

Primljeno/Submitted: 19.3.2025.
 Prihvaćeno/Accepted: 24.6.2025.

Izvorni znanstveni rad
 Original scientific paper

ULOGA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U RAZVOJU TRŽIŠTA KAPITALA U BOSNI I HERCEGOVINI

THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE DEVELOPMENT OF THE CAPITAL MARKETS IN BOSNIA AND HERZEGOVINA

Almedin Zec*

SAŽETAK

Institucionalni investitori postaju sve značajniji akteri na finansijskom tržištu Bosne i Hercegovine, s ciljem prikupljanja sredstava od fizičkih lica i njihovog investiranja na tržištu kapitala u očekivanju određenog prinosa. Iako se osnovna svrha njihovog postojanja razlikuje, svi oni dijele zajedničke karakteristike investitora na finansijskom tržištu. Njihov uticaj na razvoj tržišta kapitala bio je skroman, ali su od samog početka prisutni kao dio šireg finansijskog sistema u BiH. U ovom radu, pod institucijama tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini podrazumijevamo osiguravajuća društva, banke, investicijske fondove, privatne kompanije i penzione fondove, koji u domaćem kontekstu još uvijek nisu razvijeni na način kako je to slučaj u razvijenim ekonomijama. Fokus istraživanja bio je usmjeren na identifikaciju postojećih anomalija te preporuke za njihov ispravak u kontekstu procesa evropskih integracija.

Istraživanje je obuhvatilo stavove i mišljenja predstavnika sektora osiguranja, penzionih fondova, investicijskih fondova, privatnih i javnih kompanija i institucija, te ostalih finansijskih institucija kao što su berze, agencije i registri, uključujući i akademsku zajednicu. Podaci su obrađeni kombinacijom kvantitativne i kvalitativne analize te prikazani grafički. Upitnik je poslan na 85 adresa navedenih institucija, a odgovore je dalo 77 ispitanika, što predstavlja stopu odgovora od 90,59%, te omogućava zaključak da je uzorak reprezentativan. Podaci su analizirani u statističkom programu Scistatistics, uz korištenje deskriptivne statistike i grafičkih prikaza. Cilj rada i istraživanja je da se jasno razgraniče ispravni potezi koji doprinose razvoju domaćih finansijskih institucija aktivnih na tržištu kapitala, od onih koje svojom pasivnošću koče napredak. Da bi se adekvatno riješio istraživački problem i obuhvatio predmet istraživanja, bilo je potrebno naučno odgovoriti na niz pitanja vezanih uz tematiku, kao i analizirati dobijene rezultate.

Ključne riječi: institucionalni investitori, tržište kapitala u Bosni i Hercegovini, investicijski fondovi, osiguravajuća društva, penzioni fondovi

* Docent, Sveučilište/Univerzitet „Vitez“ Travnik, BiH, Direktor u Bosna Bank International dd, Podružnica Travnik, BiH, e-mail: almedin.zec@unvi.edu.ba

ABSTRACT

Institutional investors are increasingly important actors in the financial market of Bosnia and Herzegovina, who seek to collect funds from individuals in order to invest them in the financial market in the expectation of a certain return. Their main purpose of existence differs from one to another, but they share the characteristics of investors in the financial market. Institutional investors have had a modest influence during their development, viewing it as a comprehensive whole in the financial system as it has been on the scene in Bosnia and Herzegovina from its inception to the present day. In this paper, by capital market institutions in Bosnia and Herzegovina we mean insurance companies, banks, investment funds, private companies and pension funds, which are actually not such, as is the case in more developed economies. When it comes specifically to the capital market in BiH and the institutions that have been developing, the research has shown which anomalies need to be corrected and the course that should be followed on the path of EU integration.

The research covered attitudes and opinions in the insurance sector, pension funds, investment funds, private and public companies or institutions, and other financial institutions such as: stock exchanges, agencies and registries, as well as the academic community. The data were processed using quantitative and qualitative analysis and presented with illustrations. The questionnaire was sent to 85 addresses of the aforementioned institutions, and 77 respondents responded to the survey questionnaire, which means that the percentage of returned questionnaires is 90.59%, which can be stated that the sample is representative. The data collected were processed in the statistical data processing program Scistatistics, using descriptive statistics and graphical displays. The aim of this paper and research on this topic is to draw a clear line between valid moves that contribute to the development of our financial institutions that actively participate in investing in the capital market and those that, through their passivity, prevent this from happening. In order to adequately solve the research problem and achieve the subject of the research, it was necessary to provide scientifically based answers to numerous questions related to the subject research, as well as the results thereof.

Keywords: Institutional investors, Capital market in Bosnia and Herzegovina, investment funds, insurance companies, pension

UVOD

Ovaj istraživački rad struktuiran je od sažetka u kojem su definisani ciljevi, metodologija istraživanja, predmet i subjekti istraživanja. U uvodnom dijelu rada definisani su problem, predmet i objekti istraživanja, postavljena naučna hipoteza, te data ocjena dosadašnjih istraživanja. Nadalje je prezentirana, analiza, uloga te rezultati istraživanja kao i navedene korištene naučne metode u naučnom istraživanju i prezentiranju rezultata istraživanja. U teorijsko eksplikativnom dijelu rada detaljno su obrađene osnovne karakteristike finansijskih tržišta, finansijskih sistema i instrumenata tržišta kapitala. Shodno tome drugi dio ima naslov „Teorijska osnova i karakteristike institucionalnih investitora i njihova uloga u razvoju tržišta kapitala“. U njemu je objašnjena suštinska povezanost i uloga institucionalnih investitora koji djeluju na skoro svakom nacionalnom ili svjetskom tržištu, kao ključni učesnici u razvoju tržišta

kapitala. Mnoge studije pokazuju da upravo razvijeno finansijsko tržište pomaže generisanju bruto domaćeg proizvoda zemlje. Također, susrećemo se sa još jednom važnom postavkom: da je tržište kapitala refleksija ukupnih društveno–ekonomskih kretanja u zemlji, što implicira na međusobnu povezanost i uslovljenost tržišta kapitala i društveno– ekonomskog razvoja zemlje. U nastavku je dat pregled radova koji se bave značenjem institucionalnih investitora u finansijskom sistemu i vezom razvoja ovih institucija i privrednog rasta, kako u svijetu tako i u regiji Zapadnog balkana i Bosne i Hercegovine.

U svom empirijskom istraživanju, Munoz i Van der Weide (2025) analizirali su korelaciju između rasta penzijskih fondova i razvoja tržišta kapitala, potvrđujući postojanje uzajamne veze između ta dva segmenta finansijskog sustava. S druge strane, Pointek (2025) se fokusirao na mogućnosti povećanja baze institucionalnih investitora te jačanja lokalnih tržišta, uključujući tržišta obveznica, osiguranja i penzionih fondova.

Assefuah, Abor, Kuttu i Amoah (2023) proveli su istraživanje u 48 afričkih zemalja, u kojem su pokazali da penzioni fondovi doprinose finansijskom i ekonomskom razvoju, no istaknuli su da je utjecaj na tržište kapitala uvelike ovisio o kvaliteti institucija koje podupiru taj razvoj. Mitreva i Golitsis (2025) analizirali su specifičnosti tržišta Zapadnog Balkana, zaključivši da institucionalni investitori u toj regiji imaju ograničen utjecaj u uvjetima nedovoljno razvijenih i plitkih tržišta, što ukazuje na važnost veličine i dubine tržišta za ostvarenje značajnijih učinaka.

S fokusom na održivo financiranje, Grujić (2024/2025) istraživao je rast zelenih obveznica i njihovu ulogu u portfeljima institucionalnih investitora. Zaključio je da je udio zelenih obveznica u stalnom porastu te da se očekuje višestruko povećanje njihove zastupljenosti do 2035. godine, u skladu s globalnim politikama zaštite okoliša i održivog razvoja. U jednom od relevantnih istraživanja, tim stručnjaka Svjetske banke (World Bank, 2024) analizirao je politike s naglaskom na finansijski razvoj i mobilizaciju domaćih institucionalnih investitora, ističući ih kao ključne pokretače regionalnog rasta.

Ćirić i Njegomir (2023) istražili su utjecaj promjena koje je globalizacija unijela u savremeno poslovno i investicijsko okruženje te su zaključili da je taj proces imao značajan utjecaj na finansijska tržišta. Identificirali su i brojne pozitivne aspekte, ali i rizike i turbulencije koje povećavaju neizvjesnost poslovanja.

Davis (2021, str. 170) se fokusirao na implikacije rasta institucionalnih investitora na finansijski sektor. Zaključio je da je širenje njihovih alternativnih investicijskih proizvoda oslabilo tradicionalni bankarski sektor, ali je istovremeno doprinijelo razvoju međunarodnih finansijskih tržišta. Također je istaknuo da je došlo do izražene polarizacije između velikih i malih sudionika na tržištu. Olgić Draženović, Kusanović i Jurić (2015, str. 98) objašnjavali su ulogu institucionalnih investitora u evoluciji finansijskih sistema, naglašavajući da upravo njihova veličina i volumen prikupljenog kapitala povećavaju njihov utjecaj na tržišne tokove. Zaključili su da institucionalni investitori imaju sve značajniju ulogu ne samo za tržište kapitala, već i za cjelokupni finansijski sistem.

Cvetanović (2006) je dao teorijski pregled doprinosa institucionalnih investitora privrednom razvoju, ističući njihove potencijale u unapređenju ekonomskog rasta kroz alokaciju kapitala.

Doprinos institucionalnih investitora privrednom rastu potvrđen je i statističkom analizom na uzorku osam bivših socijalističkih zemalja koje su danas članice EU i OECD-a. Na temelju rezultata, autori su predložili ključne korake za oblikovanje ekonomskih politika

koje bi stimulirale daljnji razvoj institucionalnih investitora. Haiss i Sumegi (2006) istražili su povezanost sektora osiguranja i privrednog rasta analizirajući podatke o premijama osiguranja iz 29 evropskih zemalja, uključujući više članica OECD-a. Zaključili su da razvoj sektora osiguranja pozitivno utječe na privredni rast, pri čemu životna osiguranja imaju znatno veći učinak od neživotnih. Od radova koji su se bavili konkretnim kontekstom Bosne i Hercegovine, izdvaja se istraživanje Begića i Hasanbegovića (2023), koji su analizirali stanje i perspektive investicijskih fondova u BiH. Ustanovili su dominaciju otvorenih fondova u Republici Srpskoj i zatvorenih fondova u Federaciji BiH, te zaključili da niska likvidnost i skromni finansijski rezultati umanjuju atraktivnost fondova za potencijalne ulagače.

Također, Zaimović (n.d.) je u svojoj studiji analizirala sistemski rizik na tržištu kapitala Bosne i Hercegovine primjenom CAPM modela. Analiza je obuhvatila berzovno kotirane dionice u razdoblju od 2005. do 2009. godine. Rezultati su pokazali da beta koeficijenti mogu poslužiti kao koristan alat za upravljanje rizikom i donošenje investicijskih odluka, čak i na relativno nerazvijenom tržištu. Također je provedena analiza uloge penzijskih fondova u oba entiteta Bosne i Hercegovine. Bejaković i Mrnjavac (2020) zaključili su da je u Federaciji BiH zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima usvojen 2017. godine, ali do kraja 2018. godine nije izdata nijedna licenca za upravljanje fondovima. Kao razlozi za to navedeni su regulatorne prepreke, izazovi u promociji te nepostojanje poticajnih poreznih politika. U Republici Srpskoj, Penzijski rezervni fond (PREF) osnovan je još 2011. godine s konzervativnom strategijom alokacije — čak 80% imovine bilo je investirano u niskorizične instrumente, s dominantnim udjelom obveznica entiteta. Iako je zakon o dobrovoljnim fondovima usvojen još 2009. godine, njegova stvarna primjena započela je tek 2017.

Polić, Kozarević i Džafić (2018) su, temeljem intervjua s predstavnicima 52 finansijske institucije, ustanovili da 64% ispitanika smatra kako tržište kapitala u BiH nije dovoljno razvijeno za ozbiljne institucionalne investicije. Kao glavne prepreke identificirani su nedostatak emitenta, niska razina informiranosti, fiskalna nestabilnost i općenito slabo povjerenje investitora. Također je istaknuto da, iako u BiH postoji osnovna struktura institucionalnih investitora, ona je obilježena malim i koncentriranim fondovima koji su nedovoljno aktivni.

U okviru istraživanja je zaključeno da dobrovoljni penzijski fondovi i društva za osiguranje imaju najveći potencijal za rast, pod uvjetom da se unaprijedi regulatorni okvir i proširi ponuda finansijskih instrumenata, osobito korporativnih obveznica. Ipak, tržište karakterizira niska likvidnost, izraženo nepovjerenje ulagača i manjak finansijske pismenosti, što dodatno otežava pozicioniranje institucionalnih investitora na tržištu kapitala.

S obzirom na sve navedeno, može se zaključiti da uloga institucionalnih investitora u Bosni i Hercegovini još uvijek nije adekvatno iskorištena. Dodatno, evidentan je nedostatak znanstveno-istraživačkih radova koji se bave razvojem tržišta kapitala u BiH, osobito iz perspektive institucionalnih okvira. Zbog toga se javlja potreba detaljnog analiziranja postojećeg nivoa razvijenosti tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini, u cilju jasnog i realnog sagledavanja perspektiva njegovog daljnjeg razvoja. Problem, predmet i objekt istraživanja su bili odrednica za postavljanje temeljne naučne hipoteze, a koja glasi:

Hipoteza H1: Institucionalni investitori imaju značajnu ulogu u razvoju tržišta kapitala, koje je nezamjenjiv faktor i glavni pokretač privrednog razvoja Bosne i Hercegovine.

Jačanje finansijskih institucija unutar finansijskog sistema Bosne i Hercegovine, ohrabrit će ulaganja u tržišta kapitala, prvenstveno domaću štednju, čime bi se mogao finansirati javni i realni sektor naše ekonomije. Međutim n ejedinstven zakonski okvir u Bosni i Hercegovini o tržištu kapitala, ima negativan uticaj na razvoj tržišta kapitala. Neesmijsmo zanemariti ni globalna finansijska kretanja i krize koje se dešavaju i koje i kod nas usporavaju finansijski zamah na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini i pokazuju ranjivost našeg malog i institucionalno razjedinjenog tržišta. Ukoliko bude dolazilo do slabljenja funkcije tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini, slabit će i realni sektor, zbog zadržavanja novca kod onih koji nemaju viziju poslovnih mogućnosti. Razvijenije sekundarno tržište kapitala pružit će bolje uvjete institucionalnim investiorima da više ulažu, pri čemu će i akumulacija kapitala namijenjena korisnicima, biti sve veća. Ono što će se dalje relektovati je i činjenica da je dalji razvoj institucionalnih investitora limitiran ekonomskim uslovima zbog čega je potrebna sistemska podrška.

Ova tema je jako bitna za Bosnu i Hercegovinu u cjelini i za ljude koji imaju zadatak da zakonskim i svim drugim instrumentima politike uređuju njeno finansijsko tržište. Ovaj rad predstavlja jedan skup kritičkih razmišljanja, činjenica, teorijskih razmatranja i istraživanja, koji mogu pomoći u daljem ekonomskom razvoju zemlje. Svrha istraživanja je pobliže utvrditi uticaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala. Međutim, nije dovoljno pod lupu staviti samo banke i tržište, nego i nebankarske finansijske institucije čija uloga na tržištu kapitala zauzima značajno mjesto, jer veliki dio njih ulaže u utržive finansijske instrumente. Znamo da su banke glavni nosioci aktivnosti na tržištu. Obim poslovanja i vrste transakcija koje obavljaju na njemu, zavise od razvijenosti monetarnog sistema. Banke na tržištu novca za većinu autora imaju iste funkcije i uloge. Banke su posrednici u obavljanju finansijskog poslovanja, zatim, banke obavljaju aktivnosti kupoprodaje za svoj račun, a jedna od osnovnih aktivnosti im je i organizacija emisije vrijednosnih papira (Perišin et al., 2001, p. 262). Cilj je povući jasnu crtu između valjanih poteza koji doprinose razvoju naših finansijskih inastitucija koje aktivno učestvuju u investiranju na tržištu kapitala i onih koje svojom pasivnošću čine da tako ne bude.

Srž istraživanja u Bosni Hercegovini do sada obuvatalo je analiziranje glavnih kategorija Institucionalnih investitora i njihova uloga na tržištu Bosne i Hercegovine. Ključni izazovi institucionalnih investitora u BiH u dosadašnjim istraživanjima su: plitko tržište, mali broj kvalitetnih dionica i instrumenata za ulaganje, niska likvidnost, otežana realizacija ulaganja na berzi, nepovjerenje javnosti, niska finansijska pismenost i loše naslijeđe ZIF-ova iz vremena vaučerske privatizacije. Kao institucije tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini u ovim istraživanju podrazumjevali smo osiguravajuća društva, banke, investicione fondove privatne kompanije i penzione fondove koji to relano nisu, kao što je to slučaj u razvijenijim ekonomijama. Ubrzani rast njihove važnosti rezultat je demografskih promjena, društvenog bogatstva kao i sve bolje obrazovanosti i informiranosti stanovništva. Uzimanjući u obzir njihove mogućnosti investitori su sve zainteresiraniji za plasman kapitala posredstvom institucionalnih investitora zbog mogućnosti diverzifikacije plasmana, postojanja profesionalnog menadžmenta te jednostavnosti investiranja kapitala. Zbog navedenog dolazi do sve veće koncentracije moći i kapitala kod institucionalnih investitora. Ako se osvrnemo na zemlje iz okruženja, možemo izvesti jedan generalni zaključak koji se može ticati i Bosne i Hercegovine, jer u biti ili prolazi ili će proći sličan put reforme i razvoja tržišta kapitala i njenih

institucija. Tranzicijske ekonomije i dalje karakterizira pravna nesigurnost i slaba infrastruktura, ograničen institucionalni razvoj, politička nesigurnost i informacijska asimetrija. Potražnju za vrijednosnim papirima na tržištu kapitala u najvećem dijelu generira bankarski sektor, te dijelom penzioni, dok osiguranja ostvaruju stabilan, ali vrlo polagani rast.

Razgovarajući sa ekspertima iz finansijskog sektora, a posebno iz oblasti bankarstva mogao se izvesti zaključak, da je naše tržište prije svega premalo tržište za ovakav broj banaka. Dokazivost, postojanost i opravdanost glavne hipoteze da: „Institucionalni investitori imaju značajnu ulogu u razvoju tržišta kapitala, koje je nezamjenjiv faktor i glavni pokretač privrednog razvoja Bosne i Hercegovine,“ temeljimo na mišljenju relevantnih ispitanika iz istraživanja koje smo proveli i egzaktnih pokazatelja koje smo naveli, a rezultati pokazuju da 81% ispitanika smatra da Institucionalni investitori koji djeluju na ekonomskom području oba entiteta imaju perspektivu da budu pokretači razvoja Bosne i Hercegovine, 18 % ispitanika nemaju mišljenje, a 1% ispitanika misle suprotno. Ovo istraživanje će koristiti za pružanje informacija i činjenica u svrhu edukacije za generacije koje dolaze i svima onima koje pblizhe zanima oblast o kojoj govorimo.

1. RAZVOJ INSTITUCIONALNIH INVESTITORA

Ključna promjena u evoluciji finansijske strukture vezana je za razvoj institucionalnih investitora odnosno snažan pomak od individualizirane štednje ka institucionaliziranom investiranju. Nakon društvenih, političkih i ekonomskih transformacija i dešavanja 1990-tih godina zemlje bivše nam države započele su sa cijelim nizom reformi usmjerenih na makroekonomsku stabilnost, liberalizaciju, restrukturiranje i privatizaciju te pravne i institucionalne reforme. Potreba za uspostavom efikasnih finansijskih sistema prepoznata je kao jedan od prioriteta tranzicijskog procesa. U tom smislu, razvojni put finansijskih tržišta i institucija odvijao se pod jedinstvenim i specifičnim okolnostima. Finansijski razvoj nije bio određen samo restrukturiranjem postojećih bankovnih institucija, već i izgradnjom prethodno nepostojećih (neaktivnih) dijelova finansijskog sistema.

Razvoj institucionalnih investitora određen je cijelim nizom faktora ponude i potražnje koji doprinose efikasnijem izvršenju funkcija finansijskog sistema. Demografske promjene koje uzrokuju fenomen povećanja udjela starijeg stanovništva u ukupnoj populaciji odnosno „starenja stanovništva“, imati će dalekosežne učinke na socijalni i privredni razvoj odnosno na makroekonomske varijable, prije svega na agregatnu potrošnju, štednju, investicije, javne rashode i ekonomski rast. Pozitivan utjecaj porasta očekivanog životnog vijeka na udio populacije opredijeljenog za visoku razinu štednje (Najveći dio ukupne štednje odnosi se na segment populacije od 30-60 godina) istražen je u brojnim radovima (Bloom et al., 2001) i većinom se referira na hipotezu životnog ciklusa, a Hipoteza životnog ciklusa (engl. life cyclus hypothesis) podrazumijeva ujednačenu potrošnju tokom životnog vijeka, što se ostvaruje pojačanom štednjom za vrijeme radnog vijeka i potrošnjom u starosti. Model se odnosi na navike potrošnje i štednje ljudi u ovisnosti od fazi životnog ciklusa u kojoj se nalaze. Starenje stanovništva u direktnoj je vezi s koncentracijom i akumulacijom štednje stanovništva putem institucionalnih investitora.

Oblici i veličina štednje pri tome prate obrazac životnog ciklusa i utiču na brzi razvoj institucionalizirane štednje. Nepovoljne demografske tendencije sveobuhvatno utiču na

nacionalne socijalne sisteme. Sve je više naglašena neodrživost penzionih sistema međugeneracijske solidarnosti i potreba za uvođenjem kapitaliziranih sistema. Za razliku od Evropske centralne banke, koja funkcioniše kao jedinstveno tijelo, dakle postoji EUROFED kao pandan američkom FED-u, ali u oblasti regulisanja poslova sa vrijednosnim papirima ne postoji jedinstvena Komisija Evropske unije koja bi regulisala poslovanje vrijednosnim papirima već se radi na njihovoj što većoj koordinaciji i približavanju. To znači da ne postoji evropski SEC (Securities Exchange Commission) kao u SAD-u. Jedna od prednosti SEC-a putem propisa 144 A omogućava velikim institucionalnim investitorima da trguju vrijednosnim papirima između sebe, bez obaveze njihovog držanja dvije godine, što je bio slučaj do 80-ih godina (Rovčanin & Karalić, 2009). Posljednjih dvadeset godina navedene promjene posebno su izražene u novim evropskim zemljama novim članicama, a danas svakako i u zemljama koje teže ka evropskoj uniji, a koje se suočavaju s brojnim ekonomskim problemima: rastući državni deficit, visoki javni dug, rastuća nezaposlenost, visoka stopa penzionisanja i slično.

2. ANALIZA KLJUČNIH INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU BIH

Institucionalni investitori koji obitavaju na području BiH odnosno oba entiteta u BiH i Brčko Distriktu su:

- Investicioni fondovi,
- Osiguravajuća društva i
- Penzijski fondovi (zakonom nije dozvoljeno da vrše investicione aktivnosti)
- Banke

Investicioni fondovi nemaju dugu tradiciju u BiH, slično kao što je slučaj i u drugim zemljama u tranziciji. Nastanak prvih fondova vezuje se za početak procesa privatizacije, koji je započeo krajem devedesetih godina poslije rata vaučerskom privatizacijom državne imovine. Pojava privatizacionih investicionih fondova je bio pozitivan korak koji je olakšao investiranje, smanjio mogućnost zloupotrebe i korupcije u procesu privatizacije. Privatizacioni investicioni fond ili PIF je prvi oblik investicionih fondova koji su se pojavili u BiH, odnosno entitetima (Godišnji Izvještaj CB, 2025). Kasnije su ovi fondovi pretvoreni u zatvorene investicione fondove, koji su regulirani zakonski. Formirani su i tzv otvoreni investicioni fondovi. Ne treba se zaboraviti i podcijeniti male investitore, kojim treba vratiti povjerenje u rad fondova i berzansko tržište uopšte.

Osiguravajuća društva su važne finansijske institucije koje obimom, stabilnošću, ročnošću i kvalitetom finansijskih sredstava koje prikupljaju predstavljaju jedne od najznačajnijih institucionalnih investitora na finansijskom tržištu BiH. Poslovi osiguranja su veoma značajni nebankarski finansijski poslovi. U osnovi, osiguranje predstavlja udruživanje svih onih koji su izloženi istoj opasnosti, odnosno riziku.

Penzioni fondovi su pretežno osnovani radi obezbjeđivanja i ostvarivanja prava iz penzijskog i invalidskog osiguranja- prava za slučaj starosti, smanjenja i gubitka radne sposobnosti osiguranih lica i članova njihove porodice. U BiH postoje dva zavoda za PIO na entitetskom nivou koji ne ulažu u vrijednosne papire. Glavni razlog zbog čega svi institucionalni investitori učestvuju na tržištu kapitala je taj što tim radnjama stvaraju potencijalnu mogućnost prinosa na investiciju.

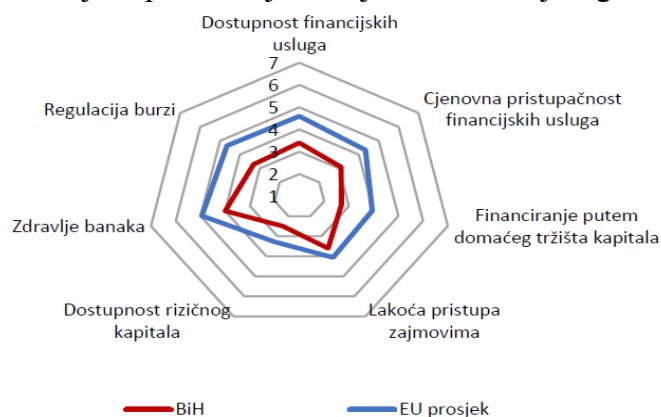
U literaturi se prinosi najčešće svrstavaju u tri grupe, i to: (Kumalić, 2007).

- 1) dividenda kao oblik prinosa vlasničkih vrijednosnih papira (dionica);
- 2) kamata kao oblik prinosa dugovnih vrijednosnih papira (obveznice);
- 3) kapitalni dobitak kao razlika između prodajne i kupovne cijene vrijednosnih papira.

Tržište kapitala i ostale finansijske nebankarske institucije su nerazvijeni poredeći se s **bankarskim tržištem**. Već duži niz godina na obje bh. berze najviše se trguje dužničkim vrijednosnim papirima. Iako unazad nekoliko godina ukupan promet na obje berze ima uzlaznu putanju, glavni nedostatak jeste manjak većeg broja zdravih kompanija čijim bi se vrijednosnim papirima trgovalo na tržištu kapitala. Kao što je već navedeno, najvećim dijelom se trguje vrijednosnim papirima javnog sektora ili vrijednosnim papirima preduzeća koja su u cijelosti ili djelimično u državnom vlasništvu. Pored toga što razvijeno tržište kapitala treba dati opciju finansijski suficitarnim sektorima da investiraju svoja sredstva u vrijednosne papire i ostvare povrat sukladan preuzetom riziku.

Tržište kapitala daje i mogućnost preduzećima da primarnim emisijama vrijednosnih papira prikupe potrebna im finansijska sredstva. Na finansijskom tržištu susrećemo dva tipa investitora. U prvu grupu spadaju veliki investitori koji raspolažu značajnim kapitalom i koji su stručni i osposobljeni da izvrše procjene i da se opredjele u kom pravcu će se kretati. Ova grupa investitora pored, rizika i očekivanih efekata, kao treći važan faktor uključuje diverzifikaciju portfelja. Time se ujednačavaju prosječni prinosi na kapital, s jedne strane, a izbjegava se rizik totalnih gubitaka, sa druge strane (Babić et al., 2008, p. 339). Poredeći mogućnost preduzeća da se finansiraju preko tržišta kapitala emisijom vlasničkih ili dužničkih vrijednosnih papira, BiH je ocijenjena od strane Svjetskog ekonomskog foruma slično kao i zemlje iz regiona, dok je prilično ispod EU prosjeka (grafikon ispod).

Grafikon 1. Ocjena pokazatelja razvijenosti finansijskog tržišta



Izvor: Izvještaj Svjetskog ekonomskog foruma

Na osnovu priloženog grafikona koji prikazuje pokazatelje razvijenosti finansijskog tržišta, možemo vidjeti sljedeće ključne razlike između Bosne i Hercegovine i prosjeka Evropske unije:

Dostupnost finansijskih usluga – EU prosjek je značajno viši u odnosu na BiH, što ukazuje na bolje razvijenu mrežu finansijskih institucija i bolju dostupnost bankarskih i investicijskih usluga.

Cjenovna pristupačnost finansijskih usluga – BiH se nalazi ispod EU prosjeka, što sugerira da su finansijske usluge skuplje ili manje konkurentne.

Finansiranje putem domaćeg tržišta kapitala – Ovdje je razlika izrazita, što znači da u BiH tržište kapitala nije dovoljno razvijeno za finansiranje preduzeća i investicija.

Lakoća pristupa zajmovima – BiH je također znatno ispod EU prosjeka, što ukazuje na otežan pristup kreditima, bilo zbog strožih uslova banaka ili slabije razvijenog finansijskog sektora.

Dostupnost rizičnog kapitala – BiH ima veoma nizak rezultat u odnosu na EU, što znači da preduzeća imaju ograničen pristup rizičnom kapitalu, poput venture capital fondova.

Zdravlje banaka – EU prosjek pokazuje stabilnost i zdravlje bankarskog sektora, dok je BiH znatno ispod tog nivoa, što može značiti veće rizike ili manje povjerenja u bankarski sistem. **Regulacija berzi** – Razlika između BiH i EU je velika, što ukazuje na nedovoljno razvijeno ili neregulisano tržište kapitala u BiH. Ovi pokazatelji jasno sugeriraju da je finansijsko tržište u BiH nerazvijeno u poređenju s EU, s ključnim izazovima u dostupnosti kapitala, regulaciji tržišta i stabilnosti bankarskog sektora.

3. ULOGA INSTITUCIONALNIH INVESTITORA U PRIVREDNOM RASTU

Da bi finansijski razvoj bio kontinuiran i kao takav imao učinka na privredni rast, finansijski sistem mora biti efikasan i stabilan. Ukoliko navedeno nije ispunjeno javljaju se problemi koji usporavaju ili čak onemogućavaju finansijski razvoj, primjer: nekonkurentno utvrđivanje cijena, previsoki troškovi transakcija, neintegritet finansijskog sistema, panika, te nestabilnost cijena (Nikolić i Pečarić, 2007, p. 15). Međutim privredni razvoj ne događa se u svim zemljama istom brzinom i istim intenzitetom. Povezanost između razvoja finansijskih tržišta i privrednog razvoja države se očituje na sljedeći način; kada je država postajala bogatijom na finansijskim tržištima događalo se sljedeće:

- a) Finansijski posrednici postajali su sve veći mjereno udjelom aktive i pasive u GDP-u;
- b) Relativni rast banaka u dodjeli kredita;
- c) Raste važnost nebankovnih institucija, kao što su društva za osiguranje, investicijske banke, finansijske kompanije, privatni penzioni fondovi;
- d) Berze postaju sve veće mjereno tržišnom kapitalizacijom u relativnom odnosu prema GDP-u, također postaju likvidnije mjereno relativnim trgovanjem u odnosu na GDP.
- e) Tržišna kapitalizacija i cijene na tržištu su promjenjivi.
- f) Glavne funkcije finansijskih tržišta koje vrijede i za institucionalne investitore su:
- g) Posredovanje u trgovanju, hedgingu, diverzifikaciji i udruživanju rizika, - alokacija resursa,
- h) Nadzor menadžera i vršenje kontrola u korporacijama, - mobilizacija štednje, - posredovanje u razmjeni dobara i usluga.
- i) Temeljni elementi finansijskog tržišta su: (Kumalić, 2007, p. 140).

- 1) tržište (mjesto gdje se susreću ponuda i potražnja za finansijskim instrumentima)
- 2) finansijski instrumenti (predmet trgovanja na finansijskom tržištu)
- 3) učesnici na finansijskom tržištu (odnosi se na finansijske institucije i posrednike)

4. REZULTATI ISTRAŽIVANJA UZROKA I POSLJEDICA NERAZVIJENOSTI TRŽIŠTA KAPITA U BIH KROZ ULOGU INSTITUCIONALNIH INVESTITORA

Primarna istraživanja obuhvatili su ispitivanje stavova i mišljenja finansijskih institucija, kompanija javnih i privatnih, kao i akademsku zajednicu koji djeluju u polju finansija sa ciljem da se dođe do saznanja i osnovnih informacija o ulozi institucionalnih investitora u razvoju tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini. Ankete su izrađene i dostavljene ispitanicima putem maila te su učesnici istraživanja putem maila dali odgovore na pitanja u anketi. Istraživanje je rađeno online, putem online ankete, preko Google alata za prikupljanje i obradu upitnika. Anketa je poslana putem linka na sve online adrese banaka koje posluju na prostoru Bosne i Hercegovine, sektoru osiguravajućih društava, penzionim fondovima, investicionim fondovima, pravnim i javnim preduzećima ili ustanovama, drugim finansijskim ustanovama kao što su: berze, agencije i registri, kao i akademskoj zajednici. Istraživanje je provedeno u periodu od 01.11.2024. do 01.03.2025.

Anketni upitnik je struktuiran iz deset pitanja na temelju kojih se procjenjuju stavovi i mišljenja određenih ispitanika. Pitanja su bila definisana kao pitanja zatvorenog tipa ili pitanja na bazi skale stavova. Podaci su obrađeni primjenom kvantitativne i kvalitativne analize i predstavljeni ilustracijama. Upitnik je poslan na 85 adresa finansijskih institucijam, javnim i privatnim kompanijama kao i akademskoj zajednici koji djeluju na prostoru Bosne i Hercegovine. 77 ispitanika je odgovorilo na anketni upitnik, što znači da je procenat vraćenih upitnika 90,59%, što se može konstatovati da je uzorak reprezentativan. Narednom tabelom je dat prikaz reprezentativnosti ispitanih učesnika koji je uzet kao uzorak ispitivanja.

Tabela 1. Prikaz reprezentativnosti ispitanih učesnika

Sektor	Broj uzorka	Odgovor na anketni upitnik	% učešće uzorka
Bankarski sektor	23	22	96%
Osiguravajuća društva	25	20	80%
Penzioni fondovi	2	2	100%
Investicioni fondovi	10	10	100%
Privatna i javna preduzeća	10	10	100%
Druge finansijske institucije	10	9	90%
Akadska zajednica	5	4	80%
UKUPNO	85	77	90,59%

Izvor: autor

5. METODOLOGIJA NAUČNOISTRAŽIVAČKOG RADA

U ovom istraživačkom radu korištene su kvantitativne i kvalitativne metode za obradu prikupljenih podataka. Tehnika primarne analize zasnivala se na anketiranju relevantnih institucija koje djeluju u oblasti finansija u Bosni i Hercegovini. Anketni upitnik sadržavao je deset pitanja zatvorenog tipa, kao i skale stavova, koje su omogućile procjenu mišljenja

ispitanika. Upitnik je distribuiran putem elektronske pošte, a odgovori su prikupljeni i analizirani pomoću statističkog softverskog paketa SCISTATISTICS. Korištene metode uključuju:

- Deskriptivnu statistiku (izračunavanje procentualnih učešća),
- Tabelarni i grafički prikaz podataka (histogrami, strukturalni dijagrami),
- Kvalitativnu analizu stavova ispitanika,
- Komparativnu analizu institucionalnih investitora.

6. REZULTATI I INTERPRETACIJA ANKETNOG ISTRAŽIVANJA

U okviru istraživanja, ispitanicima su postavljena pitanja o razlozima nerazvijenosti tržišta kapitala, ulozi banaka, potencijalu osiguravajućih društava, mogućnostima penzionih fondova, kao i budućoj ulozi institucionalnih investitora. Rezultati su prikazani tabelama i grafikonima.

Pitanje br. 1. Koje je Vaše obrazovanje?

U odgovoru na pitanje ispitanici su imali mogućnost odabira jedno od pet ponuđenih odgovora, i na taj način se ustanoviti o kojoj strukturi ispitanika se radi kada je u pitanju stručna sprema. Statistički obrađeni podaci predstavljeni su narednom tabelom.

Tabela 2. Struktura ispitanika po stručnoj spreml

r.br.	Stručna sprema	Broj	Struktura u %
1.	Srednja stručna sprema	1	1%
2.	Viša stručna sprema	4	5%
3.	Visoka stručna sprema	42	55%
4.	Magistar nauka	24	31%
5.	Doktor nauka	6	8%
UKUPNO		77	100%

Izvor: autor

Na osnovu prikazane analize može se zaključiti da veći dio ispitanika ima visoku stručnu spreml, te na taj način se može smatrati da su dobijeni rezultati relevantni za istraživanje.

Pitanje br. 2. Kojem sektoru pripadate?

U anketnom upitniku postavljeno je pitanje kojem sektoru pridaju ispitanici, gdje su im ponuđeni sektori. Narednom tabelom su prikazani rezultati anketnog pitanja, i data procentualna sektorska struktura ispitanika.

Tabela 3. Sektorska struktura ispitanika

R.br.	Sektor	Broj	Struktura u %
1.	Bankarski sektor	22	28%
2.	Sektor osiguranja	20	26%
3.	Penzioni fond	2	3%
4.	Investicioni fond	10	13%
5.	Privatne i javne ustanove	10	13%
6.	Druge finansijske institucije	9	12%
7.	Akadska zajednica	4	5%
UKUPNO		77	100%

Izvor: autor

Pitanje br. 3. Koji su glavni UZROCI nerazvijenosti tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini ? Koji su glavni uzroci nerazvijenosti kapitala u Bosni i Hercegovini je treće pitanje koje je postavljeno u anketnom upitniku. U upitniku su ponuđeni potencijalni osnovni uzroci nerazvijenosti tržišta (zatvorenog tipa), tako da su ispitanici mogli da odaberu neke od ponuđenih uzroka. Rezultat ovog pitanja je prikazan tabelarno.

Tabela 4. Uzroci nerazvijenosti tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini

R.br.	Uzroci nerazvijenosti tržišta kapitala	Broj	u %
1.	Politička nestabilnost i društveno okruženje	69	90%
2.	Nejedinstven zakonski okvir o tržištu kapitala na nivou BiH	45	58%
3.	Birokratizacija i korumpiranost administracije	39	51%
4.	Veličina i snaga ekonomskog prostora, prvenstveno mislimo na podijeljenost po entitetima	39	51%
5.	Niska kupovna moć	24	31%
6.	Likvidnost tržišta	25	32%
7.	Kvalitet i obim emisije vrijednosnih papira u BiH	31	40%
8.	Fiskalni sistem	13	17%
9.	Razvoj Institucionalnih investitora limitiran je ekonomskim uslovima, zbog čega je potrebna sistemska podrška	43	56%
10.	Globalna finansijska kriza usporila je finansijski zamah na tržištu kapitala u BiH i pokazala ranjivost našeg tržišta kapitala	25	32%

Izvor: autor

Na osnovu prikazanih podataka 69 ispitanika smatra da je jedan od najvećih uzroka nerazvijenosti tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini politička nestabilnost i društveno okruženje. Pored političke nestabilnosti i društvenog okruženja po ispitanicima, i nejedinstven zakonski okvir na nivou Bosne i Hercegovine je jedan od velikih uzročnika nerazvijenosti tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini. Ispitanici, također smatraju da je razvoj Institucionalnih investitora limitiran ekonomskim uslovima. Birokratizacija i korumpiranost administracije, također se ubraja u jedan od uzročnika nerazvijenosti tržišta kapitala. Pored svih gore navedenih uzročnika, veliki broj ispitanika također smatra da je i podijeljenost na entitetske prostore jedan

od velikih uzročnika nerazvijenosti tržišta kapitala. Ne smiju se zapostaviti ni ostali pretpostavljeni uzročnici kao što su likvidnost tržišta, niska kupovna moć, kvalitet i obim emisije vrijedonosnih papira i fiskalni sistem. Kako sekundarnim tako i primarnim istraživanjem dolazi se do zaključka da je globalna finansijska kriza usporila finansijski zamah na tržištu kapitala Bosne i Hercegovine i na taj način pokazala ranjivost tržišta kapitala.

Pitanje br. 4. Obzirom na veliko učešće banaka u aktivni finansijskog sektora u BiH (cca 87,7 %) , smatrate li da Bankarski sektor ima jedan od najznačajnijih UTICAJA na finansijsko tržište BiH, pa tako i na tržište kapitala? Sekundarnim istraživanjem došlo se do spoznaje da banke imaju veliko učešće u aktivni finansijskog sektora u Bosni i Hercegovini. Ukupno procentualno učešće banaka u aktivni finansijskog sektora u 2023. Godini iznosila je 47,68 milijardi KM od čega banke su učestvovala sa 87,7 %. Na osnovu prikazanih informacija može se konstatirati da je finansijsko tržište Bosne i Hercegovine bankocentrično, pa samim tim bankarski sektor ima veliki uticaj na finansijsko tržište Bosne i Hercegovine. Pitanjem broj četiri želi se doći do mišljenja i stavova ispitanika, po osnovu uticaja banakrskog sektora na finansijsko tržište Bosne i Hercegovine a samim tim i tržišta kapitala. Dobijeni rezultati su prezentirani tabelarno.

Tabela 5. Uticaj bankarskog sektora na finansijsko tržište BiH i na tržište kapitala.

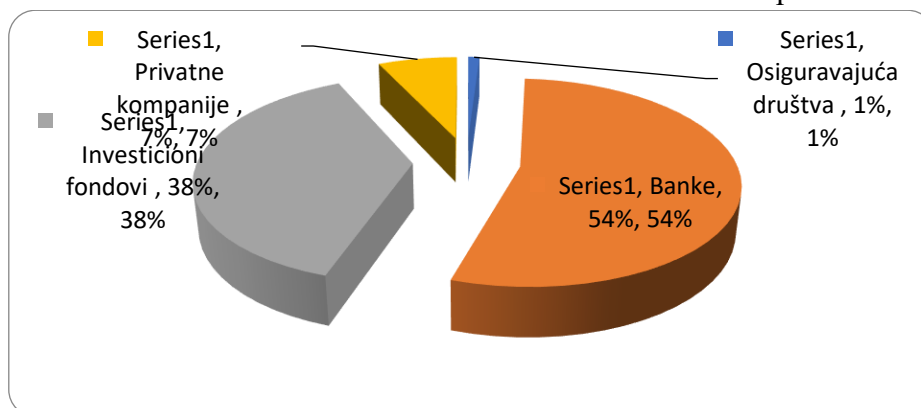
Tvrdnja	Broj	%
Potpuno netačno	0	0%
Uglavnom netačno	1	1%
Ni tačno ni netačno	7	9%
Uglavnom tačno	33	43%
Potpuno tačno	36	47%
UKUPNO	77	100%

Izvor: autor

U 47% slučajeva, ispitanici su se u potpunosti složili da bankarski sektor ima veliki uticaj na finansijsko tržište Bosne i Hercegovine kao i na tržište kapitala, dok se njih 43% djelimično slažu sa navedenom tvrdnjom. 9% ispitanika nemaju definisano mišljenje dok 1% ispitanika smatra da banakrski sektor nema nekog značajnog uticaja na finansijsko tržište i tržište kapitala Bosne i Hercegovine.

Pitanje br. 5. Uz veliki broj ograničavajućih faktora, koji od navedenih Institucionalnih investitora, po Vašem mišljenju, najviše učestvuju u investiranju na tržište kapitala u BiH ? Pitanjem koji Institucionalni investitori najviše učestvuju u investiranju na tržište kapitala u Bosni i Hercegovini, dolazi se do sljedećih informacija, koje su prikazane grafički:

Grafikon 2. Učešće Institucionalnih investitora na tržištu kapitala u BiH



Izvor: autor

Analiziranjem podataka iz anketnog upitnika, 54% ispitanika su mišljenja da banke najviše učestvuju u investiranju na tržištu kapitala, dok njih 38% su mišljenja da investicijski fondovi najviše učestvuju na tržištu kapitala Bosne i Hercegovine. Preporuka je da se ove tvrdnje provjere sekundarnim istraživanjima za posmatrani period.

Konstatcija br. 6. Prema podacima Centralne banke Bosne i Hercegovine, na kraju 2023. godine na tržištu osiguranja u BiH poslovala su 24 društva za osiguranje i jedno društvo za reosiguranje. Od tih 24 društva, 15 je obavljalo djelatnost neživotnog osiguranja, dok je 10 društava bilo kompozitno, što znači da su obavljala poslove i neživotnog i životnog osiguranja. Ovi podaci ukazuju da u 2023. godini nije bilo društava koja su se bavila isključivo životnim osiguranjem; sva društva koja su pružala usluge životnog osiguranja bila su kompozitna, obavljajući istovremeno i poslove neživotnog osiguranja. Prema dostupnim podacima, na kraju 2023. godine, ukupna aktiva finansijskog sektora u Bosni i Hercegovini iznosila je 47,68 milijardi KM, od čega su društva za osiguranje i reosiguranje učestvovala sa 2,63 milijarde KM, što predstavlja 5,5% ukupne aktive finansijskog sektora. Gore navedenom konstatacijom, cilj je doći do informacija koje su neophodne za primarno istraživanje, tj. doći do rezultata istraživanja. U ovom dijelu anketnog upitnika date su tri tvrdnje na koje trebaju ispitanici odgovoriti. Anketirani ispitanici odgovarali su na ovo pitanje iskazom slaganja sa tvrdnjom na skali stavova sa pet mogućih vrijednosti pri čemu se raspon odgovora kretao od opcije „uopšte se ne slažem“ do „potpuno se slažem“.

Rezultati pokazuju da 64% slučajeva, ispitanici su se složile sa navedenom tvrdnjom, dok njih 28% su se u potpunosti složili na navedenom tvrdnjom, tj da je u pitanju mali udio učešća osiguravajućih društava u ukupnoj aktivni finansijskog sektora Bosne i Hercegovine u posmatranom periodu. Učesnici imaju veće povjerenje u Osiguravajuća društva kao Institucije od povjerenja za ulaganje prvenstveno u sektoru životnog osiguranja. 3% ispitanika se u potpunosti slažu sa navedenom tvrdnjom, dok njih 51% se također slažu sa tvrdnjom, da učesnici imaju veće povjerenje u osiguravajuća društva kao institucije od povjerenja za ulaganje prvenstveno u sektoru životnog osiguranja. Osiguravajuća društva imaju potencijal da aktivnije učestvuju na tržištu kapitala u BiH, investiranjem viška finansijskih sredstava. 48% ispitanika se potpuno slaže sa navedenom tvrdnjom, također i drugih 48% ispitanika se slažu sa navedenom tvrdnjom, tj. da osiguravajuća društva imaju potencijal da aktivnije učestvuju na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini sa viškom svojih finansijskih sredstava.

Pitanje br. 7. Šta je po Vama ključni UZROK što su Investicijski fondovi u BiH ostali dosta nerazvijeni i nisu se razvijali predviđenom dinamikom? Rezultati istraživanja su prikazani tabelarno.

Tabela 6. Uzroci nerazvijenosti Investicionih fondova u BiH

Uzroci	N	Broj	%
Nedostatak domaćih velikih institucionalnih investitora	77	70	91%
Podijeljenost tržišta na entitete	77	46	60%
Slaba informiranost potencijalnih investitora ka investiranju u vrijednosne papire	77	58	75%
Odsustvo suštinske pretpostavke osnivanja investicionih fondova, a to je prikupljanje novčanih sredstava manjih investitora i njihovo ulaganje u vrijednosne papire.	77	61	79%
Nedostatak raznovrsnije strukture, koja bi investitoru dala širu mogućnost izbora potencijalnih investitora	77	68	88%

Izvor: autor

Na osnovu analiziranja dobijenih rezultata statističkom obradom, 91% ispitanika smatra da je kao ključni uzrok što su Investicijski fondovi u Bosni i Hercegovini ostali nerazvijeni i nisu se razvijali predviđenom dinamikom nedostatak domaćih velikih institucionalnih investitora. Kao drugi ključni uzrok ispitanici smatraju da je nedostatak raznovrsnije strukture, koja bi investitoru dala širu mogućnost izbora potencijalnih investitora, sa 88%. 79% anketiranih ispitanika kao treći ključni uzorak smatraju odsustvo suštinske pretpostavke osnivanja investicionih fondova, a to je prikupljanje novčanih sredstava manjih investitora i njihovo ulaganje u vrijednosne papire.

Kao četvrti uzrok nerazvijenosti Investicijskih fondova u Bosni i Hercegovini, anketirani ispitanici sa 75% smatraju slabu informiranost potencijalnih investitora ka investiranju u vrijednosne papire. I kao posljednji uzrok smatra se podijeljenost tržišta na entitete sa 60 % mišljenja anketiranih ispitanika.

Konstatacija br. 8. Penzioni fondovi PIO FBiH i fond PIO RS su fondovi čija je prvenstveno svrha ostvarivanja prava iz penzijsko invalidskog osiguranja-prava za slučaj starosti. Zakonski im je onemogućeno da djeluju na tržištu kapitala, investirajući višak sredstava. Osmi dio anketnog upitnika je koncipiran sa četiri pitanja koji se odnose na Penzione fondove u Bosni i Hercegovini. Rezultati istraživanja su prezentirani tabelama i grafikonima za svako pitanje.

Pitanje 8.1. Da li se slažete da Penzionim fondovima treba dozvoliti da imaju pravo na ulaganje eventualnih viškova sredstava na tržištu kapitala? 26% ispitanika se potpuno slaže da Penzionim fondovima treba dozvoliti da imaju pravo na ulaganje eventualnih viškova sredstava na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini. 65% ispitanika se također slaže sa navedenom tvrdnjom, dok 1% ispitanika nema mišljenje a 8% ispitanika se ne slaže sa navedenom tvrdnjom.

Pitanje 8.2. Da li smatrate da Penzioni fondovi raspolažu kapitalom neophodnim za učešće na tržištu kapitala u BiH? Analiziranjem anketnih podataka došlo se do informacije, da

veći dio anketnih ispitanika nema mišljenje, tj. Nih 44%, dok su njih 40% mišljenja da Penzioni fondovi raspolažu dovoljnim kapitalom koji je neophodan za učešće na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini.

Pitanje 8.3. Treba li dozvoliti da to rade rezervni penzini fondovi kakav je slučaj u RS-u, sa Penzijskim rezervnim fondom (PREF) Republike Srpske ili EPF - Evropski dobrovoljni penzioni fond. Na dilemu da li treba dozvoliti rezervnim i dobrovoljnim fondovima da uzmu učešće na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini kao institucionalni investitori, mišljenja anketiranih ispitanika su različita. Tako njih 33% se ne slažu sa tim prijedlogom, 27% ispitanika nema mišljenje, dok 40% ispitanika smatra da se treba dozvoliti rezervnim i dobrovoljnim fondovima učešće na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini kao institucionalni investitori.

Pitanje 8.4. Treba li dozvoliti fondove dobrovoljnog karaktera koji, kao u svijetu, predstavljaju stub tržišta kapitala, jer ne sprovođenjem ovakve konkretne reforme unazđujemo naše tržište kapitala? Za razliku od predhodnog pitanja, anketni ispitanici većim dijelom mišljenja su da treba dozvoliti ovakvu vrstu fondova, tj. 90% ispitanika su mišljenja da treba podržati fondove dobrovoljnog karaktera.

Konstatacija br. 9. U BiH djeluju dvije berze (SASE i BLSE). Koji su uzroci i posljedice djelovanja ove dvije Institucije kapitala? Koliko se slažete sa slijedećim tvrdnjama? Deveti dio anketnog upitnika odnosi se na djelovanje berzi u Bosni i Hercegovini. Kako u Bosni i Hercegovini djeluju dvije berze, sarajevska (SASE) i banjalučka (BLSE), neophodno je da se dođe do mišljenja i stavova anketnih ispitanika o određenim tvrdnjama o istim. U nastavku istraživanja su prezentirani podaci do kojih se došlo statističkom obradom podataka, ti podaci su predstavljani tabelarno i grafički.

Tvrdnja 9.1. SASE i BLSE mogu opstati kao samostalna tržišta kapitala. 62% učesnika u anketi smatra da je moguć opstanak SASE i BLSE na tržištu kapitala Bosne i Hercegovine. 16% ispitanika nema mišljenja o navedenoj tvrdnji, dok njih 22% se ne slažu sa tvrdnjom oko opstanka dvije berze na finansijskom tržištu u Bosni i Hercegovini.

Tvrdnja 9.2. Perspektiva dviju berzi u BiH je u povezivanju sa tržištima u regiji. Kada je u pitanju perspektiva naših berzi vidi se u povezivanju sa tržištima u regiji. Da je ova tvrdnja ispravna 61% ispitanika se slaže. 32% ispitanika nema mišljenje o ovoj tvrdnji, dok 7% ispitanika se ne slaže sa navedenom tvrdnjom.

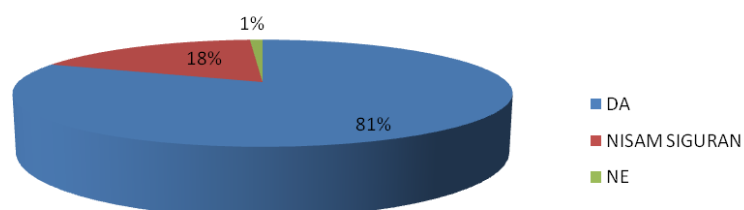
Tvrdnja 9.3. Treba dozvoliti izlazak na berzu najvećih kompanija koje su u državnom vlasništvu prvenstveno u FBiH, kako bi privukli ulazak stranih investitora na domaće tržište. Treba dozvoliti izlazak na berzu najvećih kompanija koje su u državnom vlasništvu prvenstveno u FBiH, kako bi privukli ulazak stranih investitora na domaće tržište, je tvrdnja sa kojom se 75% ispitanika slaže. 8% ispitanika nema mišljenje kada je u pitanju navedena tvrdnja. 17% ispitanika se ne slaže sa navedenom tvrdnjom.

Tvrdnja 9.4. Nejedinstven zakonski okvir i institucionalna razjedinjenost, u smislu postojanja dvije berze na entiteskom nivou, imaju negativna uticaj na progresivan razvoj tržišta kapitala. Nejedinstven zakonski okvir i institucionalna razjedinjenost, u smislu postojanja dvije berze na entiteskom nivou, imaju negativna uticaj na progresivan razvoj tržišta kapitala je tvrdnja sa kojom se slaže 89% anketiranih ispitanika. 6% ispitanika nema mišljenje za navedenu tvrdnju, dok 5% ispitanika se ne slaže sa navedenom tvrdnjom.

Tvrđnja 9.5. Razvijeniije sekundarno tržište kapitala, koje ima reperkusije na berzansko poslovanje, pružit će bolje uvjete institucionalnim investitorima da više ulažu na finansijskom tržištu BiH. Razvijeniije sekundarno tržište kapitala, koje ima reperkusije na berzansko poslovanje, pružit će bolje uvjete institucionalnim investitorima da više ulažu na finansijskom tržištu BiH, je tvrdnja sa kojom se slaže 92% anketnih ispitanika. 5% ispitanika nema mišljenje za navedenu tvrdnju, dok samo 3% ispitanika se ne slaže sa navedenom tvrdnjom.

Pitanje br. 10. Uvažavajući sva trenutna ograničenja (zakonska, društvena, politička i ekonomska) na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini, smatrate li da tržište kapitala uz pomoć Institucionalnih investitora koja djeluju na ekonomskom području oba entiteta, ima perspektivu da bude pokretački faktor razvoja Bosne i Hercegovine. U odgovoru na pitanje, ispitanici su imali mogućnost odabira između odgovora da, nisam siguran i ne. Statistički obrađeni podaci predstavljeni su grafički.

Grafikon 3. Institucionalni investitori kao pokretački faktor razvoja Bosne i Hercegovine



Izvor: autor

Rezultati pokazuju da 81% ispitanika smatraju da Institucionalni investitori koji djeluju na ekonomskom području oba entiteta imaju perspektivu da budu pokretači razvoja Bosne i Hercegovine. 18 % ispitanika nemaju mišljenje, a 1% ispitanika misle suprotno.

ZAKLJUČAK

Uvažavajući sve činjenice, analize i istraživanja u ovom radu, moguće je utvrditi mjere i preporuke nosiocima ekonomske politike kojih se lično tiče ove tematika u smjeru daljnjeg unapređenja bosanskohercegovačkog tržišta kapitala i njenih institucija. Prijedlog za buduće djelovanja jeste da se što prije dozvole tzv. fondovi dobrovoljnog karaktera koji, kao i u svijetu, predstavljaju stub tržišta kapitala, jer ne sprovođenjem ovakve konkretne reforme unazđujemo naše tržište kapitala. U pogledu djelovanja dvije berze na ovako malom ekonomskom prostoru, moglo bi se reći, a na osnovu provedenog istraživanja da bi one mogle samostalno opstati i djelovati kao takve. U pogledu Investicijskih fondova, investitoru ponuditi „bolju ponudu“ odnosno raznovrsniju strukturu, jer ona uveliko utiče na raspoloženje investitora koji su već tu, koji su već uvezani i imaju konekcije sa našim tržištem. Mjere koje bi trebalo poduzeti u pogledu osiguravajućih društava, koja kod nas još uvijek imaju mali udio u aktivni finansijskog sektora, jeste da se omogući liberalizacija propisa u strukturi ulaganja osiguravajućih društava. Na kraju pored svih mjera koje se mogu pobrojati i za koje postoje opravdane činjenice, ne

smije se dozvoliti da pojedine institucije kapitala na bilo kojem nivou odlučivanja, budu blokirane iz nekih sekundarnih političkih, a ne ekonomskih razloga. Kada je konkretno riječ o tržištu kapitala u BiH i institucijama koje su se razvijale, istraživanje je pokazalo koje su to anomalije koje je potrebno korigovati i kurs kojeg bi se trebalo držati do puta integracija u EU. Pokazalo se da je politička netabilnost još uvijek jedan od glavnih negativnih parametara koji usporava procese i tjera ulagače. Ovo israživanje predstavlja jedan skup kritičkih razmišljanja, činjenica i teorijskih razmatranja i istraživanja koji mogu pomoći u daljem ekonomskom razvoju zemlje. Ukoliko Bosna i Hercegovina uspije da organizira pogodno mjesto za aktivno sudjelovanje potencijalnih ulagača u tržište vrijednosnih papira, desit će se ono što mnoge zemlje žele, a to je, razvijeno finansijsko tržište sa svim potrebnim institucijama koje ga prate. Na koncu svega kao pravce daljih istraživanja, možemo navesti primarno da se radi na: Analizi efekata zakonskih reformi, komparativne studije s državama regiona, ispitivanje povjerenja javnosti, uticaj digitalnih tehnologija, te razvoj tržišta obveznica i sličnih instrumenata tržišta kapitala.

LITERATURA

1. Azra Zaimović, „Systematic risk on Bosnia’s emerging capital market“, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Sarajevu - Januar 2025.
2. Babić, M., Simić, M., Šunje, A., Puljić, M.: Korporativno upravljanje – principi i mehanizmi, Revikon, Sarajevo, 2008.
3. Bejaković Predrag, Mrnjavac Željko, „FULLY FUNDED PENSION SYSTEM IN SIX NON EU BALKAN COUNTRIES“ Ekonomska Misao i Praksa; Dubrovnik, 2020.
4. Cvetanović, S., Jovović, D. Ekonomska politika Evropske unije, 2006.
5. David E. Bloom, David Canning, Jaypee Sevilla, "The Demographic Dividend: A New Perspective on the Economic Consequences of Population Change" 2001.
6. Davis, E. P. i Steil, B. Institutional investors, Cambridge: MIT Press, 2001.
7. Dževad Begić & Erdin Hasanbegović, „Development and Perspectives of Investment Funds in Bosnia and Herzegovina“, SKEI, No. 2, 2023.
8. Ercio Munoz; Roy Van der Weide, „Pension Funds and Capital Market Development“ 2025.
9. Franco Modigliani „The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital" 1966.
10. Haiss, P. I Sumegi, K., The relationship between insurance and economic growth, 2006.
11. Kathryn A.A.O. Assefuah; Joshua Y. Abor; Saint Kuttu; Lordina Amoah, „Pension funds and capital market development in Africa: The role of institutional quality“ 2023.
12. Kumalić, J.,: Poslovne finansije, izdavač Ekonomski fakultet Univerziteta u Bihaću, 2007.
13. Mila Mitreva; Petros Golitsis, „Evaluating the Impact of Institutional Investors on Economic Growth in South-East European Transition Economies“ 2025.
14. Miloš Grujić, „Investment of Institutional Investors in Green Bonds – Financing of Sustainable Development and Optimization of the Investment Portfolio“ konferencijski rad, 2024–2025.
15. Nikolić, N. i Pečarić, M. „, Osnove monetarne ekonomije“, 2007.

16. Njegomir V., Ćirić J.: Risk modeling in the insurance industry. Strategic Management, 2012.
17. Olgić Draženović, B., Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet, Stručni članak, 2015.
18. Perišin, I., Šokman, A., Lovrinović, I.: Monetarna politika, Fakultet ekonomije i turizma 'dr. Mijo Mirković' u Puli, 2001.
19. Polić, Kozarević, Džafić, Stručni rad, (2018),
20. Rovčanin A., Karalić A.: Investiciono Bankarstvo i tržište kapitala“, Ekonomski fakultet Sarajevo, 2009.,
21. Thomas Pointek, „Fostering Capital Markets and Institutional Investor Development in Oman“, 2025.

Web stranice:

1. Centralna banka BiH, www.cbbih.ba (pristupljeno 28.03.2025.)
2. The World Economic Forum, www.weforum.org, - Izvještaj Svjetskog ekonomskog foruma (pristupljeno 04.03.2025.)
3. World Bank tim, „Western Balkans Regular Economic Report“ No.26, 2024.