

KOMPARATIVNI FINANSIJSKI SISTEMI: IMPLIKACIJE ZA EKONOMSKI RAST

Milka Grbić¹, Dejan Jovanović²

doi:10.5937/Oditor2001046G

Pregledni rad

UDK:

005.345:336.76

330.341

Rezime

Osnovni cilj istraživanja u ovom radu je da se, polazeći od uloge koju finansijski sistem ima u funkcionisanju svake tržišne privrede, analiziraju prednosti i slabosti bankarski orijentisanog i tržišno orijentisanog finansijskog sistema prilikom obavljanja osnovnih ekonomskih funkcija. Radi realizacije definisanog cilja sprovedeno je istraživanje kvalitativnog karaktera. U tom smislu je, upotrebom metoda deskriptivne i komparativne analize, učinjena inovirana interpretacija relevantne naučne literature. U radu se razmatraju četiri pristupa koji predstavljaju kritičku analizu uloge i značaja banaka i tržišta vrednosnih papira – bankarski orijentisan, tržišno orijentisan, funkcionalno orijentisan i pravno orijentisan pristup. Ističući pozitivnu ulogu banaka, bankarski orijentisan pristup naglašava komparativne slabosti tržišta vrednosnih papira. S druge strane, tržišno orijentisan pristup naglašava pozitivne strane tržišta vrednosnih papira, istovremeno apostrofirajući slabosti banaka u obavljanju osnovnih funkcija. Međutim, u fokusu funkcionalno orijentisanog pristupa nije debata da li je bolji finansijski sistem zasnovan na bankama ili tržištu vrednosnih papira, već je bitan obim, kvalitet i dostupnost finansijskih usluga. Na kraju, pravno orijentisan pristup, koji predstavlja dopunu funkcionalnog pristupa, akcenat stavlja na poštovanje odredaba finansijskih ugovora i zaštitu prava učesnika u finansijskim transakcijama. Shodno navedenom, ključni rezultati istraživanja odnose se na identifikovanje pretpostavki koje doprinose boljem funkcionisanju finansijskog sistema i ukazivanje na činjenicu da funkcionalna interakcija banaka i tržišta vrednosnih

¹ docent, dr Milka Grbić, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Srbija, Telefon: +38134303540, e-mail: mgrbic@kg.ac.rs

² docent, dr Dejan Jovanović, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Srbija, Telefon: +38134303519, e-mail: djovanovic@kg.ac.rs

papira doprinosi njihovoj komplementarnosti i efikasnijem transferu sredstava od štednih ka investicionim subjektima.

Ključne reči: *finansijski sistem, bankarski orijentisan, tržišno orijentisan, funkcionalno orijentisan, pravno orijentisan, pristup*

JEL: *G10, G21*

Uvod

U zavisnosti od toga kome pripada vodeća uloga u finansiranju preduzeća, u razvijenim tržišnim privredama razlikuju se dva modela finansijskog sistema: tržišno orijentisan (*market-based*) i bankarski orijentisan (*bank-based*) finansijski sistem. Ovo je tradicionalni pristup klasifikacije finansijskih sistema poznat pod nazivom klasična dihotomija (Veysov & Stolbov, 2012).

Finansijski sistemi u kojima dominantnu ulogu u procesu finansiranja privredne aktivnosti ima tržište vrednosnih papira³ smatraju se tržišno orijentisanim. U ovim finansijskim sistemima postoji jaka uloga nebankarskih finansijskih institucija. Radi se o institucionalnim investitorima (investicionim fondovima, penzijskim fondovima i osiguravajućim kompanijama) koji mobilišu štednju i prikupljena sredstva plasiraju u vrednosne papire na finansijskom tržištu. S druge strane, bankarski orijentisani finansijski sistemi su oni u čijoj strukturi dominantnu ulogu imaju komercijalne banke, a manji značaj ima trgovina vrednosnim papirima. Kao tipični primeri bankarski orijentisanih finansijskih sistema izdvajaju se finansijski sistemi Nemačke i Japana, dok su SAD i Velika Britanija sinonimi za tržišno orijentisan finansijski sistem.

Pored mobilizacije i alokacije štednje, finansijski sistem obavlja kontrolu korporativnog upravljanja, obezbeđuje instrumente, alate i platforme za upravljanje rizicima u domenu finansija i pruža usluge plaćanja koje omogućavaju razmenu dobara i usluga. Navedene funkcije imaju uticaj na primarne faktore ekonomskog rasta kao što su akumulacija kapitala i tehnološke inovacije.

U finansijskoj teoriji se već duži niz godina vodi debata o tome da li bankarski ili tržišno orijentisan finansijski sistem bolje obavlja osnovne funkcije i posledično omogućava višu stopu ekonomskog rasta. Na bazi evaluacije

³ Preciznije tržište kapitala.

komparativnih prednosti i nedostataka oba modela finansijskog sistema, izgrađeni su sledeći teorijski pristupi: bankarski orijentisan pristup (*bank-based approach*), tržišno orijentisan pristup (*market-based approach*), funkcionalni pristup (*financial services approach*) i pravno orijentisan pristup (*legal-based approach*).

Imajući u vidu napred navedeno, cilj ovog rada je da se, polazeći od uloge koju finansijski sistem ima u funkcionisanju svake tržišne privrede, analiziraju prednosti i slabosti bankarski orijentisanog i tržišno orijentisanog finansijskog sistema prilikom obavljanja osnovnih ekonomskih funkcija. Radi realizacije definisanog cilja sprovedeno je istraživanje kvalitativnog karaktera. U tom smislu je, upotrebom metoda deskriptivne i komparativne analize, učinjena inovirana interpretacija relevantne naučne literature.

Bankarski orijentisan pristup

Prema bankarski orijentisanom pristupu (*bank-based approach*), koje se može označiti kao prvo ekstremno gledište, najznačajniju ulogu u finansijskom sistemu imaju banke. Efikasnost ovih institucija se posebno ogleda u: (1) mobilizaciji kapitala zahvaljujući prednostima ekonomije obima; (2) prikupljanju informacija u funkciji poboljšanja alokacije kapitala i korporativnog upravljanja i (3) upravljanju rizikom likvidnosti, što doprinosi većoj efikasnosti investicija i višem ekonomskom rastu (Levine, 2002). Smatra se da banke imaju prednost nad tržištem vrednosnih papira u ranim fazama ekonomskog razvoja kada institucionalno okruženje nije do te mere efikasno da podrži aktivnosti na tržištu vrednosnih papira.

Ističući pozitivnu ulogu banaka, ovaj pristup naglašava komparativne slabosti tržišta vrednosnih papira. Zagovornici bankarski orijentisanog finansijskog sistema nastoje da pronađu uverljive razloge koji idu u prilog tvrdnji da tržišno orijentisan finansijski sistem nije efikasan u prikupljanju informacija o postojećim i potencijalnim investicijama i u obavljanju monitoringa menadžmenta preduzeća. Konkretno, Stiglitz (1985) ističe *free-rider* problem koji je inherentan atomiziranim tržištima⁴. Budući da se na dobro razvijenom finansijskom tržištu informacije brzo šire, korist od informacija mogu da ostvare i oni koji nisu ulagali sredstva u njihovo prikupljanje. U tom slučaju,

⁴ Tržišta na kojima postoji veliki broj učesnika.

smanjuje se interesovanje pojedinačnih investitora da ulažu sredstva u istraživanje prednosti i slabosti investicionih alternativa. Tako stupa na snagu parola „neka to uradi neko drugi“. Kao rezultat toga, na nivou privrede se nedovoljno ulaže u prikupljanje informacija, što pojačava problem informacione asimetrije. Stoga, odsustvo podsticaja za identifikovanje inovativnih projekata koji podstiču ekonomski rast i praćenje poteza drugih učesnika na finansijskom tržištu rezultira neefikasnom alokacijom sredstava.

Zagovornici bankarski orijentisanog finansijskog sistema smatraju da tržište akcija nije efikasan mehanizam korporativne kontrole (Shleifer & Vishny, 1996). Naime, pretnju preuzimanja kao sredstvo korporativne kontrole takođe ometa pojava *free-rider* problema. Svako preduzeće koje je zainteresovano za preuzimanje drugog preduzeća, odnosno, potencijalni sticatelj ulaže sredstva u prikupljanje informacija. Druga preduzeća „opažaju“ informacije u momentu kada prvi potencijalni sticatelj uputi javnu ponudu za preuzimanje akcija ciljnog preduzeća. To je istovremeno podsticaj za druga zainteresovana preduzeća, koja prethodno nisu prikupljala relevantne informacije o ciljnom preduzeću, da upute javnu ponudu za preuzimanje, što uslovljava rast cena akcija ciljnog preduzeća. Potencijalni sticatelj, pored toga što je uložio sredstva da bi došao do informacija, mora da plati i višu cenu za ciljno preduzeće u odnosu na cenu koju bi platio u slučaju da druga preduzeća, koja besplatno koriste informacije, nisu mogla da daju ponude za akcije ciljnog preduzeća. Dakle, brzo širenje skupih informacija smanjuje podsticaje za pribavljanje informacija, davanje efektivnih ponuda za preuzimanje i posedovanje kontrole nad korporativnim entitetom.

Dodatno, neefikasnost tržišta korporativne kontrole proizilazi iz činjenice da tržište akcija omogućava ciljnim preduzećima da koriste različite strategije u cilju odbrane od neprijateljske akvizicije. Jedna od strategija smanjenja vrednosti preduzeća jeste emitovanje prava ili tzv. „otrovnih pilula“ (*poison pills*) (Heron & Lie, 2015). „Otrovne pilule“ su vrednosni papiri bez prava glasa koji se izdaju postojećim akcionarima. Svojim holderima obezbeđuju određena prava pre, u toku i nakon izmena u upravljačkoj strukturi preduzeća. Cilj je da se putem smanjenja vrednosti preduzeća zapravo povećaju troškovi njegovog preuzimanja, kako bi se potencijalni „napadač“ odvratio od pokušaja neprijateljskog preuzimanja.

Opasnost od preuzimanja može se sprečiti i putem tzv. „zlatnih padobrana“ (*golden parachutes*). Zlatni padobrani su posebni sporazumi kojima se ciljno preduzeće obavezuje da isplati izrazito visoke naknade licima na najvišim upravljačkim pozicijama u preduzeću u slučaju voljnog ili nevoljnog prestanka njihovog ugovornog odnosa nakon uspešno sprovedenog postupka preuzimanja (Radović, 2008). Obaveza isplate visokih naknada članovima uprave povećava troškove preuzimanja što preduzeće čini manje atraktivnim na tržištu korporativne kontrole. Stoga, preduzeća – potencijalni sticatelji zbog poskupljenja čitave transakcije gube interes za preuzimanje. Takav razvoj događaja pogoduje neefikasnom menadžmentu preduzeća, dok tržište korporativne kontrole kao sredstvo disciplinovanja neefikasnih članova uprave gubi na značaju.

Na kraju, kao nedostatak tržišno orijentisane strukture finansijskog sistema, navodi se da likvidno finansijsko tržište uslovljava pojavu investicione kratkovidnosti (Beck et al., 2001). Budući da na likvidnim tržištima investitori mogu bez većih troškova da prodaju akcije, oni su manje motivisani za rigorozniji monitoring menadžmenta preduzeća.

Tržišno orijentisan pristup

Drugi ekstremni pristup (*market-based approach*) naglašava pozitivnu ulogu tržišta vrednosnih papira u obavljanju funkcija finansijskog sistema i podsticanju ekonomskog rasta. Konkretno, i razvijeno i likvidno tržište kapitala omogućavaju transfer vlasništva tokom trajanja investicije i na taj način ohrabruje investitore da ulažu u projekte sa dužim rokom dospeća i višim prinom. Pored toga, utrživi vrednosni papiri omogućavaju kvalitetnije upravljanje rizikom.

Dodatni argumenti u korist tržišno orijentisanog sistema izvide se uglavnom iz slabosti finansijskog sistema zasnovanog na bankama. Najpre, banke u procesu finansiranja preduzeća imaju pristup informacijama koje nisu dostupne drugim potencijalnim zajmodavcima. Insajderske informacije⁵ povećavaju pregovaračku moć banaka, dajući im mogućnost prisvajanja većeg iznosa informacione rente od zajmoprimaca (Beck et al., 2001). U tom smislu, banke

⁵ Na primer, podatak o očekivanom budućem profitu preduzeća.

mogu izvući nesrazmerno veliki deo profita od preduzeća. To demotiviše preduzeća da preduzimaju visokorizične i profitabilne investicije.

Allen i Gale (1999) primećuju da banke, pored toga što sa svojim klijentima uspostavljaju dugoročan odnos koji doprinosi smanjenju troškova prikupljanja informacija i povećanju njihovog kvaliteta, ipak mogu biti neefiksane u određenim okolnostima. Ovaj problem se generalno javlja kada je u pitanju finansiranje razvoja nove industrije⁶ ili novih tehnologija u postojećoj industrijskoj grani. Menadžeri banka su posebno oprezni imajući u vidu kompleksnost evaluacije inovativnih projekata. Odluku o finansiranju inovativnog projekta je teško doneti bez odgovarajuće ekspertize. Usled nemogućnosti pravilnog predviđanja prinosa, često izostaje pravilna procena neto sadašnje vrednosti projekta.

Banke, uglavnom, karakteriše inherentna sklonost ka finansiranju niskorizičnih, samim tim i niskoprinosnih projekata. Primarni cilj banaka je sigurnost prinosa, te tako inovativni i rizičniji projekti sa višim prinosom ostaju nerealizovani. Na taj način, bankarski orijentisan finansijski sistem može da uspori razvoj tehnoloških inovacija i ekonomski rast (Morek & Nakamura, 1999). U prilog tome govori istraživanje na primeru Japana (Weinstein & Yafeh, 1998), u kojem se zaključuje da preduzeća sa glavnom bankom koja imaju lakši pristup kapitalu koriste konzervativne strategije sporog rasta i ne rastu brže od preduzeća bez glavne banke. Takođe, preduzeća sa glavnom bankom ostvaruju niže profite, što je konzistentno sa tvrdnjom da moćne banke izvlače značajan iznos informacione rente po osnovu kreditnog odnosa sa preduzećem.

Jednim od nedostataka finansiranja projekata putem bankarskih kredita smatra se nedoslednost banaka u poštovanju odredaba kreditnog ugovora. S tim u vezi, banke su sklone da izvrše preformulaciju ugovora tokom perioda otplate kredita, a naročito u slučajevima ponovnog ugovaranja kredita (*loan renegotiation*). Takođe se tvrdi da u toku dugoročne saradnje sa klijentima-preduzećima, banka stiče ogroman uticaj na preduzeće koji može biti zloupotrebljen u smislu da se menadžment banke može naći u ulozi efektivnih

⁶ Tržišno orijentisane privrede, kao što je Velika Britanija tokom XIX veka i SAD tokom XX veka, bile su uspešnije u razvoju novih industrija u odnosu na bankarski orijentisane privrede (Nemačka i Japan). Razvoj železnice u Velikoj Britaniji, automobilske industrije, industrije komercijalnog vazduhoplovstva, kompjutera i biotehnologije u SAD, finansirani su putem tržišta kapitala.

vlasnika preduzeća. Na primeru Nemačke, Wenger i Kaserer (1998) pokazuju da banke ne samo da imaju moć korporativne kontrole nad preduzećima kao njihovi veliki kreditori, već imaju i pravo glasa po osnovu akcija velikog broja malih akcionara.

Takođe, banke u dosluhu sa menadžmentom preduzeća mogu preduzimati izvesne nedolične radnje (kao što je lažiranje finansijskih izveštaja), što stavlja u neravnopravan položaj konkurenciju, slabi efikasnost korporativne kontrole, smanjuje mogućnost osnivanja novih preduzeća i dovodi u pitanje efikasnost finansijskog sistema. Stoga, zagovornici tržišno orijentisanog finansijskog sistema tvrde da finansijsko tržište smanjuje neefikasnosti karakteristične za banke, stimuliše osnivanje novih preduzeća i olakšava privlačenje kapitala za proširenje poslovanja (Beck et al., 2001).

Apostrofiranje prednosti i nedostataka tržišno i bankarski orijentisanog finansijskog sistema implicitno navodi na zaključak da između ova dva načina organizacije finansijskog sistema postoji određeni „*trade off*“ (Allan & Gale, 1997). Preciznije, banke i tržište vrednosnih papira smatraju se supstitutivnim izvorima finansiranja privredne aktivnosti. U skladu s tim, može se zaključiti da se jedan element finansijskog sistema (bankarski sektor), razvija na račun drugog (tržišta vrednosnih papira) i obrnuto.

Funkcionalno orijentisan pristup

U literaturi su, međutim, prisutni stavovi prema kojima suprostavljanje bankarski orijentisanog i tržišno orijentisanog sistema ne predstavlja pravilan pristup u razumevanju uloge i značaja finansijskog sistema u procesu ekonomskog rasta. Gledište usmereno na funkcije koje obavlja finansijski sistem (*financial services approach*) naglašava da banke i tržište vrednosnih papira pružaju različite i međusobno komplementarne usluge koje imaju pozitivne implikacije na ekonomski rast. Stoga je od suštinskog značaja ukupan obim, kvalitet i dostupnost finansijskih usluga, a ne način organizacije finansijskog sistema.

Brojni autori pripisuju ogromnu moć informacijama sadržanim u bankarskim ugovorima o kreditu. Efikasnost banaka u procesu prikupljanja i obrade informacija prilikom skrininga i monitoringa preduzeća (zajmoprimaca) ima nesumnjiv značaj za razvoj i funkcionisanje tržišta kapitala. Odlukom o

odobranju kredita ili obnavljanju ugovora o kreditu banka šalje pozitivne signale široj investicionoj javnosti o kvalitetu svojih dužnika, posebno kada se radi o mladim i malim preduzećima koja nemaju izgrađenu reputaciju (Diamond, 1991). Dodatno, malim preduzećima u nastajanju banke omogućavaju fazno finansiranje, gde mogućnost korišćenja novog finansiranja zavisi od uspeha prethodne faze čime se delimično rešava problem nepostojanja kolaterala koji je karakterističan za novoosnovana preduzeća (Stulz, 2000). Sticanje reputacije omogućava da preduzeća kasnije u svom životnom ciklusu pribave dodatna sredstva kroz druge izvore finansiranja, kao što je emisija dužničkih vrednosnih papira.

Javno objavljen ugovor o kreditu, praktično, ima efekte najave (*announcement effects*). S tim u vezi, u literaturi se često raspravlja o reakcijama tržišta akcija na informacije iz javno objavljenih kreditnih ugovora preduzeća. James (1987) tvrdi da takve informacije imaju pozitivan uticaj na stopu prinosa na akcije određenog preduzeća. Nakon objavljivanja ugovora o kreditu, kada se otkriju informacije koje su bile skupe ili potpuno nedostupne, vlasnici akcija mogu privremeno (najviše u roku od dva dana) da ostvare pozitivan ekscesni ili abnormalni prinos na svoju aktivu.

Intenzitet pozitivnih efekata razlikuje se u zavisnosti od toga da li banka zajmoprimcu prvi put odobrava kredit ili je obnovljen raniji ugovorni odnos. Lummer i McConnell (1989) nalaze da je pozitivan informacioni efekat veći ukoliko preduzeće produži raniji ugovorni odnos sa bankom. To znači da su za investitore na tržištu kapitala važnije informacije generisane kroz aktivnosti monitoringa koji se odvija tokom trajanja kredita nego one iz procesa skrininga koji prethodi odobranju kredita. Takođe, informacioni efekat ugovora o kreditu na cenu akcija zavisi i od veličine preduzeća i kvaliteta banke (Slovin et al., 1992; Billet et al., 1995). S obzirom da za velika preduzeća ima više javno dostupnih informacija, samim tim je i ekscesni pozitivan prinos na akcije niži. Nasuprot tome, kreditni ugovori manjih preduzeća otkrivaju više insajderskih informacija, te je u skladu s tim ekscesni pozitivan prinos na akcije viši. Takođe, ukoliko je zajmodavac relativno superiorniji u pogledu sposobnosti skrininga i monitoringa zajmoprimca, kvalitetnije su i informacije koje sadrži ugovor o kreditu.

Banke mogu poslati i negativne signale na tržište kapitala u slučaju kada donesu odluku da izvrše prodaju kredita (*loan sales*) (Dahiya et al., 2003). Takav način raskida kreditnog odnosa sa preduzećem prenosi negativne informacije koje ukazuju na određene teškoće u poslovanju, mogućnost stečaja ili druge promene u poslovanju i vlasničkoj strukturi preduzeća.

Komercijalne banke, pored toga što indirektno doprinose funkcionisanju tržišta kapitala, mogu biti i neposredni učesnici na tržištu u ulozi pokrovitelja emisije vrednosnih papira (Drucker & Puri, 2007). U poređenju sa investicionim bankama, komercijalne banke na tržištu kapitala mogu ostvariti određene prednosti. Prvo, privilegovane ili insajderske informacije koje banka prikuplja u procesu kreditiranja, veoma su korisne prilikom pokroviteljstva javne ponude vrednosnih papira. Stoga, u poređenju sa investicionim bankama koje ne prikupljaju informacije putem kreditne aktivnosti, komercijalne banke automatski imaju niže troškove proizvodnje informacija. Ova prednost omogućava komercijalnim bankama da generišu dodatne informacije i u skladu s tim preciznije utvrde vrednost preduzeća koje emituje vrednosne papire. Drugo, komercijalne banke ostvaruju prednosti ekonomije opsega, budući da iste inpute (informacije) koriste prilikom pružanja različitih usluga, prvenstveno u slučaju kreditiranja i pokroviteljstva emisije vrednosnih papira. Ukoliko preduzeće koristi svoju kreditnu banku kao pokrovitelja emisije vrednosnih papira, tada plaćaja nižu naknadu za usluge pokroviteljstva (*underwriting fee*).

S druge strane, utvrđeno je da funkcionisanje tržišta akcija pozitivno utiče na kreditnu aktivnost banaka. Demirgüç-Kunt i Maksimovic (1996) su dokazali da u zemljama u razvoju inicijalni razvoj tržišta akcija doprinosi proširenju poslovanja banaka. Posmatrajući finansijsku strukturu preduzeća zaključili su da akcionarska preduzeća povećavaju finansijski leveridž zaduživanjem kod banaka sve dok je procenat prinosa na sopstvena sredstva viši u odnosu na procenat prinosa na ukupna sredstva. U tom slučaju, pozitivna razlika između poslovnog dobitka i fiksnih troškova koje preduzeće plaća na pozajmljena sredstva, odražava se na povećanje dobiti koja ostaje preduzeću, odnosno njegovim vlasnicima.

Song i Thakor (2010) ukazuju da banke i tržište vrednosnih papira imaju različite komparativne prednosti i da se nalaze u konkurentskom odnosu jedino kada se ova dva izvora finansiranja posmatraju izolovano jedan od drugog.

Autori tvrde da postoji pozitivna povratna sprega između bankarskog sektora i tržišta kapitala. S jedne strane, interakcijski odnos banaka i tržišta kapitala ostvaruje se putem sekjuritizacije kredita. Tehnika sekjuritizacije omogućava bankama da nelikvidnu aktivu po osnovu izdatih kredita transformišu u utržive vrednosne papire i dođu do novca pre isteka roka dospeća odobrenih kredita. Efikasnost banaka u procesu kreditne analize utiče na povećanje poverenja investitora u kreditni kvalitet sekjuritizovanih vrednosnih papira. Ulaganje u sekjuritizovane vrednosne papire ima za posledicu poboljšanje likvidnosti i porast veličine tržišta kapitala. S druge strane, razvijeno tržište kapitala podrazumeva niže troškove pribavljanja kapitala. Zahvaljujući tome, banke mogu odlučiti da preuzmu veći kreditni rizik, odnosno, da odobre rizičnije zajmove, jer su u prilici da, u skladu sa kapitalnim zahtevima, obezbede relativno viši nivo sopstvenog kapitala uz niže troškove. Na taj način, razvoj tržišta kapitala dovodi do povećanja kreditnih plasmana banaka. Dakle, evolucija banaka podstiče razvoj tržišta kapitala, dok istovremeno razvoj tržišta kapitala podstiče razvoj bankarskog sektora. Koevolutivni proces i uzajamna interakcija banaka i tržišta kapitala dozvoljava da prednosti jednog elementa finansijskog sistema budu dobar podsticaj za razvoj drugog. Drugim rečima, izbalansiran odnos banaka i tržišta kapitala u finansijskom sistemu doprinosi njihovoj komplementarnosti i efikasnijem transferu sredstava od štednih ka investicionim subjektima (Saillard & Url, 2013).

Brojne studije su koncentrisane na poređenje Nemačke i Japana kao bankarsko orijentisanih finansijskih sistema s jedne strane, i Velike Britanije i SAD-a kao tržišno orijentisanih sistema, s druge strane. S obzirom da ne postoji značajna razlika u stopi ekonomskog rasta između ovih ekonomija, nije otkrivena superiornost strukture finansijskog sistema nad ostalim faktorima rasta. Sve četiri zemlje imaju sofisticirane finansijske sisteme i visoku stopu ekonomskog rasta. Ono što je važno jeste činjenica da specifična struktura finansijskog sistema jedne zemlje ne dovodi do znatno više stope rasta u odnosu na alternativne strukture (Allen et al., 2010).

Zagovornici pristupa usmerenog na finansijske usluge slažu se u stavu da ne treba ulagati napore u traženje odgovora na pitanje da li je bolje da u strukturi finansijskog sistema relativno veći udeo pripada komercijalnim bankama ili tržištu vrednosnih papira. Ono na šta treba usmeriti pažnju je kreiranje

ambijenta koji doprinosi boljem funkcionisanju i kvalitetu usluga finansijskog tržišta i finansijskih posrednika (Dolar & Meh, 2002).

Pravno orijentisan pristup

Finansijska teorija, takođe, ističe i pravno orijentisan pristup (*legal-based approach*), koji akcenat stavlja na poštovanje odredaba finansijskih ugovora i zaštitu prava učesnika u finansijskim transakcijama. To su pretpostavke koje doprinose boljem funkcionisanju finansijskog sistema. Ovaj pristup predstavlja prošireni funkcionalno orijentisan pristup.

Naime, uticajna grupa autora u svojim istraživanjima (La Porta et al., 1997, 1998) u potpunosti odbacuje analitičku vrednost rasprave o važnosti strukture finansijskog sistema i predlažu pravno orijentisan pristup. Autori tvrde da finansije predstavljaju skup ugovora koji su definisani na osnovu zakonskih odredaba i mehanizama sprovođenja, čija efikasnost zavisi od efikasnosti ukupnog pravnog sistema. Efikasan pravni sistem osigurava visok stepen zaštite investitora, usled čega se povećava njihova spremnost da finansiraju projekte. Iz ove perspektive, pravni sistem olakšava funkcionisanje finansijskog tržišta i finansijskih posrednika, povećava efikasnost alokacije resursa i ekonomski rast.

Brojne studije, takođe potvrđuju da brži ekonomski rast postižu ekonomije u kojima pravni sistem efikasnije štiti prava investitora i koje su dostigle viši nivo razvoja finansijskog sistema (Beck et al., 2001; Graff, 2008, 2012). U ekonomijama u kojima je pristup eksternim izvorima finansiranja lakši, performanse industrijskih grana su bolje i veće su mogućnosti za osnivanje novih preduzeća. Dakle, umesto fokusiranja na strukturu finansijskog sistema, kreatori ekonomske politike pažnju treba da usmere na politike zaštite prava investitora i povećanja efikasnosti sprovođenja ugovora (Ndikumana, 2003). To dalje omogućava razvoj banaka i tržišta vrednosnih papira i smanjenje transakcionih i informacionih troškova.

Početak XXI veka u okviru jednog opsežnog istraživanja (Demirgüç-Kunt & Levine, 2001, prema Grbić, 2013) analizirane su razlike u veličini, aktivnosti i efikasnosti segmenata finansijskog sistema (banaka, drugih finansijskih institucija i tržišta akcija) između različitih dohodovnih grupa zemalja. Takođe, ispitane su pravne, regulatorne i političke determinante strukture finansijskog sistema. Rezultati ovog istraživanja sumirani su u nekoliko zaključaka:

- Banke, nebankarske finansijske institucije i tržište akcija su veći, aktivniji i efikasniji u zemljama sa višim nivoom nacionalnog dohotka, što znači da su finansijski sistemi tih zemalja u proseku razvijeniji.
- U zemljama sa visokim dohotkom, tržište akcija postaje aktivnije i efikasnije u odnosu na banke, što znači da nacionalni finansijski sistem postaje tržišno orijentisan kako privreda postaje razvijenija. Jedno od novijih istraživanja (Demirgüç-Kunt et al., 2012), svedoči o tome da sa razvojem privrede korelacija između marginalnog povećanja ekonomske aktivnosti i razvoja banaka opada, dok korelacija marginalnog rasta ekonomske aktivnosti i razvoja tržišta vrednosnih papira raste.
- Zemlje sa anglosaksonskim pravnim sistemom, jakom zaštitom prava akcionara i kreditora, dobrom računovodstvenom regulativom, niskim nivoom korupcije i eksplicitnim osiguranjem depozita, imaju tendenciju da budu više tržišno orijentisane.
- Zemlje sa kontinentalnim pravnim sistemom, slabom zaštitom prava akcionara i kreditora, nepoštovanjem ugovora i računovodstvenih standarda, visokim nivoom korupcije, restriktivnom bankarskom regulativom i visokom inflacijom, imaju relativno nerazvijen finansijski sistem.

U celini posmatrano, razvoj finansijskog sistema podržan efikasnim pravnim okvirom, između ostalog, predstavlja osnovu za prosperitet privrede. To podrazumeva sinergetski efekat funkcionalne skladnosti finansijskog tržišta, finansijskih institucija i instrumenta i efikasne pravne zaštite učesnika u finansijskim transakcijama.

Zaključak

Finansijska teorija pokušava da sa različitih stanovišta objasni specifičnu ulogu finansijskog sistema u procesu ekonomskog rasta. Stoga je procena uloge pojedinih segmenta finansijskog sistema (bankarskog sektora i tržišta vrednosnih papira) izvršena kroz sistematizaciju različitih teorijskih gledišta. Bankarski orijentisan pristup daje prioritet bankama, jer su one, zahvaljujući efektima ekonomije obima, efikasnije u procesu mobilizacije štednje. Njihova efikasnost se dodatno ogleda u prikupljanju informacija u funkciji poboljšanja alokacije kapitala i korporativnog upravljanja, odnosno, sposobnosti izbegavanja *free-rider* problema. S druge strane, zagovornici tržišno orijentisanog finansijskog sistema tvrde da tržište vrednosnih papira obezbeđuje finansijske usluge koje su

ključne za podsticanje inovacija i dugoročnog ekonomskog rasta. Konkretno, razvijeno i likvidno tržište kapitala omogućava transfer vlasništva nad finansijskom aktivom i na taj način ohrabruje investitore da ulažu u projekte sa dužim rokom dospeća i višim prinosom. Pored toga, utrživi vrednosni papiri omogućavaju kvalitetnije upravljanje rizikom.

Za razliku od prethodno navedenih pristupa, koji banke i tržište vrednosnih papira smatraju supstitutivnim načinima transfera štednje u investicije, funkcionalno orijentisan pristup naglašava njihovu ravnopravnu ulogu u mobilizaciji štednje, alokaciji resursa u najproduktivnije investicije, vršenju korporativne kontrole i upravljanju rizicima. Poseban akcenat se stavlja na kvalitet finansijskih usluga koje obezbeđuje finansijski sistem. Pri tome se ističe da banke i tržište vrednosnih papira pružaju međusobno komplementarne finansijske usluge. S obzirom da je krajnji cilj postojanja banaka i tržišta vrednosnih papira isti, oni iste funkcije obavljaju na različite načine.

Takođe, u literaturi se izdvaja i pravno orijentisan pristup, koje akcenat stavlja na poštovanje odredaba finansijskih ugovora i zaštitu prava učesnika u finansijskim transakcijama. To su pretpostavke koje doprinose boljem funkcionisanju finansijskog sistema. Po ovom gledištu, obim i kvalitet finansijskih usluga primarno zavisi od nivoa razvijenosti finansijskog sistema, a ne od njegove strukture. S tim u vezi, stopa ekonomskog rasta zavisi od raspoloživosti finansijskih proizvoda i efikasnosti finansijskih posrednika i tržišta vrednosnih papira u pružanju finansijskih usluga.

Literatura

1. Allen, F. & D. Gale (1999). Diversity of Opinion and Financing of New Technologies. *Journal of Financial Intermediation*, 8, 68-89.
2. Allen, F. & Gale, D. (1997). Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing. *Journal of Political Economy*, 105, 523-546.
3. Allen, F., Capie, F., Fohlin, C., Miyajima, H., Sylla, R., Wood, G. & Yafeh, Y. (2010). How Important Historically Were Financial Systems for Growth in the U.K., U.S., Germany, and Japan? http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1701274
4. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). The Financial Structure Database. In *Financial Structure and Economic Growth: A*

- Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Edited by Aslō Demirgüç-Kunt and Ross Levine, The MIT Press, 17-80.
5. Billett, M., Flannery, M., & Garfinkel, J. (1995). The effect of lender identity on a borrowing firm's equity return. *Journal of Finance*, 50, 699-718.
 6. Dahiya, S., Puri, M., & Saunders, A. (2003). Bank borrowers and loan sales: New evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Business*, 76, 563-582.
 7. Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1996). Stock market development and firms' financing choices. *World Bank Economic Review*, 10, 341-369.
 8. Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R. (2012) The Evolving Importance of Banks and Securities Markets, NBER *Working Paper* No. 18004
 9. Diamond, D. W. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99, 689-721.
 10. Dolar, V., & Meh, C. (2002). Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey. *Working Paper* No 2002-24, Bank of Canada.
 11. Drucker, S., & Puri, M. (2007). Banks in Capital Markets. Empirical Corporate Finance, In E. Eckbo (ed.). *Handbooks in Finance* (189–232). Amsterdam: North-Holland Publishers.
 12. Graff, M. (2008). Law and Finance: Common Law and Civil Law Countries Compared – An Empirical Critique. *Economica*, 75, 60-83.
 13. Graff, M. (2012). Legal Origin and Financial Development: New Evidence and Old Claims. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 3(3), 164-166.
 14. Grbić, M. (2013). Uticaj strukture finansijskog sistema na ekonomski rast. *Računovodstvo*, br. 5-6, 93-101.
 15. Heron, R. A., & Lie, E. (2015). The effect of poison pill adoptions and court rulings on firm entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 286–296.

16. James, C. (1987). Some evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Financial Economics*, 19, 217-235.
17. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & A. Shleifer (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113–1155.
18. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52, 1131–1150.
19. Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?, *Journal of Financial Intermediation*, 11. 398-428.
20. Lummer, S. & McConnel, J. (1989). Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital Markets Response to Bank Loan Agreements. *Journal of Financial Economics*, 25, 99-122
21. Morck, R. & Nakamura, M. (1999). Banks and Corporate Control in Japan. *Journal of Finance*, 54, 319-340.
22. Ndikumana, L. (2003). Financial Development, Financial Structure, and Domestic Investment: International Evidence, Political Economy Research Institute, *Working Paper 16*.
23. Radović, V. (2008). Zlatni padobrani, korporativno upravljanje i tržište korporativne kontrole. *Pravo i privreda*, br. 1-4, 40-60.
24. Saillard, A., & Url, T. (2013). Measuring and Testing Complementarity and Co-evolution in Financial Systems. WIFO *Working Papers* No. 457.
25. Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1996). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
26. Slovin, M., Johnson, S., & Glascock, J. (1992). Firm size and the information content of bank loan announcements. *Journal of Banking and Finance*, 16, 1057-1071.
27. Song, F., & Thakor, V. (2010). Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets. *The Economic Journal*, 120, 1021-1055.
28. Stiglitz, J. E. (1985) Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, 133-152.
29. Stulz, R. M. (2000). Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth, *International Review of Finance*, 1(1). 11-38.

30. Veysov, A., & Stolbov, M. (2012). Financial System Classification: From Conventional Dichotomy to a More Modern View. *MPRA Paper* No. 40613.
31. Weinstein, D. E. & Yafeh, Y. (1998). On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan. *Journal of Finance*, 53, 635-672.
32. Wenger, E. & Kaserer, C. (1998). The German system of corporate governance: a model which should not be imitated. In: *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, Eds: Black, S.W. and Moersch, M., North – Holland Press, New York: 41-78.

COMPARATIVE FINANCIAL SYSTEMS: IMPLICATIONS FOR ECONOMIC GROWTH

Milka Grbić⁷, Dejan Jovanović⁸

Abstract

The main goal of the research in this paper is to, starting from the role that financial system has in operating of every market economy, analyze the strengths and failures of a bank-based and market-based financial system when performing basic economic functions. In order to achieve the defined goal, a qualitative research was conducted. In this sense, an innovative interpretation of the relevant scientific literature was made using descriptive and comparative analysis methods. The paper examines four approaches that represent a critical analysis of the role and importance of banks and the securities market – bank-based, market-based, financial services and legal-based approach. Emphasizing the positive role of banks, the bank-based approach highlights the comparative failures of the securities market. On the other hand, the market-

⁷ Milka Grbić, PhD, Assistant professor, University of Kragujevac, Faculty of Economics, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Republic of Serbia, Telefon: +38134303540, E-mail: mgrbic@kg.ac.rs

⁸ Dejan Jovanović, PhD, Assistant professor, University of Kragujevac, Faculty of Economics, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Republic of Serbia, Telefon: +38134303519, E-mail: djovanovic@kg.ac.rs

based view highlights the advantages of the securities market, while at the same time emphasizing the failures of banks in performing their basic functions. However, the focus of a financial services approach is not the debate over whether a better financial system is based on banks or the securities market, but the extent, quality and availability of financial services is important. Finally, the legal-based approach, which represents addition to the financial services approach, emphasizes compliance with the provisions of financial contracts and the protection of the rights of participants in financial transactions. Accordingly, the key research findings relate to identifying assumptions that contribute to the better functioning of the financial system and to pointing out that the functional compatibility of banks and securities markets contributes to their complementarity and more efficient transfer of funds from savings towards investment entities.

Keywords: *financial system, bank-based, market-based, functionally-based, legally-based, approach*

Datum prijema (Date received): 18.11.2019.

Datum prihvatanja (Date accepted): 20.03.2020.