

Mr. sc. Željko Bogdan

**PREGLED ISTRAŽIVANJA O VEZI IZMEĐU RAZVIJENOSTI  
FINANCIJSKOG SUSTAVA I GOSPODARSKOG RASTA**

**SURVEY OF RESEARCH ON RELATIONSHIP  
BETWEEN DEVELOPMENT OF FINANCIAL SYSTEM  
AND ECONOMIC GROWTH**

---

**SAŽETAK:** Veza između razvijenosti financijskog sustava i gospodarskog rasta predmet je istraživanja mnogih ekonomista. U ovom članku prikazuju se empirijska istraživanja i teorijski radovi koji se bave objašnjavanjem navedene veze. Premda se čini logičnim da razvoj financijskog sustava pozitivno utječe na gospodarski rast, konačan odgovor na to pitanje još nije dan. U istraživanju veze financije - rast posebno je i pitanje kauzalnosti odnosno smjera veze financije – rast. U slučaju tranzicijskih zemalja empirijski radovi uglavnom ne potvrđuju da financijski razvoj potiče gospodarski rast.

**KLJUČNE RIJEČI:** financijski sustav, gospodarski rast, tranzicijske zemlje.

**ABSTRACT:** The relationship between the development of the financial sector and economic growth has been researched by many economists. Empirical research and theoretical papers explaining this relationship are presented in this paper. Although it seems logical that the development of the financial sector has a positive influence on economic growth, the final answer to this question has not yet been given. With respect to the research into the relationship between financial development and growth, the special issue is the problem of causality, i.e. the direction of the finance-growth relationship. In the case of transition economies, empirical papers generally do not confirm that financial development stimulates economic growth.

**KEYWORDS:** financial system, economic growth, transition countries.

---

## 1. UVODNE NAPOMENE

Veza između financijskog razvitka i gospodarskog rasta odavno je predmet razmišljanja ekonomista. Još 1791. Alexander Hamilton je tvrdio da su „banke najsretniji motor koji je ikad bio izumljen“ za ubrzavanje gospodarskog rasta dok je 1819. Adams ustvrdio da banke potkopavaju „moral, mir, pa čak i bogatstvo naroda“ (Levine, Loayza i Beck, 2000.). I drugi autori u XIX. i poč. XX. st. su utvrdili važnost utjecaja financijskog sustava na gospodarsku aktivnost. Još je Bagehot (1873.) ustanovio da uspješnija mobilizacija štednje može poboljšati alokaciju resursa i potaknuti tehnološke inovacije i samim time poticati gospodarski rast. Schumpeter je također isticao da su usluge financijskih posrednika bitne za poticanje tehnološkog napretka i ekonomskog razvoja. Njegovo je stajalište da financijski sustav potiče gospodarsku aktivnost stimuliranjem tehnoloških inovacija tako da identificira poduzetnike koji imaju najveću mogućnost implementacije njihovih izuma i opskrbi ih sredstvima (Gertler, 1988.). Slične radove imaju Irving Fisher, Thorstein Bunde Veblen, Ralph George Hawtrey, i dr.<sup>1</sup> Među novijim empirijskim radovima koji analiziraju vezu između financija i gospodarskog rasta neophodno je navesti istraživanje Raymonda Goldsmitha iz 1969. god., koji je za indikator financijskog razvoja uzeo udio aktive financijskih posrednika u GDP-ju, te je potvrdio pozitivnu vezu između financijskog razvoja i gospodarske aktivnosti (King i Levine, 1993.b; Levine, 1997.). Napredak ekonometrijske analize (primjena instrumentalnih varijabli, kointegracijske analize, vektorske autoregresije, te statičkog i dinamičkog panela) omogućio je pojavu recentnijih radova koji su analizirali vezu između financijskog razvitka i gospodarskog rasta. Obujam takve literature u zadnjih 20-ak godina znatno je povećan te će u ovom radu koncentracija biti na onim recentnijim radovima koji se u literaturi najčešće citiraju. Sam cilj ovog rada jest da se odgovori na ova pitanja:

1. Zašto bi razvoj financijskog sustava trebao utjecati na gospodarsku aktivnost?
2. Kakva je veza između razvijenosti financijskog sustava i gospodarskog rasta?

Struktura rada je sljedeća: u prvom dijelu su teorijski radovi koji istražuju utjecaj na ekonomski rast te se u njima analizira i veza financijskog sustava i gospodarskog rasta; u drugom dijelu rada analiziraju se empirijski radovi koji ističu vezu između financijskog sustava i gospodarskog rasta pri čemu se analiziraju i istraživanja u tranzicijskim zemljama; u trećem dijelu se nastoji odgovoriti na pitanje utječe li financijski sustav na gospodarski rast, a četvrti je zaključak.

## 2. TEORIJSKI PRISTUP VEZI IZMEĐU FINACIJSKOG SUSTAVA I GOSPODARSKOG RASTA

Ekonomisti su suglasni s mišljenjem da su dva glavna kanala gospodarskog rasta akumulacija kapitala (fizičkog i ljudskog) i tehnološke inovacije, ali u ekonomskoj analizi poznata su naročito tri modela ekonomskog rasta: model rasta Solowa (1956), Mankiw-Romer, Weilov (1992.) model (u daljnjem tekstu MRW) i AK model (Rebelo, 1991.). Uloga financijskog sustava u navedenim modelima se očituje kroz njegovu zadaću da vrši transmisiju štednje u investicije. Sva tri modela polaze od pretpostavke da je štednja jednaka investi-

<sup>1</sup> Pregled ranijih radova o vezi financija i rasta je moguće naći u (Gertler, 1988.).

cijama, što zapravo znači da u modelu postoji perfektna financijska intermedijacija, odnosno da se štednja bez ikakvih troškova može mobilizirati u investicije. Model rasta Solowa i Mankiw-Romer-Weil se razlikuju samo u jednoj pretpostavci – MRW – „razdvaja“ štednju na dio kojim se financira fizički kapital i na dio kojim se financira ljudski kapital, dok model Solowa ljudski kapital ignorira, pa se ni štednja ne razdvaja. Prema modelu rasta Solowa, u kojem proizvodnja ovisi o razini (fizičkog) kapitala, broju zaposlenih i proizvodnosti rada, promjena stope štednje dugoročno ne utječe na stopu rasta proizvoda po zaposlenom jer je dugoročno jednaka stopi tehnološkog napretka. Može se, dakle, iz tog modela Solowa zaključiti da dugoročno financijski sustav nema nikakav efekt na gospodarski rast. U isto vrijeme kad je izašao taj model velik broj teoretičara negirao je ulogu financijskog sustava na gospodarski rast.<sup>2</sup> Primjerenije rečeno, utjecaj financijskog sustava na gospodarski rast može biti samo privremenog značaja. Što više, neki su teoretičari, poput Joan Robinson zastupali mišljenje „gdje gospodarski rast predvodi, financije slijede“, dakle da financijski sustav nema utjecaja na gospodarski rast, nego da gospodarski rast utječe na financijski razvoj (Gertler, 1988.).

Funkcija mobilizacije štednje bitna je zadaća financijskog sustava jer su, s jedne strane, bez pristupa investitorima mnogi proizvodni procesi neprofitabilni, a s druge strane ona omogućuje kućanstvima posjedovanje diversificiranog portfelja i povećanje likvidnosti imovine što pridonosi efikasnijoj alokaciji resursa (Sirri i Tufano, 1995. prema Levine, 1997.). Međutim, mobilizacija štednje nije jednostavna jer ju kočje transakcijski troškovi prikupljanja štednje od različitih pojedinaca i informacijske asimetrije. Financijski posrednici su tu da te probleme ublaže, ali ih ne mogu eliminirati u potpunosti. Kao posljedica toga samo je jedan dio štednje iskorišten za investicije, pa preostali možemo smatrati izgubljenim zbog mnogih faktora, kao što su: aktualni troškovi posredovanja banaka, oligopolističko ponašanje, veća sklonost trošenju prikupljenih poreznih prihoda na potrošačka dobra umjesto u investicije (Gross, 2002., 16). Marco Pagano je primijenio AK model kako bi razvio model u kojem razvoj financijskog sustava dovodi do veće razine dugoročnog dohotka i dugoročne stope rasta (Pagano, 1993.a, prema Haas 2001.). U tom slučaju će stope rasta kapitala i proizvoda po zaposlenom biti dane kao razlika između stope štednje koja nije „izgubljena“ u procesu financijske intermedijacije i amortizacije. Tako se može zaključiti da razvoj financijskog sustava može poticati gospodarski rast preko manjeg udjela „izgubljene“ štednje, rasta granične proizvodnosti kapitala i stimuliranjem sklonosti štednji (Haas, 2001.).

Vezu između financijskog sustava i gospodarskog rasta nije dovoljno promatrati samo preko funkcije mobilizacije štednje. Cjelovitije razumijevanje utjecaja razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast moguće je ako se znaju i druge funkcije koje ono obavlja. Levine (1997.) ističe šest funkcija koje obavlja financijski sustav, a to su: mobilizacija štednje, alokacija resursa, kontrola korporacija, olakšavanje upravljanja rizicima i olakšavanje trgovine roba i usluga. Svaka od navedenih funkcija može imati značajni učinak na gospodarski rast jer se preko njih može utjecati na akumulaciju kapitala i na tehnološke inovacije.

Cooley i Smith (1998.) su razvili model koji analizira ulogu financijskih tržišta u gospodarskom razvoju (SC model). Slično kao u modelu preklapajućih generacija, u njihovom

<sup>2</sup> Pregled radova o vezi između financijskog sustava i rasta dan je u: (Gertler, 1988.).

modelu postoje subjekti koji prolaze kroz tri perioda: Period  $t$  je period mladosti, period  $t+1$  period zrelosti i period  $t+2$  period starosti. Mladi mogu birati između rada i obrazovanja. Ulaganje u obrazovanje omogućit će im vođenje tvrtke u kasnijim razdobljima. Prema tome ljudi u srednjoj dobi mogu iznajmljivati rad, ili, ako su prije bili obrazovani, voditi tvrtku dok stariji ljudi više nisu u mogućnosti iznajmljivati rad, ali mogu voditi tvrtku ukoliko su bili ranije obrazovani. Ukoliko nema financijskih tržišta, tada subjekti koji su se u mladosti opredijelili za zarađivanje dohotka umjesto ulaganja u obrazovanje dobiveni dohodak neće moći uložiti u neki financijski instrument. Takvi u srednjim godinama neće moći voditi tvrtku i na taj način će štednja biti izgubljena. U starosti jedina mogućnost za stjecanje prihoda za potrošnju bila bi im posjedovanje tvrtke. Kao posljedica, svi subjekti ulažu u obrazovanje kada su mladi, rade kada su u srednjim godinama i u starosti vode tvrtku. Proizvodni proces omogućuje radnicima stjecanje novih vještina i znanja neovisno o obrazovanju, kroz ponavljanje istih operacija, odnosno specijalizaciju, da usavrše svoje vještine, i da se kroz stimulacije spriječi da te aktivnosti budu čisto ponavljajuće. Navedene činjenice su svojstvo modela koji opisuju učenje kroz rad. Učenje kroz rad nužno je povezano sa specijalizacijom. Specijalizaciju omogućuje postojanje financijskih tržišta i na taj način financijska su tržišta bitni faktori učenja kroz rad. U takvim uvjetima i subjekti su mnogo produktivniji što pridonosi rastu domaćeg proizvoda i štednje, a to onda prema modelima endogenog rasta pozitivno utječe i na gospodarski rast. Kada nema financijskih tržišta nema više učenja kroz rad. Stopa gospodarskog rasta je izuzetno niska u takvim situacijama, pa su autori postavili pitanja mjera koje zemlja mora poduzeti kako bi poticala razvoj financijskih tržišta i samim time pridonijela većem gospodarskom rastu.

Prema do sada navedenom moglo bi se zaključiti da veći stupanj financijskog razvika nužno dovodi do većeg dohotka. Međutim, Berthelemy i Varoudakis (1996.) su razvili teorijski model višestrukih ravnotežnih stanja prema kojem financijski sustav, pozitivno utječe na gospodarski rast ukoliko zemlja već ima određen stupanj financijskog razvoja. U jednom od tih stanja dolazi se do zamke siromaštva pri kojoj nestaje financijski sustav a gospodarstvo stagnira dok se u drugom financijski sustav normalno razvija i postoji endogen rast gospodarstva. Dakle, financijski razvoj *nužno* ne utječe na gospodarski rast. Nadalje, ekonomska teorija ne sugerira da financijski razvoj nužno dovodi do porasta stope štednje, a time je automatski i nepoznat utjecaj na proizvodnju. Tako je npr. empirijski utvrđeno da razvoj financijskog sustava poboljšava likvidnost. Ograničenje likvidnosti (*liquidity constraint*), pretpostavlja ograničenje sredstava koje osoba može posuditi od financijske institucije što ju onemogućava u današnjem trošenju budućeg dohotka (Mankiw 2002., 444). Štednja, zbog postojanja ograničenja likvidnosti, prema tome, može porasti iz dva razloga: prvo pojedinac troši manje nego što bi inače mogao, drugo kada i ne bi postojalo ograničenje likvidnosti, mogućnost da će se pojaviti u budućnosti, navest će ga da manje troši danas (Romer, 2001: 358). Postojanje ograničenja likvidnosti navelo je Tullija Japellija i Marka Pagana da istraže utjecaj razlike u dostupnosti kredita na razlike stop u štednje. Rezultati do kojih su došli upućuju na to da je ograničenje likvidnosti važno za agregatnu štednju što onda mora imati i učinke na gospodarski rast (Japelli i Pagano, 1994.). Teorija, međutim, sugerira da postignuta likvidnost ima nepoznat učinak na stope štednje i ekonomski rast. Većina modela, naime, pokazuje da veća likvidnost povećava povrate od investicija, i smanjuje nesigurnost od čega oba učinka imaju dvosmislen učinak na stope štednje te ona može rasti ili padati kako raste likvidnost (Levhari i Srinivasan, 1969., prema Levine, 1997.). Prema tome rast dohotka može biti usporen s većom likvidnosti. Aslı De-

mirgüç-Kunt i Ross Levine definirali su i tri kanala kroz koje veća likvidnost tržišta dionica može umanjiti stope štednje (Demirgüç-Kunt i Levine, 1996.b prema Levine, 1997.). Prvi je porast prinosa na investicije; drugi smanjena nesigurnost čime se smanjuje štednja zbog opreza; a treći euforija i kratkovidnost jer nezadovoljni odlučuju prodati dionice što, nepovoljno utječe na korporativno upravljanje i rast. S druge strane posrednici na financijskom tržištu kroz diversifikaciju rizika, smanjuju nesigurnost i kamatne stope, pa mogu potaknuti štediše na smanjenje stope štednje, ali i veća dostupnost kredita može se nepovoljno odrediti na štednju (Gross, 2002: 17). Neki radovi pokazuju i da bolja alokacija resursa potiče smanjenje štednje, pa se tako financijski razvoj može nepovoljno odraziti na stope rasta (Bencivenga i Smith, 1991.). Štednja ovisi i o kamatnoj stopi. Uobičajeno je pretpostaviti da se povećanje kamatne stope pozitivno odražava na štednju. Međutim utjecaj kamatne stope na štednju je nepoznat. Porast kamatne stope ne mora nužno imati pozitivan utjecaj na stopu štednje jer on s jedne strane povećava štednju zbog nepovoljnog utjecaja na potrošnju (učinak supstitucije), ali s druge strane smanjuje štednju zbog smanjenja dohotka (učinak dohotka). Učinak na štednju će biti pozitivan u situaciji kada je štednja u početku jednaka nuli ili kada se pojedinac u početku zadužuje, ali će biti nepoznat ukoliko je početna štednja negativna (Romer, 2001., 346. - 347.). Sukladno ovome i smanjenje kamatne stope ne mora nužno imati negativan utjecaj na štednju. Iz navedenoga slijedi zaključak da, ako je smanjenje kamatne stope, posljedica razvijenosti financijskog sustava, tada financijski sustav može imati pozitivan učinak na rast dohotka.

Prema tome, ekonomska teorija još nema jednoznačno stajalište o utjecaju financijskog sustava na gospodarski rast. Stoga valja posegnuti za empirijskom analizom kako bi se odgovorilo na pitanje ima li razvoj financijskog sustava pozitivan utjecaj na gospodarski rast. Velik broj empirijskih radova podupire tezu o pozitivnom utjecaju razvoja financijskog posredništva na ekonomski rast, ali je potrebno naglasiti da je taj utjecaj obostran – i gospodarski rast ima pozitivan efekt na financijski razvoj. Gospodarski rast potiče nastanak financijskih posrednika koji dalje potiču alokaciju kapitala što ubrzava rast, pa su financijski i gospodarski razvoj zajedno određeni (Greenwood i Jovanović, 1997.). Međutim, gospodarski razvoj može i na druge načine poticati financijski sustav, pa se ne smije također zanemariti ni da tehnološka poboljšanja koja se pozitivno odražavaju na gospodarski rast, također kroz umanjivanje transakcijskih troškova doprinose razvoju financijskog sustava (Merton, 1987. prema (Levine, 1997.). Financijski je sustav također podložan i promjeni zakonskog sustava, ali i političkim promjenama, pa na taj način razlike u zakonskoj tradiciji i razlike u bogatstvu proizvodnih resursa uslijed kojih se razvijaju različite političke i institucionalne strukture također mogu biti inkorporirane u buduće modele financijskog razvoja (Levine, 1997.).

### 3. RECENTNA EMPIRIJSKA ISTRAŽIVANJA

U nastavku rada donosi se pregled novijih empirijskih radova kojima se analizira utjecaj razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast. Jedan dio tih radova analizira isključivo utjecaj financijskog posredništva, a drugi su se orijentirali na utjecaj financijskog tržišta. Također su se neki orijentirali isključivo na testiranje linearne veze između razvijenosti financijskog sustava i gospodarskog rasta, a drugi na testiranje veze od gospodarskog

rasta prema financijskom razvoju. Neki su također ukazali i na mogućnost nelinearne veze na relaciji financijski razvoj - gospodarski rast. Naravno da zbog ograničenja prostora ne postoji mogućnost navesti sve radove koji istražuju vezu između financijskog sustava i gospodarskog rasta, pa ćemo se usredotočiti na one radove koji se čine značajnijima dok se opširniji pregled literature može naći u (Haas, 2001.) i (Levine, 2005.). Ovaj dio rada je strukturiran tako da se analiziraju radovi koji:

1. ukazuju na pozitivnu vezu između razvijenosti financijskog posredništva i gospodarskog rasta,
2. ne utvrđuju nužno pozitivnu vezu ili utvrđuju moguću nelinearnost u vezi između financijskog posredništva i gospodarskog rasta,
3. analiziraju vezu između razvijenosti financijskog tržišta i gospodarskog rasta,
4. analiziraju utjecaj razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast tranzicijskih zemalja.

### **3.1. Radovi koji ukazuju na pozitivnu vezu između financijskog posredništva i gospodarskog rasta**

Svakako da prvo mjesto među tim radovima prema citiranosti zauzimaju dva rada Roberta Kinga i Rossa Levine-a. U prvom radu (King i Levine, 1993.a) oni su razvili četiri indikatora financijskog razvoja koji su se potvrdili standardnima u kasnijoj empirijskoj analizi.<sup>3</sup> U svim slučajevima pokazala se pozitivna veza između ovih varijabli i rasta GDP-a. Autori su analizirali i vezu između financijskog sustava i rasta akumulacije kapitala i totalne produktivnosti faktora i utvrdili da je ona pozitivnog predznaka. U drugom članku, (King i Levine, 1993.b) analizirali su vezu između početne razvijenosti financijskog sustava i kasnijeg gospodarskog rasta. Na podacima koje su analizirali došli su do zaključka da je stupanj razvijenosti financijskog sustava u 1960-oj godini u pozitivnoj vezi s rastom kapitalne akumulacije i poboljšanja produktivnosti tijekom sljedećih 30 godina. Na taj način izvodi se zaključak da financijske usluge potiču rast povećavajući stopu akumulacije kapitala, ali potiču i efikasnije korištenje kapitala. No, autori su svjesni da ovakav rezultat može varati. Razvijenost financijskog sustava može biti u pozitivnoj korelaciji s budućim rastom jednostavno zato jer se i financijski sustav razvija u očekivanju budućeg ekonomskog rasta. Nadalje razlike u političkim sustavima, zakonskim tradicijama ili institucijama također mogu biti predvodnici i financijskog razvoja i ekonomskog rasta. Kada su se u analizu uključile i druge varijable koje mogu utjecati na gospodarski rast, poput početnog dohotka, edukacije, političke stabilnosti, monetarne, trgovinske i fiskalne politike, rezultat je ostao isti.

Levine, Loayza i Beck (2000.) su također potvrdili pozitivnu vezu između razvijenosti financijskog sustava i rasta i da je početna razina financijskog razvoja u pozitivnoj korelaciji s budućim ekonomskim rastom, potvrđujući time rezultate iz (King i Levine, 1993.a; King i Levine, 1993.b). No, doprinos ovog rada jest što uvodi u analizu pokazatelje zakonodavnog i regulatornog sustava. Među tim indikatorima su: zakonska prava vjeronika, pouzda-

<sup>3</sup> Navedeni su indikatori: udio „novca u širem smislu u GDP-ju“, udio kredita banaka u ukupnoj imovini bankarskog sektora, udio kredita privatnim tvrtkama u ukupnim kreditima, udio kredita privatnom sektoru u GDP-ju.

nost izvršenja ugovora i razina računovodstvenih standarda korporacija. Važno je bilo ove varijable uzeti jer postoje razlike u zakonskim sustavima među pojedinim državama. Te razlike proizlaze iz zakonskih okvira na temelju kojih je sazdan zakonodavni sustav tih zemalja (angloamerički, njemački, francuski ili skandinavski okvir). Razlike se odnose na prava vjerovnika za prikupljanje kolaterale ili likvidaciju tvrtke u slučaju neplaćanja, smjenu direktora pri reorganizaciji kompanije, posjedovanje visokog prioriteta u odnosu na druge vjerovnike u bankrotiranoj korporaciji. Zemlje njemačkog pravnog naslijeđa imaju bolje razvijene financijske posrednike. Engleska zakonska tradicija, međutim, ima zakone koji naglašavaju prava vjerovnika u većem stupnju nego francuska, njemačka i tradicije skandinavskih zemalja. Za razliku od germanskih, francusko zakonsko naslijeđe ima najslabiju kvalitetu provođenja zakona. Englezi imaju i najbolje računovodstvene standarde. Ovi zakoni direktno utječu na funkcioniranje financijskih posrednika. Stoga, prema mišljenju ovih autora zemlje mogu ciljati reforme koje će osigurati da kreditori imaju povjerenje da će zakonski sustav brzo, transparentno i efikasno izvršiti njihova potraživanja od dužnika, i da će vanjski investitori imati lakši pristup informacijama visoke kvalitete i usporedivosti.

Benhabib i Spiegel (2000.) upotrijebili su iste varijable kao i (King i Levine, 1993. a, 1993. b) za mjerenje veličine sektora financijskih posrednika. Pokazali su pozitivnu vezu između financijskog razvoja i investicija i kasnije ukupne produktivnosti faktora, a utvrđuju i pozitivnu vezu između financijskog razvoja i akumulacije fizičkog i ljudskog kapitala premda je korelacija prema ljudskom kapitalu znatno slabija. Carlin i Mayer (2003.) su analizirali vezu između razvijenosti tržišta dionica ili bankovnog sektora i određenog oblika investiranja (tradicionalno investiranje, ulaganje u istraživanje i razvoj, dugoročno investiranje u zrelije industrije i sl.). Autori su uspjeli potvrditi temeljne tvrdnje teorije informacija i teorija ponovnih pregovora. Osnovne tvrdnje ovih teorija su sljedeće: kod teorije informacija tržišta vrijednosnica omogućuju različita gledišta investitora (npr. o novim tehnologijama) dok su banke povezane s tradicionalnijim investicijama; kod teorije ponovnog pregovaranja fragmentirani bankovni sustavi i kreditna tržišta su povezani s visokorizičnim investicijama u istraživanje i razvoj, a koncentrirana kreditna tržišta su povezana s dugoročnijim investicijama u zrelije industrije.

Neki autori (LaPorta, Silanes i Shleifer, 2002.) predlažu pokazatelje financijskog razvoja koji uključuju vladino upletanje u financijski sustav. Oni zaključuju da je veći stupanj javnog vlasništva banaka povezan s niskom razinom bankovnog razvoja i manjom stopom ekonomskog rasta. Fecht, Huang i Martin (2008.) su pokazali da i diversifikacija rizika može imati utjecaja na gospodarski rast. Ovi autori su zaključili da postoji mogući kompromis između bolje diobe rizika i veće stope gospodarskog rasta i potvrdili neke slučajeve u kojima su financijski sustavi, koji su u većoj mjeri zasnovani na bankama, bolje osiguravali od rizika manje likvidnosti, ali uz troškove manjeg gospodarskog rasta.

Postoje tako i niz radova koji pokušavaju vezu između razvoja financijskog sustava i gospodarskog rasta analizirati na znatno dužim serijama podataka koje sežu i do tri stoljeća unatrag. (Rousseau i Wachtel, 1998.) su prikupili i analizirali podatke za pet visokorazvijenih zemalja (Veliku Britaniju, SAD, Kanadu, Norvešku i Švedsku) između 1870. i 1929. godine i zaključili da je financijski razvoj bio glavna snaga koja je uzrokovala rapidnu industrijsku transformaciju u promatranih pet zemalja uoči Velike krize. Roussau i Sylla (2001.) su zaključili da su ekonomski rast i rastuća globalizacija atlan-

tskih ekonomija prije Prvog svjetskog rata mogla zaista biti predvođena promjenama u financijskom sustavu.

### 3.2. Radovi koji ne utvrđuju nužno pozitivnu vezu između razvoja financijskog posredništva i gospodarskog rasta

Ne potvrđuju, međutim, rezultati svih autora da razvijenost financijskog sustava nedvojbeno utječe na gospodarski rast. Tako su npr. De Gregorio i Guidotti (1995.) proveli istraživanje slično Kingu i Levineu (1993.a, 1993.b), i premda su utvrdili u većini slučajeva pozitivnu vezu, primijetili su da ona varira ovisno o razdoblju, regiji, razini dohotka, pa čak se za latinoameričke zemlje pokazala i negativnom, što su pripisali velikoj inflaciji u tim zemljama. Također nedvosmisleno pozitivnu vezu između razvijenosti financijskog posredništva i gospodarskog rasta nisu potvrdili ni Demetriades i Hussein (1996.). Oni su, naime, istaknuli da je smjer kauzalnosti za različite zemlje različit, odnosno da je za neke zemlje rast gospodarstva prethodnik financijskom razvoju.

Neusser i Kugler (1998.) su istražili vezu između proizvodnog i financijskog sektora za 13 zemalja OECD-a<sup>4</sup> na temelju podataka za razdoblje od 1960. do 1993. i nisu uspjeli dokazati da financijska razvijenost utječe na gospodarski rast. Razlika između ovog i većine drugih radova jest što autori pokušavaju kao mjeru financijske razvijenosti uzeti aktivnosti svih financijskih posrednika (pa tako osim komercijalnih banaka u taj indikator uključuju i štedne i kreditne udruge, investicijske banke, mirovinske fondove, životna osiguranja), pa razvijenost financijskog sektora mjere udjelom vrijednosti usluge što je ostvare ova posredništva u GDP-ju.

Loayza i Rancière (2005.) su pokazali da je, promatrano dugoročno, stopa rasta BDP-a pozitivno i značajno povezana s financijskom intermedijacijom. Ako se promatra kratkoročno, veza između stope rasta GDP-a po stanovniku i financijskog posredništva značajna je i negativna, pa su autori zaključili da predznak veze između ekonomskog rasta i financijske intermedijacije ovisi o tome jesu li ova kretanja privremena ili trajnija. Objašnjenje ovih kontrasta između kratkoročnih i dugoročnih efekata autori vide u financijske krize. Oni su zaključili da je za zemlje, koje su u promatranom razdoblju imale financijskih kriza, učinak na rast znatno nepovoljniji nego kod zemalja koje nisu prolazile razdoblja financijske nestabilnosti. Pokazalo se da bankovne krize i financijska volatilnost negativno utječu na gospodarski rast. Međutim, relativni utjecaji financijske razvijenosti i financijske osjetljivosti ovise o stupnju financijskog razvoja svake zemlje.

Zhang i Kim (2007.) istraživanje su ponovili na istom uzorku kao Levine, Loayza i Beck (2000.), ali su dobili potpuno drukčije rezultate i čini se da je vjerojatnije da gospodarski rast prethodi razvoju financijskog sustava.

Shen i Lee (2006.) su došli do zaključka da je bankovni razvoj u negativnoj vezi s gospodarskim rastom dok je razvoj tržišta dionica u pozitivnom odnosu ukoliko se koristi varijabla promet dionicama. Njihovi se zaključci mogu svesti na sljedeće: *prvo* razvoj tržišta dionica ima pozitivan efekt na rast GDP-ja *per capita* dok je utjecaj bankovnog razvoja

<sup>4</sup> Zemlje OECD-a koje su uključene u analizu bile su: SAD, Kanada, Japan, Njemačka, Francuska, Italija, Velika Britanija, Australija, Belgija, Danska, Norveška, Švedska i Finska.



negativan; *drugo* uvjetne varijable, kao što su: financijska liberalizacija, visok dohodak, dobra zaštita dioničara mogu ublažiti učinak negativnog razvoja bankarskog sustava na gospodarski rast (u zemlji koja ima visok i dohodak i zaštitu dioničara razvijenost bankarskog sustava čak potiče rast); treće uvjetne varijable, kao što su: srednja razina dohotka, smještaj u Latinskoj Americi, subsaharskoj Africi i istočnoj Aziji, bankovne i valutne krize, dobra zaštita vjerovnika i veće korupcije, pojačavaju negativne učinke bankarskog razvoja; *četvrto* kondicionalne varijable, kao što su: srednje visoka razina dohotka, te smještaj u Latinskoj Americi, subsaharskoj Africi i istočnoj Aziji naglašavaju pozitivne efekte razvoja tržišta dionica; *peto* financijska liberalizacija slabi pozitivne učinke razvijenosti tržišta dionica na gospodarski rast; ali uvjetne varijable, kao što su: visoka razina dohotka, bankovne ili valutne krize, antidirektorski indeksi<sup>5</sup>, indeksi korupcije i zaštita vjerovnika, nemaju učinak na razvoj tržišta dionica.

### 3.3. Radovi koji upozoravaju na moguću nelinearnost u vezi između financijskog posredništva i gospodarskog rasta

Postojanje negativne veze između financijskog razvoja i gospodarskog rasta može biti zbog moguće nelinearnosti veze. Istraživači su se i s ovim problemom već bili uhvatili ukoštac. Tako su Berthelemy i Varoudakis (1996.) empirijski potvrdili da u zemljama s visokom početnom razinom ljudskog kapitala i niskom razinom financijske razvijenosti (mjereno udjelom agregata M3 u GDP-ju) razvijenost financijskog sustava nema nikakav učinak na gospodarski rast. Financijska represija u takvim zemljama je velika prepreka snažnijem rastu dohotka premda su određeni faktori zadovoljeni, npr. postignuta određena razina ljudskog kapitala. U takvoj skupini zemalja državna potrošnja pozitivno utječe na rast, a moguće je obrazloženje da nerazvijeni financijski sustav koči rast štednje i investicija privatnog sektora. Deida i Fattouh (2002.) su primjenom regresije u pragovima (*threshold regression*) na podacima iz King, Levine (1993.a, 1993.b) došli do zaključka da u zemljama s niskim dohotkom veza financije - gospodarski rast ne postoji, dok je u zemljama s visokim dohotkom statistički značajna i pozitivna. Nasuprot njima Huang i Lin (2009.) su, služeći se podacima iz (Levine, Loayza i Beck, 2000.), koristeći model praga s instrumentalnim varijablama potvrdili pozitivnu vezu između financijskog razvoja i gospodarskog rasta, ali je ta veza izraženija u zemljama s nižim dohotkom, a također je uočeno da u zemljama s nižim dohotkom financijski razvoj ima jači učinak na akumulaciju kapitala i rast produktivnosti.

<sup>5</sup> Antidirektorski indeks je indeks koji pokazuje stupanj u kojem zakoni zemlje štite prava malih dioničara. On ima vrijednosti od nula do šest i predstavlja zbroj šest dummy varijabli (Šonje (ur.). 2005., T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, Levine, Maksimović, 2001.):

1. Postoji li mogućnost da manjinski dioničar na Skupštini pošalje glas poštom,
2. Postoji li mogućnost glasovanja bez prethodne pohrane dionica,
3. Postoji li mogućnost glasovanja putem zastupnika na Skupštini,
4. Postoji li mogućnost da dioničari koji zajedno imaju manje od 10% udjela sazovu izvanrednu Skupštinu dioničara,
5. Postoji li mogućnost da manjinski dioničari podignu tužbu protiv direktora,
6. Vrijedi li pravilo jedna dionica – jedan glas?

### 3.4. Radovi koji analiziraju vezu između razvijenosti financijskog tržišta i gospodarskog rasta

Većina indikatora koji se koriste u mjerenju stupnja financijskog razvoja povezana je s financijskim posrednicima što odmah nameće pitanje uloge razvijenosti tržišta kapitala na ekonomski rast. Utvrdi li se pozitivan odgovor na ovo pitanje odmah slijedi iduće: vrijedi li financijski sustav razvijati kroz unapređivanje banaka i ostalih financijskih posrednika, ili ga treba razvijati kroz snažniji razvoj tržišta dionica i obveznica, ili sama financijska struktura nema značajniji utjecaj na gospodarski rast.

Atje i Jovanović (1993.) prvi su istražili vezu između razvijenosti tržišta dionica i gospodarskog rasta i primjenom *cross-country* analize za razdoblje od 1980. do 1988. na 40 zemalja zaključili su da je ona pozitivnog predznaka.

Levine i Zervos (1996.) procijenili su vezu između likvidnosti tržišta dionica, stope gospodarskog rasta i stope tehnološkog razvoja. Za indikatore razvijenosti tržišta dionica uzeli su odnos vrijednosti prodanih dionica i GDP-a i omjer između ukupne vrijednosti prodanih dionica i kapitalizacije tržišta dionica. Prvi indikator pokazuje trgovanje dionicama naspram veličine ekonomije dok se drugi odnosi na trgovinu u odnosu na veličinu tržišta. Za indikatore rasta uzeti su: ekonomski rast, rast akumulacije kapitala i rast produktivnosti. Pokazalo se da je likvidnost tržišta dionica, mjerena prometom dionica u odnosu na GDP u značajnoj pozitivnoj vezi i sa sadašnjim i s budućim stopama rasta GDP-a po stanovniku, fizičkog kapitala i produktivnosti. Volatilnost na tržištu dionica, veličina tržišta i međunarodna integracija nisu se pokazale značajnom za gospodarski rast, akumulaciju fizičkog kapitala i rast proizvodnosti. Kako su zaključili da je razvoj financijskog tržišta u pozitivnoj korelaciji s budućim ekonomskim rastom, došli su do zaključka da se banke i tržišta dionica međusobno nadopunjuju.

Positivnu vezu između razvoja tržišta dionica i rasta potvrdili su Bekaert, Harvey i Lundblad (2001.), te Rousseau i Wachtel (2000.). Rousseau i Sylla (1999.) su pokazali da je razvoj tržišta vrijednosnica imao odlučujuću ulogu u američkom rastu tijekom XIX. st. jer je privlačio dotok inozemnog kapitala.

Wurgler (2000.) je pokazao da zemlje s visokim stupnjem financijskog razvoja više povećavaju investicije u industrijama koje snažnije rastu. Međutim, u tim zemljama je uočio i znatnije smanjenje investicija u industrijama koje slabe, nego u zemljama koje imaju slabije razvijen financijski sustav. Na taj način financijska tržišta poboljšavaju alokaciju kapitala i na taj način potiču rast. Tržište dionica, ističe on, to vrši kroz davanje signala o mogućnostima investicija dok tvrtke s većinskim državnim vlasništvom efikasno ne alociraju kapital. Oni su pokazali da u jednim slučajevima tržište dionica efikasnije od banaka alokira kapital dok su se u drugim slučajevima banke pokazale efikasnijim.

Demirgüç-Kunt i Levine (1996.a, prema Demirgüç-Kunt i Levine, 2001.) su pokazali da zemlje s dobro razvijenim tržištem dionica također imaju dobro razvijene i bankovne i nebankovne financijske posrednike i da je, dugoročno, gledajući, volatilnost povrata na dionice manja u zemljama koje imaju otvorenija kapitalna tržišta.

Arestis, Demetriades i Luintel (2001.) su pokazali da tržišta dionica mogu pridonijeti rastu proizvoda u dugom roku, ali u manjoj mjeri nego banke. Zaključak je ovih autora da financijski sustavi utemeljeni na bankarstvu bolje potiču dugoročni rast nego sustavi utemeljeni na tržištu kapitala, što obrazlažu volatilnošću tržišta dionica i njenom utjecaju na

rastuću opću ekonomsku nesigurnost koja rezultira u neefikasnoj alokaciji resursa i pritisku na rast kamatnih stopa i negativnom učinku na investicije. Autori su pokazali da se razvoj tržišta dionica može nepovoljno odraziti na gospodarski rast ako se događa na štetu razvoja bankovnog sustava, pa je stoga poželjno da razvoj tržišta ide zajedno s razvojem bankovnog sustava. (Singh 1997.) ističe da na tržištima dionica, naročito na tržištima u nastajanju ne postoji regulatorna infrastruktura za uspješno funkcioniranje tržišta, adekvatno prikupljanje informacija i opskrbljivanjem njima privatnih tvrtki. U takvim situacijama funkcije financijskog sustava koje se obavljaju preko tržišta dionica efikasnije se vrše uslugama financijskih posrednika. Glavna je prednost banaka u odnosu na tržišta dionica što imaju tješnje veze s korporacijama. Problem je i taj što na tržištima dionica koja se tek javljaju, cijene dionica mogu više fluktuirati nego u dobro razvijenim tržištima, što je negativna osobina tržišta dionica. Tada cijene dionica, prema Marcu Paganu (Pagano 1993.b) prema (Singh, 1997.) mogu potkopati financijski sustav kao cjelinu, postaju manje koristan vodič za alokaciju resursa, obeshrabruju investitore i štedišu, te povećavaju korporacijama troškove kapitala, a tvrtkama koje imaju averziju prema riziku može smanjiti dotok sredstava.

### 3.5. Utjecaj financijske strukture na gospodarski rast

Uzevši u obzir mogućnost da razvijenost financijskih posrednika i financijskih tržišta pozitivno utječe na gospodarski rast, neki znanstvenici su i istražili je li važnije da se financijski sustav zasniva na bankama ili na financijskim tržištima. Allen i Gale (1999., prema Allen i Oura, 2004.) smatraju da financijski sustavi zasnovani na tržištima potiču inovacije u većoj mjeri nego oni zasnovani na bankama, pa je uloga financijskih tržišta važnija za gospodarski rast pri početnoj fazi tehnološkog napretka. Tadesse (2002.) je zaključio da zemlje u kojima dominiraju male tvrtke imaju snažniji rast u bankovnim sustavima, dok one gdje prevladavaju velike tvrtke imaju snažniji rast u tržišnim sustavima. Prema ovom istraživanju ekonomije trebaju postupniji financijski razvoj zavisno o stupnju njihovog ekonomskog i financijskog razvoja.

Beck, Demirgüç-Kunt i Levine (2001.) smatraju da brži rast zemlje ne ovisi o tome je li njen financijski sustav utemeljen na bankama ili tržištima, već je bitna razina cjelokupnog financijskog razvoja i efikasnost zakonskog sustava i efikasnost zakonskog sustava u zaštiti prava vanjskih investitora u jedinicama poticanja većeg ekonomskog rasta.

Ndikumana (2003.) je na uzorku od 99 zemalja za razdoblje 1965. – 1997. analizirao utjecaj financijske strukture na domaće investicije, te je zaključio da financijska struktura nema nezavisan učinak na investicije i stopu rasta dohotka. Glede analize utjecaja financijskog razvoja na rast dohotka oni se povezuju na teoriju akceleratora: ali da bi porast proizvoda doveo do porasta investicija mora postojati neki način financiranja tih investicija. Stoga je autor zaključio da će reakcija investicija na rast proizvoda biti snažnija u zemljama čiji su financijski sustavi efikasniji u mobilizaciji resursa i opskrbljivanju investitora potrebnim sredstvima, a to ne ovisi o financijskoj strukturi već o cjelokupnoj razvijenosti financijskog sektora.

I neki drugi autori u svojim radovima ne naglašavaju važnost financijske strukture na gospodarski rast, nego samo razvijenost financijskog sektora u cjelini. Rajan i Zingales (1996.) zaključili su da su industrije koje se znatnije oslanjaju na vanjsko financiranje rasle brže u zemljama s razvijenim posrednicima i tržištima dionica. Slično njima Demirgüç-Kunt i Levine (1996.a, prema Levine, 1997.) zaključuju da su tvrtke koje imaju pristup mnogo

razvijenijim tržištima dionica rasle po bržim stopama od onih bez ovog pristupa. S druge strane Claesens i Laeven (2003.) uspjeli su pokazati da se tvrtke u zemljama sa zakonskim sustavom koji ne potiče financijski razvoj u manjoj mjeri financiraju sredstvima „izvana“.

Levine (1997.) je upozorio na postojanje mogućih problema pri analizi utjecaja financijske strukture na gospodarski rast, navodeći, pri tome više problema od kojih valja istaknuti činjenicu da su se istraživači koncentrirali na nekoliko razvijenih zemalja koje imaju slične stope rasta što ih navodi na zaključak da financijska struktura uopće ne utječe na gospodarski rast. Šonje (ur.) (2005.) takvo pitanje, čak i uz mogućnost da financijska struktura uopće ne utječe na gospodarski rast, drži bespredmetnim, jer bi razvoj financijskog tržišta samo na osnovi banaka, pored ostaloga, značio i odricanje od budućeg gospodarskog rasta (pod pretpostavkom da razvijenost tržišta dionica pozitivno utječe na gospodarski rast), a k tome se domaći klijenti mogu okrenuti inozemnim posrednicima i tržištima pa će financijski sustav imati manji doprinos rastu BDP-a.

### **3.6. Radovi koji analiziraju utjecaj razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast tranzicijskih zemalja**

Sva spomenuta istraživanja o utjecaju razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast isključivala su tranzicijske zemlje.<sup>6</sup> Neimke (2003.) je istražio vezu između razvijenosti financijskog sustava i gospodarskog rasta u tranzicijskim zemljama, te je uspio potvrditi da je ta veza pozitivnog predznaka. Međutim, u većini drugih istraživanja pozitivna veza se nije uspjela potvrditi. Koivu (2002.) nije pokazala statističku signifikantnost standardnih indikatora za razvijenost financijskog posredništva, ali je pokazala statističku signifikantnost efikasnosti financijskog posredništva na gospodarski rast tranzicijskih zemalja.

Mehl, Vespro i Winkler (2005.) nisu potvrdili da je financijsko produbljanje dovelo do pozitivnog gospodarskog rasta. Štoviše veza između razvoja financijskog posredništva i gospodarskog rasta se pokazala negativnom što su oni objasnili mogućnošću da u manje kvalitetnom financijskom okružju ekspanzija financijskog posredništva ne potiče rast i efikasnost. Stručnjaci s Ekonomskog instituta u Zagrebu Botrić i Slijepčević (2006.) su analizirale vezu između razvijenosti bankarskog sustava i rasta GDP-a za zemlje jugoistočne Europe i pokazale da je veća efikasnost bankarskog sustava, koja za posljednicu ima nižu kamatnu stopu, u pozitivnoj vezi s gospodarskim rastom ovih zemalja.

Bogdan (2009.) je potvrdio statistički signifikantnu vezu između razvijenosti financijskog sektora za sve indikatore razvijenosti financijskog posredništva i gospodarskog rasta, međutim u većini njih koeficijenti u regresijama su bili jako mali, te se utjecaj financijskog sustava na gospodarski rast ne čini ekonomski signifikantnim. Jedini izuzetak

<sup>6</sup> Pored radova koji će biti spomenuti u nastavku ovog poglavlja korisno je spomenuti i rad Šonje (1999.) koji je potvrdio pozitivnu vezu između financijske dubine (mjerene odnosom aktive banka i GDP-a, kredita privatnom sektoru i GDP-ja i odnosom zbroja novca i kvazi-novca i GDP-ja pri čemu najjači utjecaj na razinu GDP-ja ima omjer kredita privatnom sektoru i GDP-ja. Upravo zato što je za zavisnu varijablu upotrijebljena razina GDP-ja, a ne stopa rasta kao što je navedeno u ostalim radovima, ovaj rad naveden je „sa strane“. Međutim, sam je rad zanimljiv jer se u njemu analizira odnos između financijskog razvitka i gospodarskog rasta kako u jednostavnom financijskom okruženju, tako i uz pretpostavku nesavršenog financiranja tržišta i daje preporuke za institucionalna rješenja koja bi mogla pomoći uspostavi i učvršćivanju pozitivne korelacije između financijskog razvitka i gospodarskog rasta u Hrvatskoj.

je udio likvidnih obveza (M3) u GDP koji se pokazao pozitivan i statistički signifikantan. Sličan rezultat se mogao izvesti i za indikatore razvijenosti financijskih tržišta – gdje se pokazala statistička signifikantnost nije postojala ekonomska signifikantnost iz čega se jednostavno izvodi zaključak da financijski sustav u tranzicijskim zemljama nema utjecaj na stopu rasta dohotka.

#### 4. POTIČE LI RAZVOJ FINACIJSKOG SUSTAVA GOSPODARSKI RAST?

Premda filozofi i ekonomisti odavna razmišljaju o utjecaju razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast, pregled navedenih radova navodi na zaključak da rasprava o utjecaju razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast još nije završila. Naizgled najlogičnije se čini da razvijen financijski sustav potiče štednju koja je važna za financiranje investicija u fizički i ljudski kapital i poticanje tehnološkog napretka, a također obavlja i još nekoliko funkcija (korporativna kontrola, olakšavanje razmjene, i dr.) kojima potiče gospodarski rast. Kao što je predstavljamo u prethodnom dijelu ovog rada, postoje naznake u korist, ali i protiv navedene teze. Premda je utjecaj financijske razvijenosti na gospodarski rast još uvijek top tema među svjetskim ekonomistima, mora se istaknuti da još nije u potpunosti određeno uzrokuje li financijski razvoj gospodarski rast ili je on posljedica gospodarskog rasta.

Međutim, prvo pitanje koje se nameće u samoj analizi jest kako uopće mjeriti razvijenost financijskog sustava? Ne postoji nekakva specijalna varijabla koja će naznačiti je li financijski sustav razvijen ili ne. U literaturi su se standardnim pokazale zamjenske varijable (*proxy*) za razvijenost financijskog sustava koje su predložene u (King i Levine, 1993. a, 1993.b). To su: udio novca i kvazi-novca u GDP-ju, kojim se mjeri cjelokupna veličina financijskog sektora; udio aktive komercijalnih banaka u aktivni cjelokupnog bankarskog sektora kojim se mjeri relativna veličina banaka, udio kredita privatnom sektoru u imovini ukupnih bankovnih kredita (izuzev kredita bankama), udio kredita privatnom sektoru u GDP-ju, a za ukupnu veličinu financijskog tržišta udio kapitalizacije na tržištu dionica u GDP-ju, promet dionicama u odnosu na GDP, te stopa obrtaja na tržištu dionica.<sup>7</sup> Postavlja se pitanje koliko su navedene varijable stvarni pokazatelji razvijenosti financijskog sustava. Ni sami njihovi predlagači (King, Levine) nisu ih isticali kao „idealne“ pokazatelje, ali smatraju da više varijabli bolje iskazuju stupanj razvijenosti financijskog sustava. Koivu (2002.) ih ignorira kao odgovarajuće pokazatelje jer po njenom mišljenju indikator veličine financijskog sustava nužno ne „hvata“ efekt efikasnosti financijskog sektora na gospodarski rast, pa stoga pozitivna veza između financija i gospodarskog rasta postoji samo kada je veličina financijskog sektora u korelaciji s efikasnošću sektora. Bađun (2009.) navodi i još neke primjedbe od kojih valja istaknuti činjenice da je „trend financijskog razvoja mjeren udjelom kredita u GDP-ju sam po sebi rastući tijekom vremena u pojedinim zemljama“, te je potrebno „uspoređivati zemlje koje su na sličnim stupnjevima ekonomskog razvoja“. Bađun (2009.) također ističe da i svi istraživači osim Becka (2008.) ne razlikuju kredite

<sup>7</sup> Pored navedenih indikatora postoje i još neki predloženi indikatori veličine, aktivnosti i efikasnosti financijskih posrednika i tržišta o kojima više vidi u Beck, Demirgüç-Kunt i Levine (2001.).

poduzećima od kredita potrošačima, a također i rastući udio kredita privatnom sektoru ne mora biti naznaka financijskog razvoja, nego može biti znak nadolazeće financijske krize. Neusser i Kugler (1998.) također nisu prihvatili spomenute zamjenske varijable kao indikatore razvijenosti financijskog sustava, već predlažu udio u GDP-ju koji proizvodi financijski sustav. Koivu (2002.) je također i „osporila“ rezultate dosadašnjih istraživanja smatrajući da u radovima u kojima se koriste velike količine podataka iz bogatih i siromašnih zemalja nalazimo uzročnu vezu od razvoja financijskog sustava prema gospodarskom rastu.

Drugo pitanje koje ostaje za odgovoriti jest: ako je financijski razvoj važan za gospodarski rast, zašto neke zemlje imaju financijski sustav koje ga potiču, a neke koje ga ne potiču? Znači li to da u nekim okolnostima financijski sustav potiče gospodarski rast, a u nekima ne i, ako da, koje su to okolnosti (Bađun, 2009.). Posebna priča tu vrijedi za financijski sustav u tranzicijskim zemljama. Istraživanja ukazuju da je u njima razina financijskog razvoja manja nego u razvijenijim zemljama, ali postoji i razlika među samim zemljama – zemlje bivšeg ZND-a imaju znatno manji stupanj financijskog razvoja u odnosu na ostale europske tranzicijske zemlje (McNulty, Harper i Pennathur, 2007; Harper i McNulty, 2008) čak i u odnosu na zemlje u razvoju (McNulty, Harper i Pennathur, 2007).<sup>8</sup> Znači li to da postoje razlike u utjecaju financijskog sustava na gospodarski rast u tranzicijskim zemljama? Ukoliko razlike postoje tada će u tranzicijskim zemljama analiza biti nešto otežana zbog kratkoće vremenske serije, a analizu će dodatno otežati i mogući problem endogenosti jer će procjene biti neefikasne i nekonzistentne. Postoji li određen prag razvoja financijskog sustava u tranzicijskim zemljama nakon kojeg on može poticati gospodarski rast? Buduća istraživanja će rasvijetliti ovu vezu između razvijenosti financijskog sustava i gospodarskog rasta u tranzicijskim zemljama.

## 5. ZAKLJUČAK

U radu su prikazani neki teorijski i empirijski radovi koji se bave istraživanjem veze između financija i gospodarskog rasta. Premda financijski sustav obavlja zadaće kojima može utjecati na gospodarski rast (mobilizacija štednje, alokacija resursa, kontrola korporacija, olakšavanje upravljanja rizicima, olakšavanje trgovine robom i uslugama) recentni empirijski radovi nisu sa stopostotnom sigurnošću potvrdili da financijski sustav utječe na gospodarski rast. U istraživanju te veze važno je i pitanje kauzalnosti veze – utječe li financijski sustav na gospodarski rast ili gospodarski rast utječe na financijski sustav. Čini se da se ne može apsolutno prihvatiti ni da financijski razvoj potiče rast, ali se ne može ni odbaciti da se i sam razvija kao posljedica većeg gospodarskog rasta. U slučaju tranzicijskih zemalja većina istraživanja ipak ne potvrđuju da financijski sustav utječe na gospodarski rast, vjerojatno zbog razloga što je financijski razvoj tranzicijskih zemalja u prosjeku na manjem stupnju razvoja u odnosu na prosjek razvijenih zemalja. „Literatura koja istražuje vezu između financijskog razvitka i gospodarskoga rasta postavlja veći broj pitanja nego što daje odgovora“ (Šonje 1999., 241.), pa se zato može zaključiti da ni na jedno od dva pitanja postavljeno u uvodnom dijelu nije moguće dati jednoznačan odgovor, te će vezu između razvoja financijskog sustava i gospodarskog rasta rasvijetliti buduća istraživanja.

<sup>8</sup> Zapravo, McNulty, Harper i Pennathur (2007.) su utvrdili da sve tranzicijske (bivše komunističke) zemlje imaju manji stupanj financijskog razvoja u odnosu na zemlje u razvoju.

**LITERATURA:**

1. Allen, Franklin, i Douglas Gale. „Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies.“ *Journal of Financial Intermediation*, 8,, 1999.: str. 68. – 89.
2. Allen, Franklin, i Hiroko Oura. „Sustained Economic Growth and the Financial System.“ *IMES Discussion Paper No. 2004-E-17*, 2004.
3. Arestis, Philip, Panicos Demetriades, i Kul Luintel. „Financial Development and Economic Growth.“ *Journal of Money Credit and Banking Vol 33, No. 1*, 2001.: 16. - 41.
4. Atje, Raymond, i Bojan Jovanović. „Stock Markets and Development.“ *European Economic Review, Vol. 37, Nr. 2-3*, 1993.: 632. - 640.
5. Bađun, Marijana. „Financijsko posredovanje banaka i ekonomski rast: pregled empirijskih istraživanja.“ *Financijska teorija i praksa 33 (2)*, 2009.: 119. - 151.
6. Bagehot, Walter. „Lombard Street: A description of the money market.“ <http://socserv2.socsci.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3113/bagehot/lombard.html>, 1873.
7. Beck, Thorsten. „The Econometrics of Finance and Growth“: *Policy Research Working Paper No 4608. Washington World Bank*, 2008.
8. Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, i Ross Levine. „The Financial Structure Database.“ *U Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, autor Asli Demirgüç-Kunt i Ross Levine (ur.), 17. - 80. The MIT Press, 2001.
9. Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine, i Vojislav Maksimović. „The Financial Structure and Economic Development.“ *U Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, autor Ross & Demirgüç-Kunt, Asli Levine, 189. - 241. The MIT Press, 2001.
10. Bekaert, Geert, Lee Harvey, i Christian Lundblad. „Does Financial Liberalization Spur Growth?“ *National Bank of Belgium, Working Papers. http://www.nbb.be/doc/oc/repec/reswpp/WP53.pdf*, 2001.
11. Bencivenga, Valerie, i Bruce Smith. „Financial Intermediation and Endogenous Growth.“ *Review of Economic Studies, Blackwell Publishing, vol. 58(2)*, 1991: 195-209.
12. Benhabib, Jess, i Mark Spiegel. „The Role of Financial Development in Growth and Investment“: *Journal of Economic Growth vol 5*, 2000: 341. - 360.
13. Berthelemy, J., i A. Varoudakis. „Economic Growth, Convergence Clubs and the Role of Financial Development.“ *Oxford Economic Papers New Series 48 (2)*, 1996.: 300. - 328.
14. Bogdan, Željko. *Makroekonomski učinci globalizacije financijskih tržišta u tranzicijskim zemljama*. Magistarski rad Sveučilište u Zagrebu Ekonomski fakultet, 2009.
15. Botrić, Valerija, i Sunčana Slijepčević. „Banking Sector and Economic Growth – Evidence from SEEC-7“: „*3rd International Conference: An Enterprise Odyssey: Integration or Disintegration, 15.-17. lipnja 2006*“. Sveučilište u Zagrebu Ekonomski fakultet, 2006.
16. Carlin, Wendy, i Colin Mayer. „Finance, investment and growth.“ *Journal of Financial Economics Vol 69*, 2003: 191. - 226.

17. Claesens, Stijn, i Luc Laeven. „Financial Development, Property Rights and Growth.“ *Journal of Finance*, Vol 58, 2003.: str. 2401. – 2436.
18. Cooley, Thomas, i Bruce Smith. „Financial markets, specialization and learning by doing.“ *Research in Economics*, 1998., 4. izd.: 333. - 361.
19. Deida, L., i B. Fattouh. „Non-linearity between Finance and Growth.“ *Economic Letters* 74(3), 2002.: 339. - 345.
20. Demetriades, Panicos, i K. Hussein. „Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries.“ *Journal of Development Economics* 51(2), 1996: 387. - 411.
21. Demirgüç-Kunt, Asli, i Ross Levine. „Bank- Based and Market- Based Financial Systems.“ U *Financial Structure and Economic Growth*, autor Asli Demirgüç-Kunt i Ross Levine(ur), 81. - 140. MIT Press, 2001.
22. —. „Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts.“ *World Bank Economic Review* 10(2), 1996.a: 291. - 322.
23. —. „Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview.“ *World Bank Economic Review* 10(2), 1996.b: 223. – 240.
24. Demirgüç-Kunt, Asli, i Vojislav Maksimović. „Stock Market Development and Financial Choices of the Firms.“ *World Bank Economic Review* 10(2), 1996.a: 341.- 370.
25. Fecht, Falko, Kevin Huang, i Antoine Martin. „Financial Intermediaries, Markets and Growth.“ *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 40, No. 4, 2008: pp. 701 - 720.
26. Gertler, Mark. „Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview.“ *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 20, No 3, 1988.: str. 559. - 588.
27. Greenwood, Jeremy, i Bojan Jovanović. „Financial Development, Growth and Distribution of Income.“ *Journal of Political Economy* No 98, part 1, 1997: 1076. - 1107.
28. Gregorio, Jose De, i Pablo Emilio Guidotti. „Financial Development and Economic Growth.“ *World Development*, 1995., 3. izd.: 443. - 448.
29. Gross, Dominique Marie. „Financial intermediation : a contributing factor to economic growth and employment .“ *Social Finance Working Paper No. 27; www.ilo.org*, 2002.
30. Haas, R. T. A. de. „Financial Development and Economic Growth in Transition Countries.“ *Netherlands Central Bank, Directorate Supervision no 35*, 2001.
31. Harper, Joel, i James McNulty. „Financial System Size in Transition Economies: The Effect of Legal Origin.“ *Journal of Money, Credit and Banking*, 40 (6), 2008: 1263. - 1280.
32. Huang, Ho-Chuan, i Shu-Chin Lin. „Non-linear finance-growth nexus: a threshold with instrumental variable approach.“ *Economics of Transition* Volume 17(3), 2009.: 439. – 446.
33. Japelli, Tullio, i Marco Pagano. „Saving, Growth and Liquidity Constraints.“ *Quarterly Journal of Economics*, 1994., 1. izd.: 83. - 109.
34. King, Robert, i Ross Levine. „Finance, Entrepreneurship and Economic Development.“ *Journal of Monetary Economics*, 1993.a, 3. izd.: 717. - 738.
35. —. „Finance, Entrepreneurship and Economic Growth.“ *Journal of Monetary Economics* VI (32), 1993.a: 513. - 542.



36. —. „Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right.“ *Quarterly Journal of Economics*, vol 108, 1993.b: 717. - 738.
37. Koivu, Tuuli. „Do efficient banking sectors accelerate economic growth in transition countries?“ *BOFIT Discussion Papers No. 14*, 2002.
38. LaPorta, Rafael, Florencio Lopez de Silanes, i Andrei Shleifer. „Government Ownership of Banks.“ *Journal of Finance Vol 57*, 2002: 265. - 301.
39. Levhari, David, i Thirukodikaval Nilakanta Srinivasan. „Optimal Savings under Uncertainty.“ *Review of Economic Studies* 36(105), 1969: 153. - 163.
40. Levine, Ross. „Finance and Growth: Theory and Evidence.“ U *Handbook of Economic Growth*, autor Philippe Aghion i Steven Durlauf. The Netherlands Elsevier Science, 2005.
41. —. „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda.“ *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, 1997: 688 - 726.
42. Levine, Ross, i Sarah Zervos. „Stock Markets, Banks and Economic Growth.“ *World Bank Policy Research Working Paper, No 1690.*, 1996.
43. Levine, Ross, Norman Loayza, i Thorsten Beck. „Financial intermediation and Growth: Causality and Causes.“ *Journal of Monetary Economics* 46, 2000: 31. - 77.
44. Loayza, Norman, i Romain Rancière. „Financial Development, Financial Fragility and Growth.“ *IMF Working Paper*, 2005: 1. - 31.
45. Mankiw, Nicholas Gregory. *Macroeconomics 5th Edition*. Worth Publisher, 2002.
46. Mankiw, Nicholas Gregory, David Romer, i David Weil. „A Contribution to the Empirics of Economic Growth.“ *Quarterly Journal of Economics* 107, 1992: 407. - 37.
47. McNulty, James, Joel Harper, i Anita Pennathur. „Financial intermediation and the rule of law in the transitional economies of Central and Eastern Europe.“ *The Quarterly Review of Economics and Finance* 47, 2007.: str. 55. - 68.
48. Mehl, Arnaud, Cristina Vespro, i Adalbert Winkler. „The finance-growth nexus and financial sector environment: new evidence from Southeast Europe.“ *Financial Development, Integration and Stability in Central, Eastern and South-Eastern Europe*. Wien: Austrian National Bank, 2005.
49. Merton, Robert. „A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information.“ *Journal of Finance* 42(3), 1987: 483. - 510.
50. —. „A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information.“ *Journal of Finance*, 1987., 3. izd.: 483. - 510.
51. Ndikumana, Leonce. „Financial Development, Financial Structure, and Domestic Investment: International Evidence.“ *Political Economy Research Institute Working Paper 16*, 2003.
52. Neimke, Markus. „Financial Development and Economic Growth in Transition Countries.“ *IEE Working Papers 173*, 2003.
53. Neusser, Klaus, i Maurice Kugler. „Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries.“ *Review of Economics and Statistics*, 80, (4), 1998.: 638. - 646.

54. Pagano, Marco. „Financial Markets and Growth: An Overview.“ *European Economic Review*, 1993.a: 613. - 622.
55. —. „The flotation of companies on the stock market.“ *European Economic Review*, vol 37, 1993.b: str. 1101. – 1125.
56. Rajan, Raghuram i Luigi Zingales. „Financial Dependence and Growth.“ *The American Economic Review*, Vol. 88, 1996: 559. - 586.
57. Rebelo, Sergio. „Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth.“ *Journal of Political Economy* 99, 1991: 500. - 21.
58. Romer, David. *Advanced Macroeconomics 2nd Edition*. McGraw-Hill, 2001.
59. Roussau, Peter, i Richard Sylla. „Financial Systems, Economic Growth, and Globalization.“ *NBER Working Paper*, No. 8323, 2001.
60. Rousseau, Peter, i Paul Wachtel. „Equity markets and growth: cross-country evidence on timing and outcomes.“ *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 24(12), 2000.: 1933. - 1957.
61. —. „Financial intermediation and Economic Performance: Historical Evidence From Five Industrialized Countries.“ *Journal of Money, Market and Banking*, Vol. 30, No 4, 1998: str- 657. - 678.
62. Rousseau, Peter, i Richard Sylla. „Emerging financial markets and early U.S. growth.“ *NBER Working Paper*, No. 7528, 1999.
63. Shen, Chung-Hua, i Chien-Chiang Lee. „Same Financial Development yet Different Economic Growth - Why?“ *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, No 7, 2006: str. 1907. - 1944.
64. Singh, Ajit. „Financial Liberalisation, Stock Markets and Economic Development.“ *The Economic Journal*, Vol. 107, No 442, 1997: 771. - 782.
65. Sirri, Erik, i Peter Tufano. „The Economics of Pooling.“ U *The Global Financial System: A functional perspective*, autor Dwight Crane (ed), 81-128. Boston Business School Press: MA Harvard, 1995.
66. Solow, Robert. „A Contribution to the Theory of Economic Growth.“ *Quarterly Journal of Economics* 50, 1956: 65. - 94.
67. Šonje (ur.), Velimir. *Veza koja nedostaje – kako povezati razvitak tržišta kapitala i gospodarski rast*. Arhivanalitika Zagreb, 2005.
68. Šonje, Velimir. „Financijski razvitak i gospodarski rast.“ *Privredna kretanja i ekonomska politika br. 73*, 1999.: 241. - 280.
69. Tadesse, Solomon. „Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence.“ *Journal of Financial Intermediation*, Vol 11, 2002.: str- 429. - 454.
70. Wurgler, Jeffrey. „Financial Markets and the Allocation of Capital.“ *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issue 1 - 2, 2000.: 187. - 214.
71. Zhang, H., i Y. C. Kim. „Does financial development precede growth“ Robinson and Lucas might be right.” *Applied Economic Letters* 14, 2007.: str. 15. - 19.