

V zaključku bomo podali sklepna razmišljanja, izhajajoča iz naloge, ugotovitve glede pravilnosti postavljenih hipotez.

Sledijo poglavja s seznamom literature in virov, stvarnim in imenskim kazalom ter s prilogami.

1.5 Izvirni prispevek k razvoju politološke znanosti

Če predmet raziskovanja umestimo v politološki kontekst proučevanja, nas bo v magistrski nalogi zanimalo raziskovanje zgodovinskega razvoja posameznih finančnih sistemov in primerjava med njimi ter smer razvoja v prihodnosti.

To nam omogoča, da iščemo podrobnosti in razlike med posameznimi preučevanimi enotami analize in tako preko študijev posameznih primerov ugotovimo morebitne napake, napačne odločitve posameznikov in institucij pri gradnji sistemov in organizacij ter pridobimo pozitivno znanje, ki ga lahko koristno uporabimo pri nadaljnjem razvoju.

Kot smo že omenili, je osnovni namen oz. cilj magistrske naloge predstaviti vlogo finančnega sistema. Skladno s tem so oblikovani tudi drugi cilji magistrske naloge, katerih uresničitev hkrati pomeni tudi izviren prispevek k znanosti v Sloveniji:

- predstaviti konceptualne rešitve finančnega sistema in njegovega delovanja;
- analizirati delovanje vseh akterjev znotraj finančnih sistemov in predstaviti obstoječe mehanizme delovanja in nadzora nad njimi ter njihov domet glede razvoja;
- opredeliti pomen delujočega, trdnega in stabilnega finančnega sistema;
- ugotoviti in oceniti (ne)uspešnost delovanja posamezne vrste finančnih sistemov, pojav finančnih kriz in analizirati vzroke za takšno stanje;
- opredeliti smeri razvoja, pričakovane trende in predlagati izborne elemente za vključevanje k razvoju domicilnega finančnega sistema in s tem prispevati k uveljavljanju takšne zakonodaje in njene implementacije, ki bo zagotavljala njeno uspešnost in učinkovitost;
- prispevati h kritični presoji o uresničevanju kvalitetnega razvoja finančnega sistema v tujini in v Sloveniji.

Potreba po znanju s področja financ bo v Sloveniji naraščala, vsaj če sodimo po njenih strateških dokumentih, ki vključujejo vidike razvoja našega celotnega finančnega sistema in razvejanosti njegovih podsistemov, ki so po večini vsi vpeti v širše evropsko okolje (prevzemanje evropske zakonodaje, poslovnih praks, zunanja odprtost in konkurenčnost). Konkurenčen in hkrati trden finančni ustroj pomeni tako za Slovenijo kot tudi za Evropsko unijo enega od glavnih izzivov prihodnosti.

Magistrska naloga, ki vključuje primerjalne analize in je po svoji vsebini interdisciplinarna ter skuša opredeliti tudi pričakovane trende razvoja, lahko pomeni kvaliteten doprinos k razumevanju dogajanja in vloge celovitega finančnega sistema za razvoj in življenje v prihodnosti.

2 FINANČNI SISTEM

2.1 Definicija in klasifikacija

Oprelitev finančnega sistema ni enostavna, saj če ga razumemo v najširšem smislu, obsega vse, kar je kakorkoli povezano s financami. Vendarle je pomembno, da se pojem »finančni sistem« formulira tako, da ga lahko prepoznamo in s tem pojmom tudi pravilno operiramo. Strokovna literatura po večini razlikuje pojma finančni sistem in finančni sektor, ki se pogosto pojavljata kot ekvivalentna pojma.

Kot najbolj splošno opredelitev finančnega sistema lahko uporabimo definicijo Zysmana (Zysmana 1987, 57), ki opredeljuje finančni sistem kot mehanizem, ki preoblikuje prihranke v naložbe in ta sredstva razporeja med konkurenčnimi uporabniki.

Pojem »finančni sistem« se uporablja v najširšem kontekstu in se kot tak razlikuje od bolj ozkega pojmovanja koncepta, ki ga predstavlja pojem »finančni sektor«. Za bolj natančno opredelitev vsebinskih razlik med pojmom uporabimo koncept razlikovanja, ki ga ponujata Schmidt in Tyrell (Schmidt in Tyrell v Krahn 2004, 20):

1. Ožji koncept pojmovanja je opredelitev *finančnega sektorja*. Definiramo ga kot del oziroma sektor ekonomije, ki ponuja in preskrbi finančne storitve ostalim sektorjem v ekonomiji oziroma širše. V tako pojmovanje finančnega sektorja vključujemo institucije centralne banke in ostalih bank, nebančne finančne institucije, organizirane finančne trge in relevantne regulatorne in nadzorne organe.
2. Širši koncept pojmovanja pa je koncept *finančnega sistema*, ki je definiran kot interakcija med ponudbo in povpraševanjem po kapitalu in ostalih povezanih finančnih storitvah.

Finančni sistem tako poleg ponudbene strani, to je finančnega sektorja in njegovih aktivnosti, vključuje tudi stran povpraševanja, torej ekonomske celice, ki zahtevajo finančne storitve. Povpraševanje po takšnih storitvah lahko prihaja od različnih ekonomskih celic. Najpomembnejše so suficitarne celice, predvsem gospodinjstva, ki imajo finančne prihranke in jih želijo plasirati na trg oziroma enostavno prenašajo del svojih prihrankov iz ene dobe v naslednjo. Povpraševanje po finančnih storitvah pa po večini izvira s strani deficitarnih ekonomskih celic (npr. podjetij), ki potrebujejo investicijski kapital. Koncept finančnega sistema torej vključuje tudi celice, ki izhajajo tudi iz ne-finančnega sektorja.

Tako pri proučevanju finančnega sistema zaobjamemo načine, kako suficitarne celice investirajo, da prinesejo imetje, prihranke; kako se deficitarne celice financirajo in ,nenazadnje, kako se ta gospodinjstva in podjetja zaščitijo pred tveganji.

Država je prav tako del finančnega sistema, ne samo zato, ker sama povprašuje po finančnih storitvah in jih nudi, ampak tudi zato, ker igra vlogo organizatorja ter upravitelja finančnega sektorja tako v svoji zakonodajni in izvršilni funkciji kot tudi regulatorni – nadzorni funkciji.

Avtorja Schmidt in Tyrell (Schmidt in Tyrell v Krahen 2004, 22) nadaljujeta, da obstaja še dodatna dimenzija, v kateri je koncept finančnega sistema širši od finančnega sektorja, in sicer v primeru finančni tokov, ki se zrcalijo v informacijskih tokovih in tokovih potencialnega ter dejanskega vpliva.

Finančni, informacijski tokovi ter tokovi vplivanja so neodvisni med seboj, vendarle vsak posamezen igra pomembno vlogo v določanju narave drugih dveh. Dejanski ter potencialni tokovi informacij in vplivanja predstavljajo osnovo »sistema korporacijskega upravljanja« (angl. *corporate governance system*).

Kot ugotavlja Monks (Monks in Minow 2001, 1), so korporacijsko upravljanje razmerja med različnimi udeleženci upravljanja podjetij, ki določajo smer in način delovanja podjetij. Primarni udeleženci upravljanja podjetij so delničarji, menedžment ter upravni odbor (enotirni sistem upravljanja) oziroma nadzorni svet v dvotirnem sistemu korporacijskega upravljanja. Ostali udeleženci pri upravljanju podjetja so zaposleni, kupci, dobavitelji, upniki in širša skupnost, v kateri podjetje deluje (deležniki, angl. *stakeholders*)

Kot bom pokazal kasneje, ima sistem korporacijskega upravljanja širši gospodarski in družbeni pomen. Clarke navaja (Clarke 2005, 2), da ne gre samo za zagotavljanje spodbudnega in k poslovnemu uspehu usmerjenega okolja, temveč tudi za zagotavljanje odgovornosti, preglednosti in pravičnejše delitve ustvarjenega bogastva. Zato je tudi sistem upravljanja ključni del finančnega sistema katerekoli države in s tem ključni del družbene ureditve države.

2.2 Pristopi k analizi finančnega sistema

Kot vidimo, obstaja veliko različnih pogledov na finančni sistem. Zato ni presenetljivo, da obstaja tudi veliko različnih načinov, kako je finančni sistem opisan in analiziran v strokovni literaturi. Vsak izmed njih lahko prikazuje ne samo drugačen fokus, ampak tudi drugačen koncept analize tega, kaj je oziroma kaj ni del finančnega sistema.

Do sedaj še ne obstaja skupno strinjanje o tem, kako bi lahko najbolj dosledno zaobjeli pojem finančnega sistema. Zato v tekstu, ki sledi, povzemamo avtorja Krahnena (Krahnena in Schmidt 2004, 23–29), ki prikazuje štiri pristope analiz finančnega sistema. Te pristope poimenuje »institucionalni pristop«, »posredni pristop«, »funkcionalni pristop« in »sistematičen pristop«. Pristopi, kot se bo izkazalo, se med seboj ne izključujejo, ampak dopolnjujejo.

▪ *Institucionalni pristop*

Kot že ime pove, se ta pristop osredotoča na že obstoječe institucije, kot so banke, zavarovalnice, investicijski in pokojninski skladi, posredniške institucije na finančnih trgih in centralni bančni sistem. Opisi in klasifikacija teh institucij predstavljajo osnovno zgradbo finančnega sistema v državi. Institucionalni pristop je ozek v svojem osredotočanju, vendarle je osnova za kakršnokoli nadaljnjo analizo.

Poleg opisov, opredelitev in statistike, analize, ki sledijo, institucionalnemu pristopu običajno nudijo primerjalno oceno razvitosti oziroma konkurenčnosti institucij znotraj finančnega sektorja. Primer institucionalnega pristopa k analizi je naslednja opredelitev: »Finančni sistem sestavljajo institucije denarnega sistema, finančni posredniki in institucije trga vrednostnih papirjev« (Senjur 1995, 10).

Tako ozko gledanje širijo avtorji, kot so Crane in drugi (Crane 1995, 9), ki poudarjajo, da finančni sistem obsega širši splet institucij, med drugim tudi vlado in prebivalstvo. Njihovega medsebojnega delovanja institucionalni pristop ne obravnava. Zato so se razvili tudi drugi koncepti pristopa k analizi, ki zaobjemajo širše vidike finančnega sistema.

▪ *Posredniški pristop*

Ta pristopa opisuje in analizira finančni sistem z vidika učinkov posredništva (kaj finančni posredniki in finančni trgi delajo), njihovega spreminjanja v času in varstva pravic. Predvideva, da je finančni sistem sestavljen iz finančnih posrednikov, ki na trgu kupujejo za širši krog investitorjev manj primerne finančne oblike ter jih preoblikujejo v drugačne finančne oblike (Fabozzi 2002, 16). Prednost takega pristopa v primerjavi z institucionalnim pristopom je, da ne samo da pokriva celoten finančni sektor, ampak vključuje kot pomemben element tudi ne-finančni sektor.

Tako lahko analizira finančni sistem kot celoto. Posredniški pristop analizira, kako finančni posredniki odpravljajo motnje pri delovanju gospodarstev s prenašanjem, razpršitvijo in združevanjem tveganj ter zaščito pred tveganji.

- ***Funkcionalni pristop***

Medtem ko je institucionalni pristop uporaben pri že obstoječi institucionalni zgradbi sistema, pa ima kar nekaj resnih pomanjkljivosti, saj ne more razložiti, zakaj se institucionalna zgradba finančnega sistema spreminja in kako se lahko le-ta razvija skozi čas. Bolj splošno povedano, pristopu manjka globlje razumevanje funkcij, katere bi jih moral izvajati oziroma katere finančni sistem izvaja.

Posredniški pristop ni dovolj zadovoljiv, saj se osredotoča na samo dve funkcije finančnega sektorja, na posredništvo in spremembe tveganj ob prenosu sredstev med posredniki.

Robert C. Merton in drugi avtorji (Krahnin in Schmidt 2004, 27) so izdelali alternativo institucionalnemu pogledu in poglobitev posrednega pristopa. Ta analitični pristop so poimenovali funkcionalni pristop in se osredotoča na funkcije namesto na posamezne institucije. Funkcionalni pristop nudi uporaben referenčni okvir za analizo celotnega finančnega sistema posamezne države. Je bolj zanesljiv in generira več razumevanja kot institucionalni pristop, saj so osnovne funkcije finančnega sistema v prvotni obliki enake pri vsaki ekonomiji in so tako bolj stabilne kot identifikacija in zgradba institucij, ki te funkcije opravljajo. Glede na ta pristop se analiza finančnega sistema začne šele z opisovanjem funkcij, ki jih opravljajo različni elementi finančnega sistema, ter z določanjem, kako se te funkcije trenutno izvajajo.

Crane in drugi (Crane 1995, 5) pravijo, da je primarna funkcija finančnega sistema alokacija sredstev na agregatni ravni in omogočanje razvoja gospodarskih virov tako prek meja kot skozi čas.

Bolj podrobno lahko ločimo primarne funkcije finančnega sistema, kot sledi (Crane 1995, 12–16):

- zagotavljanje obračuna plačil in poravnavo računov ter tako pospeševanje izmenjave dobrin, storitev in premoženja,
- zagotavljanje mehanizma za združevanje finančnih virov za velike posle ali za delitev teh virov med različna podjetja in s tem omogočanje razpršitve naložb,
- omogočanje prenosa gospodarskih finančnih virov skozi čas, prek mej in med različnimi gospodarskimi panogami,
- zagotavljanje načinov za upravljanje podjetij in nadzor nad poslovnimi tveganji,
- zagotavljanje cenovnih informacij in tako prispevanje h koordinaciji decentraliziranega odločanja v različnih gospodarskih panogah, in

- omogočanje reševanja težav, ki nastanejo zaradi asimetričnosti informacij transakcije, ali če ena stran igra agenta za drugo.

- ***Sistematičen pristop***

Sistematičen pristop pa poizkuša doseči ravno tisto, česar funkcionalni ne zmore. Tako skuša opisati in analizirati finančne sisteme glede na medsebojne odnose sistemskih elementov in vpliv, ki ga imajo ti odnosi na delovanje sistema kot celote. Sistematičen pristop analizira in gleda na finančni sistem kot urejen skupek komplementarnih in možno tudi konsistentnih podsistemov.

Za Krahnena (Krahnin in Schmidt 2004, 28) je sistem skladen, če so koristi komplementarnosti izrabljene in če manjša sprememba ne dovoli močnega izboljševanja funkcije in se pojavi ekonomska korist.

Vendar se takšen potencial ne pojavi vedno. Zato v svetu ne more obstajati več kot le nekaj »učinkovitih« tipov finančnih sistemov, kar je tudi razvidno iz splošno znane klasifikacije finančnih sistemov.

Iz kratkega pregleda posameznih vrst pristopov k proučevanju finančnih sistemov sledi, da so analize in pristopi k preučevanju finančnih sistemov med seboj povezani in se prekrivajo.

Za potrebe magistrske naloge lahko tako iz navedenih pristopov uporabimo posamezne elemente primerjave in opredelimo smer raziskovanja posameznega finančnega sistema. Opredelimo najprej osnovne elemente finančnega sistema.

2.3 Elementi finančnega sistema

Pri pregledu posameznih elementov finančnega sistema se bomo osredotočili na opis sistema po shemi institucionalnega in posredniškega pristopa, ki nam omogočata predvsem plastično predstavitev posameznih elementov sistema in medsebojne interakcije med deležniki znotraj njih.

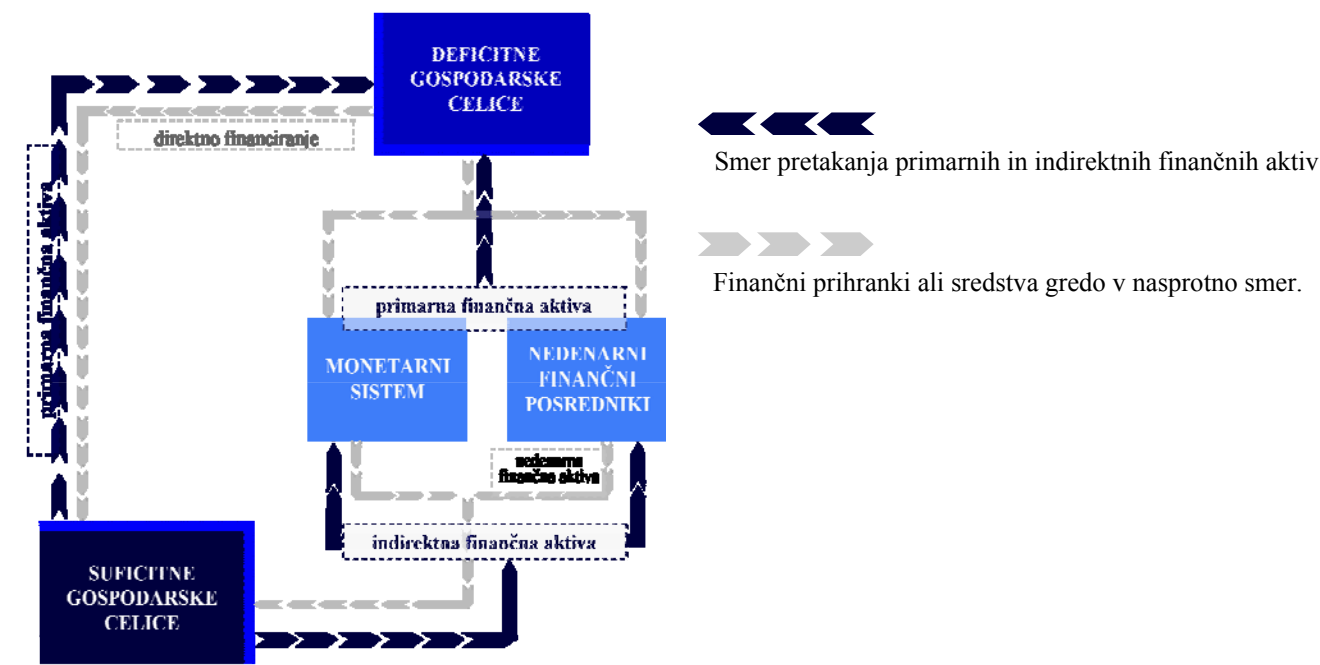
2.3.1 Finančni tokovi

V ekonomskem sistemu obstajajo suficitne in deficitne ekonomske celice. Značilnost suficitnih je, da znaša njihov dohodek v določenem obdobju več, kot porabijo za tekoče namene. Za deficitne celice pa je značilno, da porabijo za tekoče namene v določenem obdobju več, kot znaša njihov dohodek v tem obdobju.

Do finančnih tokov pride, ko suficitne celice ne investirajo, ampak se odločijo, da bodo obdržale prihranke v finančni obliki (Prohaska 1999, 3–4). Na splošno ima tovrstna celica tri možnosti. Prihranke lahko prenese na druge celice neposredno, zato govorimo o neposrednih financah. Finančne institucije, ki posredujejo ta prenos prihrankov, so bodisi nadenarni finančni posredniki bodisi monetarni sistem. Prenos prihrankov posreduje monetarni sistem, če suficitne celice obdržijo

svoje prihranke v denarni obliki. Če pa suficitne celice naložijo svoje prihranke v katero izmed finančnih oblik, ki jih ponujajo nedenarni finančni posredniki, potem prenos posredujejo nedenarni finančni posredniki (Ribnikar 1999, 138).

Slika 2.1: Shema povezanosti med deficitnimi in suficitnimi gospodarskimi celicami



Vir: Ribnikar (1999, 139)

»Vzpostavitev povezave med varčevalci in investitorji je bistvena naloga finančnega sistema, ki ga sestavljajo finančne institucije in finančni trgi, ki omogočajo pretok finančnih presežkov od suficitnih na deficitne gospodarske celice« (Prohaska 1999, 5). To je razvidno tudi s Slike 2.1, ki ponazarja tok sredstev skozi finančni sistem.

2.3.2 Finančne institucije – posredniki

Finančne institucije (imenujemo jih tudi finančni posredniki) so pomembne, saj pomagajo neposredno prenašati sredstva od posojevalcev do izposojevalcev ter se na tak način vrivajo med njih.

Kot ugotavlja Mishkin (Mishkin 1997, 35) finančni posredniki zmanjšujejo problem neposrednih transakcij tako, da :

- zagotavljajo likvidnost,
- zmanjšujejo informacijske stroške,
- izvajajo ukrepe denarne politike,
- izvajajo alokacijo posojil, in
- izvajajo plačilni promet.

Johnson potrjuje doprinos finančnih posrednikov. »Finančne institucije tako z opravljanjem posredniške in distribucijske naloge omogočajo gospodarsko rast v sodobni družbi« (Johnson 2000, 2).

Finančni posredniki so podjetja, ki na trgu za širši krog investitorjev kupujejo manj primerne finančne oblike ter jih preoblikujejo v druge finančne oblike, ki tako postanejo njihove obveznosti in so lahko bolj primerne za drugi krog investitorjev (Fabozzi 2002, 16).

Tako se obseg njihovega finančnega posredništva kaže prek velikosti njihove premoženjske bilance, in kot ugotavlja Ribnikar, tako finančni posredniki predstavljajo drugi tok v finančnem sistemu, torej posredne finance (Ribnikar 1996, 43).

Ena izmed bolj pomembnih prednosti posrednih financ je tudi lažji izbor kreditorejmalca in nadzor nad njim, kar zmanjšuje tako problem nepravilne izbire (angl. *adverse selection*²) kot problem moralnega tveganja (angl. *moral hazard*³) (Saunders 2000, 86).

Danes so v svetu še vedno najpomembnejši finančni posredniki banke, ki imajo to lastnost, da lahko ustvarjajo denar. Poznamo pa tudi druge finančne institucije, ki pa za razliko od bank ne morejo kreirati denarnih sredstev.

Mishkin (Mishkin 1997, 38) finančne posrednike deli na:

- depozitarne institucije (komercialne banke, hranilnice in posojilnice, vzajemne varčevalne, banke, kreditna združenja),
- pogodbene varčevalne institucije (življenjske zavarovalnice, požarne in premoženjske zavarovalnice, pokojninski skladi),
- investicijske posrednike (finančne družbe, investicijski skladi, vzajemni skladi in drugo).

Investicijske posrednike lahko imenujemo tudi agentske finančne institucije, ki pa se od finančnih posrednikov razlikujejo po tem, da obseg njihovega posredništva ni viden iz premoženjske bilance. Te agentske finančne institucije namreč poslujejo v imenu ali za račun drugih (Ribnikar 1996, 44). Njihova naloga je, da olajšajo oz. omogočijo posojilojemalcem in posojilodajalcem, da se najdejo.

Tako lahko med agentske finančne institucije uvrščamo brokerje⁴ in dealerje (npr. borzno posredniške hiše), ki so specializirani za trgovanje z vrednostnimi papirji na sekundarnih finančnih

² problem nepravilne izbire (angl. *adverse selection*) - "Napačna izbira je problem asimetričnosti informacij, ki se zgodi pred transakcijo" (Mishkin 1997, 211). Slabi kreditorejmalci oziroma porabniki sredstev si namreč najbolj prizadevajo prodati vrednostne papirje, še posebej če vedo, da jih ne bodo mogli odplačati. Nepravilna izbira povečuje možnost, da bo varčevalec sklenil slab kredit, zato se lahko varčevalec odloči, da sredstev ne bo posojal, tudi če gre za dobrega kreditorejmalca.

³ problem moralnega tveganja (angl. *moral hazard*) - Problem moralnega tveganja se pojavi po transakciji. Kreditodajalec prevzame tveganje, da se bo kreditorejmalce zapletel v slabe posle, ki bi zmanjšale njegovo sposobnost poplačila obveznosti (Mishkin 1997, 211).

trgih ter investicijske banke, ki med drugim pomagajo podjetjem pri primarni emisiji vrednostnih papirjev na primarnih finančnih trgih in opravljajo tudi druge dejavnosti na finančnih trgih.

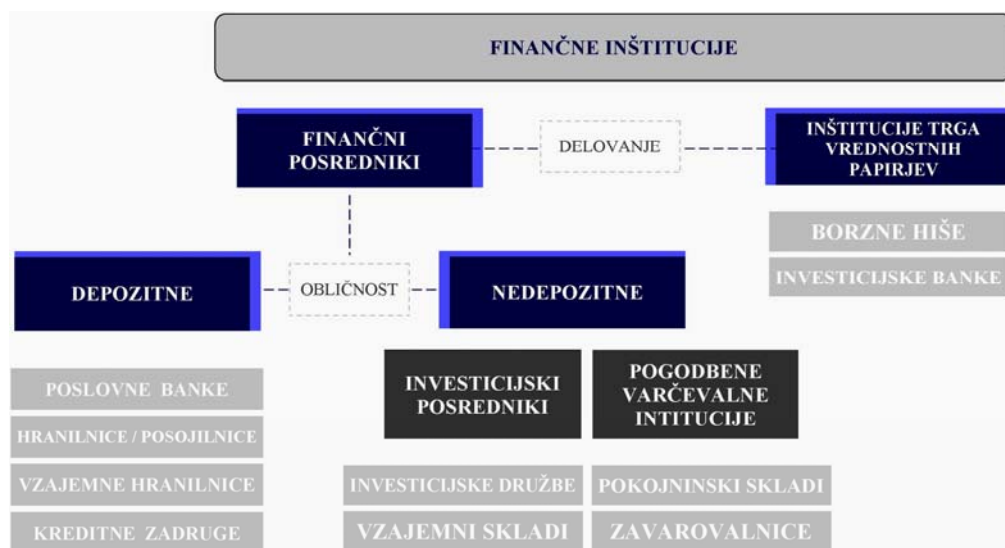
Investicijski bančniki praviloma opravljajo dve glavni funkciji (Fabozzi in Modigliani 1996, 98):

- Korporacijam, državnim agencijam, državnim in lokalnim vladam ter tujim osebam (državam in korporacijam), ki potrebujejo finančna sredstva, pomagajo pri pridobivanju teh sredstev.
- Za investitorje, ki želijo investirati finančna sredstva, pa investicijske banke nastopajo kot dealerji ali brokerji v procesu kupovanja in prodajanja vrednostnih papirjev.

Danes po finančni krizi, ki se je začela v letu 2007, lahko ugotavljamo, da se je funkcija investicijskih bank in njihovo delovanje, ki vključuje pripravo primarnih izdaj vrednostnih papirjev, zagotavljanje borzno-posredniških storitev, opravljanje investicijskih raziskav ter ponujanje storitev upravljanja s tveganji, močno zmanjšala, saj je nekaj največjih investicijskih bank propadlo oziroma so bile prevzete s strani komercialnih bank.

Vendar velja tudi ugotovitev, da se je po svetu po večini razvila t.i. univerzalna banka (angl. *universal bank*), ki pa danes ni več zgolj depozitarna institucija, ampak so svojo dejavnost postopno začele širiti na druga področja finančnega posredništva ter tako ponujati tudi storitve, povezane z vrednostnimi papirji (investicijsko bančništvo), zavarovalniške storitve, hipotekarno bančništvo, predvsem zaradi potrebe, da bi postale konkurenčnejše.

Slika 2.2: Shema delitve finančnih institucij



Vir: Ribnikar (1999, 195) in lastna izdelava

Kot pomembno značilnost finančnih posrednikov lahko opredelimo njihov vpliv na:

⁴ Broker deluje kot posrednik v imenu določene stranke z namenom zagotovitve partnerja (npr. če je njegova stranka kupec določenega vrednostnega papirja, ji bo našel prodajalca za ta papir), deluje v svojem imenu in za tuj račun, in za svojo uslugo zaračunava provizijo. Dealer pa je trgovec, ki lahko kupuje in prodaja za svoj račun, stroške svojega dela (posredništva) pa pokriva iz razlike med nakupno in prodajno ceno.

- Zmanjševanje transakcijskih stroškov, saj lahko posredniki združujejo sredstva več vlagateljev in tako izkoriščajo ekonomijo obsega.
- Odpravljanje različnih interesov glede likvidnosti, saj si dolžniki ponavadi želijo dolgoročnih sredstev, interes upnikov pa je kratkoročno posojanje, saj želijo biti likvidni. Posredniki s transformacijo ročnosti sredstev ta razkorak odpravljajo.
- Povečanje razpoložljivosti investicijskega kapitala z učinkovitim informacijskim, trgovalnim, plačilnim in skrbniškim sistemom in z zagotavljanjem finančnim vlagateljem visoko stopnjo diverzifikacije portfelja in likvidnosti premoženja.

Finančne institucije so pomembne za delovanje finančnega trga, njihova razvitost in učinkovitost pa sta bistvenega pomena za dobro delovanje gospodarstva, zato morajo biti podvržene močni regulaciji in nadzoru. Nobena finančna institucija, ki predstavlja sistemsko tveganje, ne sme biti neregulirana oz. malo regulirana. Zato je zaradi svoje vloge in načina delovanja finančni sistem v državah eden od najbolj nadzorovanih sektorjev.

2.3.3 *Finančni instrumenti*

Finančni instrumenti so zakoniti dogovori ali pogodbe, ki omogočajo učinkovito prenašanje prihrankov od suficitnih celic do izdajatelja. Te pogodbe določajo velikost transakcije, plačilne pogoje, obveznosti in so si ponavadi podobne v jeziku, obliki in tudi zakonskih pogojih, saj nastajajo v istem zakonskem in institucionalnem okolju.

Vsak instrument je bil razvit z namenom, da zadovolji določeno finančno potrebo deficitnih in suficitnih gospodarskih celic, ki do tedaj z obstoječimi instrumenti še ni bila zadovoljivo izpolnjena (Prohaska 1999, 14).

Obstaja več vrst finančnih instrumentov, klasificiranih glede na njihovo vsebino in lastnosti. Tako jih lahko ločimo glede na:

- Prenosljivost – ločimo med prenosljivimi in neprenosljivimi finančnimi instrumenti. Prenosljivi finančni instrumenti ali vrednostni papirji so prenosljivi že pred dospelostjo terjatve, kar omogoča investitorju, da se ravna po trenutnih tržnih razmerah. Neprenosljivi finančni instrumenti (vloge in krediti) pa niso namenjeni trgovanju, tako da se upnik in dolžnik do zapadlosti terjatve ne spreminjata (Prohaska 1999, 14).
- Ročnost – ločimo kratkoročne in dolgoročne finančne instrumente, s katerimi se trguje na vzpostavljenih finančnih trgih (trg kapitala oziroma denarni trg).

Johnson (Johnson 2000, 47) razlikuje več instrumentov denarnega trga, s katerimi se najpogosteje trguje v ZDA, ki imajo primerjalno v svetu najrazvitejši finančni trg. To so: državne zakladne menice (angl. *United States treasury bills*), federalni papirji, komercialni papirji (angl. *commercial*

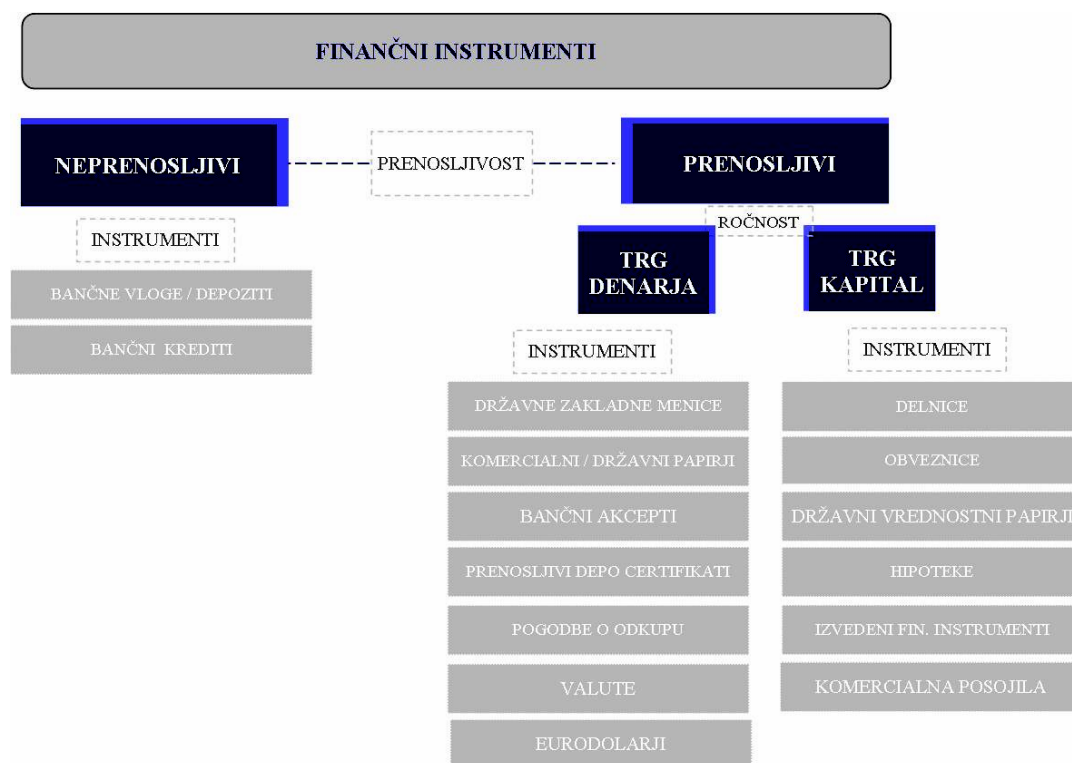
papers), bančni akcepti (angl. *banker's acceptances*), prenosljivi depozitni certifikati (angl. *certificates of deposits*) in pogodbe o ponovnem odkupu (angl. *repurchase agreements*).

Mishkin (Mishkin 1997, 27–30) kot dodatno obliko omenja še evrodolarje, to so dolarski depoziti v bankah izven ZDA.

Avtorja (Johnson 2000, 79; Mishkin 1997, 30–33) med instrumente kapitalskega trga prištevata delnice (angl. *stocks*), državne vrednostne papirje (angl. *government securities*), zvezne in lokalne državne obveznice (angl. *state and local government bonds*), obveznice podjetij (angl. *corporate bonds*), hipoteke (angl. *mortgages*). Mishkin dodatno navaja še potrošniška in bančna komercialna posojila (angl. *consumer and commercial bank loans*). Ribnikar (Ribnikar 1995, 39) opozarja, da lahko k finančnim instrumentom, s katerimi se trguje na finančnem trgu, prištevamo le tiste izvedene finančne instrumente, ki se glasijo na finančno premoženje ali na kakšen finančni kazalnik (obrestno mero, borzni indeks, devizni tečaj).

Zato bi k finančnim instrumentom prišteli tudi t.i. izvedene finančne instrumente, in sicer finančne terminske pogodbe (angl. *futures*), valutni terminski posli (angl. *forwards*), opcije (angl. *options*) in zamenjave (angl. *swaps*).

Slika 2.3: Shema delitve finančnih instrumentov



Vir : lastna izdelava

2.3.4 Finančni trgi

Finančni trgi v finančnem sistemu predstavljajo t.i. neposredne finance. Izposojevalci si neposredno, z nakupom finančnih instrumentov od posojevalcev, sposodijo sredstva. Za posojilodajalca ta sredstva predstavljajo terjatev do izposojevalčevega dohodka ali premoženja.

Finančni trgi opravljajo gospodarsko nalogo kanaliziranja sredstev od ekonomskih celic s presežkom sredstev, ker so porabili manj od svojega dohodka, k ekonomskim celicam, ki jim sredstev primanjkuje, ker želijo porabiti več od svojega dohodka (Mishkin 1997, 21).

Gospodarska dejavnost finančnih trgov predstavlja prispevek, ki ga imajo »finančni trgi k večji produktivnosti in učinkovitosti celotnega gospodarstva« (Mishkin 1997, 23). Finančni trgi omogočajo prenos presežkov z namenom učinkovite porabe v produktivne namene (ekonomska funkcija), ter imajo z zagotavljanjem likvidnosti in z razpršitvijo naložb posreden učinek na prenos finančnih prihrankov (finančna funkcija finančnih trgov).

Finančne trge lahko delimo na različne načine.

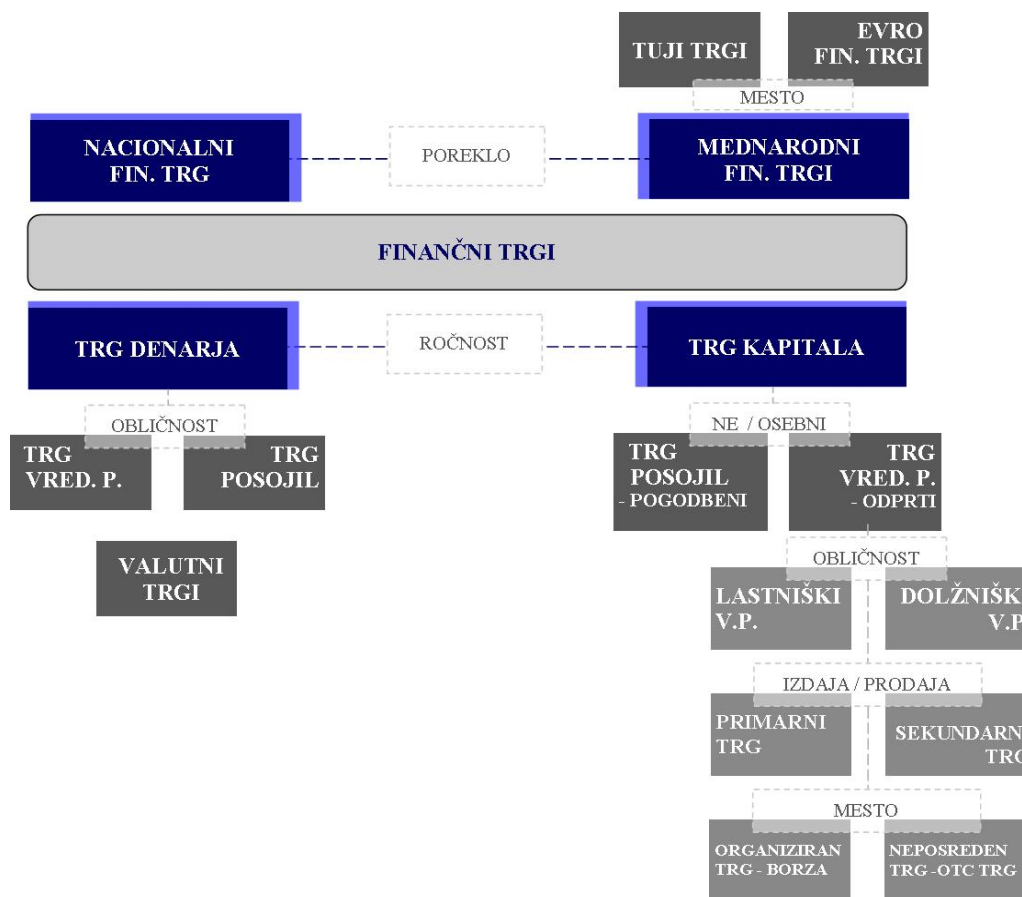
Finančne trge glede na ročnost trgovanih finančnih instrumentov ločimo na denarne in kapitalske trge. Denarni trgi po Johnsonu (Johnson 2000, 45) so tisti, na katerih se trguje s finančnimi instrumenti z ročnostjo do enega leta, kapitalski pa so trgi, kjer se trguje s finančnimi instrumenti z ročnostjo nad enim letom.

Po Mishkinu so denarni trgi tisti, na katerih se trguje s kratkoročnimi dolžniškimi instrumenti, kapitalski pa trgi, na katerih se trguje z dolgoročnimi dolžniškimi (z ročnostjo nad enim letom) in lastniškimi instrumenti (Mishkin 1997, 26). Zysman (Zysman 1987, 60–61) ločuje finančne trge na kapitalski, denarni trg in dodatno še trg posojil.

Glede na vrsto delovanja (izdaja ali prodaja) lahko finančne trge ločimo tudi na primarne in sekundarne. Primarni trgi so tisti, na katerih izdajatelj – podjetja ali vlade na novo izdane vrednostne papirje (obveznice ali delnice) prodajo prvemu kupcu, na sekundarnih trgih pa je mogoče te vrednostne papirje ponovno prodati (Mishkin 1997, 24).

Glede na domicil delovanja lahko delimo trge tudi na domače in mednarodne, te pa nadalje na tuje finančne trge in evrofinančne trge.

Slika 2.4: Shema delitve finančnih trgov



Vir: lastna izdelava

2.4 Finančni sistem in država

Pri analizi finančnega sistema je vsekakor potrebno izpostaviti tudi pomembno vlogo, ki jo ima država.

Finančni sistem je medij (Senjur 1995, 11), s katerim država vpliva na gospodarstvo, zato je od razvitosti teh institucij odvisno, kakšne instrumente razvojne politike ima država na voljo. Struktura finančnega sistema omejuje tako tržne možnosti podjetij kot administrativne ukrepe, ki jih izbira vlada.

»Slabše je finančni sistem razvit, tem manj možnosti ima država na voljo in tem bolj grobe in neposredne ukrepe mora uporabljati, če hoče vplivati na razvoj« (Senjur 1995, 11).

Najbolj očitno je vladno vplivanje na ustvarjanje denarja, s čimer želi doseči želeno obrestno mero ali ponudbo denarja na trgu. Tukaj moramo povedati, da so centralna banka kot državni agent v večini držav neodvisni subjekt, ki lahko samostojno odločajo o monetarnih ciljih. Po večini so centralne banke v lastništvu države, obstajajo pa tudi drugačne ureditve (solastništvo privatnih subjektov v centralni banki, npr. zvezne rezerve (angl. *Federal Reserv*) v ZDA).

Velja, da ima država vzpostavljene sistemske institucije, ki upravljajo in nadzirajo finančni sistem, ter s tem zagotavlja splošno stabilnost in solventnost.

Kot ugotavlja Mishkin (Mishkin 1997, 42), države finančne trge nadzorujejo iz treh razlogov:

- da bi bilo vlagateljem na voljo več informacij,
- da bi zagotovile zdrav finančni sistem, in
- da bi izboljšale nadzor nad monetarno politiko.

Pri postavljanju pravil lahko daje vlada eni instituciji prednost pred drugimi. Država je tudi pomemben posojilodajalec kot posojilojemalec na različnih trgih. Nenazadnje pa lahko vlada bankam pomaga pri obvladovanju tveganj pri transformaciji kratkoročnih depozitov v dolgoročna posojila.

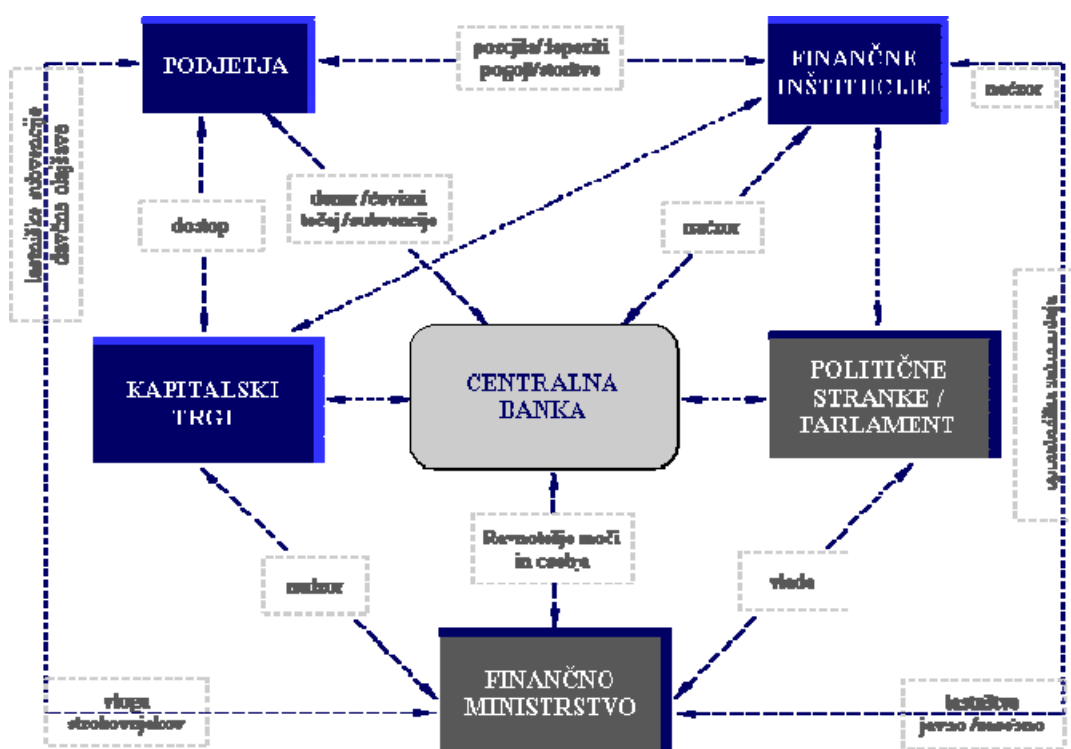
Tako je pomembno prepoznati državo kot spodbujevalko razvoja trga kapitala, tako preko javne ponudbe za prodajo delnic državnih podjetij v primeru privatizacije le-teh, kot tudi usmeritev posameznih vlad oz. političnih strank glede »velikosti države« in njenega vpletanja v delovanje trgov.

Seveda pa so država oz. njene institucije le en člen v spletu finančno-politične skupnosti. Kot vpletene lahko zaobjamemo vse družbene deležnike, ki izkazujejo svoj interes v delovanju finančnega sistema (varčevalci, vlagatelji, finančne institucije, lobisti, nadzorniki, politične stranke, podjetja).

Na Sliki 2.5 smo prikazali bolj ali manj le notranje deležnike v posamezni državi. Zato bi lahko zaključili, da je ena od primarnih nalog države oziroma vlade tudi in predvsem doseganje soglasja med temi udeleženci.

Kot glavno vlogo države v tej finančno-politični skupnosti pa bi lahko po mojem mnenju izpostavili vlogo učinkovitega, neodvisnega (politično) nadzornika in razvijalca finančnega sistema, predvsem preko vpeljave in doslednjega izvajanja finančne in pravne regulative.

Slika 2.5: Nacionalna regulativa in finančno-politična skupnost



Vir: Stroy J. (1997, 137)

Stabilen in učinkovit finančni sistem lahko močno vpliva na ekonomski razvoj države, ker lahko vpliva na raven kapitalske ureditve, učinkovitost in alokacijo kapitala med konkurenčnimi zahtevami, in ker ustvarja zaupanje končnih uporabnikov (potrošnikov) v poštenost finančnega sistema. Stabilnost in učinkovitost finančnega sistema ima tako ponudbene (angl. *supply-side*) kot tudi povpraševalne (angl. *demand-side*) učinke na ekonomijo. Dobro strukturiran regulatorni režim lahko tako prispeva k učinkovitosti in stabilnosti finančnega sistema (Llewellyn 2003, 3).

Zlasti pomembno je, da so nadzorni organi politično neodvisni. Razlog za to je predvsem večja kredibilnost nadzornih organov in kredibilnost gospodarskih subjektov. Neodvisnost je bistvena za potrošnika.

Politična oblast si lahko občasno želi vplivati na regulatorni organ z neregulatornim namenom (npr. favoriziranje določenega tipa posojanja), trenutna politična oblast lahko išče vpliv v organu nadzora za lastno kratkoročno politično prednost.

Dober regulatorni sistem zagotavlja konsistentnost delovanja regulatornih organov skozi čas in med institucijami. Nadzorni organi morajo biti torej politično neodvisni, a obenem tudi politično odgovorni za svoja dejanja (Llewellyn 2003, 8).

Na tem mestu ne smemo pozabiti, v kakšnem odnosu sta finančni sistem in realni sektor gospodarstva.

2.5 Finančni sistem in realni sektor – režimi upravljanja podjetij

Pri analizi povezave in vloge finančnega sistema v realnem sektorju ugotovimo, da strukturiranost finančnega sistema prek nadzora v podjetjih pomembno vpliva na alokacijo kapitala, gospodarski ustroj države in s tem na domačo in mednarodno gospodarsko rast.

Dejanski sistemi upravljanja so različni po posameznih državah in tudi posameznih gospodarskih družbah, kar izvira iz različnih vrednot, pravnega sistema, lastniške strukture gospodarskih družb ter vloge trgov kapitala v posamezni državi.

Upravljanje podjetij je del večjega ekonomskega in družbenega ustroja, v katerem delujejo podjetja. Ureditve upravljanja gospodarskih družb zahteva kombiniranje zakonske ureditve, pravno neobvezujočih, a priporočenih smernic in samostojnega urejanja na ravni posameznega podjetja. Le-ta omogoča podjetju, da zadovolji zakonske obveznosti ter tudi pričakovanja svojega poslovnega okolja. Z zakonom so določeni minimalni standardi, a konkretna ravnanja znotraj teh standardov so prepuščena svobodnemu urejanju posameznih podjetij.

Optimalno izgrajen okvir upravljanja podjetij vključuje dobro prakso delovanja med menedžerji in delničarji podjetij kot tudi povezave z drugimi deležniki⁵, vse to pa prispeva k rasti in finančni stabilnosti, povečanju zaupanja v tržne strukture in nenazadnje povečuje ekonomsko učinkovitost.

Dober sistem upravljanja gospodarskih družb lahko primerjamo z dobrim sistemom upravljanja države. V demokratični in pravični skupnosti ljudi imamo vsi pravico zasledovati svoje interese in cilje, pri tem pa smo omejeni le s tem, da imajo drugi enako pravico. Svoje interese lahko zasledujemo neomejeno, dokler s tem ne posežemo v legitimne interese drugih. Enako je z upravljanjem gospodarskih družb.

Podobno ugotavlja tudi Adrian Cadbury: »Sistem korporacijskega upravljanja se ukvarja z ohranjanjem ravnovesja med gospodarskimi in družbenimi cilji in z ravnovesjem med cilji posameznikov in skupnosti. Pravila upravljanja (angl. *the governance framework*) naj spodbudijo učinkovito uporabo virov in hkrati zagotovijo odgovornost za upravljanje s temi viri. Cilj je čim bolj povezati interese posameznikov, korporacij in družbe« (Cadbury v Clarke 2005, 2).

Najbolj osnovna razdelitev je razdelitev na dva ideološko tipična sistema, katerih razlikovanje temelji predvsem na različnih lastninskih osnovah – koncentrirano oziroma razpršeno lastništvo (Coffee 2001, 2), in sicer:

- *Sistem koncentriranega lastništva* je utemeljen na razmerju korporacijske lastnine z nekaj delničarji, ki imajo kontrolne deleže v podjetju. Posledično ima sistem slabše razvite trge vrednostnih papirjev, s skromno vlogo v nadzoru korporacij, nizkim razkritjem informacij,

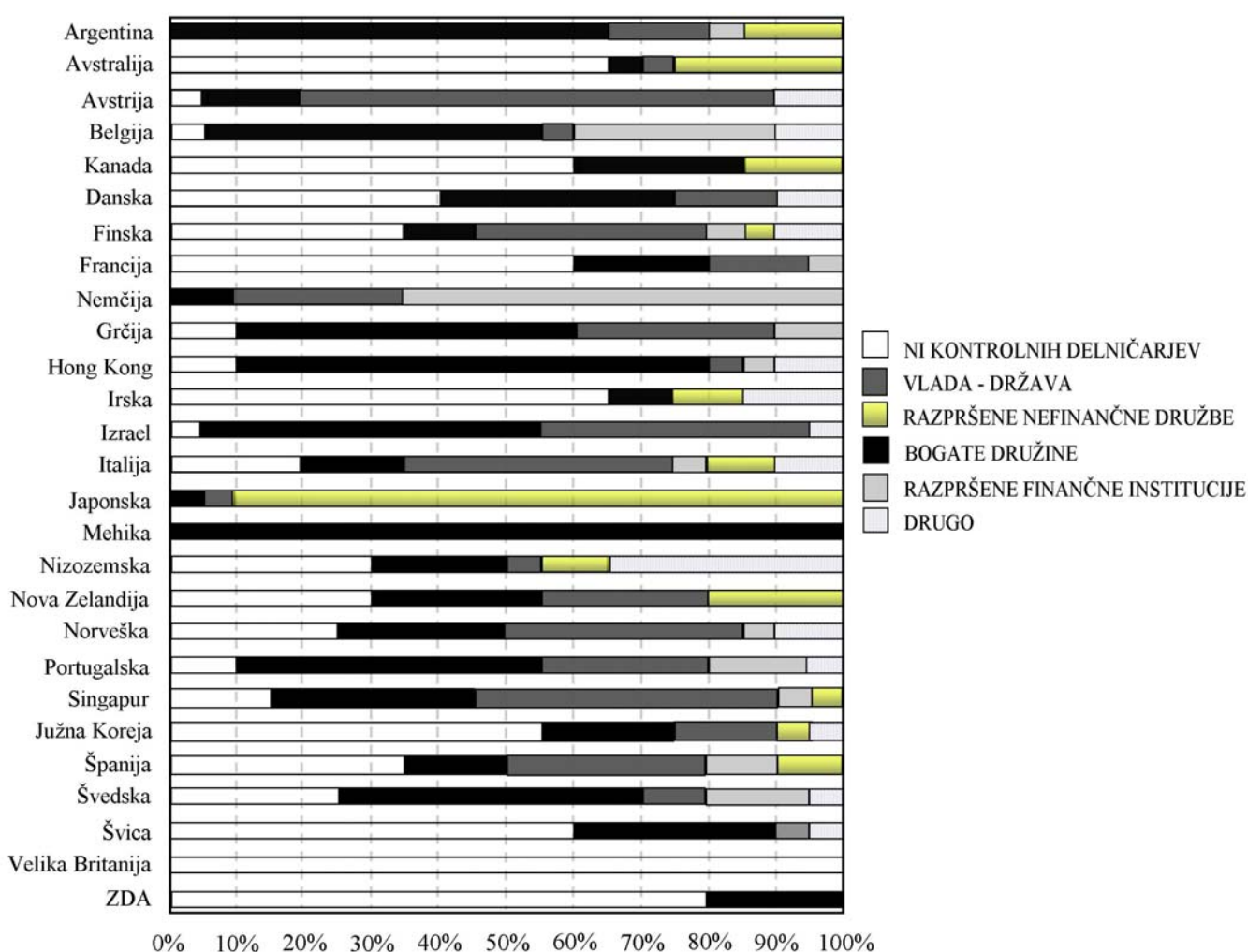
⁵ Deležnik (ustrezen prevod bi bil tudi interesent) je slovenski prevod besede »stakeholder«. Pomeni vsakogar, ki ni delničar, a ima neki legitimni interes v družbi. Deležniki so člani organov družbe, zaposleni, upniki, stranke, dobavitelji, posojilodajalci, poslovno in ekološko okolje družbe.

nizko tržno prepustnostjo. Na drugi strani pa ima visok zasebni nadzor, v nekaterih primerih nadzorno vlogo prevzamejo banke.

- *Sistem razpršenega lastništva* je opredeljen z močnim trgom vrednostnih papirjev, strogimi standardi razkritja in visoko prepustnostjo trga, v kateri lahko trg nadomesti korporacijski nadzor s svojimi disciplinskimi ukrepi.

Kako pomembno je lastništvo oziroma njegova razpršenost na delovanje trgov in drugih funkcij v državnem sistemu, bomo pojasnili v naslednjem poglavju. Da v svetu obstaja zelo raznolika lastniška osnova, nam kaže spodnja slika, in pojasnuje tudi, čemu take razlike v ustroju in delovanju posameznih finančnih in nadzorstvenih sistemih.

Slika 2.6 : Prikaz razpršenosti lastništva podjetij – kdo nadzira podjetja



Vir : La Porta, Rafael. (1999, 515)

Herrigel (Herrigel 2006, 3–11) analizira pet režimov upravljanja s podjetjem, vendar bomo za potrebe opisa posameznih režimov upravljanja poenotili analizo angleškega in ameriškega režima, ki sta si v osnovi podobna in danes po večini enoznačna.

Te štiri različne strukture nadzora v podjetjih so pomembne za razumevanje odnosov med subjekti v finančnem sistemu, saj kažejo na različne vloge finančnih institucij, informacijskega toka in nenazadnje vloge finančnih trgov.

2.5.1 Sistem delniškega trga

Sistem delniškega trga je značilen za anglo-ameriški trg.

ZDA in Velika Britanija predstavljata državi s sistemom razvite liberalne ekonomije, kjer je financiranje podjetij osnovano na dobro razvitih in visoko likvidnih trgih vrednostnih papirjev, delnice podjetij so zelo razpršene, menedžerji poskušajo maksimirati vrednost delnic.

Naloga države v takšnem sistemu je zagotoviti nadzor in zakonsko podlago, v okviru katere lahko odprti kapitalski trgi delujejo, poseben poudarek zakonodaje je dan predvsem pravicam manjšinskih delničarjev.

Finančno posredništvo je razdeljeno med komercialne banke in druge institucije finančnega trga. Prve podjetjem zagotavljajo kratkoročno financiranje, gospodarske družbe pa večino zunanjih investicijskih sredstev pridobivajo na kapitalskih trgih z izdajo vrednostnih papirjev (tako lastniških kot dolžniških vrednostnih papirjev). Investitor lahko delnice kupi neposredno ali prek institucionalnih družb, kot so različni investicijski skladi ali pokojninski skladi, ki jih upravljajo zavarovalnice ali družbe za upravljanje. Nadzor v tem sistemu je torej zunanji. Bojazen menedžmenta podjetja pred prevzemom, in s tem njihovo zamenjavo, le-tega spodbuja, da deluje v interesu delničarjev. Strukturo tega sistema ponazarja slika 2.7.

Slika 2.7: Sistem delniškega trga



Vir : Story J.in Walter I. (1997, 139)

Sistem delniškega trga se je skozi zgodovino razvijal in spreminjal. V devetnajstem stoletju so na borzi dominirala družinska podjetja. Z razvojem finančnih trgov in posredniških institucij je možnost participacije v delničarskem sistemu pridobila vedno širša množica zainteresiranih investitorjev, kar je ob hkratnem razvoju nadzornih institucij odprlo pot k razpršenemu lastništvu oziroma množičnemu delničarstvu (Chandler, O'Sullivan, Navin in Sears v Herrigel 2006, 4).

2.5.2 Državno vodeni sistem finančnih trgov

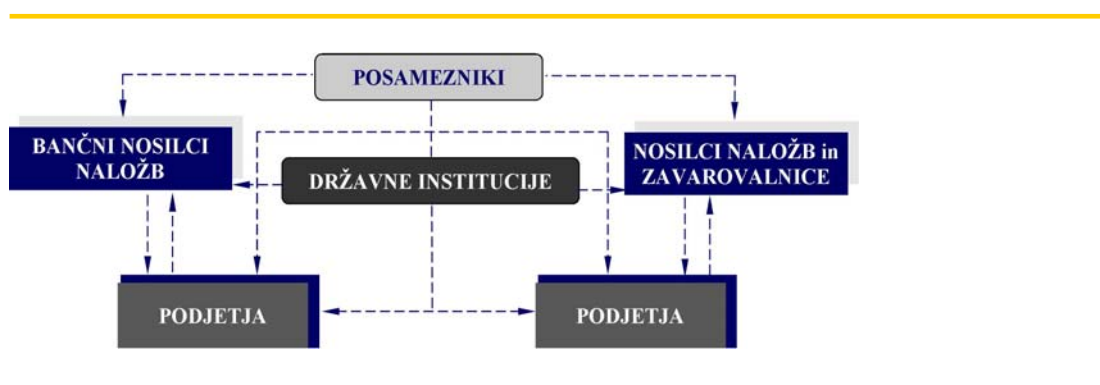
Sistem državno vodenega sistema finančnih trgov je pravo nasprotje sistemu delniških trgov.

V tem sistemu depozitarne institucije usmerijo presežek sredstev na kapitalske trge, kjer jih prevzamejo javne institucije, ki jih nato preusmerijo v posamezne gospodarske panoge, gospodinjstva, kmetijstvo ... (Story in Walter 1997, 143).

Javni uslužbenci v takšnem sistemu običajno uživajo precejšen ugled, vendar pa zaradi omejenih zmogljivosti (število osebja, časovna omejenost) v prerezporeditvi sredstev povzročajo zastoje. Hkrati zaradi večjega političnega vpliva in lobističnih sposobnosti denar v takšnem sistemu dobijo predvsem velika podjetja, medtem ko so manjša in srednja podjetja potisnjena ob stran. Država nima ključne vloge le pri razporejanju denarja, ampak nadzoruje tudi vodenje podjetij – javnih in zasebnih (Story in Walter 1997, 143).

Povezave med subjekti sistema prikazuje slika 2.8.

Slika 2.8: Državno vodeni sistem



Vir : Story J.in Walter I. (1997, 140)

Francija predstavlja take vrste sistem zaradi močne vloge, ki jo v njej igra država.

Takšna vrsta finančnega upravljanja se je v Franciji vzpostavila ob koncu druge svetovne vojne, ko močno vlogo v upravljanju podjetij prevzame neposredno država. Utrdi se trend, ki se je začel sicer že v prvi svetovni vojni, ko francoska vlada začne podpirati politiko razvoja »narodnih prvakov« v strateških panogah na način, da jim je nudila finančne injekcije in igrala vlogo njihove pomembne stranke.

Zaradi pomembnega vpliva države so korporacijski menedžerji usmerjali svoja podjetja k interesom strank oziroma k večini deležnikov in ne samo k interesom delničarjev. Trg delnic je stagniral, tako da so postala podjetja odvisna od države in njenega kreditiranja (Berger, Zysman, Cohen, Hall v Herrigel 2006, 6). V sredini 80., ko se je zgodila serija pomembnih reform finančnega sistema, je serija večjih škandalov med znanimi menedžerji in javnimi uslužbenci, kot tudi pritisk s strani

Evropske unije, pomagala zmanjšati ekonomsko vlogo države tako, da so francoska podjetja postala bolj izpostavljena pritisku trga. Velikost in vloga trga delnic se je povečala in struktura lastništva je postala bolj razpršena (Hancke, MacClean, Fanto, O'Sullivan v Herrigel 2006, 6).

2.5.3 Bančni sistem

Primer bančnega sistema najdemo v Nemčiji in v nekaterih drugih germanskih državah.

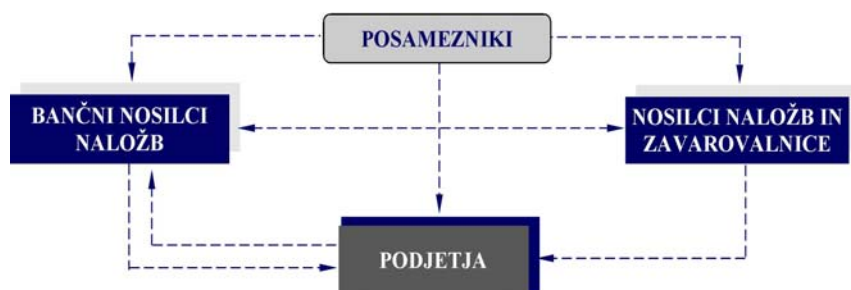
Banke, ki so v tem sistemu, imajo že tradicionalno veliko vlogo. Od začetka industrializacije so bile nemške finance bančno osnovane in vsesplošno bančništvo je bilo standard. Banke so opravljale različne funkcije tako investicijskega bančništva (izdajanje in jamčenje vrednostnih papirjev na kapitalskih trgih) kot tudi klasične bančno-komercialne posle (sprejemanja depozitov, izdajanje posojil in kreditov).

Banke ali investicijske družbe v lastništvu teh bank imajo v nefinančnih podjetjih pomembne lastniške deleže in aktivno nadzorujejo in sodelujejo v upravljanju korporacij preko izrabe zastopanih glasov delničarjev in direktnih vložkov v podjetju in z uporabo notranjih informacij.

Nadzor v takšnem sistemu naj bi bil zato notranji.

Navedene odnose ponazarja tudi Slika 2.9.

Slika 2.9: Bančni sistem



Vir : Story J. in Walter I. (1997, 140)

Kapitalski trgi so v takšnem sistemu običajno slabo razviti, vlagatelji pa imajo razmeroma veliko javnih obveznic.

Tudi delež delnic, ki so prosto dosegljive na trgu, je majhen, zato so delniški trgi pogosto plitvi in volatilni (Story in Walter 1997, 141). Presenetljivo je glede na širino bančnih kapacitet in ponujenih investicijskih storitev, da so finančne institucije živele v harmoniji z relativno globokimi, aktivnimi in učinkovitimi trgi vrednostnih papirjev že pred letom 1914 (Gehrig in Fohlin v Herrigel 2006, 7).

V začetku dvajsetega stoletja je bila razvitost kapitalskih trgov v Nemčiji primerljiva z razvitostjo le-teh v Veliki Britaniji (Rajan in Zingales 2001, 3). Vendar so politične turbulence in premiki v moči univerzalnih bank vodili k zmanjšani pomembnosti trgov vrednostnih papirjev, še posebej po

letu 1945. Močno bančno sodelovanje v upravljanju korporacij je bila dominantna značilnost nekaj desetletij po drugi svetovni vojni in je začela slabeti šele ob koncu 20. stoletja.

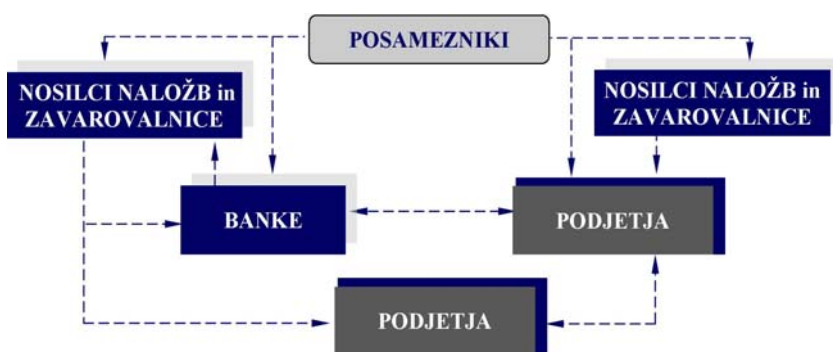
Večji delničarji so tradicionalno igrali pomembno vlogo v korporacijskem upravljanju nemških podjetij. Danes podjetja predstavljajo lastnike in druge deležnike, tudi zaposlene. To igra pomembno vlogo upravljanja v nemški ekonomiji, ki sledi smeri dogovornega delovanja na področju določevanja plač, razvoju dnevnega reda, določevanja standardov in organizacije političnih debat glede gospodarske politike in gospodarstva nasploh (Streeck in Yamamura, Jackson, Thelen v Herrigel, 2006, 8).

2.5.4 Bančno – podjetniški navzkrižni sistem

Bančno – podjetniški navzkrižni sistem temelji na tesnem sodelovanju med vladno birokracijo, menedžerji v podjetjih in političnimi strankami, njihov skupni cilj pa je doseganje hitre gospodarske rasti (Story in Walter 1997, 142).

Podjetja, ki se razvijajo v takšnem sistemu, iščejo stabilne in potrpežljive lastnike. Najznačilnejši predstavnik bančno – podjetniškega navzkrižnega sistema je Japonska, kjer imajo nefinančne družbe in banke druge v drugi pomembne lastniške deleže in sedeže v nadzornih svetih. Ta prepletenost je razvidna tudi na Sliki 2.10.

Slika 2.10: Bančno – podjetniški navzkrižni sistem



Vir : Story J., Walter I. (1997, 143)

Pred militarizacijo Japonske v 30. letih je obstajalo nekaj različnih vzorcev upravljanja korporacij. Dominantni vzorec je vključeval široko lastništvo delniške družbe, visoko likvidni trg vrednostnih papirjev in profesionalne menedžerje, ki so usmerjali svoja podjetja k interesom delničarjev (Hoshi in Kashyap v Herrigel 2006, 8). Drugi vzorec je vključeval državno lastništvo podjetja, kjer so profesionalni birokratski menedžerji sledili javnim ciljem ekonomskega razvoja. Tretji je vključeval omejeno partnerstvo v strukturi holdinškega podjetja, z družinski lastniki – *zaibatsu* holdingi (Morikawa v Herrigel 2006, 8).

Ta sistem je bil popolnoma spremenjen po koncu vojne, okupacije in nato ekonomskega ozdravljenja. Robustni trgi vrednostnih papirjev predvojnega obdobja so bili porušeni, ker je bila vojaška vlada sovražna proti zasebnim ekonomskim interesom, kar je premaknilo financiranje podjetij stran od vrednostnih papirjev proti bankam (Hoshi in Kashyap, Vitols, Morck in Nakamura v Herrigel 2006, 9).

Druga sprememba pa je bila rast med-korporacijskega delniškega sistema. Po porazu Japonske je okupator – oziroma ameriška okupacijska oblast – vsilil novi japonski vladi, da sprejme serijo zakonov, ki opušča *zaibatsu*, razlasti družinsko lastništvo, izobči holdinška podjetja, ščiti manjše delničarje in vzpostavlja vodila za transparentnost računovodstva, revizijo in razvrednotenje (Hoshi in Kashyap, Morck in Nakamura v Herrigel 2006, 10). Takšni ukrepi, katerim je sledila inflacija, ki je razvrednotila vrednost obstoječih delnic, so ustvarili aktivni trg, ki je vodil menedžerje k nakupu precejšnjih delnic v sorodnih in prijateljskih podjetjih, da bi lahko preprečili prevzeme, ter posledično v razvoj sistema *keiretsue holdingov*. Banke so bile kritični igralci v upravljanju teh med seboj povezanih podjetniških skupin.

Tretja precejšnja sprememba v povojnem režimu korporacijskega upravljanja je bila rast zaposlenih kot delničarjev v japonskih podjetjih. Kritičen mehanizem za to je bila »institucija« stalne življenjske zaposlitve. Rezultat tega je bil, da so menedžerji teh podjetij bili praktično prisiljeni, da upravljajo svoja podjetja v interesu delničarjev, bankirjev in zaposlenih (Jackson, Aoki v Herrigel 2006, 10). V zadnjih letih je na Japonskem opaziti spremembe v smeri večjega poudarka na interesih delničarjev. Z občutnim finančnim presežkom, ki se je nabiral v bilancah japonskih podjetij do devetdesetih let, se je zmanjšala potreba po zunanjem kapitalu in posledično finančna odvisnost od t. i. glavnih bank. Podoben učinek sta imeli liberalizacija in deregulacija japonskih kapitalskih trgov, ki sta japonskim korporacijam omogočili neposreden dostop do domačega in mednarodnega trga kapitala. Spremembe zakonodaje so omogočile razvoj v smeri poglobljanja kapitalskega trga (Herrigel 2006, 11).

Štiblar (Štiblar 2001, 30) navaja La Porta in sodelavce, ki ugotavljajo, da je v zadnjem desetletju v razpravah o vladanju podjetjem opazno vsiljevanje anglo-ameriškega modela, po katerem je prava rešitev pravna zaščita malih delničarjev, kar omogoča razvoj kapitalskega trga in njegovo likvidnost. Viden je premik k večjemu uresničevanju interesov delničarjev (zasledovanje t.i. vrednosti za delničarje, angl. *shareholder value*⁶), kar se kaže v naraščajočem pomenu sovražnih prevzemov, opcijskega nagrajevanja uprav, tožb delničarjev. Opaziti je tudi dezintermediacijo financ, premik od bank k finančnim trgom in večjo fleksibilnost v finančnem poslovanju podjetij.

V zadnjih dvajsetih letih se je panoga finančnih storitev v svetu močno spremenila.

⁶ Angl. »shareholder value« je vrednost za delničarje, ki jo delničarji pridobivajo zaradi sposobnosti posloводства, da poveča dobiček, dividende in ceno delnic. Z drugimi besedami, povečanje vrednosti delnice (ne samo cene delnice na borzi) je seštevek vseh strateških odločitev, ki vplivajo na zmožnost delniške družbe, da učinkovito poveča količino prostega denarnega toka v daljšem časovnem obdobju.

Kot ugotavlja Deželan (Deželan 2001,1), so glavni faktorji za te spremembe:

- *napredek v informacijski tehnologiji*, kar je rezultiralo v znižanju direktnih stroškov trgovanja ter izboljšalo razpoložljivost in dostopnost do informacij. To se je odrazilo v povečanju participacije tako individualnih kot tudi institucionalnih investitorjev na finančnih trgih po vsem svetu in posledično v povečanju volumna trgovanja.
- *Demografski pritiski*, kot na primer staranje prebivalstva, kažejo nevdržnost državnih pokojninskih sistemov, ki delajo na »pay-as-you-go«⁷ principu. Zato se kaže premik k dodatnim pokojninskim oblikam predvsem v smeri naložbenih pokojninskih skladov, kar se je odrazilo v povečanju sredstev v upravljanju pri institucionalnih investitorjih (pokojninski skladi, zavarovalnice, vzajemni skladi) in večji tržni kapitalizaciji na svetovnih kapitalskih trgih.
- *Deregulacija finančnega sektorja*, liberalizacija poslovanja in bolj ohlapne regulatorne prisile za institucionalne investitorje, možnost mednarodnega delovanja so dodatno povečale rast insitucionalnih investitorjev in njihov vpliv na celoten finančni sistem.

Avtorji menijo, se je takšen način zunanjega financiranja zaradi hitrejše gospodarske rasti anglosaških držav, predvsem ZDA, v primerjavi z drugimi državami izkazal za superiornega.

Ugotovili smo, da v Ameriki prevladujejo manjši delničarji, katerih moč je razpršena, možnost nadzora pa omejena, v zadnjem času pa se zaradi prej navedenih razlogov povečuje predvsem vloga institucionalnih investitorjev. V državah, kjer prevladuje bančno orientiran finančni sistem, kot v Nemčiji in na Japonskem, pa igrajo pomembnejšo vlogo veliki delničarji, predvsem banke in podjetja, ki so s podjetjem lastniško in poslovno povezana. Da je za ZDA in Veliko Britanijo značilno razpršeno lastništvo in likvidni trg kapitala, ter za Evropo koncentrirano lastništvo in sorazmerno nelikvidni trgi kapitala, so ugotovili tudi Gregorič, Prašnikar in Ribnikar (2000, str. 4).

Allen (Allen 2001, 1) nadalje navaja, da primerjava portfeljev po državah kaže, da imajo deležniki v ZDA in Veliki Britaniji bistveno več premoženja v bolj tveganih naložbah, kot je to v primeru na Japonskem, v Franciji in Nemčiji. Razlog naj bi bil v tem, da v teh dveh državah finančni posredniki laže obvladujejo likvidnostnega tveganja in medčasovnega glajenja tudi z uporabo izvedenih finančnih instrumentov in drugih podobnih tehnik. Vendarle velja, da so se banke z zmanjševanjem tradicionalnih bančnih poslov in z večjo konkurenco pridobivanja sredstev na finančnem trgu odzvale tudi s spremembo svojih dejavnosti, kar sicer zmanjšuje vrednost tradicionalnih bančnih poslov, ne pa tudi vloge bank v posameznem finančnem sistemu.

⁷ Pay-as-you-go princip: sistem sprotnega financiranja, imenovan tudi medgeneracijska pogodba.

Zanimivo ugotovitev je objavil tudi Berger (Berger 2003, 10), saj naj bi splošne ugotovitve pokazale, da v industrializiranih državah kljub odpiranju finančnih trgov domače finančne institucije (npr. banke) obdržijo pomembne tržne deleže za nekatere finančne storitve, kar nakazuje, da le-te izkoriščajo lastne konkurenčne prednosti in tako bistveno omejujejo globalno povezovanje v bančnem sektorju. V nasprotju s tem pa lahko tuje banke dobijo veliko večje deleže v nekaterih manj razvitih državah zaradi konkurenčne prednosti, ki jih imajo tuje finančne institucije pred domačimi institucijami, ki so manj razvite.

Danes so podjetja primarno gonilo ekonomske organizacije, konkurenčnosti, razvoja ter inovacij. Toškan (Toškan 2003, 1) ugotavlja tudi, da so gospodarske družbe postale ključni mehanizem delitve premoženja ter resursov v državi in na svetu .

3 RAZVOJ FINANČNIH SISTEMOV

Večina raziskovalcev se strinja, da imajo države z dobro delujočim finančnim sistemom enega izmed potrebnih pogojev za višjo ekonomsko rast in s tem večjo blaginjo.

Če se vprašamo, kaj je v resnici dober finančni sistem, nam zgodovina ponuja osnovno smer za analiziranje. Kot začetni pogoj za dober finančni sistem predpostavimo obstoj družbenega sistema, ki vključuje politiko dobrega vladanja. Le-ta vključuje uravnoteženost političnih institucij, neodvisen sodni sistem, ki je jasno definiran in varuje pravice deležnikov v državi, in finančno konsistentnost pri finančnih ministrih, centralnih bankirjih in tako naprej po glavnih osebah v posameznih delih finančnega sistema.

Naše razumevanje zgodovine moderne ekonomije je, da so države, ki so izdelale tak učinkovit finančni sistem, že zelo zgodaj postale hitro rastoče gospodarsko okolje in zato tudi privlačne za pritek tujega kapitala, ki je še nadalje služil za njihov razvoj in ekonomsko rast.

Marklew (Marklew 1995, 2) ugotavlja, da kapital ni nevtralen. Razpoložljivost, strošek financiranja ter predvsem odnos ponudnikov kapitala – ne glede na to, ali gre za ponudnike, ki zasledujejo kratkoročne maksimizacijo dobička ali dolgoročne vlagatelje – reflektira nacionalni finančni sistem in korporativno upravljanje.

Zato se je pomembno zavedati povezave finančnega sistema z državno politiko. Napačno razumevanje zgodovine bi bilo, da se kapital premika v svetu samo zaradi iskanja najvišjega možnega dobička, sorazmernega s tveganji. Naivno je predpostavljati, da se je kapital ponavadi premikal kot odgovor na potrebe deležnikov, ki si želijo plemenititi finančna sredstva. V svetu brez državnih vlad in zunanje politike je to morda možno, vendar naš svet ni tak. Razvit finančni trg, možnost upravljanja z denarjem, v katerem so nominirane svetovne cene, dolgovi, vrednost

premoženja, možnost obvladovanja tveganj pomeni v mednarodni politični areni enega od stebrov mednarodne moči države (Strange 1995, 47).

Na mednarodnem polju dobro delujoča finančna podstat pomeni za posamezno državo primerjalno (angl. *comparative*) prednost pred drugo ter predstavlja pomemben faktor pri strukturi in ekonomski moči posamezne države. Moč kreiranja kreditov oziroma pridobivanja investicijskih sredstev pomeni omogočiti ali odreči drugim možnost porabe danes in odplačila jutri, torej moč vpliva na delovanje posamezne države, podjetij in s tem neposredno na življenja državljanov (Strange 1995, 47).

Rousseau ugotavlja, da ima celovit oziroma dober finančni sistem 5 ključnih komponent (Rousseau 2001, 2–5):

- zdrave javne finance in odgovorno upravljanje z javnim dolgom,
- stabilno monetarno in fiskalno politiko,
- močan, razvejan, konkurenčen in odprt bančni sektor tako z domačimi kot tujimi bankami,
- močno centralno banko, ki je zmožna stabilizirati domače finančne tokove in upravljati mednarodne finančne odnose,
- dobro organiziran in delujoč kapitalski trg.

Tako artikuliran finančni sistem lahko mobilizira tako domači kot tuji kapital in prispeva k ekonomskemu razvoju in rasti.

Raziskovalci tako na prvo mesto postavljajo *trdne javne finance*, predvsem zaradi zgodovinskih razlogov (Rousseau 2001, 2–5). V moderni zgodovini so se dobri finančni sistemi pojavili zaradi potreb države za financiranje projektov, pogosto tudi financiranje vojn z drugimi državami. Trdne javne finance vključujejo postavitev in nadzor prioritete javne porabe ter servisiranje dolga z ukrepi, usmerjenimi k pridobivanju in ohranjanju zaupanja vlagateljev, ki so kupili državne vrednostne papirje.

Stabilen denar je zaželen zaradi svojih lastnosti kot hranilca vrednosti, menjalno in plačilno sredstvo, kot nekaj, kar določa vrednost in standard odločljivih plačil. Vse tri uporabe, vendar posebej zadnji dve, so oškodovane, če denar niha in se zmanjša v vrednosti na nepredvidene načine. Iluzija denarja je univerzalna in starodavna, navzoča v vsaki transakciji in nujno potrebna v vsaki menjavi. Denar je ničvreden, če vanj ne verjamejo vsi. Kupec ne bi mogel ponuditi koščka papirja prodajalcu v zameno za realno blago, če prodajalec ne bi verjel v njegovo vrednost. Množična iluzija je stara kot kovanci iz kamna, morske školjke, živina, tobak, svetleča minerala, kot sta srebro in zlato, celo papir ali pa samo številke v računovodskih knjigah, skratka, moč, ki se je v vsaki družbi skozi zgodovino dodelila objektu, ki se ga je obravnavalo kot denar. Razvoj denarja je

zgodovinsko oklevajoč proces, v katerem so družbe omahljivo prenašale svojo vero v denar z enega predmeta ali živali na drugega. Z vsakim korakom se je oddaljevala realna vrednost predmeta in se približevala čisti abstrakciji. Z odpravo zlatega standarda v sedemdesetih letih dvajsetega stoletja je denar zamenjal vlogo: iz blagovnega denarja (angl. *commodity money*) se je spremenil v zastopstveni denar (angl. *representative money*).

Banke igrajo veliko vlogo v ekonomijah. Njihova depozitna monetarna osnova omogoča kreiranje kreditov in s tem denarne zaloge, ki je po večini sestavljena iz bančnega denarja, in se kot tak pretvori v monetarno osnovo. Funkcija izdajanja kreditov pretvori banke v upravljalce tveganja, kar je osnova njihove vloge kot finančnih posrednikov. Veliko tveganja, katerega banke opravljajo, izhaja iz izposojanja kratkoročno in posojanja dolgoročno.

Posamezne banke in bančni sistemi lahko pristanejo v težavah, se celo porušijo, če prejemniki bančnih kreditov ne zmorejo ali nočejo plačati v roku (problem nelikvidnosti⁸), ali sploh ne plačajo (problem nezmožnosti plačila – problem solventnosti⁹). Če komitenti, od katerih si banke kratkoročno sposojajo, ugotovijo za takšne probleme, lahko z zahtevo po izplačilu denarnih sredstev iz banke omajajo njeno likvidnost oziroma celo solventnost.

Centralna banka, četrta izmed naših ključnih sestavin modernega finančnega sistema, lahko prepreči takšne probleme ali jih vsaj olajša, ko se pojavijo. To naredi tako, da nadzoruje in regulira delovanje posameznih bank v bančnem sistemu, v skrajnih primerih izdaja posojila posameznim bankam v težavah. Centralna banka se tudi vključuje v področja drugih delov finančnega sistema. Na primer, velikokrat služi kot državna banka, torej kot dodatek javnim financam. Poleg tega pa tudi stabilizirajo vrednost državnega denarja tako v državi kot izven njenih meja. Pomembna lastnost centralne banke je tudi njena informacijska funkcija za vse deležnike v ekonomskem sistemu.

Trgi vrednostnih papirjev oziroma kapitalski trgi, zadnja, vendar ne najmanj pomembna sestavina, nadomešča izdajanje javnih in privatnih kreditnih vrednostnih papirjev in zasebnih vrednostnih papirjev. Specializirane investicijske banke služijo tukaj kot finančni posredniki med izdajatelji vrednostnih papirjev in investitorji, ki kupijo vrednostne papirje. Ko so vrednostni papirji izdani, se z njimi trguje na organiziranih finančnih trgih, kar poveča privlačnost za vlagatelje.

⁸ Likvidnost: Likvidnost izhaja iz latinskega izraza »liquidus« (tekoč) in lahko pomeni plačilno zmožnost ali pa unovčljivosti. Je lastnost premoženja ali njegovih posameznih delov, da se (hitro in brez izgub) spremeni v denarna sredstva in s tem omogoči poplačilo preostalih obvez. Likvidnost banke pomeni sposobnost banke, da vlagatelje, ki želijo svoj denar dvigniti, v vsakem trenutku izplača.

⁹ Solventnost: sposobnost poravnati svoje plačilne obveznosti, za banke pomeni sposobnost banke, da ohranja plačilno sposobnost na dolgi rok, torej, da ima premoženje večje od dolgov oziroma zadosten obseg kapitala.

Ugotovimo lahko, da je zgornji seznam ključnih sestavin finančnega sistema primer finančnih sistemov visokorazvitih državnih ekonomijah v današnjem času. Takšni finančni sistemi so ena izmed lastnosti teh držav, ki jih razlikujejo od manj razvitih ekonomij.

Vendar velja opozoriti, da glede na današnje razmere in stanje finančni sistemi razvitih držav vsaj v eni od komponent odstopajo od zgoraj opredeljenih lastnosti dobrega finančnega sistema.

3.1 Zgodovinski razvoj finančnih sistemov

Finančni sistem je v zgodovini odigral pomembno vlogo pri izrabi prednosti trgovanja med gospodarskimi subjekti v državah in med državami. Brez finančnega sistema bi se morale dobrine na trgih izmenjevati in trgovati neposredno. Vpeljava stanovitnega finančnega sistema prinese več prednosti, ki vključujejo diverzifikacijo in zavarovanje pred tveganji, medčasovno urejevanje plačil in učinkovito izkoriščanje investicijskih priložnosti v državnem in mednarodnem gospodarstvu.

V tem poglavju opisujem zgodovinski razvoj finančnih sistemov. Ta mi bo omogočil, da analiziramo razvojno pot današnjega institucionalnega okolja finančnega sistema.

3.1.1 Zgodnji finančni sistemi

O najbolj osnovni obliki finančnega sistema lahko govorimo šele z razvojem blagovnega gospodarstva, kjer prihaja do menjave blaga oziroma dobrin. Prvotna menjava je bila neposredna, kar pomeni, da so posamezne gospodarske celice menjale blago, ki ga niso potrebovale, neposredno za drugo blago, torej barter menjava. Barter menjava je za ljudi pomenila, da so se lahko specializirali za tisto dejavnost, ki so jo najbolj obvladali. Z večanjem produktivnosti dela, ki je omogočala trgovanje z večjimi količinami in več vrstami blaga, pa je menjava postala posredna – verižna, kar pomeni, da so ljudje šele po več menjavah dobili želeno blago. Ko se je pojavilo blago, ki so ga ljudje na splošno sprejemali v plačilo, govorimo o nastanku splošnega menjalnega posrednika, to je denarja, ki je prevzel tako funkcijo splošnega ekvivalenta (Ribnikar 1994, 229).

Tako Allen (Allen 2000, 25–30) v nadaljevanju opisuje, da je bil eden izmed prvih finančnih sistemov v tem delu sveta razvit v Mezopotamiji v prvi polovici prvega tisočletja pred našim štetjem. Prvotno so bili ječmen in srebro enote plačila in vrednosti, čez čas je bilo srebro vedno več uporabljeno za ta namen in v sedmem stoletju pred našim štetjem je postalo edino plačilno sredstvo. Posojila so se v tem času izdajala s strani lastnikov zemljišč in trgovcev ter v templjih in kraljevih zakladnicah. Posojilojemalci, po večini ruralno prebivalstvo, jih je vzelo za potrebe potrošnje in nakupa semen za setev. Ječmen in srebro so bili oddani za hranjenje pri določenih družinah, vendar ti depoziti niso bili ponovno posojeni drugim, tako da družine niso bili bankirji v sodobnem pomenu.

Grki, še posebej Atenci, so izdelali finančni sistem, ki je šel preko meja možnosti plačila in enostavnih posojil. Ta finančni sistem se je začel razvijati okoli šestega stoletja pred našim štetjem in je doživel razcvet okrog četrtega stoletja pred našim štetjem. Srebrni kovanci so bili uporabljeni kot vir plačila, glavne finančne institucije so bile menjalnice in banke. V obtoku je bilo veliko vrst kovancev iz različnih grških mestnih držav in Perzije, kar je narekovalo potrebo po menjalnicah. Banke, ki so sprejemale depozite in izdajale posojila, zavarovana z vrednostno lastnino, so začele delovati v poznem petem stoletju pred našim štetjem. Kar pa zadeva finančne inštrumente, je obstajala možnost pridobitve denarja z zastavo hipoteke.

Obstajala so tudi posojila lastniku ladje za stroške poslovanja, kar je kombinacija posojilne in zavarovalne pogodbe, zgodnja oblika financiranja zunanje trgovine.

Finančni sistemi rimskega imperija v stoletjih pred našim štetjem in našega štetja so bili bolj napredni kot tisti v Atenah v kar nekaj pogledih. Uporabljeni so bili zlati in srebrni kovanci, geografski razpon imperija pa je pomenil, da so v njem menjalnice igrale pomembno vlogo. Obstajali so posojilodajalci, ki so dajali potrošne kredite bogatim, ki so živeli preko svojih zmožnosti, revnim in manjšim kmetovalcem, ki so imeli slabo letino. Bankirji so jemali depozite, izdajali posojila in prenašali kovance znotraj imperija. Drugi tip finančnih institucij, ki je obstajal, so bila tako imenovana davčna podjetja, ki so jih osnovale skupine bogatih posameznikov, da pobirajo davke v imenu vlade. Najpomembnejši finančni instrumenti so bila hipotekarna posojila, potrošna posojila in posojila, ki so jih izdajali lastniki zemljišč najemnikom, ter plovna posojila.

Ti zgodnji primeri prikazujejo pomembne lastnosti prvega dela razvoja finančnih sistemov:

- finančni instrumenti so omejeni na vrednostne kovine ali metalne kovance,
- posojila so izdana posameznikom s potrošnimi potrebami, za agrokulturno produkcijo in financiranje trgovine,
- finančni posredniki so omejeni na menjalnice, posojevalnice in enostavne banke.

3.1.2 Finančni sistemi druge faze razvoja

Razvoj finančnih sistemov se je po propadu rimskega imperija nekako ustavil in se v Evropi ni razvijal do trinajstega stoletja našega štetja, ko se je ponovno razširila trgovina. Med srednjeveškimi časi se je mednarodno trgovanje v zahodni Evropi opravljalo po večini na sejmih. Na teh sejmih so bila plačila izvajana z izmenjavo dobrin, vrednih kovin ali surovega zlata.

Naslednja faza je bil razvoj sistema, v katerem si je trgovec zapisoval terjatve in obveznosti, ki so nastale med sejmom. Ob koncu sejma bi uradna oseba upravičila zapisane terjatve in obveznosti. Ta

sistem je v precejšnji meri zmanjšal izmenjavo obsežnih kovancev, saj so bila opravljena samo neto plačila po obračunu (kliringu) terjatev in obveznosti.

V trinajstem stoletju so severni Italijani obračunavanje obveznosti s terjatvami razvili še korak dlje. Razvili so menico, sredstvo kreditiranja kupca dobrin, ki je obljubljalo plačilo določene vsote v kupčevem kraju na določen datum v prihodnosti. V najpreprostejšem primeru jo je lahko prodajalec prodal za gotovino drugemu trgovcu, ki je dobil izplačilo v kraju kupca. Inovacija menice je bila velik uspeh in je pomagala premakniti razvoj bank v moderne čase.

V Toskani, posebej v Firencah, Sieni in Lucci, so bile prve banke¹⁰ ustanovljene šele ob koncu srednjega veka. Od tam so se banke razširile v druge italijanske mestne državice – Benetke in Genovo. Banke so postale večče v prenosu denarja v mednarodni trgovini, omogočale so finančne tokove tudi za Rimokatoliško cerkev in tako razširile svoja omrežja preko celotne Evrope. Bančna praksa se je razvila v veliki meri med tem zgodnjim obdobjem.

V štirinajstem stoletju sta Bardi in Peruzzi banka iz Firenc močno zrasli. Pomagali sta financirati angleško stran stoletne vojne¹¹, vendar sta leta 1348 bankrotirali, ko angleški kralj Edvard III ni poplačal svojih obveznosti. V petnajstem stoletju je Medici banka iz Firenc dosegla razvitost in velikost, ki ni bila presežena vse do devetnajstega stoletja.

Tudi ostale lastnosti modernih finančnih sistemov so bile razvite v severni Italiji v tistem času. Pomorsko zavarovanje je postalo pomembno in vzpostavljene so bile tudi druge oblike zavarovanj, med njimi tudi življenjsko. Razvilo se je dvostavno knjigovodstvo.

Do omejene mere so partnerstva in podjetja izdajala instrumente, podobne naložbenim, nekateri med njimi so bili možni medsebojnega trgovanja.

Tako je druga faza finančnega razvoja dosegla:

- finančni instrumenti so postali bolj raznoliki in vključujejo trgovanje s krediti, hipotekami, vrednostnimi papirji vlad in podjetij, ki so jih le-ti izdali (po večini terjatve)
- finančne institucije vključujejo zgodnji tip bank in zavarovalnih podjetij
- trgovanje z vladnimi in podjetnimi terjatvami je omejeno in se pojavlja na neformalnih trgih.

¹⁰ Izvor besede banka izvira iz latinske besede "banca" – klop oziroma pult, na katerem se izvajajo denarne transakcije.

¹¹ Stoletna vojna je naziv za vojno, ki je dogajala med leti 1337 in 1453 (torej je trajala 116 let) med Anglijo in Francijo. Danes ta vojna velja za najdaljšo vojno v zgodovini človeštva.

3.1.3 Finančni sistemi moderne dobe

V začetku sedemnajstega stoletja je severna Italija prenehala biti glavno trgovsko in bančno središče, saj je glavno besedo in finančno ter ekonomsko nadvlado prevzela Nizozemska oziroma Amsterdam. Spremembe v relativni pomembnosti finančnih centrov so se navadno pojavile zaradi finančnih kriz kot posledice vojn oziroma kakšnega drugega političnega dogajanja, ki je izčrpalo državo. Politična negotovost je imela v zgodovini veliko globlje posledice na ekonomijo in družbo kot na primer slabe letine ali bolezenske epidemije.

Dva pomembna razvojna momenta sta se zgodila v Amsterdamu, da je le-ta postal v zgodnjem sedemnajstem stoletju gospodarsko središče: vzpostavitev organiziranega trga z delnicami kot del amsterdamske borze in vzpostavitev Amsterdamske banke (Bank of Amsterdam), ki je postala model za javne banke, ustanovljene s strani vlade oziroma države.

Amsterdamska borza je že leta 1608 imela svojo institucionalno zgradbo, edini vrednostni papirji, s katerimi se je trgovalo, so bile delnice podjetij United East India Company in West India Company. ter državne obveznice. Amsterdamska borza je bila pomembna za institucionalni razvoj, saj je vključevala prvo uradno borzo lastniških vrednostnih papirjev – delnic. Pred tem so bili vrednostni papirji trgovani na neformalnih trgih. Eden izmed razlogov, da je postala borza zgodovinsko znana, je bila tako imenovana manija tulipanov od 1636 do 1637, ko so cene glavic tulipanov hitro rastle do vrtoglavih višin, preden so dramatično padle. To je povzročilo kar precejšnjo zamajanje finančnega sistema, saj si je veliko špekulantov izposodilo denar za to investicijo in nato bankrotiralo, banke, ki so posodile denar, pa niso dobile poplačanih izdanih kreditov.

Amsterdamska banka, vzpostavljena 1609, ni bila prva javna banka, vendar je bila zgrajena na institucionalni osnovi Beneške banke, ki je bila vzpostavljena leta 1587. Njen glavni namen je bil prenos plačil. Ni izdajala posojil, razen občasno mestu Amsterdam, holandski provinci in privatni družbi United East India Company. Za depozite niso izstavljali nobenih obresti, porok za izplačilo depozitov pa je bilo mesto Amsterdam. Postala je »glavna hiša« za evropsko mednarodno trgovanje.

Leta 1614 je mesto Amsterdam ustanovilo kreditno banko, ki je imela pravico izdajati posojila. Čeprav ni bila ravno uspešna, je služila kot model za Švedsko banko, ki je bila ustanovljena 1656 in bila prevzeta s strani švedske vlade leta 1668 ter tako postala bila prva centralna banka na svetu. Švedska banka je bila prva, ki je izdajala bankovce. Imela je močno vzpodbudo, da to tudi naredi: njene plačilne rezerve so bile baker, ki pa je zelo okoren način plačila.

Z začetkom osemnajstega stoletja se je tretja faza finančnih sistemov razvila:

- finančni trgi so bolj vzpostavljeni
- vlade so bolj vključene v finančne sisteme preko institucij, kot so centralne banke.

Kratek zgodovinski opis razvoja finančnih sistemov nam prikazuje predvsem razvoj institucij v predmodernem času. Pregled razvoja nadaljujemo v naslednjem poglavju, kjer se posvetimo predvsem vprašanju, zakaj se pojavljajo razlike pri konfiguraciji finančnega sistema v posameznih državah.

3.2 *Elementi vpliva na razvoj modernih finančnih sistemov*

V zadnjem stoletju se ekonomski raziskovalci veliko ukvarjajo z analizo finančnih sistemov v svetu. Primerjalne analize finančnih sistemov so po večini razlikovale tri različne spremenljivke, po katerih so razvrščali posamezne tipe sistemov: razvitost finančnega trga, tržna orientiranost in bančna univerzalnost (Fohlin 2000,17):

- *Razvitost finančnega sistema*

Spremenljivka *razvitost finančnega trga* se meri kot nivo in stopnja velikosti agregata finančnega premoženja (izraženo v BDP¹²-ju) v posamezni državi, v določenem trenutku ali v določeni časovni periodi.

- *Tržna orientiranost finančnega sistema*

Je teže opredeljiva, osnovana na kvantitativni primerjavi med posameznimi državami in institucijami znotraj finančnega sistema države. Ponavadi so jih obravnavali kot binarno opredeljene sisteme: bančno ali tržno orientirani.

- *Univerzalnost finančnega sistema*

Podobno kot zgornja spremenljivka se tudi univerzalnost finančnega sistema države klasificira po razvrščanju glede na finančne institucije in njihove pojavne oblike ter prevladujoč vpliv v ekonomiji, ki se odraža v lastnosti bančnega sektorja kot univezalnega ali specializiranega.

Dejstvo je, da je bil institucionalni razvoj finančnega sistema po posameznih državah močno pod vplivom različnih zgodovinskih, političnih dogajanj, kulturno-socioloških elementov in v posamezni državi prevladujočih ekonomskih misli in modelov.

Pri razpravi o faktorjih, ki so vplivali na smer razvoja modernih finančnih sistemov v posameznih državah, povzemam razpravo avtorjev Tadessesa in Kwoka (Tadesse 2005, 2).

Avtorja klasificirata različne razlage¹³ razvoja modernih finančnih sistemov, ki so se pojavljale med raziskovalci, v dve osnovni kategoriji:

- razlaga na osnovi pravnega sistema (angl. *legal-system-based explanation*)
- razlaga na osnovi zmanjševanja tveganja (angl. *risk-reduction-based explanation*).

¹² BDP – bruto domači proizvod (angl. *GDP – gross domestic product*)

¹³ Razlaga – opis pojma, z navedbo njegovih bistvenih znakov. Vir: Slovar slovenskega knjižnjega jezika

Kot bomo ugotovili, razlagi nista medsebojno izključujoči ter se celo dopolnjujeta. Izhodišče pri obeh razlagah pa predpostavlja, da je eden izmed osnovnih gradnikov kultura oziroma prevladujoča družbena ureditev posamezne države.

3.2.1 Razlaga na osnovi pravnega sistema

Razlaga na osnovi pravnega sistema pravi, da sta moč in kvaliteta pravnega sistema države diktirala, kateri tip finančnega sistema je bil lahko uspešen v posamezni državi. Zgodovinski izvor pravnega sistema (angl. *legal origin*) tako še danes vpliva na številne pomembne značilnosti držav. Zato bomo v nadaljevanju opredelili dva glavna tipa pravnega sistema in z njima v analizah tudi operirali.

Tadesse in Kwok (Tadesse 2005, 4) razlikujeta pravni sistem držav po tem, ali temeljijo na tradiciji civilnega prava (angl. *civil law*) ali na tradiciji obče navadnega prava (angl. *common law*).

Velja pa opozoriti, da obče navadno pravo (angl. *Common law*) ne gre enačiti z občim kontinentalnim pravom.

Civilno pravo je značilno za kontinentalne evropske države, zato ga v literaturi pojmujejo tudi »kontinentalno pravo« ali »celinsko pravo« (razlikujemo francoski, nemški in skandinavski tip) in temelji na tem, da zakone sprejema parlament, sodišča pa imajo vlogo njihovega uveljavljanja oziroma izvrševanja. Gre torej za načelo oblikovanja pravnega sistema »od zgoraj navzdol«.

Za sistem občega navadnega prava, ki prevladuje v anglosaških državah, zato ga poimenujejo tudi anglosaško (anglosaksonsko) pravo, pa je značilno, da se pravo sproti oblikuje in razvija skozi odločitve sodnikov o posameznih konkretnih zadevah. Bolj kot na zakonih torej temelji na precedensih oziroma na presoji sodnikov. Tako gre vsaj delno za oblikovanje prava »od spodaj navzgor«.

Za lažje razlikovanje posameznih lastnosti finančnih sistemov bomo v nadaljevanju za države s civilno pravno ureditvijo uporabljali termin »kontinentalno pravo« ter za države z občim normalnim pravom »anglosaško pravo«.

Poleg dveh tradicionalnih zahodnih tipov pravnega sistema literatura omenja vsaj še skandinavski tip, v svetu pa sta dokaj razširjena še dva pravna sistema, in sicer vzhodni in islamski pravni sistem. Posebne značilnosti pa naj bi imeli tudi sodobni pravni sistemi držav s socialistično pravno tradicijo. Vendar se bomo za potrebe naše analize osredotočili predvsem na prva dva sistema – kontinentalno in anglosaško pravo.

Različne pravne tradicije naj bi tako vplivale na razvoj družbenih sistemov (tudi finančnega) in s tem tudi na gospodarsko uspešnost držav. Osnovna teza je, da se navedena tipa pravnih sistemov razlikujeta ne samo po tem, kako pravo nastaja, temveč po temeljnih filozofskih nazorih o vlogi prava v družbi.

V sistemih kontinentalnega prava ima zakonodaja predvsem vlogo izvajanja politik oziroma urejanja družbenih odnosov v skladu z odločitvami najvišjega oblastnega telesa, to je demokratično izvoljenega parlamenta. Osnova tega sistema izhaja še iz časov uzakonitve pravnega akta iz leta 533, kjer je rimski cesar Justinian uzakonil svoj Corpus Juris Civilis¹⁴ (Thorsten 2003, 5). Napoleon, v iskanju kontrole nad sodno vejo oblasti v porevolucionarni Franciji ob koncu osemnajstega stoletja, je z uzakonitvijo znamenite Napoleonove Code Civil¹⁵ utemeljil zakonodajo, kjer se, če je pravni tekst dvoumen oziroma nejasen, za mnenje povpraša zakonodajalca.

V sistemih anglosaškega prava pa sta pravo in sodni sistem predvsem sredstvo reševanja sporov med posamezniki in tako bliže liberalni logiki družb, ki temeljijo na spontanem redu in neodvisnih odločitvah posameznikov. Roe (Roe 2006, 470) ugotavlja, da za sistem anglosaškega prava velja rek: »Anglež improvizira, odloči se šele v trenutku, ko se mora. Štejejo izkušnje in zato sodniku ni dano, da samo povzema zakon!«

Ker je individualizem osnova tržne ekonomije, naj bi bil torej sistem anglosaškega prava boljša osnova za uspešen gospodarski razvoj držav. Tako Roe zaključí, da kontinentalno pravo planira in regulira vnaprej, anglosaško pravo pa reagira (Roe 2006, 471).

Rafael La Porta in avtorji (La Porta, 2008) so v svojem delu z empirično analizo pokazali številne sistemske razlike v zakonodaji držav in njihovih ekonomskih rezultatih glede na tip pravne tradicije, kar bom predstavil v nadaljevanju.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer in Vishy (La Porta, 1998) prikažejo, da pravni izvor zakonov države loči nivo zaščite investitorjev v tej državi. Države s kontinentalnim pravom naj bi slabše ščitile pravice malih delničarjev in posojilodajalcev ter imele več državnega lastništva bank. Posledica je šibkejša razvitost finančnega in kapitalskega trga ter zaradi neučinkovitosti tudi večja obrestna marža.

¹⁴ Corpus iuris civilis (latinsko zakonik civilnega prava) je zbirka pravnih dokumentov, ki je nastala med 529 in 534 po ukazu Justinijana I., cesarja Bizanca.

¹⁵ Napoleonov Code Civil - Izšel je leta 1804. Zajema celotno civilno pravo. Pride do ločitve gospodarskega in civilnega prava. Nastal je po francoski revoluciji, ki je trajala od leta 1789 do 1794. Je zelo moderen zakonik. Poudarjena je vloga državljana in ne pravnih oseb - temu pojmu so se izogibali. Velik poudarek so dajali človekovim pravicam in svoboščinam.

Vir: http://www.sbaza.net/clanek_html.php?url_clanka=clanki_sb1%2Fpf%2Fzakoniki.sb&vsebina_replace=pf

Avtorji (La Porta, 1998) opredelijo več razlogov, zakaj se pojavljajo razlike v zaščiti investitorjev glede na pravno tradicijo posamezne države :

- Država naj bi imela manjšo vlogo v državah anglosaškega prava kot v državah s kontinentalnimi zakoni.
- Sistem anglosaškega prava dopušča več prostora, v katerem lahko sodniki usmerjajo spremembe v ekonomiji z upoštevanjem pravičnih¹⁶ argumentov. V državi s sistemom kontinentalnega prava sodnik nima veliko fleksibilnosti v interpretaciji svoje odločitve. V nasprotju pa imajo sodniki sistema anglosaškega prava več fleksibilnosti, saj se lahko zgledujejo po prejšnjih primerih, oziroma lahko izdelajo precedens¹⁷. S te perspektive izgleda, da je prednost držav s sistemom anglosaškega prava, da je lahko uveljavitev zakonov prilagajena spremembam v ekonomiji. Ker države s kontinentalnim zakonom omejujejo moč sodnikov, se lahko samo tisti poizkusi izkoriščevanja investitorjev, ki so opredeljeni v zakonu, obravnavajo in kaznujejo. V državi s sistemom anglosaškega prava pa se lahko sodnik obrača na argumente pravičnosti in s tem vsili obnovitev razlaščenih investitorjev, čeprav dejanja razlastitve niso specifično prepovedana z zakonom.
- Nadalje ugotavljajo, da imajo države s kontinentalno pravno tradicijo tudi obsežnejšo regulacijo trgov. Posledica večjih administrativnih ovir za vstop novih ponudnikov v dejavnost je manjša konkurenca na trgih. Med razlogi za tako spremenjen odnos lahko najdemo predvsem interese poslovnih in lastniških elit, da ohranjajo pridobljene položaje na domicilnem trgu in da onemogočajo vstop novim podjetjem oziroma konkurentom.

Logika kontinentalnega prava je bliže logiki konstruktivističnega urejanja družbe od zgoraj, medtem ko je anglosaško pravo bliže liberalni logiki družb, ki temeljijo na neodvisnih odločitvah posameznikov.

Kritiki takšne razlage opozarjajo, da je preveč poenostavljena, saj danes obstaja mnogo hibridnih sistemov, ki jih ni mogoče preprosto razvrstiti v enega od dveh osnovnih tipov. Tako recimo tudi v državah anglosaškega prava danes veliko stvari urejajo s predpisi, ki jih sprejema država oziroma njene nadzorne institucije na podlagi lastne presoje, in ne gre samo za kodifikacijo dobrih praks, ki so se oblikovale s svobodno interakcijo subjektov in z dobro odmerjenimi odločitvami sodnikov. Poleg tega se pravni sistemi spreminjajo, številne reforme pa so zbrisale povezave med izvorom pravnega sistema pred več stoletji ter njegovo današnjo strukturo in logiko delovanja.

¹⁶ Pravično ravnanje je ravnanje v skladu z resnico, dejstvi ter moralnimi in drugimi priznanimi načeli, pravili. Vir : SLO SLO JEZ 1994, 969

¹⁷ Precedens – sodni precedens je v anglo-saškem pravu sodba višjega sodišča, splošno obvezna za poznejše primere. Vir : SLO SLO JEZ 1994, 975

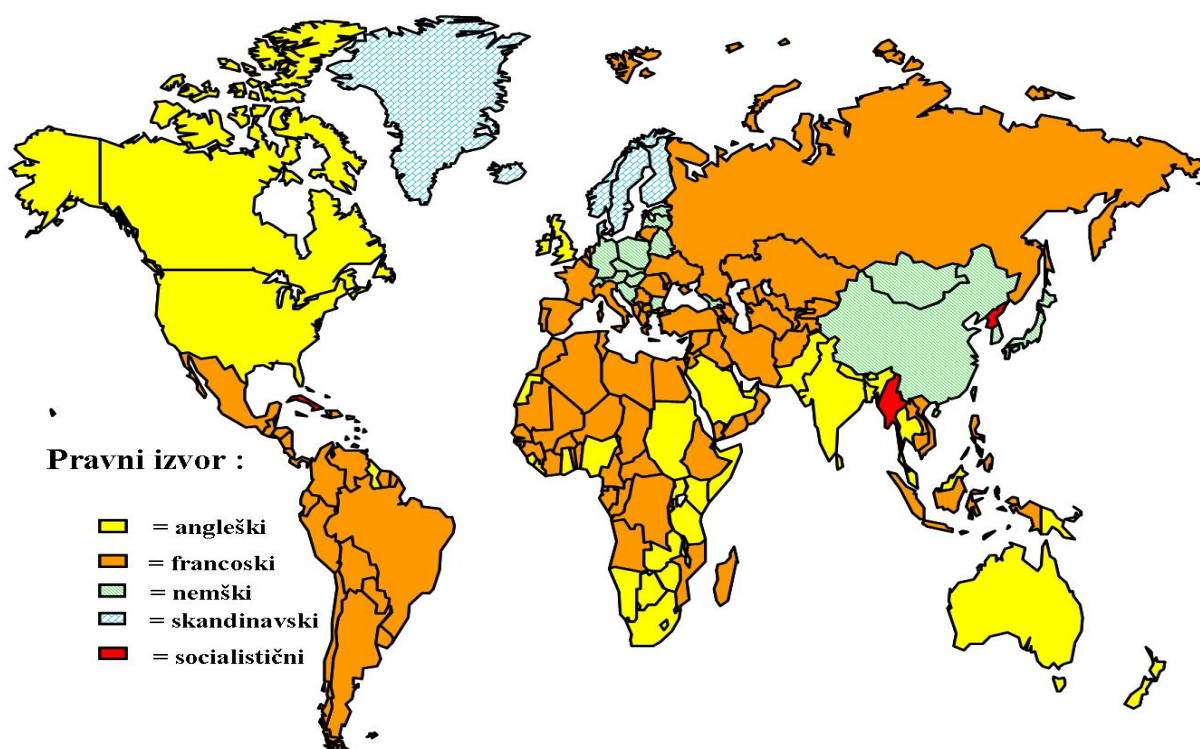
Tezo o povezanosti med obliko finančnega sistema in pravnim sistemom države lahko do določene mere potrdimo s primerjalno analizo posameznih držav.

Pravni sistem se je v posamezni državi oblikoval glede na politični sistem, ki ga je država vzpostavila.

Države izven Evrope so po večini prevzele družbene podsisteme, ki so jim ga prinesli nekdanji kolonizatorji, ki so vzpostavili tudi po večini primarno religijo in državni jezik, oziroma so bili povezani na drug način (oblika vladavine, človeški kapital, izobraževanje, politične institucije). Seveda se je nacionalni sistem adaptiral na lokalno kulturo, religijo in ekonomske faktorje, zato regulatorni sistem ni enak v posameznih državah.

Vendarle se je bazična struktura ohranila pri uporabi klasifikacije posamezne pravne družine.

Slika 3.1: Primer razporeditve posameznih vrst pravnih sistemov v svetu



Vir: La Porta (2008, 239)

Kulturne, politične in ekonomske osnove vsake posamezne družbe se tako reflektirajo tudi v njim lastnem sistemu pravnih pravil, kar nakazuje, da pravni in regulatorni sistem ni enak od države do države.

3.2.2 Razlaga na osnovi zmanjševanja tveganja

Druga razlaga o razlogih za različen razvoj institucionalne podstati finančnih sistemov, kot poudarjata avtorja (Tadesse 2005, 7), govori o povezavi med razvojem finančnih režimov in percepcijo tveganja v družbi. Razlaga je utemeljena na osnovi teze o reduciranju tveganja (angl. *risk-reduction-based explanation*).

Finančni sistemi se razlikujejo v svojih možnostih pri upravljanju in zmanjševanju različnih vrst tveganj v družbi oziroma ekonomiji. Posamezniki se razlikujejo v svojih zaznavah in toleranci negotovosti. Kar precejšen del literature v psihologiji navaja, da sta posameznikova zaznava tveganja in njegova zmožnost živeti z različnimi nivoji tveganj v veliki meri odvisni od kulture naroda, v katerem ta posameznik živi (Tadesse 2005, 4).

Zato lahko domnevamo, da je osnovna zgradba finančnega sistema države vplivana tudi s strani tolerance, ki jo imajo državljani do tveganja.

Bančno osnovani finančni sistemi z načeloma boljšo možnostjo zmanjševanja tveganj oziroma z možnostjo nižanja medčasovnih tveganj so veliko bolj združljivi z narodno kulturo, ki je opredeljena z visokim nivojem izogibanja tveganju in negotovosti oziroma nižjo toleranco do tveganja. Na drugi strani pa je tržno osnovani sistem veliko bolj primeren za države, v kateri ima družba višjo toleranco do tveganja, saj ta izpostavljenost tveganju prinese za seboj tudi možnost višjih dobičkov.

Prav kultura igra pomembno vlogo v razlagi preference tveganja pri snovanju finančnega sistema.

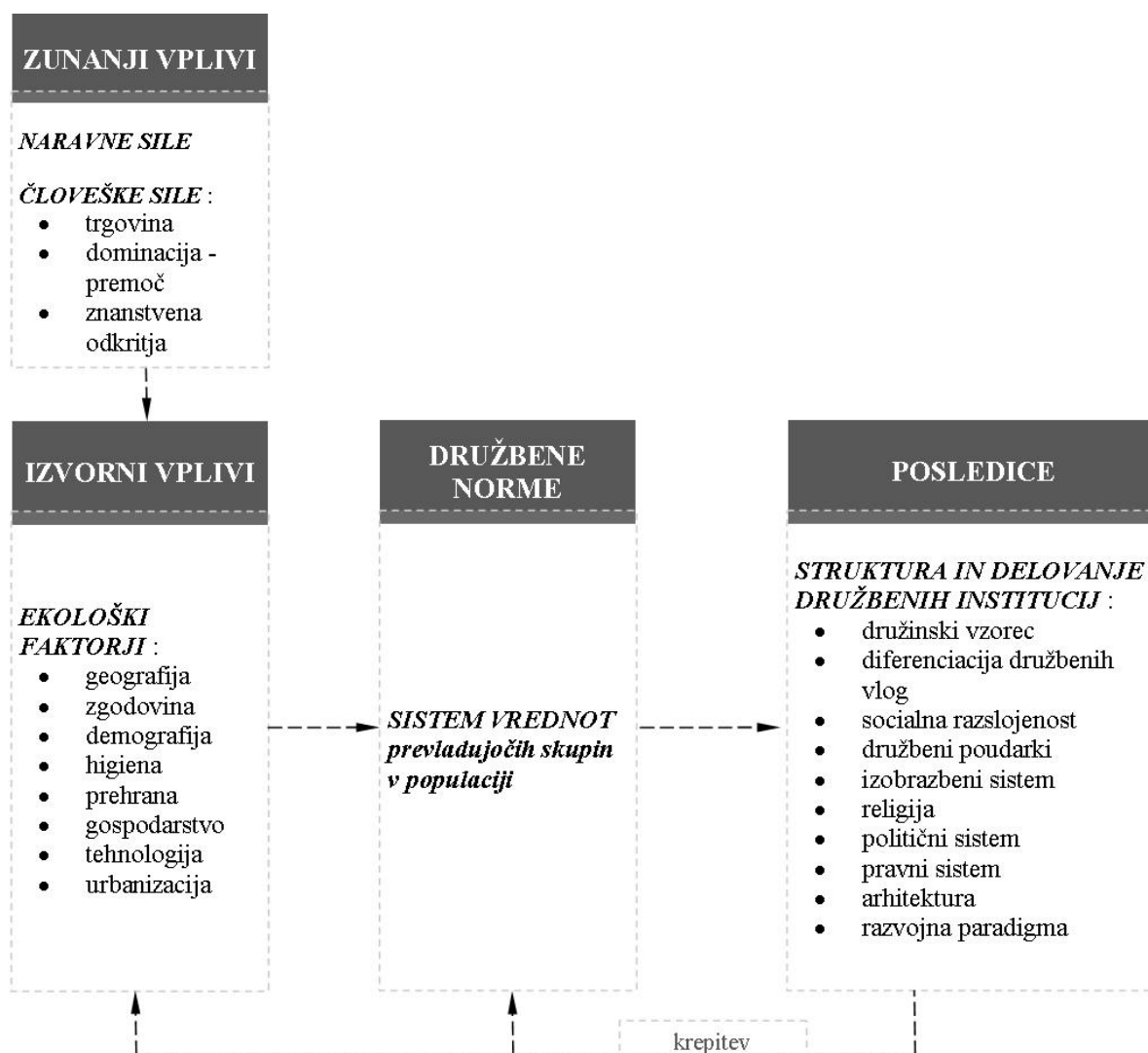
3.2.2.1 Dimenzije narodnih kultur ter pojav kulturnih razlik med narodi

Hofstede in Bond (Hofstede v Tadesse 2005, 5) ponujata definicijo kulture kot: »Kolektivno programiranje možganov, ki razločuje člane ene kategorije ljudi s tistimi člani druge kategorije. Kultura je sestavljena iz posebnih vrednot, katere oblikujejo vedenje in posameznikovo zaznavanje sveta.« Adler (Adler v Tadesse 2005, 5) nadaljuje, da kultura vpliva na naše vrednote, ki nato vplivajo na naša razpoloženja in nato na vedenje. Takšno hierarhijo delovanja (vrednote → razpoloženje → vedenje) sta prikazala Homer in Kahle (Homer v Tadesse 2005, 5).

Kako so se razlike v narodnih kulturah sploh pojavile?

Da lahko odgovorimo na pojav in stabilizacijo kulturnih vzorcev, predstavi Hofstede (Hofstede v Tadesse 2005, 39) model, ki je podan v Sliki 3.2 in prikazuje elemente pojavitve in krepitve kulturnih vzorcev v družbi. Hofsted (Hofstede v Tadesse 2005, 6) trdi, da so narodne kulture močno stabilne skozi čas, ter da so spremembe v kulturnih vzorcih nekaj, kar prihaja od zunaj, preko naravnih sil (npr. sprememb v klimi, razširitev bolezni) ali človeških sil (npr. trgovanje, osvojevanje, politična in ekonomska premoč, znanstvena odkritja ...).

Slika 3.2: Pojavnost in stabilizacija kulturnih vzorcev



Vir: Hofstede (Hofstede v Tadesse 2005, 39), lastna izdelava

Zato je za razumevanje razlik v kulturi pomembno preučevanje zgodovine. Spreminjanje družbenih norm oziroma sistema vrednot se izvaja postopoma zaradi premikov izvornih vplivov – torej tehnoloških, ekonomskih, higienskih, demografskih in drugih. Hofstede ugotavlja tudi, da se družbene norme le redko spreminjajo z neposredno spremembo zunanjih vplivov. Eden takih primerov pa je, ko je vpliv iz zunanosti še posebej močan, na primer vojaška okupacija ali deportacije ljudi.

Hofstede (Hofstede v Tadesse 2005, 7) pravi, da je težko slediti vse izvire razlik v toleranci do tveganj, da pa korenine teh razlik lahko datirajo tudi do 2.000 let nazaj. Podaja primer rimskega in kitajskega imperija.

Družbe, ki jih lahko obravnavamo kot potomke ureditve rimskega imperija, imajo skoraj vse izraženo močno raven negotovosti oziroma nižji tolerančni prag do tveganja.

V nasprotju imajo kitajsko govoreče države, kot so Hongkong, Tajvan in Singapur skupaj z državami pomembnih manjšin kitajskega izvora, Tajsko, Indonezijo, Filipini in Malezijo, veliko nižji nivo izogiba tveganju oziroma višji toleračni prag do tveganja.

Tako rimski kot kitajski imperij sta bili močni centralizirani državi z močnim vplivom na kulturni vzorec v populaciji, predvsem zato, da so bili državljani pripravljene izvrševati ukaze centralne vlade. Vendar pa sta se ta dva imperija razlikovala v enem pomembnem pogledu.

Rimski imperij je razvil unikaten sistem zakonov, ki je veljal za vse državljane s statusom meščana enako, ne glede na njihov izvor, medtem ko je kitajski imperij dal manjši poudarek takšnemu pravnemu redu. Glavni princip kitajske administracije je bil opisan kot »Vladavina človeka – cesarja«, medtem ko je bila rimska ideja »vladavina zakona«. Slika 3.2 nam tako pokaže (glej Slika 3.2), kako se lahko družba in njena stabilnost spreminja zaradi krepitev kulturnih vzorcev s strani institucij, ki so same produkt dominantnih kulturnih vrednot.

Stabilnost nacionalnih kultur skozi čas lahko pojasnimo tudi z močno povezanostjo kulture in religije posameznega naroda, ki se po večini v državah ni spreminjala skozi stoletja. Vera oziroma religija naj bi bila po raziskavi, ki sta jo opravila Rene Stulz in Rohan Williamson (Stulz 2001, 3), ključna sestavina kulture in kot taka ključna determinanta v rasti kapitalizma.

»Kozmološka prepričanja – ki so pomemben element »kulture« – so bila ključnega pomena v razvoju politične ekonomije na Zahodu.¹⁸«. Podobno je tudi jezik kulturna spremenljivka. Države, ki imajo podoben ali isti jezik, imajo tudi podobne zakone glede varovanja pravic posojilodajalcev in delničarjev. Kulturna praksa, sorodna z izvorom zakonov, prav tako naredi razliko v teh pravicah.

Da lahko povežemo narodno kulturo z zasnovano posameznega državnega finančnega sistema, se osredotočimo na Hofstedovo tezo o kulturi kot pomembni dimenziji pri izogibanju tveganja oziroma kulturi kot pomembnem faktorju tolerance do tveganja. Hofstede nam jo empirično prikaže na primerjavi kazalca, ki ga je poimenoval Indeks Izogibanja Negotovosti (angl. *Uncertainty Avoidance Index – UAI*).

¹⁸ Kot primer lahko navedemo primer obravnave plačila obresti za posojilo. Oderuštvo, interpretirano kot izdajanje kakršnihkoli obresti za posojila, je bilo prepovedano s strani srednjeveške cerkve in je vodilo k izobčenju. Kalvinistična reformacija pa je gledala na plačilo obresti kot normalen del trgovanja in je omogočila, da se sodobni trgi obveznosti razvijejo. Ta razvoj je izdelal ostro zgodovinsko razliko v pravicah posojilodajalcev v protestantskih in katoliških državah. Ker se kulturna praksa počasi spreminja, so te razlike še danes prisotne.

3.2.2.2 Zasnova finančnih sistemov in indeks izogibanja negotovosti

Nekatere družbe socializirajo svojo populacijo, da sprejmejo in tolerirajo večji nivo negotovosti. Člani takšnih družb so pripravljene več tvegati. Relativno so bolj tolerantni do mnenj, ki so drugačna od njihovih. Takšne družbe so lahko opisane kot tiste, katere imajo visoki nivo pripravljenosti prevzemanja tveganj.

Na drugi strani pa nekatere družbe socializirajo svojo populacijo na način, da njeni člani poskušajo »pretentati prihodnost«. Ker prihodnjih dogodkov ne moremo v popolnosti predvideti, imajo ljudje, ki živijo v takšnih družbah, višji nivo strahov, ki se lahko pojavijo v obliki velike zaskrbljenosti, čustvenosti in agresivnosti. Takšne družbe so lahko opisane kot tiste, ki imajo nizki nivo pripravljenosti prevzemanja tveganj.

Hofstede (Hofstede v Tadesse 2005, 8) je izdelal indeks (UAI) za vsako državo na osnovi rezultatov treh anketnih vprašanj glede stresa, stabilnosti delovnega mesta in orientacije pravil.

Indeks IZOGIBANJA NEGOTOVOSTI (angl. *Uncertainty Avoidance Index* – v nadaljevanju indeks UAI) oceni, na kakšen način se ljudje spopadajo z negotovostjo, saj prihodnji dogodki ne morejo biti popolnoma predvideni. Hofstede (Hofstede v Tadesse 2005, 9) je ugotovil, da imajo ti trije pokazatelji – stres, stabilnost delovnega mesta in orientacija pravil – visoko vzajemnost. Za potrebe analize je Hofstede natančno opredlil indeks UAI, kot sledi:

Indeks izogibanja negotovosti (UAI)

UAI je rezultat ocene treh empiričnih pokazateljev (stres, stabilnost delovnega mesta in orientacija pravil), ki so utemeljeni na anketnih vprašanjih:

- *Stres*: kot je opisan v povprečnem odgovoru na vprašanje: »Kako pogosto se počutite nervozne ali napete na delovnem mestu?«
- *Stabilnost delovnega mesta*: trditev delavcev, da nameravajo ostati pri trenutni zaposlitvi še: (1) najdlje dve leti ali (2) od dveh do petih let.
- *Orientacija pravil*: Strinjanje z mnenjem: »Pravila podjetja naj ne bi bila prekršena, ne glede na to, ali zaposleni meni, da je to v najboljše korist podjetja.«

Stres se navezuje na posameznikovo psihološko kondicijo do negotovosti. Stres je subjektivni dogodek in je del tistega, ki ga doživlja. Človek lahko misli, da je določena situacija stresna, medtem ko jo nekdo drug ne dojema kot tako. Ljudje, ki so bolj občutljivi za stres, se bodo ponavadi izogibali stresnih situacij. Družbe, ki imajo visok nivo izogibanja tveganju (nizek tolerančni prag za stres), doživljajo negotovost in nejasnost kot vedno prisotno grožnjo. Zato bodo ti ljudje raje živeli v bolj predvidljivem okolju.

V finančnih pojmih bančne pogodbe nudijo ljudem potrebno varnost z omogočanjem stabilnosti naložbenega dobička, saj je odplačilo kreditnih pogodb fiksno in ponavadi tudi garantirano s strani kreditnega zavarovanja. Alternativa pa so naložbe na finančne trge, ki sicer nudijo možnost višjih dobičkov, vendar je tveganost naložb tudi na daljši rok višja, dnevno nihanje borznih cen pa še dodatno zvišuje negotovost vlagateljev.

Hofstede ugotavlja, da imajo v državah z visok indeksom UAI ljudje ponavadi negativen pogled na konkurenco, konflikte in bi raje videli skupinsko odločanje, stil posvetovalnega upravljanja (Hofstede v Tadesse 2005, 10). Ta stil vodi k sodelovanju in tako k višji predvidljivosti vedenja drugih ljudi. V nasprotju pa so v državah z nizkim nivojem UAI ljudje bolj naklonjeni konkurenci in jo sprejemajo.

Že na tej osnovi lahko ocenimo, da se je bančno osnovan finančni sistem razvil v državah z višjim nivojem UAI, medtem ko na kapitalstskih trgih razviti finančni sistem nudi veliko možnosti, v katerih se lahko izraža odprtost do konkurence, konfliktov in pomanjkanja zanesljivosti, kar je značilno za družbe z nižjim UAI.

Drugi mehanizem, s katerim se lahko obvladuje negotovost, je postavitvev in sledenje pravilom. Stabilnost delovnega mesta in orientacija pravil pa sta opredeljeni kot mehanizma za zmanjševanje stresnih situacij.

Države, ki imajo visoko preferenco izogibanja tveganju (nizek toleračni prag za tveganje – visok indeks UAI), imajo ponavadi višji nivo orientacije pravil. Pravila dovolijo posamezniku, da mu ni treba izdelati neodvisne odločitve in s tem tudi nositi posledic te opravljene odločitve. Tukaj lahko najdemo povezavo s pravno paradigmo finančnega sistema, kjer ,kot smo ugotovili že prej, v državah s kontinentalnim pravnim sistemom po večini prevladuje bančno orientiran finančni sistem. Potreba po pravilih in pomanjkanje naklonjenosti k tveganju pomeni, da so tržno osnovani sistemi manj konsistentni s kulturami, ki imajo višji nivo UAI, v primerjavi s finančnim sistemom, ki temelji na bančnem sistemu.

Glede na prej omenjene argumente lahko trdimo, da kulturna dimenzija, ki se izogiba tveganju, igra vlogo v zasnovi finančnega sistema države.

Hofstede (Hofstede v Tadesse 2005, 10) je formuliral raziskovalno hipotezo: »Države z višjimi povprečnimi točkami UAI so veliko bolj verjetnejše, da bodo sorodne z bančno osnovanim sistemom (protitržno osnovanim finančnim sistemom), kot pa države z nižjimi povprečnimi točkami,« ter ugotovil, da dobljeni rezultati prikazujejo, da igra kultura pomembno vlogo v razlagi razlik med državami v finančni arhitekturi, da je zasnova finančnega sistema države lahko pod vplivom svoje narodne kulture.

Države, ki imajo narodno kulturo usmerjeno k večjemu izogibanju tveganjem, imajo ponavadi bančno osnovane finančne sisteme.

V nadaljevanju bomo analizo še razširili, da bi lahko analizirali finančno strukturo posameznih držav glede na njihove primarne lastnosti, z vpeljavo kvalitativnih podatkov o razvitosti države pa tudi skušali preveriti uspešnost posameznega tipa finančnega sistema.

3.2.3 Analize povezanosti med tipom finančnega sistema in obliko pravnega sistema ter prevladujoče kulture

3.2.3.1 Namen in cilji analize

Analizo, ki jo bomo opravili v nadaljevanju, lahko opredelimo kot primerjalno analizo, s katero bomo skušali pojasniti vplive posameznih lastnosti države na obliko finančnega sistema, ki ga država ima.

V analizi bomo primerjali kvantitativne makroekonomske podatke posamezne države (BDP, BDP na prebivalca), kvalitativne elemente države (državna religija, jezik, pravni sistem) in sintetične kazalnike (finančna arhitektura, indeksa negotovosti), kot jih navajajo različni avtorji za posamezno državo. Uporabili bomo enostavne primerjave, da bi lahko prikazali navedene relacije, ter hkrati podali empirične dokaze potencialne povezanosti posameznih spremenljivk (religija, jezik, pravna osnova, kultura) na zasnovo pravnega sistema. Ob vpeljavi še kazalnika razvitosti za posamezno državo (uporabljen je kazalnik BDP na prebivalstva) bomo skušali ugotoviti, ali obstaja statistično potrjena razlika v povprečju razvitosti države in njenega finančnega sistema ter lastnosti tega finančnega sistema.

Cilj te raziskave je potrditev hipotez, ki smo jih oblikovali na podlagi lastnih opazovanj in predpostavk, ter nadgraditev hipotez, ki so jih izpostavili že drugi avtorji poprej (npr. Hofstede).

Pri navedeni analizi omejitve predstavljajo predvsem pomanjkanje podatkov in hitro spreminjanje le-teh (npr. sprememba borzne tržne kapitalizacije v posamezni državi zaradi finančne krize). Pri taki družboslovni raziskavi je seveda ena izmed težav tudi opisno podajanje konkretnih kazalcev in njihovo kvantificiranje.

Osnovni namen pa ostaja predvsem primerjava različnih indikatorjev strukturiranosti in razvoja finančnega sistema ter poskus prepoznati posamezne zanimive vzorce in osvetliti morebitno povezanost posameznih elementov države na razvoj finančnega sistema.

3.2.3.2 Zastavljene hipoteze

V nadaljevanju bomo s pomočjo analize finančne strukture posameznih držav in skupine držav (uporabili bomo vzorčne podatke o finančnih sistemih skupine 41 držav, kot jih je opredelil Hofstede) in lastnimi izračuni skušali preveriti naslednje zastavljene hipoteze:

1. hipoteza: Med indeksom UIA in tipom finančnega sistema obstaja povezanost.
2. hipoteza: Med narodno kulturo in zasnovo finančnih sistemov obstaja povezava.

3.2.3.3 Metoda raziskovanja

Analiza temelji na sekundarnih virih statističnih podatkov in podatkih, ki so jih v svojih raziskavah pripravili drugi avtorji (Tadesse 2005, Stulz 2001) ter jih bomo mi primerjali med seboj in analizirali njihov vsebinski pomen razvrščanja držav v posamezne primerjalne skupine (vrsta finančnega sistema, razvitost držav).

Vzorčne enote bomo razvrstili v skupine med seboj podobnih objektov (homogenost znotraj skupine) – tako razvrstimo glede na opazovano vrednost posamezne države v dve skupini:

- bančno ali tržno osnovan finančni sistem
- razvite ali razvijajoče se države

Za razvrščanje v skupine smo v prvem primeru uporabili lastnost – spremenljivko, ki opisuje proučevane enote, in sicer vrednost kazalca »finančna arhitektura«, v drugem primeru pa vrednost kazalca za posamezno enoto – »BDP na prebivalca«.

Pri preizkušanju domneve o razliki med aritmetičnima sredinama za dva neodvisna vzorca smo uporabili statistični preizkus t-preizkus, ki ga imenujemo tudi preizkus skupin. T-preizkus je smiselno upoštevati ob dejstvu, da o razliki med dvema aritmetičnima sredinama sklepamo na podlagi malega vzorca preučevanih neodvisnih vzorcev.

Za preizkus bomo uporabili statistični paket SPSS Statistic 17.0 ter opravili primerjavo povprečij (t-test neodvisnih vzorcev) (angl. *analyze COMPARE MEANS / t-Independent Samples T-test*), ki razišče odnos med povprečno vrednostjo dveh skupin ter potrdi ali zavrže predpostavko o enakosti povprečij dejanskih vrednosti dveh skupin.

3.2.3.4 Definiranje v analizi uporabljenih spremenljivk

Finančna arhitektura

Pri definiranju posamezne vrste finančnega sistema sta izbrani klasifikacija in razvrstitev, konstruirani na podlagi velikosti indeksa Finančna arhitektura, ki meri stopnjo orientiranosti finančnega sistema k delniškemu trgu in je agregat treh spremenljivk (Tadesse 2005, 11):

- relativna velikost delniškega trga do bančnega sektorja,
- relativna intenzivnost aktivnosti delniškega trga vis-a-vis bančnemu sektorju,
- relativna učinkovitost delniškega trga vis-a-vis bančnemu sektorju.

Primarni jezik

Spremenljivka primarni jezik je definirana na osnovi jezika, ki je z ustavo ali drugimi zakoni določen kot uradni jezik ali več jezikov v državi (vir: Natek 2000):

- punjabi (urbi), hindi, bahasa, španščina, portugalsčina, angleščina, židovsko (hebrejski), italijanščina, grščina, francoščina, japonščina, nemščina, finščina, nizozemščina, angleščina, norveščina.

Primarna religija:

Spremenljivka primarna religija je definirana na osnovi primarne religije, ki se po večini uporablja v posamezni državi (vir: CIA World Factbook 2009):

- katoliška, protestantska, ortodoksna, židovska, muslimanska, budistična.

Poreklo pravnega sistema države:

Pri določanju porekla pravnega sistema države je podana binarna razvrstitev, kot sta jo konstruirana Tadesse in Kwok (vir: Tadesse 2005), v tabeli bomo razlikovali različne pravne tipe kontinentalnega pravnega sistema države, vendar bomo v analizi uporabili samo binarno razvrstitev:

- kontinentalni in anglosaški.

Indeks izogibanja negotovosti (UAI):

Indeks UAI je uporabljen, kot ga je pripravil Hofstede (Hofstede v Tadesse 2005, 10).

BDP na prebivalca:

Kazalec BDP na prebivalca je opredeljen kot bruto družbeni proizvod na prebivalca in najpogosteje uporabljeno merilo za splošno gospodarsko razvitost. (vir: podatki s spletne strani www.photius.com/rankings/economy/gdp_per_capita).

Razvitost delniških trgov po posameznih državah:

Kapitalizacija delniških trgov glede na BDP po posameznih letih od 1913 do 2007 oziroma Indeks razvitosti v letih od 1913 do 2007 je izračunana kot ulomek višine kapitalizacije domicilnih borz (v mio USD) in BDP-ja države (v mio USD).

Razred razvitosti države

V raziskavi smo opredelili 2 razreda glede na višino kazalnika »BDP na prebivalca«. V razred »razvite države« so vključene države, ki imajo kazalnik, višji od 20.000 \$, v razredu »razvijajoče se države« pa imajo kazalnik nižji od 20.000 \$.

3.2.3.5 Analiza in ugotovitve

S statistično metodo preizkusa skupin bomo preverjali domnevo o razliki med aritmetičnimi sredinami neodvisnih vzorcev. Na osnovi podatkov iz Tabele 3.1 bomo izračunom preizkusa skupin (Priloga 1 – T Test) preverjali, ali obstaja statistično značilna razlika med posameznimi spremenljivkami dveh skupin – bančno in tržno osnovani finančni. Ugotovitve bomo predstavili pri vsaki domnevi posebej.

Tabela 3.1: Primerjava med državami in njihovimi finančnimi sistemi glede na indeks finančne arhitekture, primarni jezik, primarno religijo, poreklo pravnega sistema države in izračunan indeks izogibanja negotovosti: države, uvrščene v kategorijo BANČNO in TRŽNO OSNOVANIH FINANČNIH SISTEMOV.

BANČNO - OSNOVANI FINANČNI SISTEM							TRŽNO - OSNOVANI FINANČNI SISTEM						
DRŽAVA	BDP / prebivalca	FIN. ARHIT.	PRIMARNI JEZIK	PRIMARNA RELIGIJA	PRAVNO POREKLO	INDEKS UAI	DRŽAVA	BDP / prebivalca	FIN. ARHIT.	PRIMARNI JEZIK	PRIMARNA RELIGIJA	PRAVNO POREKLO	INDEKS UAI
Pakistan	\$2.600	-0,38	punjabi	muslimanska	anglosaško	70	Filipini	\$3.300	0,71	filipinsko	katoliška	kontinentalno / fr.	44
Indija	\$2.800	-0,14	hindi	hinduizem	anglosaško	40	Peru	\$8.400	0,16	špansko	katoliška	kontinentalno / fr.	87
Indonezija	\$3.900	-0,50	bahasa	muslimanska	kontinentalno / fr.	48	Tajska	\$8.500	0,39	tajsko	budizem	anglosaško	64
Ekvador	\$7.500	-0,56	špansko	katoliška	kontinentalno / fr.	67	Južna Afrika	\$10.000	0,83	angleško	protestantska	anglosaško	49
Kolumbija	\$8.900	-0,47	špansko	katoliška	kontinentalno / fr.	80	Brazilija	\$10.100	0,65	portugalsko	katoliška	kontinentalno / fr.	76
Venezuela	\$13.500	-0,15	špansko	katoliška	kontinentalno / fr.	76	Turčija	\$12.000	1,23	turško	muslimanska	kontinentalno / fr.	85
Argentina	\$14.200	-0,25	špansko	katoliška	kontinentalno / fr.	86	Mehika	\$14.200	0,68	špansko	katoliška	kontinentalno / fr.	82
Portugalska	\$22.000	-0,75	portugalsko	katoliška	kontinentalno / fr.	104	Čile	\$14.900	0,25	špansko	katoliška	kontinentalno / fr.	86
N. Zelandija	\$27.900	-0,29	angleško	protestantska	anglosaško	49	Malezija	\$15.300	2,93	bahasa	muslimanska	anglosaško	36
Izrael	\$28.200	-0,06	židovsko	židovska	anglosaško	81	Južna Koreja	\$26.000	0,89	korejsko	protestantska	kontinentalno / nem.	85
Italija	\$31.000	-0,57	italijansko	katoliška	kontinentalno / fr.	75	VB	\$36.600	0,92	angleško	protestantska	anglosaško	35
Grčija	\$32.000	-0,34	grško	ortodoksna	kontinentalno / fr.	112	Danska	\$37.400	0,15	dansko	protestantska	kontinentalno / skan.	23
Francija	\$32.700	-0,17	francosko	katoliška	kontinentalno / fr.	86	Avstralija	\$38.100	0,50	angleško	protestantska	anglosaško	51
Japonska	\$34.200	-0,19	japonsko	budizem	kontinentalno / nem.	92	Švedska	\$38.500	0,91	švedsko	protestantska	kontinentalno / skan.	29
Španija	\$34.600	0,02	špansko	katoliška	kontinentalno / fr.	86	Kanada	\$39.300	0,41	angleško	katoliška	anglosaško	48
Nemčija	\$34.800	-0,10	nemško	protestantska	kontinentalno / nem.	65	Nizozemska	\$40.300	0,11	nizozemsko	katoliška	kontinentalno / fr.	53
Finska	\$37.200	-0,53	finsko	protestantska	kontinentalno / skan.	59	Švica	\$40.900	2,03	nemško	katoliška	kontinentalno / nem.	58
Belgija	\$37.500	-0,66	nizozemsko	katoliška	kontinentalno / fr.	94	Hong Kong	\$43.800	2,10	kitajsko	budizem	anglosaško	29
Avstrija	\$39.200	-0,73	nemško	katoliška	kontinentalno / nem.	70	ZDA	\$47.000	1,96	angleško	protestantska	anglosaško	46
Irsk	\$46.200	-0,06	angleško	katoliška	anglosaško	35	Singapur	\$52.000	1,18	kitajsko	budizem	anglosaško	8
Norveška	\$55.200	-0,33	norveško	protestantska	kontinentalno / skan.	50							
POVPREČJE		-0,34*				72,6*	POVPREČJE		0,95*				53,7*

Vir : Tadesse (2005, 32); Stulz (2001, 33–34); lastni izračuni;
http://www.photius.com/rankings/economy/gdp_per_capita_2009_1.html;

Prva hipoteza je, da obstaja statistično značilna razlika v Indeksu UAI med preučevanima tipoma finančnega sistema.

Indeks UAI in tipa finančnega sistema

t-preizkus: $(Sig = 0,009) < (\alpha = 0,05) \Rightarrow$ razlika je značilna \Rightarrow predpostavka o enakosti aritmetičnih sredin zavrnjena

Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo potrditi ničelne domneve o enakosti aritmetičnih sredin ocen ($H_0: \mu_1 = \mu_2$). Tako lahko sklepamo, da je spremenljivka Indeksa UAI statistično pomembna pri razlikovanju držav z različnimi finančnimi sistemi. Lahko potrdimo, da obstaja povezanost med spremenljivko UAI in tipom finančnega sistema, ter da je povprečna vrednost spremenljivke UAI za bančni tip finančnega sistema višja od vrednosti za tržni tip finančnega sistema (glej Tabela 7.1 v Prilogi 1).

Na podlagi analize Tabele 3.2 lahko podamo še nekaj vsebinskih zaključkov.

Tabela 3.2: Povezava religije in UAI

FIN SISTEM / RELIGIJA	BANČNI	TRŽNI	POVPREČNI UAI	RAZMERJE BANČNI /TRŽNI
katoliška	11	8	73,32	1,38
protestantska	4	7	49,18	0,57
muslimanska	2	2	59,75	1,00
židovska	1	-	81,00	
hinduizem	1	-	40,00	
ortodoksna	1	-	112,00	
budizem	1	3	48,25	0,33
	21	20	66,21	1,05

Vir : Tadesse (2005, 32); Stulz (2001, 33-34); lastni izračuni

Po pregledu spremenljivke Indeks UAI ugotovimo, da imajo države s kulturo, ki je usmerjena v smeri izogibanja tveganju (visok UAI), večjo verjetnost za izbiro bančno osnovanih sistemov (proti tržno osnovanimi) kot pa države z nižjim UAI.

Na podlagi primerjave podatkov lahko ugotovimo, da obstaja povezava med povprečno vrednostjo indeksa UAI in religijo. Države s katoliško religijo imajo višji indeks UAI in tudi razmerje med finančnimi sistemi je močno v prid bančno orientiranemu sistemu. Za večinsko protestantske države je indeks UAI nizek, kar velja tudi za orientiranost finančnega sistema, ki je usmerjen po večini na tržni sistem.

Tabela 3.3 : Povezava pravno poreklo, UAI in orientiranost finančnega sistema

FIN SISTEM / PRAVNO POREKLO	BANČNI	TRŽNI	POVPREČNI UAI	RAZMERJE BANČNI /TRŽNI
kontinentalno	16	11	72,52	1,45
anglosaško	5	9	45,79	0,56

Vir : lastni izračuni

Podobne ugotovitve lahko dobimo tudi iz podatkov, predstavljenih v Tabeli 3.3. Ugotovimo, da lahko pravno poreklo povezujemo z višjo vrednostjo UAI in z orientiranostjo finančnega sistema. Države s kontinentalnim pravnim poreklom imajo po večini višji indeks UAI in so pretežno orientirane k oblikovanju bančnega finančnega sistema, medtem ko imajo države z anglosaškim pravom nižjo vrednost indeksa UAI in imajo finančni sistem utemeljen na trgu. Vendar na tej osnovi ne moremo trditi, da pravno poreklo prejucira, kakšen tip finančnega sistema prevladuje ob določenem pravnem sistemu, ki ga ima posamezna država.

Druga hipoteza je, da obstaja statistično značilna razlika v finančni arhitekturi med proučevanima tipoma finančnega sistema.

Finančna arhitektura in tip finančnega sistema

t-preizkus: $(Sig = 0,00) < (\alpha = 0,05) \Rightarrow$ razlika je značilna \Rightarrow predpostavka o enakosti aritmetičnih sredin zavrnjena

Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo potrditi ničelne domneve o enakosti aritmetičnih sredin ocen ($H_0: \mu_1 = \mu_2$) pri stopnji značilnosti $Sig(2\text{-tailed}) = 0,00$. Tako lahko sklepamo, da je spremenljivka Finančna arhitektura statistično pomembna pri razlikovanju držav z različnimi finančnimi sistemi. Lahko potrdimo, da obstaja povezanost med spremenljivko finančna arhitektura in tipom finančnega sistema ter da je povprečna vrednost spremenljivke Finančna arhitektura za bančni tip finančnega sistema nižja od vrednosti za tržni tip finančnega sistema (glej Tabela 7.1 v Prilogi 1).

Na podlagi predstavljenih analiz lahko trdimo:

- Da obstaja statistično značilna in močna povezava med narodno kulturo in zasnovo finančnih sistemov.
- Da je zasnova finančnih sistemov poleg vpliva pravnega sistem predvsem odvisna tudi od želje po izogibanju tveganju, ki je dimenzija narodne kulture, v kateri igra religija pomembno vlogo.
- Da obstaja statistično značilna in močna povezava med finančno arhitekturo in zasnovo finančnih sistemov.

Kot je to pri drugih študijah, ima tudi ta svoj del omejitev, saj se analiza ukvarja s kulturnimi in socialno-političnimi spremenljivkami, ki so težko merljive in statistično predstavljene.

3.2.4 Razlaga na osnovi politične ekonomije

Podajmo še tretji pogled na razvoj finančnega sistema – razlago na osnovi politične ekonomije (angl. *Political economy based theory*), ki sicer vključuje elemente obeh razlag, vendar poudarja predvsem moderno politično ekonomijo kot enega glavnih faktorjev pri institucionalnem razvoju finančnega sistema. Ta razlaga v osnovi ne zavrača pomembnosti pravnega sistema in družbenih vrednot, ampak predvsem osvetljuje faktorje, ki omogočajo družbeno-politično podporo razvoju določene oblike finančnega sistema. Roe (Roe 2006, 476) pravi, da ko je doseženo družbeno soglasje glede temeljnih pogojev razvoja, ni težko pripraviti institucionale podlage za razvoj finančnega sistema.

Prav s pomočjo moderne politične ekonomije lahko analiziramo trende konvergence finančnih sistemov v smeri poenotenja tako zakonodajnih osnov kot tudi konvergence poenotenja delovanja finančnih institucij in ponudbe finančnih produktov. Avtorji so že pred več desetletji ugotovili, da danes ni več tako občutno opazne razlike med pravnimi sistemi, saj so razlike erodirale predvsem v dvajsetem stoletju zaradi paralelnega (institucionalnega) razvoja (v vseh državah) zaradi potrebe zadovoljevanja socialnih potreb državljanov (Roe 2006, 476). Kar je danes pomembno, niso metode, ampak vsebina – to je *policy*. *Policy*¹⁹ pa pripravlja politika, oziroma državne institucije, ki jih usmerja politična vlada.

Roe (Roe 2006, 476) ugotavlja, da razlike v posameznih politikah (*policy*) in razvoju ob koncu dvajsetega stoletja oziroma v enaindvajsetem stoletju izhajajo predvsem iz različnih nacionalnih izkušenj iz prve polovice dvajsetega stoletja.

Finančni trgi so bili dokaj dobro razviti tudi v državah kontinentalnega prava (kontinentalna Evropa) do leta 1913, in prisotnost države se ni močno razlikovala kot v državah anglosaksonskega tipa (Velika Britanija, ZDA).

Primerjava med velikostjo in razvitostjo finančnega trga, predvsem trga kapitala med posameznimi državami, ki je prikazana v tabelah Tabela 3.4 in Tabela 3.5, potrjuje, da so bili v začetku 20. stoletja finančni trgi med posameznimi državami praviloma na podobni stopnji razvoja, večje strukturne razlike so nastale po letu 1945 in se še danes odražajo. Torej v nasprotju z današnjim stanjem so države kontinentalnega pravnega reda imele v začetku 20. stoletja glede na mednarodne standarde razvite kapitalske trge, kar naj bi bilo v nasprotju s pogledi na razvoj kapitalskih trgov, kot jih predvideva razlaga na osnovi pravnega sistema.

¹⁹ Angleški jezik s pojmom *policy* označuje načrt delovanja, sklop idej, ki ga predlaga ali sprejme vlada, politična stranka ali poslovna organizacija. Po Andersonu je *policy* je relativno stabilna, k cilju usmerjena dejavnost igralca ali skupine igralcev, s katero se želi rešiti problem ali problematiko. (Anderson v Fink-Hafner 2002, 50)

Kot primerjalni kazalec razvitosti kapitalnega trga sem upošteval število podjetij na borzni kotaciji na 1 mio ljudi (državljanov).

Tabela 3.4: Evolucija števila delniških družb na borzi na 1 milijon državljanov – kazalec je izračunan kot ulomek števila domačih podjetij, ki so uvrščena na borzno kotacijo, in števila prebivalstva države.

DRŽAVA	PRAVNO POREKLO	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1999	2007
Avstralija	anglosaško	61,74	76,92	84,88	122,05	93,72	0,00	68,53	63,89	65,91	100,10
Kanada	anglosaško	14,65	0,75	1,00	66,61	62,43	55,20	50,52	42,99	130,13	119,91
Južna Afrika	anglosaško				69,05	60,93	51,39	42,48	20,75	15,86	9,32
V. Britanija	anglosaško	47,06						47,22	29,63	31,11	54,10
ZDA	anglosaško	4,75	9,72	9,16	8,94	9,33	11,48	23,11	26,41	28,88	19,74
anglosaško		32,05	29,13	31,68	66,66	56,60	29,52	46,37	23,96	54,38	60,63
Argetina	kontinentalno / fr.	15,29				26,78	15,58	9,85	5,54	3,63	2,78
Belgija	kontinentalno / fr.	108,7			55,09	42,6	38,39	22,85	18,5	14,3	26,47
Brazilija	kontinentalno / fr.	0,25				0,94	0,76	0,05	0,08	0,45	2,14
Čile	kontinentalno / fr.	20,62				44,52	38,71	23,78	16,32	19,03	15,00
Kuba	kontinentalno / fr.	12,69									
Egipt	kontinentalno / fr.	16,58	13,44			10,58	10,76		11,01	13,71	5,51
Francija	kontinentalno / fr.	13,29		24,64	26,2	18,34	15,98	13,99	15,05		11,11
Italija	kontinentalno / fr.	0,82	1,81	2,59	3,13			3,11	7,31	6,48	5,28
Nizozemska	kontinentalno / fr.	65,87	95,48			21,24	15,95	15,12	17,39	15,14	18,75
Rusija	kontinentalno / fr.	2,02								0,81	2,61
Španija	kontinentalno / fr.							25,2	10,96	22,25	88,68
civilno / francosko		25,61	36,91	13,62	28,14	23,57	19,45	14,24	11,35	11,98	22,29
Avstrija	kontinentalno / ne.	38,72	42,62	30,06	16,29	13,34	12,05	8,74	12,57	12,02	14,69
Nemčija	kontinentalno / ne.	27,06	19,73	10,91	13,2	11,33	0,07	7,46	6,53	12,74	10,59
Japonska	kontinentalno / ne.	7,53	16,65	19,48	9,15	8,35	15,19	14,8	16,76	20	22,77
Švica	kontinentalno / ne.	61,53	67,8	55,46	52,47	51,47	58,72	78,03	49,61	34,01	34,27
civilno / nemško		33,71	36,70	28,98	22,78	21,12	21,51	27,26	21,37	19,69	20,58
Danska	kontinentalno / sk.	38,22	54,86	85,25	81,28	75,75	52,14	42,54	50,18	44,8	52,73
Norveška	kontinentalno / sk.	33,51	41,5	45,98	37,98	37,1	37,9	44,53	44,8	49,62	59,56
Švedska	kontinentalno / sk.	20,64	16,36	14,93	12,83	14,04	13,18	12,39	14,14	31,46	38,89
civilno / skandinavsko		30,79	37,57	48,72	44,03	42,30	34,41	33,15	36,37	41,96	50,39
CELOTNO POVPREČJE	anglosaško	32,05	29,13	31,68	66,66	56,60	29,52	46,37	23,96	54,38	60,63
	kontinentalno	30,04	37,06	30,44	31,65	29,00	25,12	24,88	23,03	24,54	31,09
	skupaj	31,04	33,10	31,06	49,16	42,80	27,32	35,63	23,49	39,46	45,86

Vir : Rajan (2001, 53); Stulz (2001, 33–34);

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/as.html>

<http://www.world-exchanges.org/publications/2007%20WFE%20Annual%20Report.pdf>;

lastni izračuni

Tabela 3.4 potrjuje, da so bili delniški in drugi finančni trgi bolj razviti tudi v državah s kontinentalnim pravnim redom tako pred prvo svetovno vojno kot po drugi svetovni vojni.

V letu 1913 je celo kar nekaj držav s kontinentalnim pravnim redom (Francija, Nemčija, Belgija, Švedska) imelo močnejše razvite trge kot ZDA. Med letoma 1913 in 1970 je stopnja kapitalizacije delniških trgov glede na BDP države v večini držav s kontinentalnim redom padla in se povečala v državah anglosaškega prava. Po letu 1970 se je trend za države kontinentalnega reda obrnil in danes je že nekako primerljiv z državami anglosaškega prava.

Prikazani podatki nakazujejo, da se je nekaj zgodilo v dvajsetem stoletju, da je potisnilo države na drugačne poti razvoja finančnih trgov, še posebno po drugi svetovni vojni, ter ponovno začeto konvergenco ob koncu tisočletja. Rajan in Zingales (Rajan 2001, 53) v Tabeli 3.5 prikazujeta, da so države, kjer so bili finančni trgi visoko razviti, v začetku 20. stoletja postale sovražne tem istim trgov do konca tega stoletja.

Tabela 3.5: Razvitost delniških trgov po posameznih državah, prikazana kot odstotek borzne kapitalizacije od državnega BDP-ja v letih od 1913 do 2007 (indeks razvitosti je izračunan kot ulomek višine kapitalizacije domicilnih borz (v mio USD) in BDP-ja države (v mio USD))

DRŽAVA	PRAVNO POREKLO	FIN. SIST.	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1999	2007
Avstralija	anglosaško	tržni	0,39	0,50	0,91	0,75	0,94	0,76	0,38	0,37	1,13	1,24
Kanada	anglosaško	tržni	0,74	0,75	1,00	0,57	1,59	1,76	0,46	1,22	1,22	1,19
Južna Afrika	anglosaško	tržni				0,68	0,91	1,97	1,23	1,33	1,20	2,54
V. Britanija	anglosaško	tržni	1,09	1,38	1,14	0,77	1,06	1,63	0,38	0,81	2,25	1,35
ZDA	anglosaško	tržni	0,39	0,75	0,56	0,33	0,61	0,66	0,46	0,54	1,52	1,46
anglosaško			0,52	0,85	0,90	0,62	1,02	1,36	0,58	0,85	1,46	1,43
Argetina	kontinentalno / fr.	bančni	0,17				0,05	0,03	0,11		0,15	0,20
Belgija	kontinentalno / fr.	bančni	0,99	1,32			0,32	0,23	0,09	0,31	0,82	1,49
Brazilija	kontinentalno / fr.	tržni	0,25				0,94	0,76	0,05	0,08	0,45	0,55
Čile	kontinentalno / fr.	tržni	0,17				0,12	0	0,34	0,5	1,05	0,28
Kuba	kontinentalno / fr.	bančni	2,19									
Egipt	kontinentalno / fr.	bančni	1,09				0,16		0,01	0,06	0,29	0,74
Francija	kontinentalno / fr.	bančni	0,78		0,19	0,08	0,28	0,16	0,09	0,24	1,17	0,84
Italija	kontinentalno / fr.	bančni	0,17	0,23	0,26	0,07	0,42	0,14	0,07	0,13	0,68	0,49
Nizozemska	kontinentalno / fr.	tržni	0,56		0,74	0,25	0,67	0,42	0,19	0,5	2,03	1,14
Rusija	kontinentalno / fr.	bančni	0,18								0,11	0,75
Španija	kontinentalno / fr.	bančni	0,17						0,17	0,41	0,69	0,93
kontinentalno / francosko			0,66	0,77	0,40	0,13	0,29	0,16	0,12	0,28	0,75	0,76
Avstrija	kontinentalno / ne.	bančni	0,76					0,09	0,03	0,17	0,17	0,52
Nemčija	kontinentalno / ne.	bančni	0,44	0,35	0,18	0,15	0,35	0,16	0,09	0,2	0,67	0,50
Japonska	kontinentalno / ne.	bančni	0,49	1,2	1,81	0,05	0,36	0,23	0,33	1,64	0,95	1,12
Švica	kontinentalno / ne.	tržni	0,58					0,5	0,44	1,93	3,23	2,89
kontinentalno / nemško			0,57	0,78	1,00	0,10	0,36	0,25	0,22	0,99	1,26	0,94
Danska	kontinentalno / sk.	tržni	0,36	0,17	0,25	0,1	0,14	0,17	0,09	0,67	0,67	1,21
Norveška	kontinentalno / sk.	bančni	0,16	0,22	0,18	0,21	0,26	0,23	0,54	0,23	0,7	0,73
Švedska	kontinentalno / sk.	tržni	0,47	0,41	0,3	0,18	0,24	0,14	0,11	0,39	1,77	1,13
kontinentalno / skandinavsko			0,33	0,27	0,24	0,16	0,21	0,18	0,25	0,43	1,05	1,01
CELOTNO POVPREČJE		anglosaško	0,52	0,85	0,90	0,62	1,02	1,36	0,58	0,85	1,46	1,43
		kontinentalno	0,52	0,61	0,55	0,13	0,29	0,20	0,20	0,57	1,02	0,90
		skupaj	0,52	0,73	0,73	0,38	0,65	0,78	0,39	0,71	1,24	1,17
CELOTNO POVPREČJE		tržni	0,50	0,66	0,70	0,45	0,72	0,88	0,38	0,76	1,50	1,36
		bančni	0,63	0,66	0,52	0,11	0,28	0,16	0,15	0,38	0,58	0,75
		skupaj	0,57	0,66	0,61	0,28	0,50	0,52	0,26	0,57	1,04	1,06

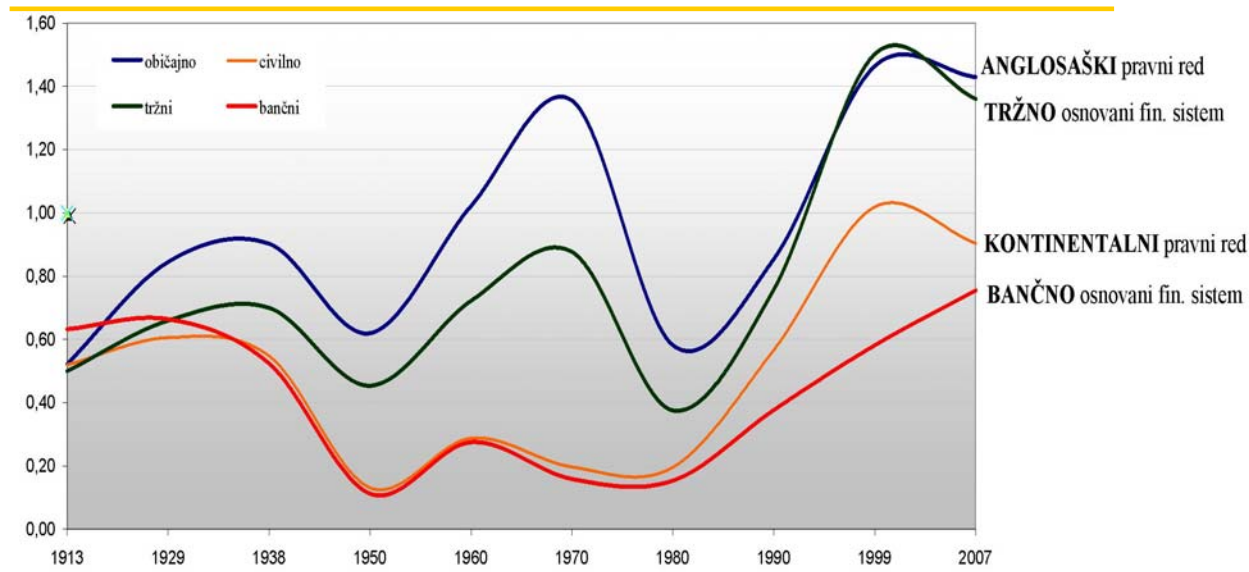
Vir : Rajan (2001, 53); Stulz (2001, 33-34),

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2119rank.html>;

<http://www.world-exchanges.org/publications/2007%20WFE%20Annual%20Report.pdf>;

lastni izračuni.

Slika 3.3: Kapitalizacija delniških trgov glede na BDP po posameznih letih od 1913 do 2007



Vir : Tabela 3.5

Roe (Roe 2006, 500) razloge za navedene spremembe v strukturi finančnih sistemov lahko najdemo v političnem kolapsu, saj so države kontinentalne Evrope v obdobju od 1914 do 1945 doživljale medsebojno uničevalne konflikte, vojne in okupacije, gospodarske recesije in inflacijske težave.

Ti dogodki so v celoti uničili državne institucije, družbene norme in socialne človeške osnove, kar je povzročilo močan porast družbene negotovosti, ki se je v letih po končanih vojnah močno odražalo tudi v volilnih preferencah državljanov.

Za razliko od držav kontinentalne Evrope so države, kot sta ZDA in Velika Britanija, iz tega obdobja izšle z veliko manjšo gospodarsko in družbeno škodo. ZDA so po koncu druge svetovne vojne izšle iz le-te kot prva gospodarska in tudi politična velesila sveta.

Posledica medvojnih dogajanj je bila drugačna družbena klima med zahodnimi kapitalističnimi državami. Državljeni države, ki so utpele gospodarsko destrukcijo, se vsekakor niso preveč menile za razvoj in zaščito kapitalskih trgov in investorjev, saj so imeli le malo kapitala. Povojna obnova se je v večini kontinentalne Evrope pripravljala s pomočjo posojil, ki so bila dana s strani države in mednarodnih organizacij preko kreditnih aranžmajev.

Roe (Roe 2006, 501) navaja, da je drugi pomemben faktor v razvoju po drugi svetovni vojni v kontinentalni Evropi bila tudi jasna borba proti komunizmu, kjer je politika v razvitih državah kontinentalne Evrope dala močno podporo tudi delavskemu gibanju, ter v nekem trenutku ni podpirala razvoja finančnih trgov, kot je to bilo v primeru Velike Britanije.

Po drugi svetovni vojni so imele bogate zahodne države močne razloge za sledenje različnim politikam vis-a-vis kapitalskih trgov in zaščite delavcev (trga delovne sile). Roe (Roe 2006, 502)

argumentira, da je obstoj močnih razdelilnih ali socialističnih gibanj bolj pomemben kot pravni izvor v razlagi, zakaj finančni trgi igrajo manjšo vlogo v nekaterih državah kot v drugih.

Tabela 3.6 : Velikost regulacije delniških trgov in trga dela

DRŽAVE Z VISOKO MOČJO DELAVSTVA (1)					DRŽAVE Z NIZKO MOČJO DELAVSTVA (2)					
DRŽAVA	MOČ DELAVCEV	LASTNIŠKA STRUKTURA / SEPARACIJA	ŠIBKE PRAVICE DELAVCEV	POLITIČNA DISTURBCIJA V 20. ST.	DRŽAVA	MOČ DELAVCEV	LASTNIŠKA STRUKTURA / SEPARACIJA	ŠIBKE PRAVICE DELAVCEV	POLITIČNA DISTURBCIJA V 20. ST.	
Portugalska	1,46	-	2,50	državni udar (1)	Argentina	0,92	-		nestabilno (1)	
Francija	1,41	-	4,50	okupacija (2)	Švica	0,87	0,50	4,00	stabilno (0)	
Norveška	1,33	0,20	3,50	okupacija (2)	Avstrija	0,86	-	1,50	okupacija (2)	
Španija	1,33	-	3,00	držav. vojna (2)	Irska	0,81	0,63	4,00	stabilno (0)	
Nemčija	1,31	0,10	2,50	okupacija (2)	Japonska	0,79	0,30	4,50	okupacija (2)	
Švedska	1,28	0,10	3,50	stabilno (0)	Avstralija	0,72	0,30	4,50	stabilno (0)	
Italija	1,28	-	4,00	okupacija (2)	Singapur	0,65	0,40	4,50	okupacija (2)	
Nizozemska	1,19	0,10	3,00	okupacija (2)	Hong Kong	0,63	-	5,00	okupacija (2)	
Mehika	1,17	-	3,50	držav. vojna (2)	Izrael	0,60	0,10		nestabilno (1)	
Finska	1,06	0,20	3,00	okupacija (2)	ZDA	0,48	0,90	6,00	stabilno (0)	
Grčija	1,00	-	2,00	okupacija (2)	VB	0,47	0,60	5,00	stabilno (0)	
Danska	0,99	0,30	3,50	okupacija (2)	Kanada	0,46	0,60	5,50	stabilno (0)	
J. Koreja	0,99	0,30	4,50	okupacija (2)	N. Zelandija	0,41	0,57	4,00	stabilno (0)	
Belgija	0,94	0,20	2,50	okupacija (2)						
						POVPREČJE (1)	1,20	0,11	3,25	1,79
						POVPREČJE (2)	0,67	0,38	4,41	0,77
SKUPNO POVPREČJE						0,93	0,24	3,83	1,28	

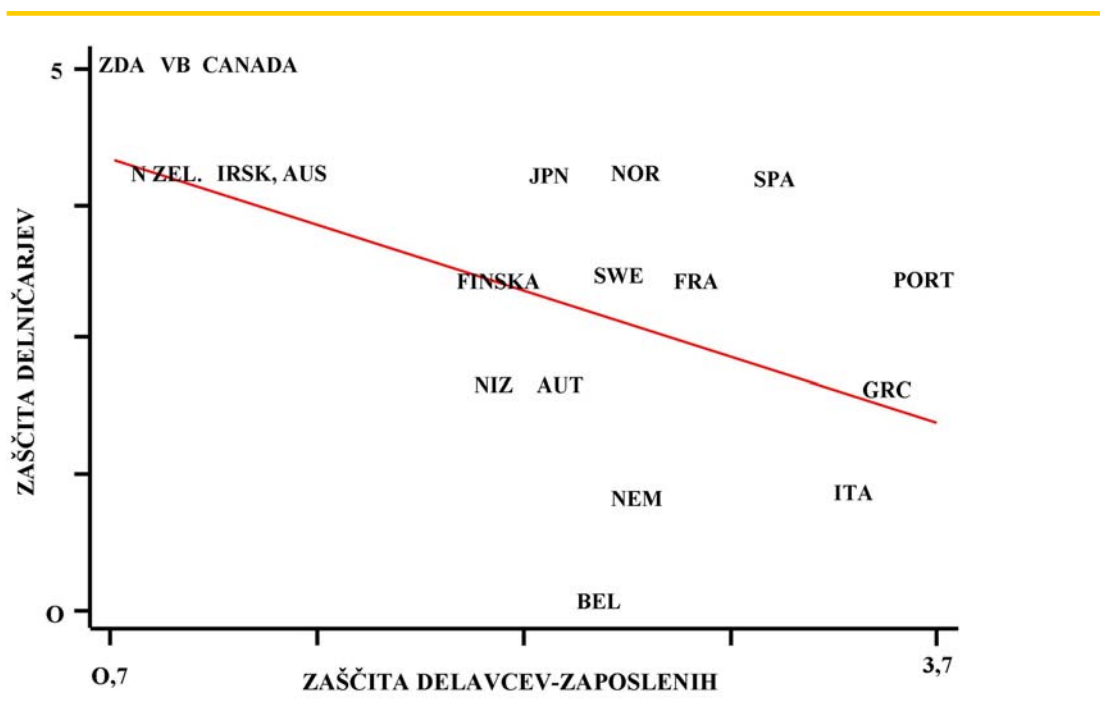
Vir: Roe (2006, 497-500); lastni izračuni

Glede na podatke v Tabeli 3.6, ki prikazuje velikosti regulacije delniških trgov in trga dela po posameznih državah, kar nekaj držav varuje marginalne skupine delavcev (npr. modri ovratniki – nizko izobrazena delovna sila v delovno intezivnih panogah) bolj kot npr. pravice malih delničarjev, ki pa so tudi ena izmed marginaliziranih skupin..

Zakoni na področju trga dela so po različnih državah različno rigorozni. Vendarle močna zakonska regulativa na trgih dela ni vedno v korelaciji z močno zakonodajo na finančnih trgih. V bistvu sta celo negativno korelirani. Ta kontrast, kot navaja Roe (Roe 2006, 490), da kontinentalni pravni red regulira trge dela bolj intenzivno in kapitalske trge manj intenzivno, se ne sklada z mnenji, da kontinentalni pravni red vedno reguira preveč oziroma zelo intenzivno. V nasprotju pa je tudi s trditvami, da je kontinentalni pravni sistem v osnovi bolj pro-delavsko in anti-kapitalsko usmerjen, saj so bile države s kontinentalnim pravnim redom v devetnajstem stoletju celo bolj anti-delavsko usmerjene.

Glede na podatke bi lahko celo zaključili, da ta negativna korelacija med regulacijo trga dela in kapitalskih trgov ustreza delitvi držav glede na pravno poreklo. To le ne drži v celoti. Bolj je odvisno od sprejetih političnih preferenc in normativov in se da boljše razložiti na osnovi politične ekonomije kot pa srednjeveških pravnih podlag.

Slika 3.4: Prikaz zaščite delavskih pravic in pravic delničarjev: Delavske pravice in pravice delničarjev



Vir : Pagano (2001, 37)

Ni samo osnova pravnega reda tista spremenljivka, ki pozitivno korelira s finančno močjo sistema. Tudi intenzivnost delavske zakonodaje dobro prikazuje razlike v lastniški strukturi podjetij, kar predstavlja bazo za politično ekonomsko razlago moči finančnih trgov. Predvidevamo lahko, da v nekaterih državah tako v politični sferi kot delovanju politik predstavljajo interesi delavstva dominanten vpliv na vlade, medtem ko finančni lobiji v teh državah niso tako močni. To lahko potrdimo s Sliko 3.4, kjer se kaže negativna korelacija med regulacijo trga dela in trga kapitala in se jasno pokaže »policy« – močno delavstvo in šibke finance – kar centralno vpliva na razvoj kapitalskih trgov.

Predvsem pa lahko z gotovostjo trdimo, da povojni trendi finančnega razvoja kažejo močnejši vpliv vojne in političnega dogajanja po njej na razvoj finančnih sistemov, kot pa na to vplivajo pravne osnove. Če bi imel pravni izvor močnejše posledice na izgradnjo finančnega sistema in oblikovanje kapitalskih trgov, bi se efekti kazali skozi daljše obdobje in vztrajali v času. Če pa je bolj pomembno dogajanje v času in po svetovni vojni, bi morali efekti skozi naslednja desetletja bledeti.

Prav to kaže Slika 3.3, kjer počasi prihajamo na stanje, ki je veljalo pred enkratnimi dogodki v 20. stoletju.

Razlaga na osnovi politične ekonomije nam prikaže, kako pomembni so posamični dogodki, ki v celoti lahko spremenijo tok razvoja preko spremembe družbenih referenc državljanov in držav.

Da lahko odgovorimo na raziskovalna vprašanja, katere od identificiranih spremenljivk oziroma lastnosti finančnega sistema prevladujejo glede na različne zgodovinske, ekonomske, kulturne ter politične značilnosti v državi, ter katera dokazano vplivajo na vrsto obstoječega finančnega sistema v državi in na njegov nadaljni razvoj, v Tabeli 3.7 prikazujemo posamezne spremenljivke za raziskovane države.

Kot smo to ugotovili že v prej predstavljenih analizah, posamezne lastnosti finančnega sistema prevladujejo v posameznem tipu finančnega sistema. Z izborom držav bomo skušali naša predvidevanja tudi pokazati.

Tabela 3.7 je razdeljena na 2 dela, kjer prvi trije razdelki pomenijo izvirne pogoje za razvoj finančnega sistema, ki se nato odražajo na posameznih lastnostih finančnega sistema, ki se pojavljajo v posamezni državi.

Tabela 3.7: Razlikovalne lastnosti posameznega tipa finančnega sistema (binarna delitev) po preučevanih državah

		TRŽNO OSNOVANI FS		BANČNO OSNOVANI FS		
		ZDA	VB	FRANCIJA	NEMČIJA	JAPONSKA
PRAVNO POREKLO	KONTINENTALNO			✓	✓	✓
	ANGLOSAŠKO	✓	✓			
PRIMARNA RELIGIJA	KATOLIŠKA			✓		
	PROTESTANTSKA	✓	✓		✓	
	BUDIZEM					✓
POLITIČNA DISTURBCIJA	NESTABILNA			✓	✓	✓
	STABILNA	✓	✓			
INDEKS UIA	> 50			✓	✓	✓
	< 50	✓	✓			
FINANČNA ARHITEKTURA	< 0			✓	✓	✓
	> 0	✓	✓			
REŽIM UPRAVLJANJA PODJETIJ	KONCENTRIRANO LASTNIŠTVO			✓	✓	✓
	RAZPRŠENO LASTNIŠTVO	✓	✓			
ZAŠČITA DELAVSTVA	MOČNA			✓	✓	
	SREDNJA					✓
	ŠIBKA	✓	✓			
ZAŠČITA DELNIČARJEV	MOČNA	✓	✓			✓
	SREDNJA			✓		
	ŠIBKA				✓	

Vir: Tabela 2.6, Tabela 3.1, Tabela 3.2, Tabela 3.6

Na osnovi podatkov, predstavljenih v Tabeli 3.7, lahko podamo nekaj zaključkov :

- **Institucionalni razvoj finančnega sistema v posamezni državi je močno vplivan s strani različnih zgodovinskih, družbenih – političnih dogajanj, ekonomskih modelov in kulturnih vrednot.**

Glede na predstavljene raziskovalne faktorje lahko potrdimo, da je binarna klasifikacija finančnega sistema oz. delitev na bančno oziroma tržno osnovani finančni sistem primerna in so razlikovalni elementi med posameznima sistemoma statistično pomembni.

Pravni sistem: Tržno osnovan finančni sistem (primerjalna objekta sta ZDA in Velika Britanija) se v večini posameznih elementov oziroma primarnih lastnosti med seboj ne razlikujeta. V obeh državah prevladuje sistem anglosaškega prava, torej se oblikovanje pravnih norm oblikuje po principu »od spodaj navzgor«. Pravna osnova držav, ki jih označujemo kot države z bančno osnovanim finančnim sistemom (v našem primeru Francija, Nemčija, Japonska), izhaja iz tradicije kontinentalnega prava, kjer zakonodajna veja oblasti sprejema zakone, ki jih izvaja oziroma uveljavlja sodna veja oblasti, torej velja načelo »od zgoraj navzdol«. Ugotovimo lahko, da v prikazani analizi na primeru 5 izbranih držav, da je bazična struktura oziroma element – pravna osnova – pomemben faktor pri strukturiranju vrste finančnega sistema.

Kot smo ugotovili, igrajo pomembno vlogo pri obliki finančnega sistema družbene norme (to je sistem vrednot) naroda. Le-te so stabilne skozi čas, se razvijajo postopoma, vendar pa se spremembe v kulturnih vzorcih, na katerih so družbene norme osnovane, uveljavijo hitro v primeru zunanjega vpliva (vojaške deportacije, vojne, krize).

Religija: Če za enega od ključnih elementov narodne kulture naroda privzamemo religijo, le-ta neposredno ne determinira razlike pri obliki finančnega sistema, saj velja, da religija v današnjem svetu predstavlja le eno od kulturnih spremenljivk, ki sooblikujejo narodno kulturo. Narodna kultura kot zbir lastnosti in izkušenj posameznega naroda pa determinira družbene norme in s tem tudi preferirano obliko finančnega sistema.

Politična ekonomija – politična nestabilnost : Zlasti opazen element, ki se pojavlja v medsebojnih primerjavah, je element politične nestabilnosti. Ugotovimo lahko, da politična nestabilnost v 20. stoletju igra pomembno vlogo pri utrditvi družbenih norm oziroma oblikovanju narodne kulture. Posledično se to izraža kot prevladujoči element pri determiniranju modernega finančnega sistema posamezne države.

Zato lahko razlaga na osnovi politične ekonomije, ki vključuje kriterije ekonomskega in vojaškega opustošenja iz prve polovice 20. stoletja, politične nestabilnosti, političnih vplivov (nevarnost komunizma) in velik vpliv socialnih demokracij v politiki v državi, lahko razloži diferenciacijo v

razvitosti kapitalskih trgov in razlikah v finančnih sistemih ob koncu 20. stoletja. Vsekakor pa razlaga politične ekonomije izhaja iz razlage o diferenciaciji tveganja. Ta predvsem poudarja močno vlogo zunanjih – eksternih vplivov na družbene norme in posledično razvoj družbenih podsistemov.

Države z opredeljenim bančnim finančnim sistemom so v svoji polpretekli zgodovini doživele politične pretrese, vojne in okupacije, poropad lastnih družbenih norm in svoje ekonomije (npr. inflacija).

Indeks UAI: Zgoraj navedena dogajanja se odražajo tudi v družbeni klimi posameznega naroda, kar med drugim dokazuje tudi kazalec *indeks UAI*, ki je za tri primerjane države (Francija, Nemčija, Japonska) na podobno visokih ravneh – njihove narodne kulture izražajo višjo stopnjo negotovosti ter posledično usmerjenost k izogibanju tveganja. Nasprotje tega je blok držav s tržno osnovanim finančnim sistemom, kjer je indeks UAI nižji (visok toleračni prag tveganja, odprtost do konkurence, konfliktov in manjše zanesljivosti).

Zaščita delavcev: Kazalec kaže vpliv, ki ga ima politična ekonomija v polpretekli zgodovini pri izgradnji infrastrukturnega modela finančnega sistema. Povojna obnova družbe in gospodarstva je v okupiranih državah temeljila predvsem na bančnih posojilih in kreditnih aranžmajih, kapitalski trgi so bili slabo razviti, moč delavstva se je povečevala, potekalo je utrjevanje politike socialne države, kar je vse usmerjalo v razvoj sistema, kjer so imeli kapitalski trgi manjši vpliv. Usmeritev vlad oziroma države je bila predvsem v doseganje soglasja med vsemi subjekti v državi.

Razpršenost lastništva: Tudi upravljanje podjetij, ki je povečini tudi kazalnik *razdelitve lastništva*, kaže vpetost v politične, gospodarske in druge strukture ter odnose, ki predstavljajo nekakšno finančno-politično skupnost. Njeni udeleženci niso le varčevalci, vlagatelji in finančne institucije, temveč tudi različni lobiji, nadzorniki itd., skratka, vsi, ki imajo v tem sistemu svoj interes. Na tej osnovi imajo bančno zasnovani finančni sistemi močno koncentrirano lastništvo, medtem ko je tržno usmerjen finančni sistem osnovan na podlagi močno razpršenega lastništva. Če ZDA in Veliko Britanijo gledamo kot predstavnika sistema razpršenega lastništva za obdobje po 80. letih, se Francija, Nemčija in Japonska približajo sistemu koncentriranega lastništva v povojnem obdobju. Vendar danes lahko ugotovljamo, da je mogoče zaslediti zmanjševanje razlik v sistemih vodenja in upravljanja podjetij in tendenco k poenotenju oziroma konvergenci sistemov vladanja podjetjem.

Na teh osnovah lahko odgovorimo tudi na zastavljena raziskovalna vprašanja, ki nam bodo pomagala preveriti delovne hipoteze.

- *Ali lahko identificiramo posamezne spremenljivke, ki so vplivale in vplivajo na vrsto finančnega sistema, ki se je oblikoval v posamezni državi?*

Na podlagi analize posameznih elementov finančnega sistema lahko ugotovimo, da je možno identificirati posamezne spremenljivke, ki so v preteklosti vplivale oziroma vplivajo na oblikovanje finančnega sistema v državi.

Hkrati pa zaključimo, da v svetu danes seveda obstajajo hibridni sistemi, ki so se razvili na posamezni osnovi, hkrati pa so številne spremembe, reforme, zunanje okoliščine, povezane z izvorom, pomembno spremenile današnjo obliko sistemov.

- *Ali lahko posamezen model finančnega sistema prenašamo iz države v državo?*

Glede na navedeno lahko ugotovimo, da je prenos ali preslikava posameznega finančnega sistema iz ene države v drugo težak oziroma nemogoč, saj ne bi bil skladen z vrednostno podstatjo oziroma utemeljenostjo posamezne družbe in njene ureditve v državi. Vendar hkrati ugotavljamo, da so s postopnim odpiranjem nacionalnih ekonomij, liberalizacijo trgovine in mednarodnih finančnih tokov – z *globalizacijo* – v zadnjih letih opazne postopne spremembe v nekoč različnih sistemih, in sicer v smeri večjega poenotenja: sistemi različnih držav so začeli prevzemati lastnosti ali rešitve drugih sistemov na poti vedno večje konvergence.

- *Ali je mogoče ugotoviti, katera oblika finančnega sistema je bolj učinkovita oziroma bolj prispeva k višji družbeni blaginji v posamezni državi?*

V dosednji študiji smo opravili primerjavo med seboj primerljivimi državami in iskali izhodiščne razlike oziroma okoliščine razvoja finančnega sistema v državah. Četudi so te izbrane države (Francija, Japonska, Nemčija, Velika Britanija in ZDA) reprezentativne predstavnice za bančno ali tržno osnovane tipe finančnih sistemov, pa je vseeno težko oblikovati splošne sklepe o dolgoročnem vplivu na razvoj države, in o posameznih učinkih je za možnost kvalitetnega odgovora na raziskovalno vprašanje potrebna razširitev analize na širšo paleto nacionalnih držav.

V nadaljevanju prikazana študija izhaja iz mednarodne primerjave, ki sta jo opravila avtorja Tadesse in Stulz, vendar s popolnitvijo z najbolj svežimi podatki. Tako bomo lahko podali zaključke in dokaze o medsebojni konkurenčnosti obeh sistemov glede na opazovane spremenljivke. Za oceno učinkovitosti posamezne vrste finančnega sistema smo za primerjavo uporabili kazalnik BDP na prebivalca²⁰ (angl. *GDP gross domestic product – per capita*). Na podlagi podatkov iz Tabele 3.1 smo posamezne države razdelili v dva razreda²¹: razvite države in razvijajoče se države.

²⁰ BDP na prebivalca - bruto družbeni proizvod na prebivalca je najpogosteje uporabljeno merilo za splošni gospodarski razvoj.

²¹ RAZRED RAZVITOSTI: V raziskavi smo opredelili 2 razreda glede na višino kazalnika »BDP na prebivalca«. V razred »razvite države« so vključene države, ki imajo kazalnik višji od 20.000 \$, v razredu »razvijajoče se države« pa imajo kazalnik nižji od 20.000 \$.

Tabela 3.7 : Povezava stopnje razvitosti in orientiranosti finančnega sistema

FIN SISTEM / RAZVITOST	BANČNI	TRŽNI
razvite države	14	11
razvijajoče se	7	9

Vir: Tabela 3.1, lastni izračuni

V analizi tako obravnavamo 41 držav z različnimi ekonomskimi, zgodovinskimi, pravnimi osnovami. Med obravnavanimi državami smo med razvite države uvrstili 25 držav in med razvijajoče se 16 držav.

Tabela 3.8: Povezava stopnje razvitosti s pravno osnovo, orientiranostjo finančnega sistema, indeksom UAI, finančno arhitekturo

		BDP / prebivalca	
		razvite države	razvijajoče se
PRAVNA OSNOVA	KONTINENTALNA	\$35.844	\$10.727
	ANGLOSAŠKA	\$39.900	\$7.840
	povprečna vrednost	\$37.872	\$9.284
FIN SISTEM	BANČNI	\$35.193	\$7.629
	TRŽNI	\$39.991	\$10.744
	povprečna vrednost	\$37.592	\$9.187
UAI	BANČNI	75,6	66,7
	TRŽNI	42,3	67,7
	povprečna vrednost	58,9	67,2
FIN ARHIKT	BANČNI	-0,340	-0,350
	TRŽNI	0,934	0,870
	povprečna vrednost	0,297	0,260

Vir: Tabela 3.1, lastni izračuni

Na podlagi analize lahko trdimo:

Tip finančnega sistema in razvitost: Znotraj posameznega razreda razvitosti držav ne moremo reči, da obstaja statistično potrjena in močna povezava med tipom vzpostavljenega finančnega sistema in gospodarsko razvitostjo te države. V izračunanem povprečju ni večjih razlik v razredu razvitih držav ali razvijajočih se držav med bančnim oziroma tržnim finančnim sistemom. To smo preverili tudi z analizo povprečij.

Postavljena hipoteza je, da obstaja statistično značilna razlika v razvitosti posameznih držav med proučevanima tipoma finančnega sistema.

Povezanost razvitosti države in tipa finančnega sistema

t-preizkus: ($Sig = 0,865$) > ($\alpha = 0,05$) \Rightarrow razlika ni značilna pri $Sig = 0,865$

F-preizkus: ($Sig = 0,361$) > ($\alpha = 0,05$) \Rightarrow razlika ni značilna

Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrnila ničelne domneve, da je povprečna ocena višine BDP/prebivalca (kazalnik razvitosti) enaka za bančni in tržni tip finančnega sistema (razlika aritmetičnih sredin za BDP/prebivalca glede na tip finančnega ni statistično značilna), kar pomeni, da ne moremo trditi, da je razvitost države odvisna oziroma povezana z vzpostavljenim tipom finančnega sistema (glej Tabela 7.2 v Prilogi 2).

Pravna osnova in razvitost: Znotraj posameznega razreda razvitosti držav ne moremo reči, da obstaja statistično potrjena in močna povezava med uspešnostjo države in njeno pravno osnovo. V povprečju imajo razvite države in razvijajoče se države ne glede na njihovo pravno osnovo podobno višino kazalnika razvitosti. V izbrani analizi pa velja ugotovitev, da razvijajoče se države kontinentalnega prava dosegajo višji BDP/prebivalca, kot to velja za države anglosaškega prava.

Indeks UAI in razvitost: Zelo zanimivo sliko pa pokaže primerjava med indeksom UAI in razvitostjo države. Razvijajoče se države imajo ne glede na to, kateri delujoči finančni sistem države je skoraj enak indeksu negotovosti, ki je bližje razvitim državam z utemeljenim bančnim sistemom. Skoraj enako vrednost kazalnika UAI za razvijajoče se države si lahko razlagamo kot posledico negotovosti ekonomskega in družbenega položaja posameznika in prebivalstva v celoti, saj modernizacija in pospeševanje gospodarske razvitosti vsekakor peljeta k destabilizaciji starih družbenih norm in povezanosti družbenega tkiva, ki je prevladoval v družbi. V teh družbah je močno prisotno razslojevanje družbenih razredov.

Finančna arhitektura in razvitost: Primarna strukturna zasnova finančnih sistemov ne glede na razvitost države je po posameznih elementih podobna. Države z utemeljenim bančnim sistemom imajo podoben kazalnik finančne arhitekture kot države s tržno orientiranim finančnim sistemom. Tukaj posebnih razlik ni.

Iz predstavljenih tez lahko zaključimo, da pravna osnova sistema na razvitost države ne vpliva. Ugotavljanje, katera oblika finančnega sistema pripomore k večji blaginji ljudi v državi, pa tudi ne poda enoznačnega odgovora.

Bančno osnovani pogled poudarja pozitivno vlogo bank pri zbiranju kapitala, prepoznavanje dobrih projektov, spremljanje menedžerjev in obvladovanja tveganj (Levine 1997, 52). Na tej osnovi banke razvijajo dolgoročne odnose s podjetji. Nenadna povečana likvidnost sredstev

ponavadi na kapitalskih trgih kreira nepravilno klimo za investitorje, saj lahko le-ti brez večjega problema odprodajo svoje delnice, zato imajo manj spodbude za izvajanje strogega nadzora. Poleg tega Gerschenkron in drugi (v Levine 1997, 53) poudarjajo, da banke bolj učinkovito financirajo gospodarsko rast od kapitalskih trgov, zlasti v slabo razvitih gospodarstvih. Kot sta opozorila Rajan in Zingales (2001), lahko močne banke, ki imajo tesne odnose s podjetji, učinkoviteje pridobijo informacije o podjetjih ter lahko tako izkoriščajo ekonomijo obsega pri obdelavi podatkov, oblikujejo dolgoročne odnose s podjetji in tako povečujejo gospodarsko rast.

Tržno osnovani pogled pa predvsem poudarja pozitivno vlogo trgov pri izboljšanju obvladovanja tveganj, širšo dostopnost informacij, strožji nadzor podjetij in globljo podstat za pridobitev svežega kapitala (Levine in Zervos v Levine 2002, 2), nakazuje pa tudi na probleme bančno osnovanega finančnega sistema. Banke bi lahko ovirale inovacije, saj naj bi z varovanjem družb, ki so v tesni navezi z banko (Hellwig in Rajan v Levine 2002, 2), ta podjetja ščitila pred konkurenco ter posledično zniževala možnost dolgoročne rasti. Vendar vsaj v razvitem in odprtem finančnem sistemu ta očitek ne vzdrži, saj obstaja močna konkurenca med bankami. To pa nujno ne velja za slabo razvit finančni sistem.

Med ekonomisti se je tako pojavil tudi **nevtralni pogled** – osnovan predvsem na analizi finančnih storitev (angl. *financial services view*). Utemeljitev so podali različni avtorji (Merton in Bodie v Levine 2002, 3), ki v svojih delih zmanjšujejo pomen razprave glede prednosti oziroma slabosti bančnega proti tržno osnovanemu finančnemu sistemu.

Poudarjajo, da je finančni sistem središče transakcijskih in informacijskih procesov, ne glede na obliko pogodbenih razmerij oziroma finančne ureditve, ki nastane zaradi procesa usmerjanja sredstev v ekonomiji in jo opravljajo posredniški agenti s ponujanjem finančnih storitev. Urejen finančni sistem omogoča boljšo oceno naložbenih priložnosti, omogoča učinkovito izvajanje nadzora nad podjetji, lažje obvladovanje vseh vrst tveganj, povečanja likvidnosti ter enostavnost mobilizacije prihrankov. Le učinkovito zagotavljanje teh finančnih storitev v finančni sistem v večji ali manjši meri spodbuja gospodarsko rast, saj se izboljšata tako učinkovitost dodeljevanja sredstev kot tudi nadzor nad upravljanjem s temi sredstvi.

Navedeno potrjuje tudi Weber (Weber 2006, 1), ki pravi, da opravljene raziskave potrjujejo močno povezavo med finančno razvitostjo in gospodarsko rastjo. Pravi, da finančna razvitost mobilizira večji obseg prihrankov, omogoča boljši pregled in nadzor posojilojemalcev, zmanjšuje tveganje investitorjev in povečuje alokacijsko učinkovitost. Bolje razviti finančni sistemi pozitivno vplivajo na gospodarsko rast.

Konceptualno je ta nevtralni pogled v celoti skladen z obema temeljnima delitvama finančnih sistemov. Avtorji zato raziskujejo, kako ustvariti okolje, v katerem bi finančni posredniki in finančni trgi zagotavljali optimalno finančno storitev v posamezni državi.

Ključno vprašanje je torej, kako ustvariti pogoje za boljše delovanje finančnih posrednikov tako v bančno kot tržno osnovanem finančnem sistemu.

Strinjajo se, da ima pomembno vlogo predvsem dobro delujoč pravni sistem, ki omogoča delovanje obeh – tako finančnih trgov kot posrednikov. Spoštovanje pravnih pravic in uspešno delovanje mehanizmov za izvrševanje pravic iz pogodb pomeni učinkovito delovanje. Levine (Levine 2001, 17) ugotavlja, da je za dolgoročno gospodarsko rast relativno nepomembno, katere vrste finančni sistem je vzpostavljen v državi. Natančneje, predvsem učinkovitost pravnega sistema ima vodilno vlogo pri določanju ravni pospeševanja rasti finančnih storitev in s tem gospodarskega blagostanja prebivalcev.

Te ugotovitve je potrdila tudi analiza podatkov avtorjev LLSV (1999) (Levine 2001, 3), ki menijo da:

- (i) učinkovitost pravnega sistema bistveno določa finančni razvoj, in
- (ii) finančna struktura ni posebej koristen način za razlikovanje kvalitete finančnih sistemov.

Tako prikazani rezultati ne podpirajo oblikovanja javnih politik, katerih cilj je ustvariti posebno mešanico finančnih trgov in posrednikov. Nasprotno, rezultati poudarjajo predvsem pomen krepitve pravne države, kar pomeni predvsem krepitve finančne zakonodaje, regulatornih principov in izboljševanja učinkovitosti nadzornih mehanizmov, ki nadzorujejo transakcije na kapitalskih trgih kot tudi na pogodbenih trgih. In nazadnje, vendar ne najmanj pomembno, kategorično izvrševanje regulatornih sankcij.

Do podobnih zaključkov lahko pridemo tudi s primerjavo podatkov (glej Tabela 3.8), kjer lahko ugotovimo :

Finančna arhitektura in razvitost: Kazalnik Finančna arhitektura pri obeh oblikah finančnega sistema za posamezen razred razvitosti držav je skorajda identičen. Torej je infrastruktura finančnega sistema v razvitih državah podobna kot v razvijajočih se državah, torej so institucionalni elementi, opredeljeni kot gradnik finančnega sistema (institucije denarnega trga, trga vrednostnih papirjev in finančni posredniki) enaki oziroma podobni.

- Kot smo opredelili v začetku, lahko samo sistematičen pristop k analizi finančnega sistema opiše, zakaj nekatere države kljub podobnim osnovnim infrastrukturnim elementom skozi daljši čas dosegajo različne stopnje razvitosti, celo blaginje. Kot uspešen finančni sistem zato lahko opredelimo samo sistem, ki je urejen skupek komplementarnih in med seboj konsistentnih podsistemov. Tako se ekonomska korist na daljši rok pojavi le, če glavni elementi finančnega sistema delujejo tako, da so med seboj skladni in se dopolnjujejo.
- Če velja, da imajo države zgrajene podobne finančne sisteme, in se pojavlja razlika v razvitosti med njihovimi gospodarstvi, je eden izmed razlogov tudi kakovost izvajanja finančnega posredništva, saj velja, da je finančni sistem medij, s katerim država lahko vpliva na gospodarstvo. Od razvitosti finančnih institucij je odvisno, kakšne razvojne inštrumente ima vlada na voljo.
- Dokazali smo, da predvsem stabilen in učinkovit finančni sistem z učinkovito delujočimi regulativnimi in pravnimi institucijami lahko močno vpliva na ekonomsko stanje države, saj le tak sistem omogoča učinkovito alokacijo kapitala in ustvarja zaupanja vredno ekonomsko klimo.

H1.: »Enovit model finančnega sistema, ki bi bil ustrezen za vse države in njihova gospodarstva, ne obstaja. Ustroj finančnega sistema posamezne države se oblikuje glede na značilnosti in potrebe le-te«.

Navedeno delovno hipotezo lahko potrdimo.

4 VPLIV FINANČN KRIZ IN GLOBALIZACIJE NA RAZVOJ FINANČNEGA SISTEMA

Če smo v prejšnjih poglavjih opredelili pogoje, ki so omogočali razvoj različnih vrst finančnih sistemov, se bomo v tem poglavju osredotočili na kritične momente v delovanju finančnih sistemov, ki so za posledico imeli močan pritisk na regulatorje finančnega sistema, zakonodajalce, ki so usmerjali policy spremembe, katere so privedle do sprememb v samem ustroju in delovanju finančnih sistemov.

Finančne krize niso nič novega. Kot navajata Reinhart in Rogoff (Reinhart in Rogoff 2008,1), so prisotne vse od začetkov uporabe denarja in razvoja finančnih trgov.

V preteklosti so se finančne krize dogajale prevsem zaradi znižanja vrednosti kovanega denarja, ko je monarh države zmanjšal vsebnost zlata ali srebra v kovanem denarju za potrebe financiranja proračuna (pogost povod je bilo financiranje vojne). Tehnološki napredek je že zdavnaj odpravil tak

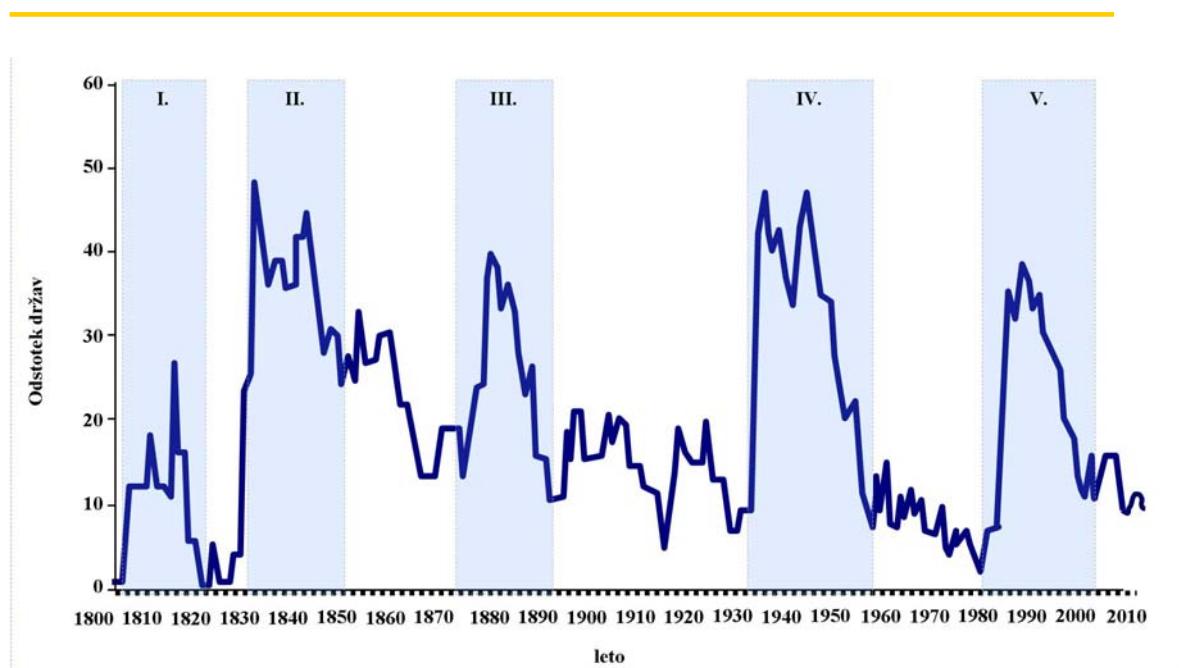
primitivni način vlade za zapolnitev proračunskega primanjkljaja. Vendar pa finančne krize še naprej uspevajo in so kuga do današnjega dne.

Države, institucije in finančni instrumenti se lahko spreminjajo skozi čas, vendar pa se človeška narava ne spreminja. Zgodovina finančnih sistemov kaže pomembnost upoštevanja nepopolnosti kapitalskih trgov in bančnega sistema v razvoju le-teh.

Priznavanje te analogije in precedenčnih primerov je bistven korak k izboljšanju našega globalnega finančnega sistema, da bi tako zmanjšali tveganje prihodnjih kriz ter da bi bolje obvladovali katastrofe, ko se le-te zgodijo. Vse finančne krize so imele dramatičen učinek na razvoj finančnih sistemov.

Reinhart in Rogoff (Reinhart in Rogoff 2008, 3–5) v prikazu historičnih podatkov ugotavljata, da obstaja vsaj 5 vrhov oziroma ciklov nestabilnosti finančnih sistemov v svetovnem merilu. To je vidno na Sliki 4.1. Ugotavljata, da so skozi vso zgodovino finančni sistemi krhki in da so finančne krize endemične.

Slika 4.1: Odstotek držav v stanju finančne nestabilnosti ali fazi restrukturiranja od leta 1800 do 2009



Vir : prirejeno po Reinhart in Rogoff (2010, 15)

Prvi cikelus je bil v času Napoleonovih vojn, drugi od 1820–1840, v času, ko je bila skoraj polovica držav sveta v stanju finančne krize. Tretja epizoda se začne zgodaj v letu 1870 in traja skoraj dve desetletji. Četrta epizoda se začne v času Velike depresije v ZDA leta 1930 in traja vse do zgodnjih petdesetih let dvajsetega stoletja. Najbolj svež primer negativnega ciklusa pa so bančne krize v

razvijajočih se državah v osemdesetih in devetdesetih letih dvajsetega stoletja. Danes, leta 2010, vemo, da smo v novi globalni finančni krizi, prvi v enaindvajsetem stoletju, in jo tudi močno občutimo.

Opredelimo sedaj bolj natančno izraz finančna kriza.

4.1 Vrste finančnih kriz

Izraz finančna kriza zajema široko paleto različnih tipov kriz, ki se pojavljajo na posameznih segmentih finančnih trgov v finančnem sistemu. Skupna lastnost teh kriz je, da prek motenega delovanja finančnega sistema negativno vplivajo na ekonomsko aktivnost v državi, za vnovično stabilizacijo finančnega sistema pa je običajno potrebno aktivno delovanje ekonomske politike.

Avtorji, ki raziskujejo vrste finančnih kriz, uporabljajo pojem finančne krize različno, v splošnem pa lahko govorimo o dveh različnih pojmovanjih finančnih kriz.

Prvi govorijo o finančni krizi vedno, kadar gre za eno od podskupin finančnih kriz – valutna, bančna ali dolžniška kriza (Eichengreen in Bordo 2002, 30). Drugi avtorji (npr. Mishkin 2001, 2) pojem finančne krize enačijo z bančnimi krizami, pri čemer so preostali tipi kriz lahko samo prehodna obdobja v gospodarstvu, ki se približuje bančni krizi, in jih imenuje psevdofinančne krize.

Za našo analizo je bolj smiselna prva razdelitev, ki finančne krize deli na več enakovrednih tipov kriz, hkrati pa dopušča medsebojno interakcijo. V osnovi razlikujemo dolžniško, valutno in bančno krizo, pogosto pa se pojavljajo skupaj, kot na primer dvojna kriza (angl. *twin crisis*) (Kaminsky in Reinhart 1999, 474).

Tako ločimo med naslednjimi tipi kriz.

- **Valutna kriza**

Valutna kriza nastane, ko zaradi zunanjega ali notranjega ekonomskega neravnotežja pride do devalvacije/depreciacije domače valute, spremembe obsega deviznih rezerv ali spremembe obrestne mere. Zaradi tesne povezanosti deviznega tečaja s plačilno bilanco jo pogosto imenujemo tudi plačilno-bilančna kriza (Kaminsky in Reinhart 1999, 474).

Obstaja tudi širša definicija valutne krize, po kateri je valutna kriza vsak špekulativni napad na valuto. Nekateri špekulativni napadi na valuto namreč niso povzročili finančne krize, saj je centralna banka uspela ubraniti valuto pred večjo depreciacijo (devalvirati domačo valuto) z dvigom obrestne mere in/ali zmanjševanjem deviznih rezerv (Mrak 2002, 606). Možen ukrep za preprečevanje padca vrednosti valute pa je tudi uvedba omejitev na kapitalske tokove.

- ***Bančna kriza***

Bančna kriza nastane zaradi zmanjšane kvalitete bančnega portfelja, ko zaradi precejšnje količine slabih posojil banke postanejo nesolventne, torej se jim zaradi izgub posojil izniči kapital. Bančna kriza nastane v okolju, kjer je nadzor nad bankami pomanjkljiv, v banke pa priteka (predvsem iz tujine) precej kapitala, ki ga te naprej posojajo subjektom, ki kreditno niso sposobni, oziroma ga porabijo za projekte, ki ekonomsko niso upravičeni. Če banke nimajo zadostnih rezervacij za te kredite, se jim zmanjša kapital in postanejo nesolventne. Običajno še pred tem pride do navala na banke, saj hočejo vlagatelji rešiti svoje prihranke, kar lahko povzroči nelikvidnost banke. Če je takih bank več, oziroma je njihovo število sicer majhno, skupna aktiva teh bank pa predstavlja znaten delež bančnega sektorja, govorimo o bančni krizi. Ker je finančni sektor zelo pomemben za zagotavljanje likvidnosti ekonomskih subjektov, se običajno v reševanje bančnega sistema vključi tudi država. Ta zagotovi likvidna sredstva vsaj nekaterim večjim bankam, za katere bi nastala precejšnja škoda, če bi propadle. Po drugi strani se banke zavedajo svoje velikosti in prav tako predvidijo, da jih bo država reševala v primeru težav, ter se zato obnašajo bolj tvegano, s čimer so stroški reševanja banke v tem primeru večji.

- ***Dvojna kriza***

Dvojna kriza nastane, ko v državi poleg bančne krize pride tudi do nastanka valutne krize. Posledice take krize so za državo še veliko hujše, kot če izbruhne samo ena od teh kriz. Ocenjena izguba v deležu GDP znaša 13–18 % (Hutchinson 2002, 17). Ob precejšnji zadolženosti lahko pride tudi do nezmožnosti države, da odplačuje svoje dolgove. Tako nastanejo razmere za dolžniško krizo.

- ***Dolžniška kriza***

Dolžniška kriza nastane, ko država ni več sposobna odplačevati svojih obveznosti in/ali zagotavljati svežih sredstev, zaradi česar je prisiljena bodisi v razglasitev moratorija na odplačevanje kreditov v tujini bodisi v koordinirano reševanje problema s tujimi upniki, in to v obliki prestrukturiranja dolžniških obveznosti (Mrak 2002, 574). Običajno upniki poskušajo dobiti vrnjenega čimveč premoženja. Tako se v praksi po razglasitvi nezmožnosti odplačila kreditov začnejo pogajanja med upniki in državo o reprogramiranju vračila dolga.

Ta se običajno končajo tako, da se dolgovi države reprogramirajo, torej se izplačilo dolga prestavi za določeno časovno obdobje, lahko pa se povečajo tudi obrestne mere za obstoječi dolg. Z reprogramiranjem dolga se mora država tudi zavezati, da bo vzpostavila vzdržno makroekonomsko okolje, torej da bo izvedla potrebne reforme, s čimer bo v kasnejšem obdobju omogočila odplačilo dolgov.

Za kratkoročno financiranje države mednarodne institucije (predvsem IMF²², tudi Evropska unija) zagotovijo določena sredstva, katerih del je lahko tudi nepovraten, ponavadi pa gre za dodatne kredite. Pogoji za pridobitev teh sredstev so ostre makroekonomske reforme, ki bodo v prihodnosti omogočile vzdržno makroekonomsko okolje. Državi, ki zapade v dolžniško krizo, se precej zmanjša kreditna ocena, s tem pa tudi zaupanje investitorjev, ki se vrnejo šele po daljšem obdobju, ko država izvede reforme in se pričakuje, da bo vzdržno makroekonomsko okolje delovalo še naprej.

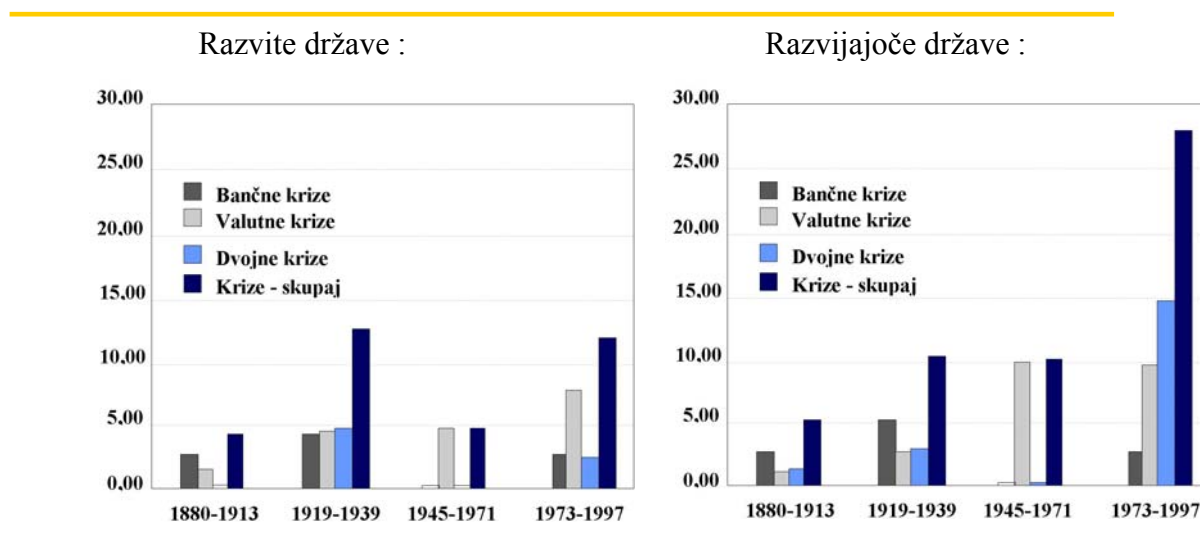
▪ **Sistemska kriza**

Za navedene tipe finančnih kriz je značilno, da so opredeljeni s težavami na specifičnem segmentu finančnih trgov. Kadar gre za kombinacijo več tipov finančnih kriz, pa govorimo o *sistemski krizi*. Za sistemsko krizo je značilno, da močni pretresi na finančnih trgih povzročijo velik negativen učinek na realno ekonomijo.

Finančne krize se pojavljajo tako v razvitih ekonomijah kot v razvijajočih se ekonomijah. Vendar je glavna razlika med razvitimi in razvijajočimi se ekonomijami predvsem v trajanju in frekvenci pojavnosti finančnih kriz.

Slika 4.2 prikazuje pogostost pojava kriz glede na opazovano obdobje. Pogostost pojava finančne krize, izražene v odstotkih, dobimo tako, da delimo število kriz s številom opazovanih kriznih let. Podatke razdelimo v štiri obdobja, in sicer: obdobje globalizacije pred letom 1914 (1880–1913); medvojno obdobje (1919–1939); Bretton Woods obdobje (1945–1971); sodobna doba (1973–1997).

Slika 4.2: Pogostost pojava kriz po opazovanih obdobjih v razvitih in razvijajočih se državah (odstotek verjetnosti na leto) v odstotkih.



Vir : prirejeno po Bordo, D. Michael (2007, 14).

²² Mednarodni denarni sklad (MDS) – angl. *International Monetary Fund (IMF)*

Kot je razvidno, se število kriz in predvsem njihova frekventnost povečujeta. Ugotovimo lahko, da se je v zadnjem opazovanem obdobju verjetnost finančne krize povzpela celo na 12,2 % in je primerljiva z nestabilnim medvojnim obdobjem ter je vsaj trikrat večja od prvega opazovanega obdobja v času prve finančne globalizacije pred letom 1914.

Ugotovimo lahko, da je, z izjemo medvojnega obdobja, večina kriz nastala v razvijajočih se oziroma novonastalih državah. Avtorja Bordo in Kydland (Bordo in Kydland 1995, 423–464) navajata kot glavni razlog prav razvitost finančnih sistemov v posameznih državah, saj so se razvite zahodne države naučile spopadati s krizami. Razvile so trdno institucionalno ogrodje in uspešne politike delovanja. To ogrodje je vključevalo trdne fiskalne institucije (učinkovite davčne sisteme, uravnotežene proračune, nizke obresti pri posojilih) in trdne monetarne institucije (bančni sistem na državni ravni, klasični zlati standard do sedemdesetih let dvajsetega stoletja), vzpostavile so razširjen nadzor nad njihovimi finančnimi sektorji (omejitev obresti, delitev med investicijskim in komercialnim bančništvom, uvedba obveznih rezerv, ustanovitev finančnih varnostnih mrež depozitnega zavarovanja in držanje likvidnostnih razmerij).

Razvite države so razvile tudi moderne finančne trge, ki so delno lahko premagali probleme asimetričnih informacij in dovoljevale udeležencem v teh trgih (domačim in tujim) učinkovit pretok njihovih prihrankov v produktivno investicijo.

Kot pomembne razloge stabilnih finančnih sistemov smo v prejšnjih poglavjih navedli tudi stabilno strukturo prava, pravic lastnine (torej, pravni sistem, ki jo varuje) in konstitucionalne demokracije.

V mednarodni ekonomiji je reakcija na valutne krize v 30. letih, vodila k Bretton Woods dogovoru leta 1944, kjer so sprejeli prilagodljivo omejitev sistema menjalnih tečajev, ki je bila osnovana na zlatu in dolarju kot svetovni valuti. Rezultat je bila močna finančna stabilnost povojnega obdobja, ki ga je zagotavljala predvsem močna finančna represija državnih in mednarodnih finančnih institucij.

V času večjega odpiranja držav mednarodnim kapitalskim trgom zaradi rastočih trenj in valutnih kriz med državami članicami v sistemu Bretton Woods se je sicer sistem Bretton Woods leta 1971 po seriji špekulativnih napadov na zlate rezerve ZDA sesedel. Razvite države (z izjemo kar nekaj evropskih držav, ki so razvile lasten EMS in kasneje EMU sistem) so v 70. in 80. posvojile sistem upravljanja gibljivih tečajev.

Sistem z verodostojnim nominalnim valutnim sidrom, ki je bil osnovan na nizki inflaciji in bil združljiv z gibljivimi menjalnimi tečaji, je omogočal razvitim državam zopet bolj mirno obdobje. S tem razvojem se je problem valutnih kriz v razvitih državah (z glavno izjemo krize v sistemu EMS leta 1992 – kot je tudi vidno na Sliki 4.2) občutno zmanjšal v obsegu.

Bančne krize so se v letih od propada sistema Bretton Woods redno pojavljale. V vseh teh primerih je bil bančni sistem sicer varovan z varstveno mrežo, vendar so bančne krize postale solventnostne krize, ki so se reševale s fiskalnimi instrumenti države. Od začetka 90., ko so bile institucije pod boljšim nadzorom in regulacijo, ki je bila osnovana na tržnih spodbudi in cenovni stabilnosti, so postale bančne krize razmeroma redek pojav. Vse do pojava najnovejše finančne krize.

V nasprotju z razvitimi državami pa se je veliko razvijajočih se držav v povojnem obdobju, posebej v področjih južne Evrope, južne Amerike in Azije, soočalo z nemirnim finančnim okoljem. Te države so bile v postopku razvijanja lastnih fiskalnih in monetarnih institucij ali posvojevanja institucij in politik, kot so to narekovale mednarodne institucije. Kot ključni razlog za finančno nestabilnost teh držav se je najpogosteje navajala neustrezna finančna transparentnost, pogojena z nerazvitim finančnim sistemom. V skladu s konvencionalnim prepričanjem se lahko problem reši z izboljšanjem računovodskih standardov, večjo transparentnostjo in nadaljnjo liberalizacijo kapitalskega trga.

Vendar pa tega mnenja niso delili vsi, in kot navaja Palley (Palley 1999, 20), ti notranji vzroki ne upoštevajo, da kriza izvira iz finančne nestabilnosti in zmanjšane politične avtonomnosti, ki sta posledica hitrega odpiranja države v svet. Tako se je v preteklih nekaj desetletjih z odpiranjem gospodarstva in finančnega sistema vrsta držav izpostavila mednarodnemu okolju in sprostila kapitalske in druge tokove. Za vrsto držav v razvoju je bilo to odpiranje, ki je bilo v veliki meri pospešeno s strani mednarodnih finančnih institucij, usodno, saj se je, kot smo videli iz historičnega grafa, pojavnost finančnih kriz v teh državah povečala. Zato v analizo vnesimo pomemben vzročni moment finančnih kriz, finančno globalizacijo.

4.2 *Finančna globalizacija*

Globalizacija v smislu zmanjševanja mej v mednarodnem trgovanju je, široko gledano, tista, ki pripomore k rasti in dobrobiti (Bhagwati 2004). Finančna globalizacija je opredeljena kot vzpostavljanje vse bolj povezanega in enotnega finančnega trga na transnacionalni ravni (Tarzi 1999, 141).

Ključni dejavnik procesa finančne globalizacije je predvsem mobilnost kapitala med posameznimi kapitalskimi trgi. V tem primeru delimo kapital na dve vrsti, in sicer produktivni kapital, ki se pretaka in uporabi v realnem sektorju v obliki neposrednih investicij (produktivni kapital), ter finančni kapital, ki se kanalizira na finančnih trgih in je večinoma špekulativne narave (neproduktivni kapital).

V preteklosti, kot bomo videli, je finančno globalizacijo predstavljal predvsem tako imenovani produktivni kapital. Kot piše Obstfeld (Obstfeld 1998, 7), je do druge svetovne vojne živahen, odprt trg kapitala povezoval finančne centre v Evropi, celotno zahodno poloblo, Oceanijo, Afriko in

Daljni vzhod. Že v devetnajstem stoletju je investicijski kapital lahko iskal naložbe v infrastrukturo ameriških železnic, rudnikov zlata Južne Afrike, egiptovskega javnega dolga, perujski gvano, in še veliko več. Polaganje trans-atlantskega kabla leta 1866 zmanjša čas poravnave za medcelinske transakcije s približno deset dni (kolikor traja potovanje s parnikom med Liverpoolom in New Yorkom) na le nekaj ur. Ta ogromni napredek v komunikaciji bi se lahko štel kot najbolj pomembna sprememba na mednarodnem finančnem trgu.

Odprtost in pretočnost na mednarodnem finančnem trgu sta se med prvo svetovno vojno pretrgali, kratek povprek se je zgodil med letoma 1925 in 1931, nato pa so kapitalski tokovi pristali v veliki depresiji. V tistem času so državne vlade povsod omejevale mednarodni obseg poslovanja na domačih finančnih trgih tudi z uvedbo strožje regulacije in s prepovedjo nekaterih finančnih storitev in finančnih instrumentov. Druga svetovna vojna utrdi negativne trende na svetovnih kapitalskih trgih. Vse do leta 1950 so največja svetovna gospodarstva povezana le z najbolj osnovnimi in praviloma dvostranskimi trgovinskimi in finančnimi sporazumi.

Vendarle pa so se večji premiki kapitala (predvsem zasebnega) začeli dogajati v šestdesetih letih, dosegli zelo hitro rast v sedemdesetih in nato rasli še hitreje v osemdesetih letih dvajsetega stoletja (čeprav je glavnina globalnega kapitala v veliki meri zaobšla države v razvoju, v tem desetletju dolžniške krize). Globalni trend povečanja kapitalskih tokov in finančnega odprtja se je zgodil predvsem v devetdesetih letih, in sicer po stopnjah mobilnosti kapitala, ki je ni bilo že od začetka dvajsetega stoletja. To je razvidno tudi s Slike 4.3, ki kaže, da je zdajšnja pretočnost kapitala vsaj na višini pred dobrim stoletjem.

Tabela 4.1: Velikost neto kapitalskih tokov od leta 1870 do 1996 (izračunana povprečna vrednost kapitalskega računa kot delež v BDP)

Perioda	Argentina	Australija	Kanada	Danska	Francija	Nemčija	Italija	Japonska	Norveška	Švedska	V. Britanija	ZDA	Skupaj
1870 - 89	18,7	8,2	7,0	1,9	2,4	1,7	1,2	0,6	1,6	3,2	4,6	0,7	3,7
1890-1913	6,2	4,1	7,0	2,9	1,3	1,5	1,8	2,4	4,2	2,3	4,6	1,0	3,3
1914 - 18	2,7	3,4	3,6	5,1	--	--	11,0	6,8	3,8	6,5	3,1	4,1	5,1*
1919 - 26	4,9	4,2	2,5	1,2	2,8	2,4	4,2	2,1	4,9	2,0	2,7	1,7	3,1
1927 - 31	3,7	5,9	2,7	0,7	1,4	2,0	1,5	0,6	2,0	1,8	1,9	0,7	2,1
1932 - 39	1,6	1,7	2,6	0,8	1,0	0,6	0,7	1,0	1,1	1,5	1,1	0,4	1,2
1940 - 46	4,8	3,5	3,3	2,3	--	--	3,4	1,0	4,9	2,0	7,2	1,1	3,2*
1947 - 59	3,1	3,4	2,3	1,4	1,5	2,0	1,4	1,3	3,1	1,1	1,2	0,6	1,9
1960 - 73	1,0	2,3	1,2	1,9	0,6	1,0	2,1	1,0	2,4	0,7	0,8	0,5	1,3
1974 - 89	1,9	3,6	1,7	3,2	0,8	2,1	1,3	1,8	5,2	1,5	1,5	1,4	2,2
1989 - 96	2,0	4,5	4,0	1,8	0,7	2,7	1,6	2,1	2,9	2,0	2,6	1,2	2,3

Vir : Obstfeld 1998, 41

Prav zaradi te dvojnosti daje finančna globalizacija mešane občutke. Teorija pravi, da ko odpremo mednarodne kapitalske trge, bi se morala zvišati dejanska gospodarska rast, saj le-ta opravi boljše razporeditev virov preko posameznih držav in preko časa, zmanjša tveganja z izboljšavo diverzifikacije portfelja naložb, kar vsekakor velja za produktivni – podjetniški kapital.

Finančna odprtost v kombinaciji z odprtostjo finančnega trgovanja naj bi vodila k finančnemu razvoju, ki posledično zvišuje gospodarsko rast in s tem tudi omogoča višji življenjski standard za državljane. Vendar zgodovinska analiza tega ne potrjuje. Zato se bomo v nadaljevanju osredotočili predvsem na gibanje finančnega kapitala.

Proces globalne finančne integracije oziroma finančne globalizacije po Crockettu (Crockett 2000, 1) razčlenimo na štiri pojave:

- zmanjševanje pomena geografskih meja, ki so bile ovira za gibanje finančnih tokov;
- brisanje meja med različnimi segmenti finančnega trga oziroma posameznimi finančnimi institucijami, saj so se različne institucije med seboj ali povezale ali vstopile na druga področja trga;
- globalizacija in konsolidacija ključnih institucionalnih igralcev, saj omejeno število velikih finančnih institucij obvladuje ključne trge in ponuja širok izbor finančnih storitev, bančni sistemi posameznih držav pa so večinoma pod vplivom manjšega števila dominantnih bank.
- vse večja izpopolnjenost finančnih storitev. Širok spekter izvedenih finančnih instrumentov je omogočil ločevanje različnih tveganj, njihovo ovrednotenje in ločeno trženje v obliki različnih finančnih produktov.

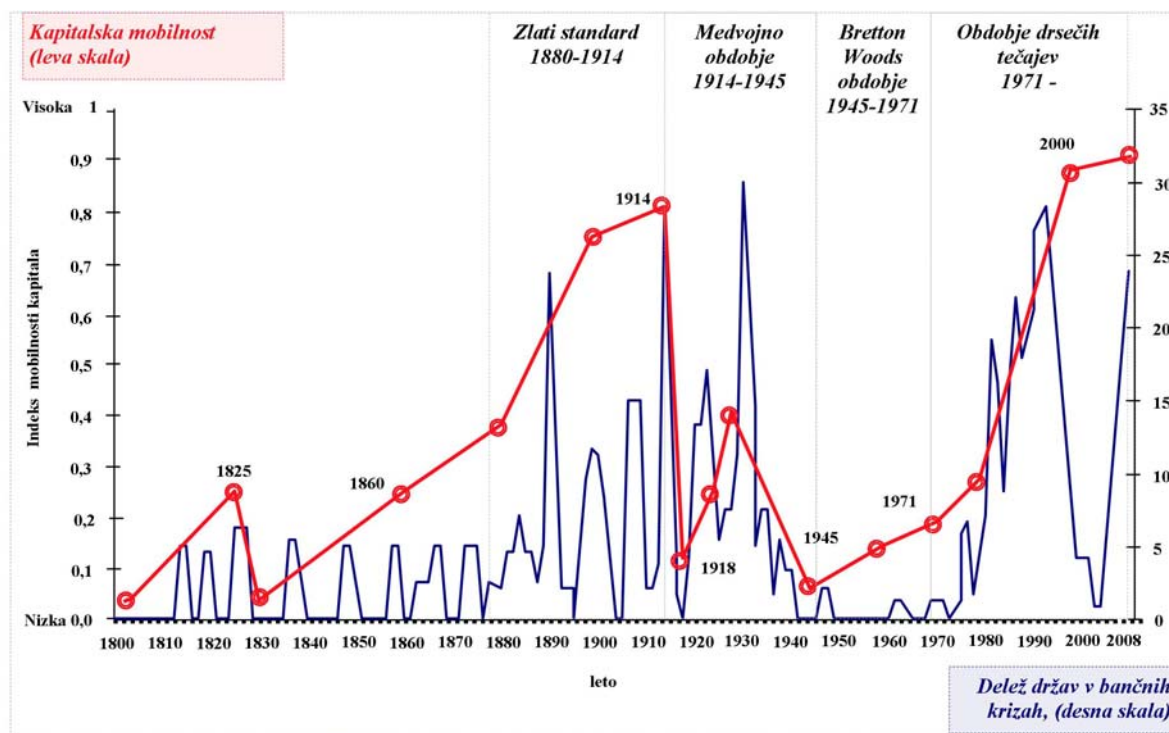
Poglejmo sedaj, kakšna je morebiti vzročna zveza med finančno globalizacijo in pojavom finančnih kriz. Združljiva z moderno teorijo kriz obstaja visoka korelacija med vedno večjo oziroma prosto mobilnostjo kapitala (finančna globalizacija) in finančnimi krizami. Obdobja visoke mednarodne kapitalske mobilnosti so znova in znova izzvala obdobja finančnih – bančnih kriz, ne samo najbolj znanih iz bližnje preteklosti v devedesetih letih 20. stoletja, ampak tudi zgodovinsko gledano (Reinhart in Rogoff 2008, 7).

To nam prikazuje tudi Slika 4.3, ki kaže triletno povprečje deleža vseh držav, ki so izkusile bančne krize (desna skala) in indeks kapitalske mobilnosti (leva skala), povzeto po Obstfeld in Taylor (2002).

Bordo (Bordo 2007, 7) piše, da dokazi vodijo k zaključku (osnovan na podatkih nedavnega obdobja globalizacije), da mednarodna finančna integracija ni nujno povezana s precejšnjo višjo gospodarsko rastjo. Ugotovili so, da je finančna globalizacija imela pozitivne učinke na rast bolj ali manj le v obdobju od leta 1900 do 1913.

Drugi del literature, ki ga omenja Bordo (Bordo 2007, 9), pa dokazuje, da je finančna globalizacija za neto državno bilanco dobra za rast, ne glede na dejstvo, da lahko slej ko prej vodi k finančnim krizam. Tornell in Westermann nudita kot dokaz seznam razvijajočih držav med leti 1980 do 2000, katere so odprle mednarodno trgovanje in podprle finančno liberalizacijo (tako domačo kot mednarodno) ter tako zvišale svojo gospodarsko rast (Bordo 2007, 9).

Slika 4.3: Mednarodna kapitalna mobilnost in pojav bančnih kriz – za države v obdobju od 1800 do 2008 (merjeno z njihovim deležem v strukturi svetovnega prihodka)



Vir : prirejeno po Reinhart in Rogoff (2008, 8)

Dogajanje in stanje na svetovnih finančnih trgih je v veliki meri posledica finančne deregulacije oz. liberalizacije, ki se je dogajala v zadnjih letih. Usmeritev gospodarske politike svetovnih centrov moči je šla predvsem v smeri liberalizacije, ki je prinesla zmanjšanje nadzora in regulacije nad finančnim sektorjem in finančnimi institucijami.

V ZDA je z odpravo Glass-Steagall akta²³ (angl. *Glass-Steagall Act*) leta 2001 prišlo do postopnega odpravljanja pravnih meja med komercialnim bančništvom, zavarovanji in investicijskim bančništvom (Claessenes, 2006). Ukinitvev Glass-Steagall akta je na široko odprla vrata regulatorni arbitraži, ki je omogočala institucijam izbiro regulatorja po svoji želji.

Liberalizacija finančnih tokov²⁴, kot je zapisal Svetličič (Svetličič 1996, 85), in informacijska revolucija omogočata silno hitrost pretokov kapitala ter omogočata hkrati nastanek vrste inovativnih finančnih instrumentov. Zato se omejevanje gibanja kapitala ne zdi smiselno, ker finančne inovacije danes lahko nadomestijo formalno omejevanje liberalizacije gibanja finančnega kapitala, ki tako postane impotentno.

²³ Glass-Steagall akt (angl. *Glass-Steagall Act*) sprejet leta 1933 v ZDA je ločil komercialno bančništvo od investicijskega.

²⁴ Prve so liberalizirale pretok kapitala ZDA, Švica, Kanada in Nemčija (1973). Sledila je Velika Britanija, ki je odpravila devizni nadzor leta 1973, Japonska 1980, Francija in Italija 1990, Španija in Portugalska pa 1992 leta.

Trenutno poznamo veliko regulatornih agencij, specializiranih za svoja področja, a nobene za celotno stabilnost finančnega sistema. Nekatere agencije imajo višje regulatorne standarde, nekatere pa nižje, in prav k tem so se finančne institucije »zatekle« s pomočjo regulatorne arbitraže. Tako so sprejemale velika tveganja brez ustreznega kapitalskega kritja. Finančne institucije so tudi nemoteno razvijale nove kompleksne izvedene finančne instrumente in trgovale z njimi. Kot ugotavlja Bernanke, »je velika napaka tudi, da se trenutno trg pretirano regulira prek Adam Smithove nevidne roke trga in ne prek jasnih pravil (Bernanke, 2007).

Te trditve potrjuje tudi nobelovec Joseph E. Stiglitz (Stieglitz 2008, 12): »Mislim, da primeri Northern Rock, Fanny Mae, Freddie Mack in drugi nazorno kažejo, da finančni trgi ne morejo delovati brez nadzora, da se morajo po pomoč obračati na vlade. Mislim, da nihče več ne verjame v sposobnost in moč trgov, da delujejo sami po sebi. Po svoje je to res konec neoliberalne paradigme, še vedno pa poteka velika razprava o tem, kaj nas čaka v prihodnosti, kaj pride potem.«

Podobno trdi Kovač (Kovač, 2008), ki pravi, da trg brez regulacije ne more preživeti in tudi danes se finančne krize rešujejo s političnim intervencionizmom. Trg in država sta povezani in ne alternativni instituciji. Trg deluje prek monopola in ekonomska konkurenca prek koncentracije moči, država pa mora oba nadzirati, omejevati in ju usmerjati.

Zaradi tržnih nepopolnosti finančni sistemi potrebujejo »pravila igre« in močno regulacijo in v primeru že spočete krize državno intervencijo, da se težave lahko rešijo. Vlade in centralne banke imajo pomembno vlogo tako na mednarodnem kot domačem polju.

V tem delu ne moremo mimo dejstva, da smo prav v tem trenutku v eni izmed največjih kriz, ki se je iz finančnega sektorja prelila tudi v realno gospodarstvo z znižanjem gospodarske aktivnosti in povečanjem nezaposlenosti predvsem na razvitih trgih. Kot smo bili priča v času te krize, se lahko finančni stres širi hitro in enostavno prek državnih meja.

Ob tem Mrak (Mrak 2002, 645) opozarja, da »globalizacija finančnih tokov in vse večje prepletanje dejavnosti na področjih bančništva, zavarovalništva in vrednostnih papirjev zahtevata povečano stopnjo koordinacije institucij, ki so zadolžene za nadzor«. V posameznih državah je zato, kot navaja avtor, že mogoče opaziti okrepljeno sodelovanje med nadzornimi institucijami za posamezne dele finančnega sektorja, pa tudi njihovo združevanje.

Prav zaradi finančnih kriz, ki danes niso omejene samo na posamezno državo, ampak se lahko prelijejo v mednarodni sistem, je postala potreba po intenzivni in usklajeni mednarodni koordinaciji nujna. Poglobitev sodelovanja in unifikacije predpisov in mednarodnih finančnih standardov je tako

potrebna predvsem zaradi preprečevanja in omejevanja globalnih finančnih kriz, ki ne poznajo mednarodnih meja. Zato prihaja do delnega poenotenja in konvergence posameznih finančnih sistemov.

Ko preučujemo učinke finančne globalizacije, je pomembno, da opredelimo še en vidik globalizacije, predvsem negativno posledico finančne liberalizacije, ki bi lahko povzročila preobrat v procesu finančne globalizacije – izgubo politične avtonomije nacionalne države (Helleiner v Boyer in Drache 1996, 195), ki se kaže predvsem v nezmožnosti ciljnega vodenja lastne fiskalne in monetarne politike posamezne države in tako omejuje sposobnost centralnih bank in vlad.

Zato, kot piše Svetličič (Svetličič 1996, 85), finančna globalizacija ni integrirala posameznih trgov kapitala v smislu prenosov realnih virov, niti prispevala h konvergenci obrestnih mer, temveč je povečala nestanovitnost tečajev, predvsem pa je povečala tveganja, ker stimulira špekulativne plasmaje. To špekulativno pretakanje kapitala naj bi ogrožalo nacionalno suverenost, saj so države vse bolj nemočne v zaščiti svojih nacionalnih interesov, ker jim uspešnost lastnih monetarnih in fiskalnih instrumentov erodira. Seveda globalizacija sama predstavlja za posamezno državo glede njene razvitosti tudi povsem drugačen pogled glede prednosti odpiranja svojih trgov tujim finančnim institucijam.

Zato regulatorji in nadzorniki po večini še vedno delujejo v okvirih posamezne države, kar onemogoča dosleden mednarodni nadzor nad finančnimi institucijami in celovito globalno aktivnost preprečevanja finančnih kriz. To pa le-te izkoriščajo tako, da običajno svojo dejavnost selijo k jurisdikcijam z ohlapnejšimi standardi, kar ustvarja tekmovalnosti za vsako ceno, kar krepi sistemsko tveganje celotnega svetovnega finančnega sistema.

Posamezne države imajo različne finančne sisteme. Vendar je recept za preprečitev kriz v osnovi podoben v vseh državah, torej stabilen, vzdržen finančni sistem in finančna politika. Finančna regulacija je zapletena, saj vključuje veliko različnih vrst le-te. Avtor Saunders (Saunders 2000, 93) navaja šest ključnih področij nadzora: varnosti poslovanja, denarne politike, naložbene politike, zaščite potrošnikov, zaščite vlagateljev ter izdajanja licenc in vstopa v panogo. Vsaka vrsta regulatorne ureditve ima neki svojsten ekonomski "trade-off".

Regulatorne standarde, ki prevladujejo v finančnem sistemu, lahko razvrščamo po posameznih lastnostih: ureditev bonitetnih standardov, standardi za zaščito vlagateljev, finančno – tehnični standardi, nadzorni standardi nad institucijami in udeleženci na finančnih trgih, regulativa izvrševanja pravnih norm in druga pomožna ureditev, na primer finančne ureditve za boj proti kriminalu.

Za uspešno globalno delovanje finančnega sistema(ov) in protikrizno delovanje morajo v prihodnje gospodarsko najmočnejše države sveta (to je predvsem skupina G20) koordinirati posamezne

regulatorne ureditve in aktivnosti oziroma skupno koordinirati mednarodno finančno politiko ter se poenotiti glede štirih najpomembnejših področij, in sicer (Roth, 2009):

- regulaciji kapitalskih standardov (angl. *regulatory capital standards*)
- nadzoru globalnih finančnih trgov (angl. *oversight of global financial markets*)
- nadzoru mednarodno aktivnih finančnih institucij (angl. *supervision of internationally active financial firms*)
- menedžmentom preprečitve nadaljnjih kriz (angl. *crises prevention management*)

Izkaže se, da je zaradi kompleksne interakcije med vsemi področji nadzora, razlik v zakonodajah, njihovi razvitosti in nenazadnje strateških gospodarskih ciljih držav težko vzpostaviti integriran mednarodni finančni regulatorni okvir.

Kot pišeta Marco Becht in Luis Correia da Silva (v Sapir 2009, 203), se regulatorji in politiki zavedajo, da je finančni sistem v praksi do neke mere že močno povezan na globalni ravni. To so pokazale že pretekle finančne krize v devetdesetih letih 20. stoletja (kriza v Aziji, Rusiji in Braziliji). Prav azijska kriza je pomembno vplivala na tradicionalno gledanje pri upravljanju globalne finančne stabilnosti. Poleg sodelovanja pri delovanju monetarne politike na makro ravni se je pojavila potreba po širitvi sodelovanja na nova področja, kot so davčna preglednost, preglednost računovodskih standardov, revizije plačilnega prometa in poravnava, upravljanje družb, tržne integritete in insolventnosti. Že takrat se je oblikoval Forum za finančno stabilnost (angl. *The Financial Stability Forum-FSF*), ki se je prvič sestal v aprilu 1999 v Washingtonu. Trenutno FSF združuje predstavnike ministrstev, centralnih bank in regulatorjev finančnih storitev, skupaj z Evropsko centralno banko (ECB) in mednarodnih organizacij in komitejev.

Najpomembnejšo vlogo pri pripravi regulatorne zakonodaje in standardov danes vsekakor igrajo ZDA in Evropska unija (EU), ki sta po razvitosti in globini finančnih trgov prvi na svetu. Taka kritična masa nekaj velja tudi v nameri unificiranja mednarodnih standardov in pravil na globalni ravni. Kljub vseprisotni želji po standardiziranju poslovanja na mednarodni ravni pa je vpeljava skupne regulative težavna naloga.

To je predvsem posledica splošnih nesoglasij tako znotraj držav članic EU kot tudi z ZDA, saj ima vsaka heterogene preference in cilje. Nekatere države vidijo konkurenčno prednost zase pri sprejemanju svojih lastnih standardov. Drugič, če so bonitetni, tehnični ali standardi zaščite vlagateljev neločljivo povezani z nadzorom regulativnih standardov, le-ti zahtevajo tudi skupni pristop pri nadzoru in izvrševanju sankcij. Vendar je to je izvedljivo le, če se je izvršilna oblast v posameznih državah pripravljena odreči suverenosti.

Zato je rezultat, vsaj kar zadeva EU, ta, da EU sprejme manj usklajenih predpisov, kot to predlaga stroka, kar vodi k razdrobljenosti, nezdržljivosti ter podvajanju funkcij nadzora. Zato obstajajo zahteve po minimalnih standardih, ki naj veljajo na svetovni ravni.

Kot primer podajamo predloge sistemskih ukrepov, ki jih izvajajo oziroma jih bodo izvajale posamezne države. Ne bomo se spuščali v podrobnosti, prikažemo osnovne ukrepe in njihovo dinamiko.

Prvi izmed teh je namenjen utrjevanju globalnega finančnega sistema in bo pomembno vplival na sestavino finančnega sistema na svetovni ravni na področju bančništva – kapitalski sporazum BASEL III.

Drugi opisani primer nadnacionalnih sistemskih ukrepov pa je odgovor predvsem na finančno krizo v evropskem monetarnem sistemu. Euro kot denarna valuta se danes spričo nestabilnosti posameznih držav, ki imajo euro kot lastno valuto, srečuje z doslej največjo krizo.

▪ **Glavni cilji novega kapitalskega sporazuma BASEL III**

Nova pravila za ugotavljanje kapitalske ustreznosti bank BASEL III, ki jih pripravlja Baselski komite za bančni nadzor²⁵ (angl. Basel Committee on Banking Supervision – BCBS), naj bi bolje povezala regulativne kapitalske zahteve z dejanskim ekonomskim kapitalom, ki ga banke potrebujejo glede na obseg in tveganost svojih poslov.

Glavni poudarek izhaja še iz prejšnjega sporazuma (BASEL II) in temelji na obravnavanju minimalnih zahtev za kapitalsko ustreznost (bolj učinkovita obravnava kreditnega tveganja, kapitalskim zahtevam za kreditno tveganje pa so dodane tudi zahteve za operativno tveganje). Ostrejša bo obravnava posameznih tehnik za upravljanje s kreditnimi tveganji in finančnimi inovacijami (npr. kreditno izvedeni finančni instrumenti).

Enako kot vse do sedaj bo novi sporazum ohranil poslanstvo starih, to je promoviranje varnosti in stabilnosti finančnega sistema. Še naprej naj bi bil usmerjen v izenačevanje konkurenčnih pogojev v poslovanju bank po vsem svetu (angl. *level playing field*).

Novi kapitalski sporazum se bo podobno kot vsi dosedanji baselski dokumenti osredotočal na mednarodno aktivne banke, uporabnost načel pa bo veljala za vse banke, ne glede na raven njihove kompleksnosti oz. sofisticiranosti.

²⁵ Baselski komite za bančni nadzor (angl. *Basel Committee on Banking Supervision - BCBS*), pripravlja mednarodna pravila in predpise za pospeševanje stabilnosti v globalnem finančnem sistemu, ki jih nacionalni regulatorji implementirajo v svojo zakonodajo, pričakuje, da bo jeseni 2010 izglasovan novi dogovor. Določil bo tudi implementacijski (angl. *grace period*) čas za banke, da izvedejo tranzicijo na nove standarde.

Slika 4.4: Shema predlaganih dopolnitev in sprememb pravil za BASEL III za nacionalne regulatorje in vlade

BASEL III	KAPITALSKA USTREZNOST	Napovedujejo se ostrejšše kapitalske zahteve za banke, v smeri povečanja potrebnega kapitala bank in bolj precizno definiranje, kaj se lahko upošteva kot kapital v bilanci banke.	
		ZAHTEVANI NIVO KAPITALA (angl. <i>capital levels</i>)	KAPITALSKA UPRAVIČENOST (angl. <i>capital eligibility</i>)
	DAVKI in PLAČILA	Pripravljajo se nove usmeritve glede obdavčenja, dajatev in bonusov. Sprejem zakonodaje bo v večji meri v pristojnosti posameznih držav, da ustvarijo sebi primerno poslovno okolje.	
		DAJATVE (angl. <i>Levies</i>)	BONUSI (angl. <i>Bonuses</i>)
	LIKVIDNOST	Predlogi glede likvidnosti bodo določali nivoje likvidnih sredstev, ki jih mora posamezna banka imeti.	
		KRATKOROČNA LIKVIDNOST (angl. <i>Short term liquidity</i>)	DOLGOROČNA LIKVIDNOST (angl. <i>Long term liquidity</i>)
	UKREPI ZA VARNEJŠE BANKE	Basel III podaja usmeritve nacionalnim vladam, da določijo standarde za banke, ki so po mnenju nacionalnih vlad, prevelike, da bi propadle in bodo pod posebnim nadzorom regulativnega organa. Regulativa bo usmerjena tudi v iskanje poti za reševanje sistematičnega tveganja, ki ga predstavljajo globalne banke in kapitalski trgi.	
		KAPITALSKE REZERVE (angl. <i>Capital buffers</i>)	PLANIRANJE (angl. <i>Planning</i>)
		PRISILJENO RESTRUKTURIRANJE (angl. <i>Forced restructuring</i>)	TRGOVANJE ZA LASTEN RAČUN (angl. <i>Proprietary Trading</i>)

Vir : prirejeno po Masters (2010)

Posamezna priporočila, ki bodo sestavljala BASEL III, bodo države vključile v svojo nacionalno zakonodajo. Vendar bodo prav posebnosti v samem finančnem sistemu države močno vplivale na to, katere praktične rešitve bodo države uporabile v svoji zakonodaji. Vendarle je na podlagi danih usmeritev lahko zaslediti zmanjševanje razlik v posameznih nacionalnih zakonodajah, viden je močan premik k upoštevanju in implementaciji mednarodnih standardov, torej v smeri večjega poenotenja oziroma konvergence – finančni sistemi različnih držav so začeli prevzemati lastnosti in rešitve drugih sistemov. Tako se približujemo k vse bolj uniformim rešitvam in sestavi finančnih sistemov. Seveda razlike obstajajo in ostajajo.

- **Reševanje EVRA**

Kot drugi primer nadsacionalnega reagiranja je današnje reševanje skupne evropske valute EVRA, ki je postal primer povezanosti finančnega sistema in družbenega sistema, oziroma celo političnega preživetja Evropske skupnosti. V začetku sta skupna evropska valuta in evropski monetarni sistem veljala za politični projekt, ki prinaša nedvoumne ekonomske koristi vsem pridruženim državam v tem sistemu. Če povzamem Kovača (Kovač, 2010), je evro kot skupna denarna valuta državam EU

in članicam Evropske monetarne unije (EMU) zagotovil stabilnost menjalnih tečajev, globalna kredibilnost evra je znižala tveganja spekulativnih valutnih napadov. Evropska centralna banka (ECB) je zagotovila usklajeno monetarno politiko in večjo finančno integracijo, zahteva fiskalno disciplino in spodbuja konvergenčna strukturna prilagajanja. EMU je predstavljala pomembno fazo v regionalni ekonomski integraciji. Vendar, kot ugotavlja Kovač (2010), je prehod od finančne in bančne krize h krizi realnega sektorja, od kreditne krize držav do globalne valutne krize vse obrnil na glavo. Občutno znižanje gospodarske aktivnosti, posledično nižji davčni prihodki, povečanje brezposelnosti ter tako povečanje odhodkov zaradi socialnih transferjev, državne garancije za bančne depozite so v hipu porušili ciljano fiskalno vzdržnost držav. Pomembni posledici sta bili enormno povečanje proračunskega primankljaja posameznih držav kot tudi celotnega državnega dolga v državah EU in EMU.

Tako kot se je iz majhnega segmenta hipotekarnih posojil na ameriškem trgu kriza prelila v sistemsko krizo globalnega finančnega sistema, se je v bolj regionalni obliki kreditna kriza nacionalnih držav (Grčija, Irska in druge) prelila v valutno krizo in celo krizo zaupanja v skupno evropsko valuto. Tako je reševanje evra postalo ključno za gospodarsko in politično preživetje EU in njeno prihodnost. Kot piše Kovač (Kovač, 2010), sta kreditna in valutna kriza izostrili politični problem EU. Zato je EU k reševanju nastale situacije pristopila koordinirano, predvsem pa s politično odločitvijo k povečevanju evropske monetarne integracije in večje fiskalne federalizacije. V prihodnosti lahko pričakujemo kar nekaj ukrepov na ravni EU in evropskih inštitucij (krepitev fiskalnih pravil, globlji makroekonomski nadzor, neodvisne naddržavne regulatorne institucije in drugi), ki jih bodo morale države članice EU oziroma EMU vključiti tudi v svoje zakonodajne in regulatorne rešitve.

Na tej osnovi se lahko opredelim tudi do postavljenega raziskovalnega vprašanja in potrdim, da: *»obstaja povezava med implementacijo mednarodnih standardov in razvojem finančnega sistema posamezne države.«*

Vseeno velja Bergerjeva splošna ugotovitev (Berger 2003, 10), da v gospodarsko razvitih državah kljub odpiranjem finančnih trgov domače finančne institucije obdržijo pomembne tržne deleže za nekatere finančne storitve, kar nakazuje, da domače finančne institucije izkoriščajo lastne konkurenčne prednosti in tako bistveno omejujejo npr. globalno povezovanje v bančnem sektorju. V nasprotju s tem lahko tuje razvite finančne institucije dobijo veliko večje tržne deleže v nekaterih manj razvitih državah zaradi svojih konkurenčnih prednosti, ki jih imajo le-te pred domačimi institucijami, ki so manj razvite.

Postavljeno drugo delovno hipotezo, ki pravi, da

H2. : *»Zaradi vse večje odprtosti in medsebojne povezanosti finančnih trgov ter prostega pretoka kapitala se danes in v prihodnosti povečujejo možnosti pojava novih globalnih finančnih kriz, ki jih je potrebno reševati ne parcialno, ampak predvsem z usklajenim in koordiniranim delovanjem mednarodne finančne politike«,*

lahko na podlagi predhodno predstavljenih dejstev potrdimo.

5 SKLEP

V magistrski nalogi je bil predmet raziskovanja finančni sistem, ki igra centralno vlogo tako v posameznem narodnem gospodarstvu kot tudi v mednarodnem prostoru. Zaradi kompleksnosti in obširnosti pojma finančni sistem je obravnavana tematika zahtevala celovito analizo, s katero sem lahko odgovoril na začetku zastavljena raziskovalna vprašanja in potrdil postavljene hipoteze. Že ob pisanju magistrske naloge sem naletel na različne, pogosto celo nasprotujoče si razlage. Zato sem v prvem delu natančno opredelil in definiral pojem finančni sistem kot celovit koncept medsebojnih interakcij med ponudbo in povpraševanjem po kapitalu in ostalih povezanih finančnih storitvah, ki vključujejo tako ne samo finančne tokove, ampak tudi informacijske tokove ter tokove potencialnega in dejanskega vpliva.

Različni so tudi sami pristopi k analizi finančnega sistema, ki pa se med seboj dopolnjujejo. Pri opisu posameznih elementov, ki sestavljajo finančni sistem, sem se poslužil predvsem klasičnega institucionalnega in posredniškega pristopa z osredotočanjem na gradnike sistema (finančni trgi, instrumenti, posredniki in finančni tokovi) ter njihove medsebojne interakcije. V tem prvem delu sem še poseben poudarek dal vlogi države, ki je močno vpeta v delovanje finančnega sistema, oziroma kot sem ugotovil, je finančni sistem del finančno-politične skupnosti posamezne države in mednarodnega okolja. Na tej osnovi sem lahko opredelil tudi različne tipe upravljanja, ki finančni sistem kot gospodarsko enoto neposredno povezujejo z realnim sektorjem gospodarstva. Krajši oris zgodovinskega razvoja finančnih sistemov kaže sliko institucionalnega razvoja sistema, ki se je odzival na potrebe takratnega časa.

Po celoviti analizi finančnega sistema sem lahko preveril hipoteze in odgovoril na raziskovalna vprašanja, zastavljena na začetku disertacije. Temeljna teza trdi, da finančni sistem predstavlja enega od osnovnih družbenih sistemov posamezne države. Ker se države v svojem ustroju in delovanju v mnogočem razlikujejo, ni pričakovati, da bi obstajal edinstven sistem delovanja in organizacije finančnega sistema, ki bi bil enak za vse družbe oziroma države.

Prva delovna hipoteza se tako glasi :

H1. : »Enovit model finančnega sistema, ki bi bil ustrezen za vse države in njihova gospodarstva, ne obstaja. Ustroj finančnega sistema posamezne države se oblikuje glede na značilnosti in potrebe le-te.«

Posamezne države imajo različne in različno razvite finančne sisteme. Zaradi lažjega razumevanja smo finančne sisteme delili na osnovi orientiranosti finančnega sistema in jih binarno opredelili kot: bančno oz. tržno orientirani finančni sistem.

Ugotovili smo, da na razvoj finančnega sistema vplivajo različni faktorji. Naše raziskovalno vprašanje se je glasilo: *»Ali lahko identificiramo posamezne faktorje, ki so vplivali in vplivajo na vrsto finančnega sistema, ki se je oblikoval v posamezni državi?»*

Večina razlag se osredotoča na dva glavna faktorja pri razvoju finančnih sistemov, in sicer pravno osnovo ter percepcijo tveganja v posamezni družbi. Tezo o povezanosti med obliko finančnega sistema in pravnim redom države lahko do neke mere potrdimo s primerjalno analizo posameznih držav. Pravni red se je v državi oblikoval glede na politični sistem, ki ga je država vzpostavila. To velja tako za evropske države kot tudi države, ki so svoje družbene podsisteme prevzele po večini od svojih kolonizatorjev in jih adaptirale na svoje lastne temelje. Ugotovili smo, da po večini v državah s kontinentalnim pravnim redom prevladuje bančno orientiran finančni sistem. Podobno velja za države z anglosaškim pravnim redom, kjer prevladuje tržno orientiran finančni sistem. Vendar se povezava s časom izgublja, saj prav razvoj pravnih norm oziroma prevzemanje posameznih pravnih rešitev in regulatornih načel, vpeljava mednarodnih standardov v nacionalne finančne sisteme in s tem konvergenca pravnih redov briše ostro začrtano mejo med različnimi pravnimi osnovami in korelacijo z vrsto finančnega sistema. Vendarle je pravni sistem le eden od identificiranih faktorjev, ki soblikuje finančni sistem v državi.

Druga razlaga kaže povezavo med razvojem finančnega sistema in percepcijo tveganja v družbi, ki je faktor narodne kulture. Narodna kultura je sestavljena iz vrednot, ki vplivajo na razpoloženje ter oblikujejo vedenje in s tem zaznavanje sveta. Ena izmed ključnih sestavin kulture je med drugim tudi religija. Ugotovili smo, da se finančni sistemi razlikujejo v svojih možnostih pri upravljanju tveganj v ekonomiji in družbi. Nato smo v primerjalno analizo vpeljali empirični indeks Izogibanja negotovosti (UAI), da povežemo narodno kulturo z zasnovo finančnega sistema. Ugotovili smo, da imajo narodi s povprečno visoko vrednostjo indeksa UAI ponavadi negativen pogled na konkurenco, konflikte in preferirajo bančno osnovane finančne sisteme, in obratno velja, da bodo imele države z nižjo vrednostjo indeksa UAI tržno osnovane finančne sisteme.

Tudi tretji pogled vključuje dokazljive faktorje, ki vplivajo na zasnovu in razvoj finančnega sistema. Osvetljuje predvsem družbeno-politične faktorje, s katerimi moderna politična ekonomija analizira trende konvergence finančnih sistemov. Ti faktorji so močno prisotni predvsem v zadnjem stoletju, in sicer politični kolapsi v posameznih državah, predvsem kontinentalne Evrope, uničevalni konflikti, vojne, okupacije, gospodarske recesije in inflacija. Kot močan politično-ekonomski faktor razvoja finančnih sistemov je tudi politika borbe proti komunizmu in s tem močna podpora delavskemu gibanju in odločitev za močno socialno državo. Na podlagi primerjalne analize lahko tako z gotovostjo potrdimo, da so imela politična dogajanja močno vlogo na razvoj finančnih sistemov. Odgovor na postavljeno raziskovalno vprašanje je potrjen, ter lahko trdimo,

da z veliko verjetnostjo lahko identificiramo nekaj najpomembnejših faktorjev, ki so odločilno vplivali in še naprej vplivajo na razvoj finančnega sistema posamezne države.

Da bi odgovorili na naslednje raziskovalno vprašanje »*Katere lastnosti finančnega sistema prevladujejo glede na različne zgodovinske, ekonomske, kulturne ter politične značilnosti v državi?*« smo primerjali posamezne države med seboj glede na njihove značilnosti, in ugotovili, da imajo razviti tržno osnovani finančni sistemi (primerjalna subjekta sta ZDA in Velika Britanija) po večini svoj pravni red osnovan na sistemu anglosaškega prava, medtem ko so bančno osnovani finančni sistemi izhajajo iz tradicije kontinentalnega prava.

Primarna religija za primer tržno osnovanega finančnega sistema je protestantska, državi nista imeli večjih političnih disturbcij (npr. brez neposredne okupacije vsaj v zadnjih 200 letih), kar se odraža tudi z nizkim indeksom UAI, kar pomeni višjo naklonjenost konkurenčnim odnosom v družbi, višji toleračni prag tveganja, nižjo potrebo po zanesljivosti. Lastnost te vrste finančnega sistema je tudi visoka razpršenost lastniške strukture (brez obvladajočih delničarjev na delniških trgih), močna zaščita delničarjev in šibkejša zaščita delavstva.

Bančno osnovani finančni sistemi (primerljive države Nemčija, Japonska, Francija) so vse utemeljene na kontinentalnem pravnem redu, glede religije niso poenotene, visoko primerljiva je lastnost oziroma element politične nestabilnosti, predvsem v 20. stoletju (vojna, okupacija, propad državnih gospodarstev, politični pretresi), ko je odigral pomembno vlogo pri spreminjanju družbenih norm in oblikovanju narodne klime, kar se izkazuje v indeksu UAI, ki je za te države visok, kar izraža višjo stopnjo negotovosti in posledično usmerjenost k izogibanju tveganja. Na kapitalstskih trgih prevladuje koncentrirana lastniška struktura, zaščita delavcev je v vseh treh primerljivih državah vsaj srednje visoka. Razlike pa se pojavljajo pri zaščiti delničarjev, vendar konvergenca finančnih sistemov vodi v smeri povečanja zaščite delničarjev.

Ko sem preverjal, »*Ali je mogoče ugotoviti, katera oblika finančnega sistema je bolj učinkovita oziroma bolj prispeva k višji družbeni blaginji v posamezni državi,*« sem v empirično analizo vpeljal več držav in za učinkovitost uporabil kazalnik razvitosti oziroma višino bruto domačega proizvoda na prebivalca za posamezno državo. Iz analize sledi, da ne moremo natančno opredeliti, katera oblika finančnega sistema je bolj učinkovita in tako bolj prispeva k družbeni blaginji v posamezni državi. Bolj kot oblika finančnega sistema je pomembna ugotovitev, da samo učinkovito dodeljevanje sredstev in nadzor nad upravljanjem s temi sredstvi spodbuja učinkovitost gospodarjenja. Torej, da finančni sistem z učinkovito delujočimi regulatornimi in pravnimi institucijami močno vpliva na ekonomsko stanje države. Ugotovili smo, da danes tudi države z razvitim finančnim sistemom ne dosegajo kriterijev celovitosti finančnega sistema, kot smo ga teoretično opisali v nalogi.

Kot primer lahko vzamemo ZDA, za katere pač ne moremo trditi, da vodijo zdravo politiko javnih financ in odgovorno upravljajo z javnim dolgom. Vendar se njihov regulatorni sistem izkaže kot izjemno učinkovit in neodvisen, kar nedvoumno pripomore k čim boljšemu razvoju finančnega sistema.

Glede na navedeno lahko potrdim svojo prvo delovno hipotezo, in sicer da: ***»Enovit model finančnega sistema, ki bi bil ustrezen za vse države in njihova gospodarstva, ne obstaja. Ustroj finančnega sistema posamezne države se oblikuje glede na značilnosti in potrebe le-te.«***

Nadalje smo ugotovili, da finančne krize niso nič novega in da se pojavljajo skozi celotno obdobje nastanka kapitalističnih odnosov v družbi in tudi prej. So pa pomembne predvsem zaradi dejstva, da krize predstavljajo močan pritisk na deležnike, ki oblikujejo finančne sisteme v državah in na mednarodni ravni in so v preteklosti kot tudi danes imele močan učinek na smer razvoja finančnih sistemov. S procesom odpiranja svetovnega gospodarstva in predvsem finančno globalizacijo – povezovanje in formiranje enotnega finančnega trga na transnacionalni ravni – pa finančne krize niso omejene zgolj le na posamezno državo ali regijo, ampak na ves svet. Zato lahko danes zasledimo vse bolj enovito pripravo regulatornih zasnov in zmanjševanje razlik v posameznih nacionalnih zakonodajah, opazen je močan pritisk nadnacionalnih teles k implementaciji usklajenih mednarodnih standardov, kar pelje v smeri vse večjega poenotenja oziroma konvergence finančnih sistemov držav. Na tej osnovi se lahko opredelim tudi do postavljenega raziskovalnega vprašanja in potrdim, da *»obstaja povezava med implementacijo mednarodnih standardov in razvojem finančnega sistema posamezne države.«*

Vzrok sinhronizacije nacionalnih zakonodaj in regulativ na področju finančnih sistemov je vsekakor finančna globalizacija in odpiranje meja prostemu pretoku kapitala, ki se še močno okrepi predvsem v času po finančni krizi. Vendar ima finančna liberalizacija tudi negativno posledico finančne krize, in sicer predvsem izgubo politične avtonomije nacionalne države pri vodenju lastne fiskalne in monetarne politike, oziroma v času negativnih gibanj celo podrejanje državnega delovanja mednarodnim telesom in mednarodnim standardom. To pa je lahko v nekem trenutku za vlade in državljane posamezne države zelo boleče.

Glavna ugotovitev opravljene analize je, da v svetu obstaja veliko število posameznih vrst finančnih sistemov držav, ki pa imajo nekaj skupnih lastnosti, po katerih jih lahko razvrščamo. Prav zaradi nekaterih specifičnih lastnosti naroda v državi – pravna podlaga sodnega sistema, kulturne vrednote naroda, specifična zgodovinska, družbeno-politična dogajanja, razvojni ekonomski modeli, se je institucionalni razvoj finančnega sistema od države do države razvijal v različnih okvirjih. Zunanji faktorji so botrovali in botrujejo temu, da v svetu prihaja do vse večje konvergence med različnimi finančnimi sistemi, predvsem v smeri poenotenja regulative in finančne zakonodaje.

Vendar še vedno velja, da uspešen razvoj finančnega sistema v veliki meri sloni na neodvisnosti in kredibilnosti nadzornih in regulatornih organov, ki zagotavljajo učinkovit in stabilen finančni sistem, zmanjšuje negativne posledice asimetričnih informacij ter ustvarja pogoje za dolgoročno konsistenten razvoj sistema. Zdrav finančni sistem vpliva na učinkovito pridobivanje in alokacijo kapitala in ustvarja zaupanje v delovanje celotne države. Pozitivni učinki se tako poznajo v višanju gospodarske rasti in večanju blagostanja v državi za vse prebivalce.

Kot zaključek lahko našo osnovno tezo ki pravi :

»Finančni sistem predstavlja enega osnovnih družbenih sistemov posamezne države«,

potrdimo.

6 LITERATURA

1. Allen, Franklin in Gale Douglas. 2000. *Comparing Financial Systems*. Cambridge: The MIT Press.
2. Allen, Franklin in Anthony M. Santomero. 2001. What do financial intermediaries do?. *Journal of Banking and Finance*, 25: 271–94.
3. Berger, N. Allen in Smith C. David. 2003. *Global Integration in the Bank Industry*. Washington: Federal Reserv Bulletin. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2003/1103lead.pdf> (01. december 2009).
4. Bernanke, Ben S. 2007. *Financial Regulation and the Invisible Hand*. Dostopno prek: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070411a.htm> (17. junij 2009).
5. Bhattacharya, Sudipto in Boot W. A. Arnoud in Thakor V. Anjan. 2004. *Credit, Intermediation, and the Macroeconomy*. Oxford: Oxford University Press.
6. Bhagwati, J. 2004. *In Defense of Globalization*. Oxford, Oxford University Press.
7. Bordo, D. Michael. 2007. Growing up to financial stability, NBER Working Paper 12993. Cambridge: *National bureau of economic research*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w12993> (17.junij 2008).
8. ---, M.D. in Kydland F.E. 1995. *The Gold Standard as a Rule: An Essay in Exploration*. *Explorations in Economic History* 32 (4): 423–464.
9. ---, M.D. in Schwartz A.J. 1999. *Monetary Policy Regimes and Economic Performance : The Historical Record*. The North Holland Handbook of Macroeconomics eds (2). New York: North Holland
10. Central Intelligence Agency. *The world fact book*. Dostopno prek: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/as.html> (7.november 2010).
11. ---. *The world fact book*. Dostopno prek: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2119rank.html> (7. november 2010).
12. Claessens, S. (2006). Current Challenges in Financial Regulation. *World Bank Policy Research Working Paper 4103*. Washington DC: World Bank. Dostopno preko: <http://www->

wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2006/12/22/000016406_20061222114422/Rendered/PDF/wps4103.pdf (12. september 2010).

13. Clarke, Thomas ur. 2005. *Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance*. London in New York: Routledge – Taylor&Francies Group.
14. Coffee, John C. Jr. 2001. “The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control”. San Francisco: *Annual Raben Lecture, Yale Law School*. Dostopno prek: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=254097 (2. avgust 2010).
15. Crane, Dwight B., et al. 1995. *The Global Financial Sistem, A functional perspective*. Boston: Business School Press.
16. Crockett, Andrew. 2000. How should financial market reulators respomd to the new Challanges of global economic integratio? *Global Economic Integration: Opportunties and Challenges – A Symposium sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City*. Kansas City. Dostopno prek: <http://www.kansascityfed.com/publicat/sympos/2000/S00croc.pdf> (17. december 2009).
17. Deželan, Silva. 2001. *The Impact of Institutional Investors on Equity Markets and Their Liquidity*. Amsterdam: Tinbergen Institute.
18. Eichengreen, Barry in Bordo Michael D. 2002. Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?. NBER working paper 8716. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w8716>. (15. maj 2009).
19. Fabozzi, J. Frank in Modligiani Franco. 1996. *Capital Market: Institutions and Instruments*. New Yersey: Prentice-Hall, Inc.
20. Fabozzi, J. Frank et al.. 2002. *Foundations of Financial Markets and Institutions, 3. th ed.* Upper Saddle River: New Jersey. Prentice Hall.
21. Fink-Hafner Danica in Lajh Damjan. 2002. *Analiza Politik*. Zbirka Politični procesi in inštitucije. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
22. Fohlin, M. Caroline. 2000. Economic, political, and legal factors in financial system development: international patterns in historical perspective. *Social science working paper* . Pasadena: *California institute of Tehnology*. Dostopno prek:

- <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.26.5700&rep=rep1&type=pdf>
(15. maj 2009).
23. *GreenFacts.org*. Dostopno prek: <http://www.greenfacts.org/glossary/pqrs/policy-maker.htm>
(27. november 2010).
 24. Gregorič, Aleksandra in Prašnikar, Janez in Ribnikar, Ivan. 2000. *Corporate governance in transitional economies: The case of Slovenia*. Ljubljana Faculty of Economics, University of Ljubljana. Dostopno prek:
http://www.ef.uni-lj.si/_dokumenti/wp/CGSLOWp_new_new_new_new_new.doc (5. maj 2009).
 25. Herrigel, Gary. 2006. *Corporate Governance: History Without Historians* – prepared paper. Oxford: Oxford University Press.
 26. Helleiner, Eric. 1996. Post-Globalization – Is the Financial Liberalization Trend Likely to Be Reversed v Boyer, Robert in Drache Daniel *States Against Markets: The Limits of Globalisation*. London: Routledge.
 27. Hutchinson Michael in Neuberger Ilan. 2002. How Bad Are Twins? Output Costs of Currency and Banking Crises. San Francisco: *Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies*. Dostopno prek:
<http://www.frbsf.org/publications/economics/pbcpapers/2002/> (15. maj 2009).
 28. Johnson, Hazel J. 2000. *Global Financial Institutions and Markets*. Oxford: Blackwell Publishers Ltd.
 29. Kovač, Bogomir. 2008. Ekonomija. *Mladina*, št. 13 (4. april). Dostopno prek:
www.mladina.si/tehdnik/200813/clanek/slo-ekonomija--bogomir_kovac/ (12. maj 2008).
 30. ---. 2010. Ekonomija. *Mladina*, št. 50 (4. december). Dostopno prek:
http://www.mladina.si/tehdnik/201050/obrnjeno_na_glavo/ (1. februar 2010).
 31. Kaminsky L Graciela in Reinhart M. Camen. 1999. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *American Economic Review* (3): 473–500.
 32. Krahnén, Jan Pieter in Schmidt, Reinhard H.. 2004. *The German Financial System*. New York: Oxford University Press Inc.
 33. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes in Andrei Shleifer. 2008. The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, 46: 285–332. Dostopno prek <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/jel.46.2.285> (17. julij 2008).

34. ---, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer in Robert Vishny. 1998. Law and finance. Washington: *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113–1155.
35. ---, Rafael. 1999. Corporate Ownership around the World. Washington: *The Journal of Finance*, 54 (2), 471–517.
36. Levine, Ross. 1997. Financial Development and economic Growth: Views and Agenda. Washington: *Journal of Economic Literature*. American Economic Association, vol. 35(2), 688-72. Dostopno prek: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1996/10/01/000009265_3961214163902/Rendered/PDF/multi_page.pdf (20. 12. 2009).
37. --- , Ross. 2002. Bank-based or market-based financial systems: Which is better? NBER Working Paper 9138. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek <http://www.nber.org/papers/w9138> (20. december 2009).
38. Llewellyn, T. David. 2003. *Institutional structure of financial regulation: the basic issues*. Washington: *World Bank*. Dostopno prek: http://www.worldbank.org/wbi/banking/bankingsystems/aligning2003/pdf/Llewellyn_Institutional.doc (5. december 2007).
39. Marklew, Victoria. 1995. *The Role of National Financial Systems in Industrial Restructuring*. Ann Arbor: The University of Michigan.
40. Mishkin, S. Frederic. 1997. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 5th ed.* . New York: Harper Collins.
41. Mishkin, S. Frederic 2001. Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. NBER working paper 8087. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w8087> (15. maj 2008).
42. Monks, Rober A.G. in Nell Minow. 2001. *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell Publisher Ltd.
43. Mrak, Mojmir. 2002. *Mednarodne finance, 1.natis*. Ljubljana: Gospodarski vestnik Založba.
44. Mramor, Dušan. 1993. Uvod v poslovne finance, 1. natis. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
45. Natek, Karel in Marjeta Natek. 1999. *Države sveta 2000*. Ljubljana: Svet Knjige.
46. Obstfeld, Maurice in Taylor M. Alan. 2002. Globalization and Capital Markets - NBER Working paper 8846. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w8846> (15. januar 2008).

47. Obstfeld, Maurice. 1998. The global capital market: benefactor or menace? - NBER Working paper 6559. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w6559> (15. januar 2008).
48. Palley, I. Thomas. 1999. General Disequilibrium Analysis with Inside Debt. Amsterdam: *Journal of Macroeconomics, Elsevier Inc.* letnik 21, št. 4.
49. Pagano, Marco in Volpin, Paolo. 2001. The Political Economy of Finance. Oxford: *Oxford Review of Economic Policy* Vol. 17, No. 41.
50. Photius. *GDP - per capita (PPP) 2009 Country Ranks*. Dostopno prek: http://www.photius.com/rankings/economy/gdp_per_capita_2009_1.html (27. november 2010).
51. Prohaska, Zdenko. 1999. *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
52. Rajan, G. Raghuram in Luigi Zingales. 2001. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century - NBER Working Paper No. 8178. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek : <http://www.nber.org/papers/w8178> (12. maj 2008).
53. Reinhart, M. Carmen in Rogoff, S.Kenneth. 2008. This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises - working Paper 13882. Cambridge : *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w13882> (20. junij 2008).
54. --- 2010. *From Financial Crash to Debt Crisis* .This version: March 3, 2010. Princeton University Press, New Jersey. Dostopno prek: <http://www.princeton.edu/economics/seminar-schedule-by-prog/macros10/papers/Reinhardt.pdf> (20. julij 2010).
55. Ribnikar, Ivan.1994. *Od denarja do medvedjega trenda: pojmi in izrazi v ekonomiji*. Ljubljana: CISEF Ekonomske fakultete.
56. --- 1995. Finančni trgi. Ljubljana: *Bančni vestnik*, letnik 44, št. 9.
57. --- 1996. Finančne institucije. Ljubljana: *Bančni vestnik*, letnik 45, št.12.
58. --- 1999. *Monetarna ekonomija I. (denar, finančne institucije in denarna politika)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
59. Roe, J. Mark. 2006. Legal origins, politics and modern stock markets. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 563. Boston: *Harward Law Review št. 120* Dostopno preko: <http://ssrn.com/abstract=908972> (12. januar 2008).

60. Roth, R. 2009. *Obama Administration Offers Regulatory Reform Proposal*. Washington DC: CCH Financial Reform News Center. Dostopno preko: <http://www.financialcrisisupdate.com/2009/06/obama-administration-offers-regulatory-reform-proposal.html> (12. september 2010).
61. Rousseau, Peter L. in Sylla Richard. 2001. Financial systems, economic growth, and globalization, Working paper 8323. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w8323> (12. januar 2008).
62. Sapir, Andre. 2009. *Fragmented Power*. Brussels: Bruegel. Dostopno prek: http://www.bruegel.org/pdf/download/?pdf=uploads/tx_btbbreugel/Fragmented_Power_Andre_Sapir.pdf (7. avgust 2010).
63. Saunders, Anthony. 2000. *Financial Institutions Management*. Boston: The McGraw-Hill Companies, Inc.
64. Sbaza.net. 2010. *Študijska baza - članki*. Maribor: Univerza v Mariboru. Dostopno prek: http://www.sbaza.net/clanek_html.php?url_clanka=clanki_sb1%2Fpf%2Fzakoniki.sb&vsebi_na_replace=pf (19. december 2010).
65. Senjur, Marjan. 1995. Vloga finančne ureditve v gospodarskem razvoju. *Zbornik 1. Strokovnega posvetovanja o bančništvu: Banke na razpotju*, ur. Borak Neven. Portorož.
66. Slovar slovenskega knjižnega jezika. 1994. *Slovenska akademija znanosti in umetnosti. DZS d.d.* Ljubljana.
67. Stieglitz, E. Joseph. 2008. Za svetovno krizo je precej kriva administracija G. Busha - intervju. *Delo FT* (25. avgust).
68. Story, Jonathan in Walter Ingo. 1997. *Political economy of financial integration in Europe, First ed.* Manchester: Manchester University Press.
69. Strange, Susan. 1995. *Države in trgi*. Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče - Zbirka Forum.
70. Stulz, Rene M. in Williamson Rohan. 2001. Culture, openness, and finance – NBER Working paper 8222. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w8222> (15. marec 2008).
71. Svetličič, Marjan. 1996. *Svetovno podjetje – izzivi mednarodne proizvodnje*. Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče - Zbirka Alfa.

72. Štiblar, Franjo. 2001. Vpliv lastništva na uspešnost corporate governance bank v Sloveniji. Ljubljana: *Gospodarska gibanja*, št. 331.
73. Tadesse, Solomon in Chuck Kwok. 2005. National Cultural & Financial Systems. William Davidson Institute Working Paper Number 884. Ann Arbor: *University of Michigan*.
74. Thorsten, Beck in Ross Levine. 2003. Legal institutions and financial development - NBER Working Paper 10126. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*. Dostopno prek: <http://www.nber.org/papers/w10126> (15. maj 2008).
75. Toškan, Petja. 2003. *Mednarodna konvergenca sistemov vladanja gospodarskim družbam*. Ljubljana. SOCIUS. Dostopno prek: www.socius.si/media/uploads/file/article_354.pdf (28. november 2010).
76. Weber Axel A. 2006. Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe. *Conference of the ECB-CFS Research Network*. Berlin, 29. 09. 2006. Dostopno prek: <http://www.bis.org/review/r061006a.pdf> (27. november 2010).
77. World Federation of Exchanges. *Annual Report 2007*. Dostopno prek: <http://www.world-exchanges.org/publications/2007%20WFE%20Annual%20Report.pdf> (9. november 2010).
78. Zysman, John. 1987. *Governments, Markets and Growth*. Ithaca: Cornell University Press.

PRILOGE

Priloga A

Tabela 7.1 T-Test s programom SPSS: Preizkušanje domneve o razliki med aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca (preizkus skupin) za tip finančnega sistema in Indeksom UAI, kazalnikom Finančna arhitektura in kazalnikom Tipi pravnega sistema.

Group Statistics

	VAR00005	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Indeks UAI	000001,00	21	72,6190	20,60455	4,49628
	000002,00	20	53,7000	23,69122	5,29752
FIN. ARHIT.	000001,00	21	-,3433	,23303	,05085
	000002,00	20	,9495	,76327	,17067
PRAVO TIPI NUM	000001,00	21	1,7619	,43644	,09524
	000002,00	20	1,5500	,51042	,11413

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means	
		F	Sig.	t	df
Indeks UAI	Equal variances assumed	,543	,466	2,732	39
	Equal variances not assumed			2,723	37,665
FIN. ARHIT.	Equal variances assumed	11,902	,001	-7,412	39
	Equal variances not assumed			-7,260	22,356
PRAVO TIPI NUM	Equal variances assumed	6,377	,016	1,431	39
	Equal variances not assumed			1,426	37,431

Independent Samples Test

		t-test for Equality of Means		
		Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference
Indeks UAI	Equal variances assumed	,009	18,91905	6,92433
	Equal variances not assumed	,010	18,91905	6,94840
FIN. ARHIT.	Equal variances assumed	,000	-1,29283	,17443
	Equal variances not assumed	,000	-1,29283	,17809
PRAVO TIPI NUM	Equal variances assumed	,160	,21190	,14807
	Equal variances not assumed	,162	,21190	,14865

Independent Samples Test

		t-test for Equality of Means	
		95% Confidence Interval of the Difference	
		Lower	Upper
Indeks UAI	Equal variances assumed	4,91327	32,92483
	Equal variances not assumed	4,84865	32,98945
FIN. ARHIT.	Equal variances assumed	-1,64565	-,94002
	Equal variances not assumed	-1,66182	-,92384
PRAVO TIPI NUM	Equal variances assumed	-,08760	,51141
	Equal variances not assumed	-,08917	,51298

Priloga B

Tabela 7.2 T-Test s programom SPSS: Preizkušanje domneve o razliki med aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca (preizkus skupin) za tip finančnega sistema in velikostjo BDP na prebivalca (kazalnik razvitosti države)

Group Statistics

	VAR00005	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
BDP / preb	000001,00	21	26004,7619	15076,38804	3289,93759
	000002,00	20	26830,0000	15863,69904	3547,23094

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means	
		F	Sig.	t	df
BDP / preb	Equal variances assumed	,855	,361	-,171	39
	Equal variances not assumed			-,171	38,607

Independent Samples Test

		t-test for Equality of Means		
		Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference
BDP / preb	Equal variances assumed	,865	-825,23810	4831,87860
	Equal variances not assumed	,865	-825,23810	4838,03025

Independent Samples Test

		t-test for Equality of Means	
		95% Confidence Interval of the Difference	
		Lower	Upper
BDP / preb	Equal variances assumed	-10598,63507	8948,15888
	Equal variances not assumed	-10614,25996	8963,78377