

KLJUČNE DETERMINANTE RAZVOJA FINANSIJSKOG SISTEMA

Milka Grbić¹

doi: 10.5937/Oditor1902007G

Pregledni rad

UDK: 336

Rezime

Finansijski sistem predstavlja jedan od najznačajnijih segmenata svake tržišne privrede. Složenost funkcionisanja finansijskog sistema i značaj koji ima za realne tokove u privredi zahteva razmatranje brojnih faktora koji determinišu njegov razvoj. Stoga, cilj ovog rada je identifikacija ključnih determinanti razvoja finansijskog sistema i ukazivanje na njihove pozitivane i/ili negativane efekte na performanse finansijskog sistema. Uvažavajući složenost navedene problematike, u radu je primenjena kvalitativna metodologija, utemeljena na dominantnoj primeni metoda analitičke deskripcije. Rezultati istraživanja ukazuju da se među najuticajnijim faktorima koji opredeljuju razvoj finansijskog sistema izdvajaju: političko i makroekonomsko okruženje, finansijska represija i liberalizacija, pravna tradicija, finansijska regulativa i supervizija i struktura vlasništva finansijskih institucija.

Ključne reči: *finansijski sistem, političko i makroekonomsko okruženje, pravno tradicija, finansijska regulativa i supervizija.*

JEL: G20, G28, K15.

Uvod

Finansijski sistem, kao skup različitih segmenata finansijskog tržišta, finansijskih institucija i finansijskih instrumenata, predstavlja važan sastavni deo ekonomskog sistema. To je uređen sistem institucija, procedura i organizacija koji omogućava protok sredstava od finansijski suficitarnih ka finansijski deficitarnim subjektima koji imaju načine da sredstva angažuju produktivno. Transfer finansijskih sredstava između pomenutih subjekata odvija se direktno kroz tržište hartija od vrednosti ili indirektno, preko finansijskih posrednika.

¹Milka Grbić, dr, docent, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Kragujevcu, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Republika Srbija, E-mail: mgrbic@kg.ac.rs

Usporen razvoj finansijskog sistema ili različit nivo njegove razvijenosti u istoj fazi ekonomskog razvoja različitih zemalja, rezultat je uticaja brojnih faktora. Stoga, cilj ovog rada je identifikacija ključnih determinanti razvoja finansijskog sistema i ukazivanje na njihove pozitivane i/ili negativane efekte na performanse finansijskog sistema. U skladu sa ciljem istraživanja definisana je hipoteza koja glasi: Step en razvijenosti finansijskog sistema u jednoj zemlji u velikoj meri je odraz kvaliteta osnovne institucionalne strukture uspostavljene u toj zemlji tokom određenog vremenskog perioda.

S obzirom da na razvoj finansijskog sistema utiče vrlo heterogena grupa faktora, sa stanovišta privrede u celini posebno se izdvaja uloga vlade u izgradnji efikasnog i inkluzivnog finansijskog sistema. Stoga će u nastavku rada, u skladu sa relevantnom literaturom, biti učinjen poseban osvrt na: (1) političko i makroekonomsko okruženje; (2) finansijsku represiju i liberalizaciju; (3) pravnu i informacionu infrastrukturu; (4) finansijsku regulativu i superviziju i (5) strukturu vlasništva finansijskih institucija.

Političko i makroekonomsko okruženje

U savremenim uslovima poslovanja politička stabilnost predstavlja jedan od uslova koji opredeljuje razvoj finansijskog sistema i privrede u celini. Politička previranja, građanski nemiri, kriminal i korupcija dovode do opšte nestabilnosti i pogoršanja uslova poslovanja. Nestabilno političko okruženje u zemlji može usloviti česte regulatorne promene, kršenje ugovora, nedovoljnu zaštitu investitora pred sudovima i opštu pravnu nesigurnost. To dalje izaziva porast neplaniranih troškova koji čine investiciju daleko skupljom. Takođe, dovodi se u pitanje opstanak investicije, odnosno, preti opasnost od gubitka ukupno uložених sredstava.

Važan efekat na razvoj finansijskog sistema imaju karakteristike političkog režima. U autokratskim sistemima, gde malobrojna državna elita donosi političke odluke, razvoj finansijskog sistema može biti opstruiran uskraćivanjem pristupa izvorima finansiranja svima onima koji nisu bliski vladajućim političkim strukturama. Vlade zemalja u razvoju i vlade zemalja u tranziciji, često koriste svoje finansijske sisteme da bi kreditirale same sebe ili određene sektore u privredi tako što snižavaju kamatne stope na nerealno nizak nivo za određene vrste kredita ili tako što stvaraju tzv. razvojne finansijske institucije koje odobravaju posebne vrste kredita ili postojeće finansijske institucije primoravaju da odobravaju kredite određenim subjektima (Mishkin, 2006). Ovakav režim pruža manje šanse za uspostavljanje finansijskog tržišta, a i kada se to desi ovo tržište često ne napreduje u razvoju. S druge strane, demokratski politički režimi, pored toga što pojačavaju osnovne građanske slobode, pogoduju razvoju finansijskog i ekonomskog sistema jedne zemlje.

Rajan i Zingales (2003) kao jedan od razloga nerazvijenosti finansijskog sistema navode nedostatak političke volje ili pripadnost političara interesnim grupama koje se suprotstavljaju finansijskoj otvorenosti i posledično razvoju finansijskog sistema. Pretpostavka od koje autori polaze je da otvorenost samo za međunarodnu trgovinu ili tokove međunarodnog kapitala stvara konkurenciju i ugrožava položaj domaćih subjekata. Kada je finansijsko tržište nedovoljno razvijeno, dve grupe subjekata se mogu protiviti finansijskoj otvorenosti. Jednu grupu čine preduzeća koja već imaju izgrađenu reputaciju u domaćoj privredi (tzv. „industrijski starosedeooci“) i koja su u privilegovanoj poziciji prilikom korišćenja eksternih izvora finansiranja u odnosu na nova preduzeća sa profitabilnim poslovnim idejama. Drugu grupu čine „finansijski starosedeooci“ koji imaju privilegovan položaj zahvaljujući informacionoj prednosti koja proističe iz dugoročnog odnosa sa klijentima.

Intenzivnija konkurencija od strane stranih subjekata, koja dolazi nakon liberalizacije samo tokova kapitala ili samo tokova trgovine, intenzivira otpor koji „starosedeooci“ imaju prema finansijskoj otvorenosti. Trgovinska liberalizacija bi u uslovima zaštićenog tržišta kapitala smanjila konkurentnost „industrijskih starosedelaca“. Njihov otpor prema finansijskoj otvorenosti je utoliko veći, jer oni svoju konkurentsku poziciju u odnosu na domaće učesnike mogu da brane na osnovu ranije stečene privilegovane pozicije koja im pruža mogućnost korišćenja jeftinijih i viših iznosa kredita kod „finansijskih starosedelaca“. Slično tome, zaštićeno robno tržište u kombinaciji sa slobodnim međunarodnim tokovima kapitala, stvara jači otpor finansijskoj otvorenosti od strane „finansijskih starosedelaca“ koji su u tom slučaju primorani da se takmiče sa stranim finansijskim institucijama za najbolje domaće klijente. Nasuprot parcijalnoj liberalizaciji, trgovinska liberalizacija praćena liberalizacijom tokova kapitala, primorava postojeće industrijalce i finansijere da na najbolji način iskoriste liberalizovana tržišta kako bi se izborili sa konkurentskim pritiskom od strane domaćih i stranih učesnika. Niži profiti „industrijskih starosedelaca“ i njihova veća potreba za eksternim finansiranjem podstiču ih da istraže prednosti korišćenja međunarodnih tržišta kapitala. Tada „finansijski starosedeooci“ gube neke od svojih najboljih klijenata zbog strane konkurencije i istovremeno prihvataju nižu profitabilnost svojih preostalih klijenata. Oni su primorani da traže nove mogućnosti za kreditne plasmane mladim preduzećima koja su manje poznata i rizičnija za ulaganje. Ukratko, trgovinska liberalizacija i liberalizacija tokova kapitala podstiču konkurenciju na finansijskom tržištu, doprinose diversifikaciji izvora finansiranja i razvoju finansijskog sistema. Način uklanjanja otpora prema razvoju finansijskog sistema, kako tvrde Rajan i Zingales (2003), jeste da se istovremeno otvore robno tržište i tržište kapitala. Dakle, samo interakcija trgovinske i finansijske otvorenosti privrede jedne zemlje ima značajan i pozitivan efekat na razvoj finansijskog sistema.

Pored stabilnog i demokratski orijentisanog političkog sistema, na razvoj i dobro funkcionisanje finansijskog sistema utiču fiskalna disciplina i makroekonomska stabilnost (Demirgüç-Kunt & Levine, 2008). Ukoliko se deficit budžeta države eliminiše pojačanim zaduživanjem države na finansijskom tržištu umesto usklađivanjem javnih rashoda sa javnim prihodima, smanjuje se deo ukupne štednje koji bi mogao biti upotrebljen za finansiranje produktivnih investicija u privatnom sektoru. Zapravo, finansiranjem budžetskog deficita emisijom hartija od vrednosti država istiskuje (crowd out) privatne investicije. Kao posledica intenzivnog zaduživanja države dolazi do povećanja kamatne stope na državne hartije od vrednosti. Rast prinosa na državne hartije od vrednosti omogućava da država apsorbira najveći deo štednje mobilisane u finansijskom sistemu. Posledično, visoki prinosi na državne hartije od vrednosti ograničavaju sposobnost finansijskog sistema da efikasno alokira štednju (Demirgüç-Kunt & Levine, 2008).

S obzirom da inflacija dovodi u pitanje operativnu efikasnost finansijskog tržišta i finansijskih institucija, stabilnost cena se nameće kao najvažniji preduslov za efikasnu alokaciju domaćih resursa. Inflacija slabi poverenje u nacionalnu valutu i izaziva odliv novca u inostranstvo. Neizvesnost uslovljena rastom opšteg nivoa cena utiče na strukturu investiranja, odnosno, kratkoročne investicije postaju dominantne nad dugoročnim. Takođe, inflacija izaziva rast nominalnih kamatnih stopa. Viša cena kapitala obeshrabruje deficitarni sektor da preduzima investiciona ulaganja.

Brojne empirijske studije su pokazale da zemlje sa nižom i stabilnijom stopom inflacije imaju razvijeniji bankarski sektor i tržište akcija (Boyd et al., 2001), dok su visoka inflacija i negativne realne kamatne stope povezane sa većom verovatnoćom izbijanja sistemskih bankarskih kriza.

Finansijska represija i liberalizacija

U literaturi o finansijskom razvoju (McKinnon, 1973; Shaw, 1973), kao glavni uzroci nedovoljnog razvoja finansijskog sistema u zemljama u razvoju označeni su: ograničenja (ceilings) visine kamatnih stopa na depozite i kredite, visoke stope obavezne rezerve banaka i usmereni kreditni programi (directed credit programmes). Prema mišljenju McKinnon-a i Shaw-a, ovakve mere su bile loše zamišljen oblik državne intervencije koje su oni nazvali finansijska represija (financial repression). U grupu mera finansijske represije, za koje neki autori (Arestis & Demetriades, 1999) smatraju da povremeno mogu imati stabilizujući efekat, često je uključivana i kontrola tokova kapitala.

McKinnon i Shaw tvrde da ograničenja kamatnih stopa na depozite i/ili kredite, u uslovima visoke stope inflacije, uglavnom za posledicu imaju negativne realne kamatne stope, što obeshrabruje štednju i stvara prekomernu tražnju za sredstvima

za investicije. Obim investicija i produktivnost kapitala opadaju kada su realne kamatne stope previše niske. Istovremeno, investicioni projekti niske produktivnosti postaju profitabilni. Ovaj problem su često pogoršavale vlade zemalja koje su uticale na alokaciju kredita. Pored toga, vlade su nametale prekomerno visoke zahteve u vezi sa obaveznim rezervama banaka, u cilju jeftinog finansiranja budžetskog deficita. Visoki zahtevi u pogledu obavezne rezerve su delovali kao porez na bankarski sistem, što je rezultiralo daljim snižavanjem kamatnih stopa na depozite, uslovljavajući dalju destimulaciju finansijske štednje. Uklanjanje ograničenja kamatnih stopa, smanjenje zahteva u vezi sa obaveznim rezervama i ukidanje prioritetnog kreditiranja smatrani su ključnim preduslovima za nesmetan razvoj finansijskog sistema i posledično višeg ekonomskog rasta. To je bila uobičajena, bezbroj puta ponovljena parola zvaničnika Međunarodnog monetarnog fonda (International Monetary Fund - IMF) i Svetske banke (World Bank), koji su brojnim zemljama u razvoju predlagali (često i nametali) finansijsku liberalizaciju (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1999).

Međutim, realni efekti finansijske liberalizacije sedamdesetih i osamdesetih godina prošlog veka su drugačiji od onoga što se predviđalo. Diaz-Alejandro (1985) je među prvima analizirao neuspeh finansijske liberalizacije u Latinskoj Americi. Realne kamatne stope su beležile ogroman rast (ponekad preko +20%), usled prekomernog preuzimanja rizika od strane preduzeća i samih banaka. Špekulativne radnje su postajale sve izraženije, a kada dužnici nisu bili u mogućnosti da vrate svoje dugove brojne banke su propadale. Vlade su bile primorane da ih (re)nacionalizuju, što je zahtevalo velike državne izdatke. Umesto višeg ekonomskog rasta došlo je do rasta nezaposlenosti i siromaštva, a umesto razvijenog finansijskog sistema brojne propale banke vlada je morala da spašava.

McKinnon (1991) ocenjuje da se u korenu problema nalazio neispravan redosled reformi. Autor sugerise da finansijskoj liberalizaciji treba da prethode reforme realnog sektora, uključujući privatizaciju državnih preduzeća. On takođe zagovara smanjenje deficita i inflacije pre započinjanja reformi, da bi se uklonile sve cenovne distorzije (price distortions) koje mogu biti povezane sa visokom inflacijom. Na kraju je neophodna adekvatna regulativa i supervizija banaka da bi se zaustavili problemi moralnog hazarda u bankarskom sistemu. Takođe, McKinnon (1991) ističe da domaća finansijska liberalizacija, odnosno deregulacija kamatne stope i stope obavezne rezerve, treba da prethodi liberalizaciji tokova kapitala. U slučaju liberalizacije tokova kapitala prvo je potrebno ukloniti ograničenja na dugoročne tokove (kao što su strane direktne investicije), a ograničenja na promenljive kratkoročne tokove ukloniti na kraju.

Na uzorku zemalja koje pripadaju različitim dohodovnim grupama za period 1980–1995. dokazano je da finansijska liberalizacija ima veliki i statistički značajan pozitivan efekat na verovatnoću nastanka bankarskih kriza (Demirgüç-

Kunt & Detragiache, 1999). Verovatnoća pojave bankarskih kriza povećava se do pet puta nakon finansijske liberalizacije, pri čemu je rast ove verovatnoće niži u razvijenim privredama, ili u uslovima razvijenog institucionalnog okvira. Smatra se da je najbolja postepena finansijska liberalizacija koja treba da se dešava uporedo sa jačanjem institucija, ili kojoj treba da prethodi institucionalni razvoj.

Kaminsky i Reinhart (1999) su empirijskom analizom dvostrukih (twin) kriza – bankarske i valutne, otkrili da finansijska liberalizacija i/ili slobodan pristup međunarodnom tržištu kapitala, imaju glavnu ulogu u prvoj fazi nastanka kriza. Oni su ispitivali redovnost i uzroke 76 valutnih i 26 bankarskih kriza. Zaključili su da nakon finansijske liberalizacije postoji bliska povezanost bankarskih i valutnih kriza, s tim da bankarske krize počinju pre valutnog kolapsa. Valutni kolaps dalje pogoršava probleme u bankarskom sistemu, čineći dvostruke krize mnogo oštrijim u odnosu na krize koje se pojavljuju izolovano. Povećani pristup međunarodnom tržištu kapitala stimuliše boom fazu u ciklusu boom-bust koji prethodi krizama. Boom faza je povezana sa povećanim pristupom finansiranju i formiranjem cenovnih mehurova na finansijskom tržištu. Bust faza se pripisuje precenjenom deviznom kursu, opadanju izvoza i rastu cene kredita, što sve zajedno stvara ogromnu nestabilnost u finansijskom sistemu. Glavni faktori koji izazivaju bumove u kreditiranju su drakonska smanjenja u pogledu zahteva u vezi sa obavezanim rezervama i visoke kamatne stope koje su rezultat preuzimanja većeg rizika. Autori zaključuju tvrdnjom da postoji ubedljiv argument za jačanje bankarske regulacije i supervizije, da bi se „omogućilo zemljama da mirno plove kroz opasne vode finansijske liberalizacije“ i da azijska kriza iz 1997. godine (kao i prethodne krize) „podseća da prilivi kapitala mogu povremeno biti primer da nije dobro kada nekih inače dobrih stvari ima previše“ (Kaminsky & Reinhart, 1999, 496).

Detaljnou analizom finansijske krize u istočnoazijskim zemljama iz 1997. godine, Stiglitz (2000) sugerise da je u korenu ove krize bila prerana finansijska liberalizacija i liberalizacija tržišta kapitala. Neposredno pre krize ove zemlje su, prema konvencionalnim definicijama, imale dobre ekonomske politike i stabilne finansijske institucije. Nisu imale fiskalni deficit, imale su visoku stopu rasta u dugom roku i nisku stopu inflacije. Njihovi makroekonomski pokazatelji su bili (ili je bar izgledalo da su) izrazito jaki. Uprkos tome, Stiglitz (2000) ističe destabilizujući uticaj tokova kratkoročnog kapitala, tvrdeći da su efekti koji potiču od liberalizacije tokova kapitala prociklični. Stoga je liberalizaciji tokova kapitala trebalo da prethodi uspostavljanje efektivnog regulatornog okvira. Novija istraživanja u osvrtnu na liberalizaciju, pre svega tokova kapitala, izvode zaključak da efekti liberalizacije zavise od nivoa ekonomskog razvoja zemlje, dubine domaćeg tržišta kapitala i kvaliteta institucija (Broner & Ventura, 2010).

Očigledno je da u teorijskoj i empirijskoj literaturi ne postoji konsenzus u pogledu doprinosa finansijske liberalizacije stabilnosti i razvoju finansijskog sistema.

Uprkos činjenici da se od finansijske liberalizacije mnogo očekivalo, ona se češće povezuje sa izraženom finansijskom i ekonomskom nestabilnošću. Ova povezanost nije slučajna, već postoje jaki razlozi koji su posledica nesavršenosti finansijskog tržišta. Ipak, razvijena institucionalna infrastruktura može ublažiti različite oblike nesavršenosti i probleme koji iz njih proističu kako bi efekti finansijske liberalizacije bili što povoljniji.

Pravna tradicija

Spoljni investitori nerado investiraju ukoliko njihova prava iz ugovora nisu garantovana odgovarajućim pravnim aktima. Zato zaštita prava svojine i efikasno sprovođenje odredaba ugovora predstavljaju osnovu neometanog direktnog i indirektnog toka sredstava u finansijskom sistemu.

Nacionalni pravni sistemi mogu biti svrstani u dve pravne tradicije: građansko pravo (civil law) i opšte pravo (common law). Tradicija građanskog prava koja je najstarija i najuticajnija vodi poreklo iz rimskog prava. Ona se oslanja na pravila, uredbe i zakone koje formulišu pravni stručnjaci kao primarna sredstva za rešavanje sporova. U okviru tradicije građanskog prava, postoje tri opšte grane prava: francusko, nemačko i skandinavsko. Opšte pravo, koje vodi poreklo iz engleskog prava, formiraju sudije u razrešavanju specifičnih sporova. Osnovu opšteg prava čine presedani iz sudskih odluka, a ne doprinosi pravnih stručnjaka.

Zemlje u kojima se primenjuje opšte pravo imaju najjaču zaštitu akcionara, dok su prava akcionara slabije garantovana u zemljama u kojima se primenjuje građansko pravo (La Porta et al., 1998). U okviru grupe zemalja gde se primenjuje građansko pravo, zemlje sa francuskim građanskim pravom obezbeđuju najslabiju pravnu zaštitu akcionara. Rezultati su slični i kada je u pitanju zaštita prava kreditora. Poreklo prava ima značajan uticaj i na primenu prava. Zemlje u kojima se primenjuje opšte pravo i zemlje u kojima se primenjuje skandinavsko građansko pravo imaju najbolji kvalitet primene zakona, dok je primena zakona najlošija u zemljama u kojima se primenjuje francusko građansko pravo. La Porta i drugi (1998) sugerišu da je glavni pokazatelj primene prava visina BDP po stanovniku, tvrdeći da razvijenije zemlje imaju bolji kvalitet primene zakona. U grupi zemalja u kojima se primenjuje francusko građansko pravo, izdvajaju se Francuska i Belgija koje obezbeđuju bolju primenu zakona u odnosu na manje razvijene zemlje.

Zemlje u kojima se primenjuje građansko pravo imaju niži nivo razvoja tržišta kapitala u poređenju sa zemljama u kojima se primenjuje opšte pravo (La Porta et al., 1997). Nizak nivo razvoja tržišta kapitala je posebno izražen u zemljama francuske pravne tradicije. Istovremeno, u zemljama sa građanskom pravnom tradicijom prava manjinskih akcionara su manje zaštićena i prisutna je veća koncentracija vlasništva na nivou preduzeća i na nivou privredne grane. U

uslovima kada se njihova prava ne štite adekvatno, a u cilju rešavanja principal-agent problema, investitori teže koncentraciji vlasništva kako bi efikasnije kontrolisali menadžment preduzeća. Trend visoke koncentracije vlasništva u rukama nekoliko, ili samo jednog akcionara, izražen je u zemljama u razvoju. S druge strane, prosečna koncentracija vlasništva u akcionarskim društvima je niža u privredama u kojima su prava akcionara bolje zaštićena. Za ove zemlje je karakteristično da je vlasnička struktura visoko disperzovana i da je tržište akcija osnovni mehanizam pomoću kojeg vlasnici vrše monitoring poslovanja preduzeća.

Zemlje u kojima pravni kodeksi naglašavaju prava i pravne interese poverilaca imaju bolje razvijen bankarski sektor, mereno udelom bankarskih kredita odobrenih privatnom sektoru u BDP, u poređenju sa zemljama u kojima zakoni ne daju visok prioritet poveriocima u slučaju korporativnog stečaja ili reorganizacije (Levine, 1998). Pravni sistem koji omogućava rigoroznu primenu zakona i izvršenje ugovora, takođe predstavlja dobru osnovu za uspostavljanje dužničko-poverilačkih odnosa i pozitivno utiče na razvoj bankarskog sektora.

Prema Rajan i Zingales (2003) pravna tradicija zemlje može biti determinisana istorijskim, kulturnim, socio-ekonomskim i političkim faktorima. Pravna tradicija je korelisana sa brojnim drugim indikatorima institucionalnog okruženja, uključujući efikasnost sudova, prisustvo birokratije, opšti nivo poverenja. Stoga je teško odvojiti uticaj porekla prava na razvoj finansijskog sistema od ostalih institucionalnih faktora. Rajan i Zingales (2003) zaključuju da, čak i ako bi prihvatili da pravni sistem determiniše razvoj finansijskog sistema i ekonomski rast, ostaje pitanje kako transformisati pravni sistem iz inferiornog francuskog građanskog prava u superiorno opšte pravo.

Finansijska regulativa i supervizija

Tržišne nesavršenosti i rizici imanentni finansijskom poslovanju stvaraju osnovu za potencijalno konstruktivno delovanje države u finansijskom sistemu. Finansijska regulativa i supervizija imaju zadatak da preduprede aktivnosti finansijskih institucija koje bi mogle da doprinesu stvaranju osećanja nepoverenja, i u krajnjoj meri, rastu rizika izbijanja finansijske panike koja bi ugrozila funkcionisanje finansijskog sistema (Šoškić & Živković, 2007). U razvijenim tržišnim privredama finansijski sistem je detaljno i sveobuhvatno regulisan. Neki od osnovnih razloga finansijske regulative su: stabilnost i efikasnost finansijskog sistema, očuvanje i unapređenje poverenja javnosti u finansijski sistem, sigurnost finansijske aktive pravnih i fizičkih lica i jednake mogućnosti i pravičnost u pogledu pristupa javnosti finansijskim uslugama.

Finansijske institucije mogu obavljati posredničku ulogu ukoliko zavređuju poverenje svojih klijenata (deponenata u slučaju banaka, emitenata i investitora u

slučaju poslova hartijama od vrednosti). Zbog toga je u interesu klijenata, države i samih posrednika da se regulativom poslovanja onemogući isuviše rizično poslovanje koje bi dovelo do gomilanja gubitaka i nesolventnosti finansijskih institucija (Vučković, 2010, 39).

Regulatorni okvir finansijskih institucija obuhvata brojne aspekte poslovanja, od osnivanja do njihovog gašenja. S tim u vezi, jedan od segmenta regulatornog okvira podrazumeva ispunjavanje kapitalnih zahteva (capital requirements). Banke su, između ostalog, u obavezi da u svakom trenutku raspolaze određenim iznosom kapitala koji je garant sposobnosti banke da dugoročno izmiruje svoje obaveze prema klijentima. Minimalni iznos kapitala kojim svaka banka mora da raspolaze definisan je kao stopa adekvatnosti kapitala. Ona predstavlja odnos ukupnog kapitala i rizikom ponderisane aktive banke. Propisivanje visine kapitala je osnovni oblik intervencije države, jer na taj način država direktno ograničava izlaganje banke rizicima (Barth et al., 2004). Zahtevi u pogledu minimalnog iznosa kapitala predstavljaju garanciju za pokrivanje gubitaka do kojih može doći usled visoke rizičnosti preuzetih poslova. Zapravo, propisivanje adekvatnosti kapitala je od suštinske važnosti za stabilnost finansijskog sistema.

Regulatorni okvir takođe uključuje sistem osiguranja depozita (deposit insurance). Ovim se smanjuje izloženost deponenata riziku gubitka uložених sredstava ukoliko banka nije u mogućnosti da izvršava svoje obaveze. Uvođenje osiguranja depozita namenjeno je zaštiti deponenata, ali i zaštiti depozitnih institucija. Međutim, sistem osiguranja depozita ohrabruje prekomerno preuzimanje rizika (moralni hazard) od strane banaka. To dovodi do neutralizacije stabilizacionih efekata koje ovaj sistem ima. Takođe je važno napomenuti da osiguranje depozita pokriva štedne depozite do određenog nivoa. S tim u vezi, Demergüç-Kunt i drugi (2004) su empirijski dokazali pozitivnu povezanost izdašnosti sistema osiguranja depozita i nastanka sistemskih bankarskih kriza.

Važan segment regulatornog okvira jeste regulativa objavljivanja i otkrivanja (disclosure requirements), koja podrazumeva da finansijske institucije u redovnim vremenskim intervalima stavljaju finansijske izveštaje na uvid javnosti. Razlog za transparentnost informacija o finansijskom stanju institucije je jednostavan – sa aspekta regulatornog tela finansijsku krizu je lakše sprečiti ako još nije nastala, a sa aspekta investicione javnosti da bi se imalo poverenje u finansijske institucije mora se znati šta rade (Šoškić & Živković, 2007, 25).

Kane (1981) ukazuje da regulativa pojačava poverenje klijenata i investicione javnosti u stabilnost i sigurnost finansijskih institucija. Međutim, u cilju povećanja tržišne vrednosti, regulisane institucije stalno traže načine da izbegnu državne propise ili da pronađu eventualne propuste u propisima kako bi izašle iz okvira aktivnosti dozvoljenih od strane regulatornih organa. U cilju sprečavanja nepovoljnih efekata takvo ponašanje neminovno primorava regulatorne organe da modifikuju postojeće ili kreiraju nove propise. Nova regulativa podstiče nove

pokušaje izbegavanja propisa od strane regulisanih institucija koji iznova dovode do pojave novih pravila. Promene u oblasti finansijske regulative do kojih dolazi usled opisane interakcije regulatornih i regulisanih institucija, Kane (1981) naziva regulatorna dijalektika (*regulatory dialectic*). Regulatorna politika je dinamična i prilagođava se inovacijama na finansijskom tržištu. I obrnuto, često su promene u poslovanju finansijskih institucija odgovor na izmene pojedinih segmenata regulatornog okvira.

Kontrola sprovođenja regulatornih pravila i prudencioni nadzor nad poslovanjem finansijskih institucija u cilju očuvanja finansijske stabilnosti u nacionalnoj ekonomiji vrši odgovarajuća državna institucija za superviziju. Duži niz godina u krugovima stručne i naučne javnosti vodi se rasprava o tome da li postoji jedan institucionalni model supervizije koji obezbeđuje stabilnost finansijskog sistema (Cervellati & Fioriti, 2007). Finansijska teorija razlikuje dva modela supervizije finansijskog sistema – sektorsku i integrisanu superviziju.

Tradicionalni sektorski model koji prati segmentaciju finansijskog sistema na tri glavna sektora (bankarstvo, osiguranje i tržište hartija od vrednosti) baziran je na striktnoj podeli nadležnosti. To znači da je svaki sektor pod nadzorom posebne supervizorske institucije. Kao posledica veće integracije ovih sektora usledio je prelaz sa sektorske na integrisanu superviziju u kojoj jedna institucija kontroliše finansijski sistem u celini, tzv. model jedinstvenog supervizora (*single supervisor*).

Brojni su razlozi za integraciju supervizije banaka i nebankarskih finansijskih institucija, odnosno, tržišta hartija od vrednosti (Wymeersch, 2007). Sa razvojem savremenog bankarstva, banke pored tradicionalnih bankarskih poslova u cilju jačanja konkurentske pozicije na tržištu, počinju da se bave i netipičnim bankarskim poslovima. Oni se odnose na poslove sa hartijama od vrednosti, poslove koji proizilaze iz osiguranja lica i druge poslove. Pored toga, ostvarivanje efekata ekonomije obima, niži troškovi poslovanja i lakše sticanje poverenja javnosti su argumenti koji idu u prilog institucionalne konsolidacije finansijske supervizije.

Pored prednosti, model jedinstvenog supervizora ima i određene slabosti (Beroš, 2012). Reakcija jedinstvenog supervizora, koji uključuje nekoliko pojedinačnih institucija, može biti spora u periodima kada je potrebno brzo reagovati na promene na tržištu. Dodatno, pristup jedinstvenog supervizora različitim finansijskim aktivnostima i institucijama je često unificiran. Identičan postupak nadzora i primenjenih sankcija na određen način stvara homogenost finansijskih institucija, što se loše odražava na očuvanje finansijske stabilnosti u dugom roku.

Globalna finansijska kriza 2007. godine nastala je između ostalog kao rezultat regulatorne nedorečenosti na finansijskom tržištu. Liberalno poslovanje finansijskih institucija, odnosno odsustvo jasno definisanih pravila poslovanja

finansijskih institucija na finansijskom tržištu, pokazalo se kao pogrešno. Postoji saglasnost da je kriza otkrila velike nedostatke u oblasti regulacije i supervizije finansijskog sistema. Stoga je pokrenut državni intervencionizam kao ključni način izlaska iz krize. U tom smislu predstavnici G20 industrijski razvijenih zemalja sveta su se obavezali na jačanje finansijske regulative i reformu međunarodnih finansijskih institucija. Uspostavljen je Odbor za finansijsku stabilnost (Financial Stability Board – FSB) 2009. godine, koji bliže sarađuje sa IMF-om u cilju ranog upozoravanja na makroekonomske i finansijske rizike i preduzimanja akcija radi eliminacije uzroka i posledica tih rizika (Bašić, 2012, 179). Bazelski komitet za superviziju banaka (Basel Committee for Banking Supervision – BCBS) 2010. godine usvojio je nove standarde bankarske regulative pod nazivom Bazel III.

Struktura vlasništva finansijskih institucija

Jedan od oblika državne intervencije u finansijskom sistemu, koji može imati implikacije po njegov razvoj i kojem naučna i stručna javnost duži niz godina posvećuje pažnju, jeste državno vlasništvo banaka. Banke u državnom vlasništvu predstavljaju pogodno sredstvo političkim strukturama za uticaj na alokaciju kredita. Omogućavaju im da podržavaju preduzeća koja mogu da unaprede njihove političke interese. Smatra se da državne banke dovode do neefikasnosti, pogrešne alokacije finansijskih sredstava i systemske nestabilnosti. Stoga je u poslednje dve decenije, u sklopu tranzicionog procesa privrednih sistema bivših socijalističkih zemalja, prisutan izražen trend privatizacije državnih banaka. Međutim, u zemljama sa niskim dohotkom privatizacija banaka je neujednačena i državne banke ostaju dominantni učesnici u bankarskom sektoru (Detragiache et al., 2005). S tim u vezi, ne vrši se optimalna alokacija sredstava, odnosno, sredstva se ne usmeravaju u preduzeća koja će obezbediti najveću oplodnju vrednosti, već se sredstva alociraju u ona preduzeća koja mogu da ojačaju politički položaj vladajuće političke strukture. La Porta i drugi (2002) su empirijski dokazali da je viši stepen državnog vlasništva povezan sa nižim razvojem finansijskog sistema, nižom produktivnošću, nižim ekonomskim rastom i višim rizikom od nastanka kriza.

Međunarodni finansijski tokovi su, takođe, jedan od faktora razvoja domaćeg finansijskog tržišta. Ulazak stranih banaka, pre svega na tržišta u razvoju, donosi određene prednosti. Generalno posmatrano, ulazak stranih banaka na domaće tržište može da (Caprio & Honohan, 1999):

- poboljša kvalitet i dostupnost finansijskih usluga na domaćem tržištu, zahvaljujući višem stepenu konkurencije između banaka;
- omogući primenu sofisticiranih bankarskih tehnika i tehnologija (npr. naprednijih sistema za upravljanje rizikom);

- poboljša efikasnost, smanjujući troškove prikupljanja i obrade informacija o potencijalnim dužnicima;
- podstakne razvoj supervizije domaćih banaka i regulatornog okvira, ukoliko su lokalne strane banke i njihove matične banke pod konsolidovanim supervizijom;
- poboljša pristup domaće privrede međunarodnom tržištu kapitala, bilo direktno ili indirektno preko matičnih banaka;
- doprinese stabilnosti domaćeg finansijskog sistema, jer u periodima nestabilnosti štediše svoje uloge mogu prebaciti u strane banke koje su po pravilu solventnije u odnosu na banke u domaćem vlasništvu.

Uprkos navedenim prednostima, smatra se da ulazak i poslovanje stranih banaka, prevashodno u zemljama u tranziciji, ima određene nedostatke. Kritičari ističu da strane banke ne poznaju dovoljno lokalno tržište i s tim u vezi, izbegavaju kreditiranje malih i srednjih preduzeća. Uglavnom daju prednost najsigurnijim klijentima, kao što su multinacionalne korporacije ili velika domaća preduzeća. Pored toga, postoji mogućnost da se strane banke prebrzo povuku sa tržišta, kada dođe do pada ekonomske aktivnosti ili u periodu krize.

Andrianova i drugi (2010) sugerišu da ulazak stranih banaka poboljšava efikasnost i stabilnost finansijskog sistema, uz napomenu da mala preduzeća imaju lakši pristup finansijama u sistemima sa većom penetracijom stranih banaka. U pogledu odnosa vlasništva i efikasnosti banaka, istraživanja u zemljama u razvoju pokazuju da banke u stranom vlasništvu imaju niže operativne troškove i višu profitabilnost u odnosu na domaće privatne banke, dok državne banke imaju više troškove i nižu profitabilnost u odnosu na druge dve kategorije (Micco et al., 2006).

Zaključak

Na osnovu rezultata istraživanja u ovom radu baziranog na relevantnim naučnim studijama i izveštajima međunarodnih institucija, moguće je sumirati nekoliko zaključaka u pogledu komponenti institucionalnog okruženja koje su ključne za nesmetan razvoj finansijskog sistema:

- Razvoj finansijskog sistema u velikoj meri zavisi od političke stabilnosti, oblika političkog režima i vladine politike.
- Inflacija dovodi u pitanje operativnu efikasnost finansijskog tržišta i finansijskih institucija. Stoga se stabilnost cena nameće kao najvažniji preduslov za efikasnu alokaciju domaćih resursa.
- Racionalno upravljanje javnim finansijama predstavlja jedan od uslova za jačanje tržišnih mehanizama transfera štednje u investicije i razvoj finansijskog sistema.

- Finansijska represija usporava razvoj finansijskog sistema i doprinosi usmeravnju štednje uglavnom u sektore koji su nedovoljno profitabilni.
- Uklanjanje ili ograničavanje državne intervencije uslov je nesmetanog razvoja finansijskog sistema. Međutim, iskustva su pokazala da nagla i preterana finansijska liberalizacija narušava stabilnost finansijskog sistema. U prilog tome govore finansijske panike i krize koje su bile brojne u bližoj i daljoj prošlosti svetske privrede.
- Zaštita prava svojine i efikasno sprovođenje odredaba ugovora predstavlja osnovu nesmetanog direktnog i indirektnog toka sredstava u finansijskom sistemu.
- Kontrola primene regulatornih pravila i prudencioni nadzor nad poslovanjem finansijskih institucija predstavlja osnovu stabilnosti finansijskog tržišta i poverenja javnosti u finansijski sektor.
- Takođe, iskustvo je pokazalo da privatne banke u domaćem i stranom vlasništvu nude bolji kvalitet i dostupnost finansijskih usluga u odnosu na banke u državnom vlasništvu.

Literatura

1. Andrianova, S., Demetriades, P., & Shortland, A. 2010. Government Ownership of Banks, Institutions, and Financial Development. Working Paper No. 11/01, University of Leicester.
2. Arestis, P., & Demetriades, P. O. 1999. Financial liberalization: The experience of developing economies. *Eastern Economic Journal*, 25(4): 441-457.
3. Barth, J. R., Caprio, G., & Levine, R. 2004. Bank Regulation and Supervision: What Works Best. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, April: 205-248.
4. Bašić, D. 2012. Aktuelni pravci promjena regulacije finansijskog sistema. *Acta Economica*, 10(16): 173-198.
5. Beroš, M. 2012. Financijska supervizija u Hrvatskoj–između dvije institucije jednog europskog trenda. *Ekonomski pregled*, 63 (5-6): 352-371.
6. Boyd, J. H., Levine, R., & Smith, B. D. 2001. The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. *Journal of Monetary Economics* 47: 221–248.
7. Broner, F. A. & Ventura, J. 2010: Rethinking the Effects of Financial Liberalization. NBER Working Paper No. 16640
8. Caprio, G., & Honohan, P. 1999. Beyond capital ideals: restoring banking stability. Policy Research Working Paper Series 2235, The World Bank.
9. Cervellati, E.M., & Fioriti, E. 2007. Financial Supervision in EU Countries. Social Science Research. Paper presented at EFMA annual meeting, Vienna, Austria.

10. Demirgüç-Kunt, A., & Detragiache, E. 1999. Financial liberalization and financial fragility. In Pleskovic, B. & Stiglitz, J. (eds.). Annual World Bank Conference on Development Economics 1998, (303-331). Washington DC: World Bank: Reuters, Pearson Education.
11. Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L., & Levine, R. 2004. Regulations, Market Structure, Institutions, and the Cost of Financial Intermediation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(3): 593-622.
12. Detragiache, E., Gupta, P., & Tressel, T. 2005. Finance in Lower-Income Countries: An Empirical Exploration. International Monetary Fund Working Paper, WP/05/167.
13. Diaz-Alejandro, C. 1985. Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19(1): 1-24.
14. Kaminsky, G. L. & Reinhart, C. M. 1999. The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, 89(3): 473-500.
15. Kane, E. 1981. Accelerating Inflation, Technological Innovations and the Decreasing Effectiveness of Banking Regulation. *The Journal of Finance*, 36(2): 355-367.
16. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & A. Shleifer (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.
17. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. 2002. Government ownership of banks. *Journal of Finance*, 57(1): 265-301.
18. Levine, R. 1998. The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30: 596-620.
19. McKinnon, R. I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington: The Brookings Institution.
20. McKinnon, R. I. 1991. *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore: Johns Hopkins University Press.
21. Micco, A., Panizza, U., & Yañez, M. 2006. Bank Ownership and Performance Does Politics Matter?. POLIS Working paper No 68.
22. Mishkin, F. S. 2006. *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd.
23. Rajan, R., & Zingales, L. 2003. The great reversals: The politics of financial development in the 20th century. *Journal of Financial Economics*, 69(1): 5-50.
24. Shaw, E. S. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
25. Stiglitz, J. 2000. Capital market liberalization, economic growth and instability. *World Development*, 28(6): 1075-1086.
26. Šoškić, D. i Živković, B. (2007). *Finansijska tržišta i finansijske institucije*. Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd.

27. Vučković, S. 2010. Regulacija finansijskih tržišta nakon svetske ekonomske krize. Megatrend revija, 7(1): 33-50.
28. Wymeersch, E. 2007. The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors. European Business Organization Law Review, 8(2): 237–306.

THE KEY DETERMINANTS OF DEVELOPMENT OF FINANCIAL SYSTEM

Milka Grbić²

Abstract

The financial system is one of the most important segments of every market economy. The complexity of functioning of the financial system and the importance that it has for real business flows in the economy requires consideration of numerous factors that determine its development. Therefore, the aim of this paper is to identify the key determinants of the development of the financial system and point to their positive and/or negative effects on the performance of the financial system. Paying respect to the complexity of the stated problem, the qualitative methodology is applied, based on the dominant application of the method of analytical description. The results of the research suggest that among the most influential factors determining the development of the financial system are: political and macroeconomic environment, financial repression and liberalization, legal traditions, financial regulation and supervision and ownership structure of financial institutions.

Key words: *financial system, political and macroeconomic environment, legal traditions, financial regulation and supervision.*

JEL: G20, G28, K15

Datum prijema (Date recieved): 02.03.2019.

Datum prihvatanja (Date accepted): 20.05.2019.

²Milka Grbić, PhD, Assistant professor, Faculty of Economics, University of Kragujevac, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Republic of Serbia, , E-mail: mgrbic@kg.ac.rs