

POGLAVLJE 3

STEPEN RAZVIJENOSTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA SRBIJE U ODNOSU NA ZEMLJE REGIONA

Aida Hanić¹

Apstrakt

Finansijski sistem jedne zemlje predstavlja srž njenih ekonomskih aktivnosti i upravo stepen razvijenosti finansijskog sistema govori o tome da li se ona može smatrati razvijenom, zemljom u razvoju ili tranzicijskom. Cilj ovog rada jeste analizirati finansijske sisteme Srbije i Bosne i Hercegovine koristeći pseudo varijablu čija vrednost ukazuje na vrstu finansijskog sistema koji je implementiran u zemlji. U slučaju posmatranih zemalja vrednost pseudo varijable je 0 što znači da su zemlje okrenute ka bankocentričnom sistemu čime se potvrđuje da se radi o zemljama koje su u procesu tranzicije. Budući da su banke u centru finansijskog sistema ovih zemalja to znači da je kredit još uvek najviše korišćeni finansijski proizvod što upućuje na zaključak da je stepen razvijenosti finansijskog tržišta navedenih zemalja ograničen. Iako se manje ili nikako ne koriste elementi novčanog tržišta, tržišta kapitala kao i tržišta finansijskih derivata, u radu će biti predstavljen stepena upotrebe i razvoja ovih elemenata s ciljem poređenja dinamike razvoja ovih elemenata u Srbiji u odnosu na Bosnu i Hercegovinu.

Ključne reči: *finansijski sistem, finansijsko tržište, tranzicija, Srbija, BiH*

UVOD

Finansijski sistem jedne zemlje sastoji se od banaka, tržišta hartija od vrednosti, penzionih i investicionih fondova, osiguravajućih društava, tržišnih infrastruktura, centralne banke, kao i regulatornih i nadzornih tela. Ove institucije i tržišta pružaju okvir za obavljanje ekonomskih transakcija i monetarne politike, pomažu da se efikasno kanališu sredstva od pojedinaca koji imaju višak finansijskih sredstava do

¹ Ma Aida Hanić, Istraživač saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd, e-mail: aida.hanic@ien.bg.ac.rs

pojedinaca kojima ta finansijska sredstva nedostaju čime se podržava ekonomski rast. Ukoliko je struktura finansijskog sistema narušena, dolazi ne samo do poremećaja u finansijskom posredovanju nego takva situacija može narušiti podrijeti efekte monetarne politike, dovesti do bijega kapitala, izvršiti pritisak na kretanje kursa, dovesti do velikih troškova koji mogu nastati usled spašavanja velikih finansijskih institucija kao što je bio slučaj sa velikim finansijskim institucijama, poput Lehman Brothers. Upravo zbog toga stabilan, otporan i regulisan finansijski sistem predstavlja podlogu za domaću ali i međunarodnu finansijsku stabilnost.

Ekonomska teorija uči nas da osnov delovanja finansijskog sistema predstavljaju i njegove funkcije koje on obavlja a to su funkcija štednje, funkcija bogatstva, funkcija likvidnosti, funkcija kredita, funkcija plaćanja, funkcija zaštite od rizika i učestvovanje finansijskog sistema u funkciji politike. Generalno, postoje dva osnovna pristupa u kreiranju finansijskog sistema a to su tržišno orijentisani (engl. market-oriented) i bankocentričan (engl. bank-oriented system). Suština funkcionisanja ova dva modela podrazumeva da u bankocentričnom sistemu, finansiranje projekata vrši se putem bankarskih kredita i manje se koriste instrumenti finansijskog tržišta u pribavljanju sredstava dok je u tržišno orijentisanom modelu situacija obrnuta.

Pitanje koja zauzima pažnju dugi niz godina jeste večita dilema koji od ova dva sistema se može smatrati boljim budući da svetske ekonomije poput Nemačke ili Japana funkcionišu po principu bankocentričnog finansijskog sistema nasuprot Velike Britanije i SAD koje imaju tržišno orijentisane finansijske sisteme. Levine (2000) navodi da od 19. veka mnogi ekonomisti zastupaju tezu da je bankocentrični sistem bolji u mobilizaciji štednje, identifikaciji dobrih investicija, korporativnoj kontroli što posebno dolazi do izražaja u ranim fazama ekonomskog razvoja i slabog institucionalnog okruženja. S druge strane, tržišno orijentisani finansijski sistem smatra se dobrim u alokaciji kapitala, razvoju alata za upravljanje rizicima i mitigaciji problema povezanih sa izuzetno jakim bankama. Vitols (2001) zastupa tezu da bankocentrični finansijski sistemi imaju prednost u smislu pružanja dugoročnog stabilnog finansijskog okvira za kompanije dok tržišno-orijentisani sistemi, iako više volatilni, mogu brže i lakše da kanališu sredstva novim kompanijama posebno u industrijama u razvoju.

Finansijski sistem Srbije spada u domen bankocentričnih tržišta a u nastavku će biti prikazani prednosti i nedostaci ove vrste finansijskog sistema nasuprot elementima tržišnog sistema kao što su stepen upotrebe korporativnih i municipalnih obveznica, razvoja i upotrebe finansijskih derivata i trgovanja na

berzi. Ova tri elementa su korišćena za uporednu analizu stepena razvoja finansijskog tržišta Srbije u odnosu na finansijsko tržište Bosne i Hercegovine o čemu će biti više govora u nastavku.

FINANSIJSKI SISTEM ZEMALJA U TRANZICIJI

Ekonomski razvoj zemlje u velikoj meri zavisi od toga koliko je izgrađen njen finansijski sistem. Kao što je već rečeno, veliku ulogu u razvoju zemlje igra i vrsta odnosno tip finansijskog sistema u zemlji jer Hermes i Lensink (2000) smatraju da izbor vrste finansijskog sistema koji će se implementirati ima direktan uticaj na tip finansijskih institucija koje treba oformiti, regulatorne i supervizijske ustanove kao i na vladinu politiku. Vitols (2001) ističe da uticaj države na nivo kreditne alokacije može pretvoriti finansijski sistem u jak nacionalni izvor za prevazilaženje tržišnih problema i postizanje kolektivnih ekonomskih i socijalnih ciljeva. Knight (1998) navodi da u tranzicijskim zemljama banke su glavni akteri finansijskog tržišta odnosno da su jedini dobavljači kredita za finansiranje produktivnih investicija kao i drugih dužničko-finansijskih aktivnosti. Pored osnovne uloge prikupljanja depozita i odobravanja kredita, banke su prisutne i na deviznom tržištu što dovodi do toga da je bankarski sektor srž za sprovođenje monetarne politike u domenu tržišnih kamatnih stopa, stepena likvidnosti i celokupne ekonomske aktivnosti kao i nivoa cena.

Prema Hermes i Lensink (2000) tržište kapitala, osiguranje depozita i uloga narodne banke u finansijskom sistemu ključni su elementi koji se moraju uzeti u obzir u razvoju finansijskog sistema zemlje u tranziciji. S tim u vezi, Dragos i Beju (2009), tvrde da na početku procesa tranzicije, mnoge zemlje u procesu tranzicije su zadržale kontrolu nad tržištem kapitala što se negativno odrazilo na ekonomski rast sve dok vremenom ta kontrola nije iščezla. Iako se finansijski razvoj tranzicijskih zemalja zasniva većinom na bankarskim uslugama i proizvodima, Hermes i Lensink (2000) smatraju da tržište kapitala može reducirati agencijski problem između vlasnika kompanije i menadžera ukoliko je naknada za rad menadžera vezana za ishod na berzi. To može uticati na povećanje produktivnosti kompanije. Kada govorimo o osiguranju depozita, u periodu prelaska sa socijalističkog na kapitalistički sistem poslovanja mnoge banke su bankrotirale čime su depoziti izgubljeni što je rezultiralo gubljenjem poverenja u banke i finansijski sistem općenito. Formiranjem institucija za osiguranje depozita trenutni obim zaštite deponenata u tranzicijskim zemljama je sličan u zemljama EU.

Jedno od pitanja koje se postavlja dugi niz godina jeste koji tip finansijskog sistema je bolji za ekonomski razvoj tranzicijskih zemalja? Odgovor u suštini zavisi

od zemlje u kojoj se implementira odnosno na koji način funkcionišu institucije te zemlje, sudstvo te praksa i pravila koja određuju kako se investira štednja u cilju stvaranja bogatstva. Osnovno pravilo jeste kreirati sistem koji odgovara stvarnom stanju i potrebama zemlje koja ga implementira, pre svega imajući u vidu kakav finansijski sistem je zemlja nasledila iz dobila socijalizma ili nasuprot tome, pokušati imitirati jedan od postojećih modela koje koriste OECD zemlje (Akimov i Dollery, 2007). Na dalje, ovi autori tvrde da oba pristupa mogu ohrabriti ekonomski rast i razvoj ukoliko ispunjavaju funkcije finansijskog sistema.

Bitno je napomenuti da iz pregleda literature u periodu od 90-tih godina pa do 2000-tih, ekonomska istraživanja i rezultati su različiti i iako jedni idu u prilog tržišno orijentisanom modelu kao što su npr. istraživanja (Atje i Jovanović, 1993), (Demirguc – Kunt i Levine, 1996), (Levine i Zervos, 1998) s druge strane (Mayer, 1990), (Bergloff i Bolton, 2002) smatraju da bankocentrični finansijski sistem, posebno nakon 2000-tih godina gde dolazi do većeg broja stranih banaka, ima veći uticaj na ekonomski rast i razvoj. Mayer (1990) analizira prednosti i nedostatke oba sistema što je dato u nastavku.

Tabela 1. Prednosti i nedostaci tržišnog i bankocentričnog finansijskog sistema

Tržišno orijentisani finansijski sistem	
Prednosti	Nedostaci
1. Naglašava direktnu relaciju između stanovništva koje štedi i investicija; 2. Razvoj tržišta kapitala zahteva formiranje novih finansijskih institucija; 3. Omogućava veći stepen kompetencije što može podstaći ekonomsku efikasnost	1. Direktno finansiranje zahteva veći protfolio što nije slučaj sa malim štedišama; 2. Može doći do pojave agencijskog problema ukoliko kompanija ima pasivne deoničare; 3. Finansiranje zasnovano na tržištu kapitala zahteva dobro razvijeno korporacijsko pravo i postojanu pravnu regulativu što je u procesu tranzicije, posebno na početku, nemoguće za očekivati
Bankocentrični finansijski sistem	
Prednosti	Nedostaci
1. Zasniva se na postojećim institucijama; 2. banke su bolje u prikupljanju informacija i praćenju faza izvršenja projekata; 3. Kompanije se suočavaju sa manjim brojem kreditora	1. Banke mogu biti izložene uticaju vladajućih struktura; 2. Banke mogu biti izložene uticaju od strane centralne banke i bankarskih supervizora

Izvor: Mayer, C. (1990) „Financial systems, corporate finance and economic development“ str. 307-308.

Pažnju ekonomskih istraživača okupira i odnos distribucije prihoda, kao većinski mikroekonomske kategorije, i odabranog modela finansijskog sistema koji egzistira u zemlji. Naime, Moradi, Mirzaeenejad i Geraeenejad (2015) sprovedi su istraživanje na nivou razvijenih zemalja i zemalja u razvoju gde rezultati pokazuju da vrsta finansijskog sistema utiče na distribuciju prihoda u smislu da tržišno orijentisani finansijski sistem vodi ka boljoj distribuciji prihoda u razvijenim zemljama dok bankocentrični smanjuje nejednakost prihoda u zemljama u razvoju. U prilog tome ide i naredna tabela kao rezultat izveštaja Svetske banke „*The Global Financial Development Database 2015/2016*“ koji predstavlja izvor podataka o karakteristikama finansijskih sistema za 202 ekonomije sveta.

Set podataka uključuje četiri osnovna elementa a to su (1) veličina finansijskih institucija i tržišta (engl. financial depth), (2) stepen do kojeg pojedinci koriste i mogu da koriste finansijske usluge (engl. access), (3) efikasnost finansijskih posrednika i tržišta u intermedijaciji i olakšavanju pristupa sredstvima (engl. efficiency) i (4) stabilnost finansijskih institucija i tržišta (engl. stability).

U narednoj tabeli dat je sumaran prikaz stanja za oblast Evrope i Centralne Azije²

Tabela 2. Karakteristike finansijskog sistema za oblast Evropa i Centralna Azija

Veličina finansijskih institucija kroz učešće u BDP u %	2003	2008	2013
Privatni krediti kod depozitnih banaka	13.1	35.0	39.6
Imovina depozitnih banaka	20.6	39.4	51.1
Sredstva nebankarskih finansijskih institucija	1.1	3.0	7.0
Veličina finansijskih tržišta kroz učešće u BDP u %			
Kapitalizacija tržišta kapitala	6.1	23.7	11.7
Ukupna vrednost trgovanja na tržištu kapitala	0.9	2.9	0.6
Nepplaćeni domaći privatni dužnički finansijski instrumenti	1.7	1.8	4.4
Nepplaćeni domaći javni dužnički finansijski instrumenti	20.5	15.5	14.9
Nepplaćeni međunarodni dužnički finansijski instrumenti	7.2	5.7	11.0
Obim emitovanih sindiciranih (udruženih) kredita	0.4	1.2	1.3
Obim emitovanih korporativnih obveznica	0.9	0.6	1.4
Prosečno dospeće sindiciranih (udruženih) kredita (u godinama)	4.3	5.0	4.7

² Zemlje uključene u sumaran prikaz su: Albanija, Azerbejdžan, Belorusia, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Crna Gora, Gruzija, Jermenija, Kazahstan, Kosovo, Kirgistan, Latvija, Litvanija, Makedonija, Moldavija, Rumunija, Rusija, Srbija, Tadžikistan, Turska, Turkmenistan, Ukrajina, Uzbekistan.

Prosečno dospeće korporativnih obveznica (u godinama)	3.2	3.8	7.1
Stepen pristupa i upotrebe finansijskih sredstava - finansijske institucije			
Broj bankarskih računa na 1000 odraslih (starost: 15 +)	521	919	915
Broj bankarskih filijala na 100,000 odraslih (starost: 15 +)	12.5	21.8	21.4
Posedovanje računa u formalnoj finansijskoj instituciji (% starost: 15 +)	...	...	44.3
Štednja u finansijskoj instituciji u proteklih godinu dana (% starost: 15 +)	...	...	4.8
Kredit od finansijske institucije u proteklih godinu dana (% starost: 15 +)	...	...	8.1
Kompanije koje imaju kredit ili kreditnu liniju (u %)	...	37.7	32.8
Kompanije koje koriste banke za finansiranje investicija (u %)	2.1	34.0	23.5
Kompanije koje koriste banke za finansiranje obrtnog kapitala (%)	10.2	40.0	27.6
Male firme koje imaju kredit ili kreditnu liniju (u %)	...	27.9	26.4
Stepen pristupa i upotrebe finansijskih sredstava – finansijska tržišta			
Berzanski promet isključujući top 10 kompanija koje kotiraju na berzi u ukupnoj vrednosti trgovanja (%)	43.3	22.4	44.9
Tržišna kapitalizacija isključujući isključujući top 10 kompanija u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji	44.6	37.4	37.7
Nefinansijske korporativne obveznice u ukupnoj strukturi obveznica i neplaćenih akreditiva	21.2	35.6	15.1
Efikasnost – finansijske institucije			
Neto prihod od kamata (u %) u bankama	6.3	5.6	4.8
Raspon pozajmljivanje - depoziti (u %) u bankama	6.9	6.4	5.8
Režijski troškovi u ukupnoj imovini (u %) u bankama	5.7	4.4	3.7
ROA (u %, posle poreza) u bankama	2.0	1.4	1.1
ROE (u %, posle poreza) u bankama	12.9	9.6	9.3
Efikasnost – finansijska tržišta			
Berzanski odnos prometa (%)	13.9	7.3	4.2
Stabilnost – finansijske institucije			
Z- skor banaka	12.7	9.7	10.0
Nenaplativi kredita od ukupnih bruto kredita u bankama (u %)	2.6	2.8	7.2
Propisani kapital od ukupne rizikom ponderisane aktive u bankama (u %)	12.4	11.7	15.4

Stabilnost – finansijska tržišta			
Volatilnost cene akcija	27.5	28.9	15.4
Ostali indikatori – finansijske institucije			
Koncentracija banaka (u %)	53.5	43.5	45.5
Boonov indikator	-0.20	-2.00	-0.61
Pseudo varijabla (engl. dummy variable)	...	...	...
Ostali indikatori – finansijska tržišta			
Broj kompanija koje kotiraju na berzi na 1,000,000 stanovnika	24.1	15.6	13.1
Berzanski prinos (u %, u odnosu na prethodnu godinu)	-11.0	-25.1	15.5

Izvor: World Bank, „The Global Financial Development Database 2015/2016“.

O strukturi, vrsti i načinu funkcionisanja finansijskog sistema odnosno finansijskog tržišta Srbije bit će govora više u nastavku.

FINANSIJSKO TRŽIŠTE SRBIJE

Finansijski sistem Srbije spada u domen bankocentričnih tržišta sa učešćem banaka preko 90%. Karakteristike finansijskog sistema Srbije, u domenu navedenog izveštaja Svetske Banke, predstavljeni su u sledećoj tabeli.

Tabela 3. Karakteristike finansijskog sistema Srbije

Veličina finansijskih institucija kroz učešće u BDP u %	2003	2008	2013
Privatni krediti kod depozitnih banaka	17.0	35.5	48.2
Imovina depozitnih banaka	18.4	37.0	60.7
Sredstva nebankarskih finansijskih institucija	...	...	...
Veličina finansijskih tržišta kroz učešće u BDP u %			
Kapitalizacija tržišta kapitala	5.2	39.0	17.7
Ukupna vrednost trgovanja na tržištu kapitala	1.5	4.1	0.7
Neplaćeni domaći privatni dužnički finansijski instrumenti	...	...	...
Neplaćeni domaći javni dužnički finansijski instrumenti	...	...	...
Neplaćeni međunarodni dužnički finansijski instrumenti	...	...	...
Obim emitovanih sindiciranih (udruženih) kredita	0.1	0.7	0.9
Obim emitovanih korporativnih obveznica	...	...	1.5
Prosečno dospeće sindiciranih (udruženih) kredita (u godinama)	10.0	3.7	3.0
Prosečno dospeće korporativnih obveznica (u godinama)	...	...	7.0

Veličina finansijskih institucija kroz učešće u BDP u %	2003	2008	2013
Stepen pristupa i upotrebe finansijskih sredstava - finansijske institucije			
Broj bankarskih računa na 1000 odraslih (starost: 15 +)	...	...	...
Broj bankarskih filijala na 100,000 odraslih (starost: 15 +)	22.2	45.5	33.5
Posedovanje računa u formalnoj finansijskoj instituciji (% starost: 15 +)	...	...	62.2
Štednja u finansijskoj instituciji u proteklih godinu dana (% starost: 15 +)	...	...	3.2
Kredit od finansijske institucije u proteklih godinu dana (% starost: 15 +)	...	...	12.3
Kompanije koje imaju kredit ili kreditnu liniju (u %)	...	67.6	46.8
Kompanije koje koriste banke za finansiranje investicija (u %)	9.8	42.8	25.9
Kompanije koje koriste banke za finansiranje obrtnog kapitala (%)	11.5	...	36.9
Male firme koje imaju kredit ili kreditnu liniju (u %)	...	60.4	45.2
Stepen pristupa i upotrebe finansijskih sredstava – finansijska tržišta			
Berzanski promet isključujući top 10 kompanija koje kotiraju na berzi u ukupnoj vrednosti trgovanja (%)	...	...	...
Tržišna kapitalizacija isključujući isključujući top 10 kompanija u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji	...	...	...
Nefinansijske korporativne obveznice u ukupnoj strukturi obveznica i neplaćenih akreditiva	...	...	...
Efikasnost – finansijske institucije			
Neto prihod od kamata (u %) u bankama	8.9	8.4	5.3
Raspon pozajmljivanje - depoziti (u %) u bankama	12.7	8.8	9.2
Režijski troškovi u ukupnoj imovini (u %) u bankama	9.9	5.0	9.7
ROA (u %, posle poreza) u bankama	2.0	1.5	-0.7
ROE (u %, posle poreza) u bankama	7.4	6.5	-3.3
Efikasnost – finansijska tržišta			
Berzanski odnos prometa (%)	48.4	6.5	4.0
Stabilnost – finansijske institucije			
Z- skor banaka	12.7	11.9	9.6
Nenaplativi kredita od ukupnih bruto kredita u bankama (u %)	24.1	11.3	21.4
Propisani kapital od ukupne rizikom ponderisane aktive u bankama (u %)	31.1	21.9	20.9

Veličina finansijskih institucija kroz učešće u BDP u %	2003	2008	2013
Stabilnost – finansijska tržišta			
Volatilnost cene akcija	...	28.9	12.5
Ostali indikatori – finansijske institucije			
Koncentracija banaka (u %)	53.5	43.5	45.5
Boonov indikator	-0.20	-2.00	-0.61
Pseudo varijabla (engl. dummy variable)	0	0	0
Ostali indikatori – finansijska tržišta			
Broj kompanija koje kotiraju na berzi na 1,000,000 stanovnika	45.7	239.0	150.9
Berzanski prinos (u %, u odnosu na prethodnu godinu)	...	-45.0	12.9

Izvor: World Bank, „The Global Financial Development Database 2015/2016“.

Iz navedene tabele jedan od indikatora posebno interesantnih za analizu jeste pseudo varijabla ili dummy varijabla. Naime, prema Moradi, Mirzaeenejad i Geraeenejad (2015), ova varijabla se koristi za procenu efekata finansijskog sistema i može se koristiti u proceni da li je finansijski sistem instaliran u zemlji tržišno orijentisan ili bankocentričan. Teorijski, u godinama kada je ova varijabla jednaka 1 onda se radi o tržišno orijentisanom modelu odnosno bankocentričnom kada iznosi 0. Na primeru Srbije, izveštaj Svetske banke pokazao je vrednost pseudo varijable 0 čime se još jednom potvrđuje teza bankocentričnog sistema u Srbiji.

Općenito, bankarski sektor Srbije je visoko kapitalizovan i likvidan s napomenom da je u vremenu nakon izbijanja svetske ekonomske krize, prema (Minović, 2013), najnelikvidnija godina za Srbiju bila upravo 2008. Neto aktiva bankarskog sektora je na kraju 2015. iznosila 3.048 mlrd dinara, ili oko 77% BDP-a. Struktura finansijskog sistema Srbije sastoji se od 30 poslovnih banaka, za koje bankarski svet smatra da je taj broj neopravdano veliki za ovako malo tržište a koje je prema Lončar i Rajić (2012) nisko koncentrisano do umereno koncentrisano sa elementima blagog oligopola. Upravo to prisustvo stranih banaka i jeste postala određujuća karakteristika ekonomije tranzicijskih zemalja, o čemu govori podatak da su na kraju 2015. godine banke u stranom vlasništvu učestvovala u neto aktivni bankarskog sektora Srbije sa 76,09%.

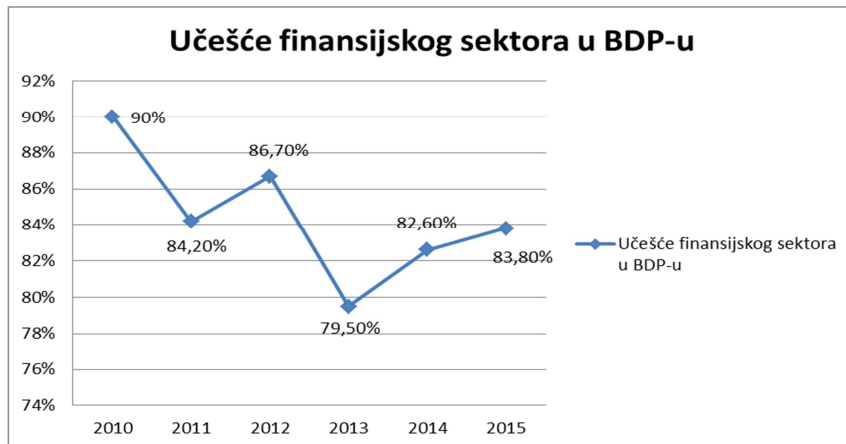
Živković (2011) navodi da je u početnim godinama zemalja u tranziciji došlo do velike potražnje za kreditima, posebno od strane domaćinstva i gde su strane banke koristile velike razlike u kamatnim stopama na tržištu zemalja u tranziciji i zemalja EU i unosile velike stokove kapitala što je rezultiralo ekspanzijom ponude

kredita na način da se ta ponuda finansirala pretežno iz zaduživanja banaka kod svojih matrica u inostranstvu.

U Srbiji posluju i 23 osiguravajuća društva sa učešće od 4,8%, 16 lizing kompanija, Beogradska berza i 22 brokersko – dilerska društva. Pored toga, na tržištu posluje 4 društava za upravljanje penzionim fondovima koji upravljaju sa 6 dobrovoljnih penzionih fondova, kao i 4 društava za upravljanje investicionim fondovima (pod upravom imaju 13 investicionih fondova).

Iz narednog grafika može se videti procenat učešća finansijskog sektora Srbije u strukturi BDP-a.

Grafikon 1. Učešće finansijskog sektora u BDP-u Srbije



Izvor: NBS

Finansijsko tržište Srbije funkcioniše po principu da je kredit najzastupljeniji finansijski instrument jer tržište korporativnih i municipalnih obveznica u Srbiji nije dovoljno razvijeno. Na takvu činjenicu utiče mnoštvo faktora a pre svega međunarodni faktor gde po stavu Narodne banke Srbije (NBS), finansijsko tržište u Srbiji odlikuje znatno učešće stranih investitora, što ga čini osetljivim na rizike iz međunarodnog okruženja. S druge strane, poslednjih godina dolazi do razvoja tržišta državnih obveznica gde prema „Izveštaju Narodne banke o stabilnosti finansijskog sistema Srbije“, stabilna makroekonomska situacija, sniženje referentne kamatne stope, relativno stabilan devizni kurs i niska inflacija, kao i fiskalna konsolidacija doveli su do pada premije rizika zemlje i poboljšanja izgleda kreditnog rejtinga, usled čega je bilo moguće znatno sniziti kamatne stope na

državne hartije. Taj pad kamatnih stopa u velikoj meri utiče na sniženje troškova zaduživanja države. Stanje dinarskih državnih obveznica na kraju 2015. godine iznosilo je 548,7 mlrd dinara, što je rast od 16,9% u odnosu na kraj 2014. godine.

Na tržištu municipalnih obveznica, došlo je do određenog pomaka, tačnije došlo je do emisije municipalnih obveznica i to od strane opština Šabac i Stara Pazova. Na primeru Opštine Šabac radilo se o emisiji u vrednosti od 400 miliona dinara, indeksiranoj u evrima sa nominalnom vrednošću RSD 10.000,00, rokom dospeća od 7 godina od čega 2 godine grace perioda, i godišnjim kuponom³. Emisija je u potpunosti uspeła, banka „Intesa“ je garantovala otkup neprodanih obveznica od čega 93,6% obveznica je kupljeno od strane korporativnog sektora a 6,4% od strane maloprodajnog sektora (engl. retail). Od 15. januara 2015. godine obveznice su listirane na Beogradskoj berzi. Međutim, iako je ova emisija bila uspešna još uvek postoji određen „rezervisani“ stav građana prema čuvanju svoje štednje u municipalnim obveznicama. Neki od razloga bi mogli biti prethodno izgubljeno poverenje u ovakav način finansiranja i činjenice da iza emisije stoji opština sa svojim budžetom a ne država.

Pored emisije municipalnih obveznica, u decembru 2015. godine zaključena je prva međubankarska repo transakcija čime je u funkciju prvi put stavljen Okvirni repo ugovor. Narodna banka Srbije navodi da je predmet navedene repo transakcije dinarska dugoročna državna hartija od vrednosti i da razvoj tih transakcija može doprineti unapređenju likvidnosti sekundarnog tržišta državnih hartija od vrednosti, uz potencijalno poboljšanje uslova zaduživanja države prilikom primarne prodaje ovih hartija na domaćem tržištu. Ipak s druge strane, prema mišljenju struke, da bi međubankarsko repo tržište u potpunosti zaživelo, bitno je usvojiti Zakon o finansijskom kolateralu, koji u suštini predstavlja osiguranje finansijskih obaveza putem instrumenata finansijskog kolaterala vezanih za ugovore koje su sklopili učesnici finansijskog tržišta. U momentu pisanja ovog rada navedeni zakon još uvek nije usvojen.

Kada govorimo o jednom posebnom segmentu finansijskog tržišta, tržištu finansijskih derivata, koji bi u suštini trebalo biti razvijeno pre svega zbog fluktuirajućeg kursa dinara, situacija je nepromenjena. Naime, glavni „dobavljač“ ove vrste finansijske usluge su i dalje banke. Prema istraživanju autora⁴, najveće

³ Navedeni podaci ustupljeni su od strane gospođe Ljiljane Zipovski iz sektora trezora i ALM Intesa banke a.d. Beograd

⁴ Navedeni podaci ustupljeni su od strane gospodina Danila Mrvaljevića, direktora sektora trezora i ALM Intesa banke a.d. Beograd

banke u Srbiji, među kojima je i „Intesa“ banka nude većinom valutne derivate svojim klijentima ali općenito stopa korišćenja istih je još uvek veoma niska. Navedena banka je određen period nudila svojim klijentima ugovore o finansijskim derivatima i na rate, upravo u cilju podsticanja razvoja ovakvog načina poslovanja ali i pre svega razmišljanja onih koji su zaduženi za donošenje finansijskih odluka u preduzeću. To se odnosi na menadžere državnih preduzeća, gde prema mišljenju struke, još uvek nisu u potpunosti upoznati sa karakteristikama i prednostima koje osiguravanje valutne zaštite može imati na poslovanje kompanije. Ova stavka posebno dolazi do izražaja u bilansu stanja jer postoji valutna neusaglašenost kada kompanija ima obaveze u stranoj valuti a prilive izražene u domaćoj valuti čime se direktno povećava finansijska nestabilnost. U takvim situacijama dolazi do pretvaranja valutnog rizika u kreditni što je posebno izraženo za kompanije u Srbiji koje su zadužene u inostranstvu. Prema istraživanju autora (Hanić, 2015), finansijske derivate u Srbiji najviše koriste uvoznici bele tehnike, zatim srednje kompanije koje se bave uvozom naftnih derivata, kompanije koje se bave uvozom veštačkih đubriva, ali takođe i manje finansijske institucije kao što su lizing i rent kuće.

Generalno, u Srbiji je prisutan trend prognoze kretanja kursa, kako od strane stručnjaka na nivou državnih institucija tako i unutar samih kompanija, čime se menadžeri više oslanjaju na takve procene nego na zaključivanje valutnog derivata. Pored toga, Narodna Banka Srbije je veoma aktivna na deviznom tržištu i svojim intervencijama ne dozvoljava oscilaciju dinara. U prvom kvartalu 2016. godine prema podacima Republičkog zavoda za statistiku, izvoz izražen u evrima, rastao je po stopi od 9,3%, što je znatno više od uvoza koji je bio na nivou od 5,8%. Sa druge strane, deficit je smanjen za 4,5% u odnosu na isti period prethodne godine.

Kada govorimo o tržištu kapitala, tržišna kapitalizacija na Beogradskoj berzi je na kraju 2015. iznosila 683,4 mlrd dinara i u odnosu na kraj 2014. godine niža je za oko 14%. U ovom trenutku Beogradska berza proizvodi dva indeksa:

- BELEX15 – pozicioniran kao vodeći indeks Beogradske berze, opisuje kretanja cena najlikvidnijih srpskih akcija i računa se u realnom vremenu
- BELEXline – opšti, osnovni “benchmark” indeks Beogradske berze, čija se vrednost računa na kraju trgovačkog dana

Na berzi se trguje akcijama i obveznicama Republike Srbije i do sada nije bilo inicijalnih javnih ponuda akcija kompanija. Općenito, tržište kapitala karakteriše nizak nivo likvidnosti kao i sam kvalitet opcija za investiranje. Pitanje budućnosti

odnosi će se na eventualno povezivanje regionalnih berzi s ciljem povećanja likvidnosti. Jedan takav primer jeste i SEE Link, formiran 2014. godine, koji podrazumeva povezivanje Bugarske, Makedonske i Zarebačke berze a podržan je od strane Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD).

S druge strane, Srbija se povezala sa investitorima iz Arapskih zemalja, posebno Ujedinjenih Arapskih Emirata (UAE) i to iznosom kredita od Fonda za razvoj Abu Dabija od oko milijardu dolara za budžetsku podršku, sa kamatom od 2,25 odsto godišnje. Na području Srbije trenutno posluje samo jedna banka iz ovog regiona, „Mira bank“ koja je na dan 31.3.2016. godine imala gubitak od 127 miliona dinara i koja je orijentisana na poslove korporativnog bankarstva.

Iako se Srbija sve više okreće ka novijim tržištima, u cilju privlačenja stranih investitora ali novih vidova usluga nema. Jedan od takvih primera jeste i oblast islamskog bankarstva, tačnije slučaj sarajevske berze koja je uvela Islamski index upravo u cilju privlačenja bogatih investitora iz arapskog sveta koji po uslovima islamskog bankarstva mogu obavljati poslovanje i ulaganje i van teritorija svoje zemlje.

Za razliku od Bosne i Hercegovine, u Srbiji ne postoji nijedna banka koja nudi ovakav vid poslovanja. U kratkom istraživanju sprovedenom od strane autora u periodu od 5. do 9. septembra 2016. godine među 12 komercijalnih banaka u Srbiji, tačnije na osnovu odgovora članova (izvršnog) odbora direktora, na pitanje vezano za stepen obaveštenosti pravnih i fizičkih lica u Srbiji, 83% ispitanika odgovorilo je odrečno što znači da su i sami direktori poslovnih banaka svesni da pravna i fizička lica u Srbiji nisu dovoljno obavešteni o principima islamskog bankarstva. Ako se uzme u obzir činjenica da je evropska prestonica islamskog bankarstva London, gde je vrednost aktive institucija koje posluju u Velikoj Britaniji nudeći usluge islamskog bankarstva i finansija, na kraju 2014. godine iznosila 4,5 milijardi američkih dolara, onda se ovaj vid finansijskog poslovanja mora ozbiljno uzeti u razmatranje i njegova eventualna implementacija u Srbiji.

FINANSIJSKO TRŽIŠTE BOSNE I HERCEGOVINE

Finansijski sistem Bosne i Hercegovine (BiH) takođe spada u red bankocentričnih sistema. Karakteristike finansijskog sistema BiH, u domenu navedenog izveštaja Svetske Banke, predstavljeni su u sledećoj tabeli.

Tabela 4. Karakteristike finansijskog sistema Bosne i Hercegovine

Veličina finansijskih institucija kroz učešće u BDP u %	2003	2008	2013
Privatni krediti kod depozitnih banaka	...	50.7	51.9
Imovina depozitnih banaka	...	53.9	59.5
Sredstva nebankarskih finansijskih institucija	...	29.0	18.8
Veličina finansijskih tržišta kroz učešće u BDP u %			
Kapitalizacija tržišta kapitala	...	...	...
Ukupna vrednost trgovanja na tržištu kapitala	...	...	...
Neplaćeni domaći privatni dužnički finansijski instrumenti	...	...	...
Neplaćeni domaći javni dužnički finansijski instrumenti	...	...	...
Neplaćeni međunarodni dužnički finansijski instrumenti	...	...	...
Obim emitovanih sindiciranih (udruženih) kredita	...	0.8	0.9
Obim emitovanih korporativnih obveznica	...	...	...
Prosečno dospeće sindiciranih (udruženih) kredita (u godinama)	...	7.0	15.3
Prosečno dospeće korporativnih obveznica (u godinama)	...	...	...
Stepen pristupa i upotrebe finansijskih sredstava - finansijske institucije			
Broj bankarskih računa na 1000 odraslih (starost: 15 +)	...	...	...
Broj bankarskih filijala na 100,000 odraslih (starost: 15 +)	27.1	33.7	31.0
Posedovanje računa u formalnoj finansijskoj instituciji (% starost: 15 +)	...	...	56.2
Štednja u finansijskoj instituciji u proteklih godinu dana (% starost: 15 +)	...	...	6.1
Kredit od finansijske institucije u proteklih godinu dana (% starost: 15 +)	...	...	13.0
Kompanije koje imaju kredit ili kreditnu liniju (u %)	...	65.0	66.3
Kompanije koje koriste banke za finansiranje investicija (u %)	24.7	59.7	38.1
Kompanije koje koriste banke za finansiranje obrtnog kapitala (%)	20.6	...	46.8
Male firme koje imaju kredit ili kreditnu liniju (u %)	...	54.5	63.0
Stepen pristupa i upotrebe finansijskih sredstava - finansijska tržišta			
Berzanski promet isključujući top 10 kompanija koje kotiraju na berzi u ukupnoj vrednosti trgovanja (%)	...	...	...
Tržišna kapitalizacija isključujući isključujući top 10 kompanija u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji	...	...	...

Nefinansijske korporativne obveznice u ukupnoj strukturi obveznica i neplaćenih akreditiva	...	...	...
Efikasnost – finansijske institucije			
Neto prihod od kamata (u %) u bankama	5.9	4.1	4.5
Raspon pozajmljivanje - depoziti (u %) u bankama	6.8	3.5	4.0
Režijski troškovi u ukupnoj imovini (u %) u bankama	6.4	3.4	3.7
ROA (u %, posle poreza) u bankama	1.0	0.4	-0.5
ROE (u %, posle poreza) u bankama	7.1	4.1	-3.3
Efikasnost – finansijska tržišta			
Berzanski odnos prometa (%)	...	...	...
Stabilnost – finansijske institucije			
Z- skor banaka	15.0	10.9	14.0
Nenaplativi kredita od ukupnih bruto kredita u bankama (u %)	8.4	3.1	15.1
Propisani kapital od ukupne rizikom ponderisane aktive u bankama (u %)	20.3	16.3	17.8
Stabilnost – finansijska tržišta			
Volatilnost cene akcija	20.6	22.3	8.5
Ostali indikatori – finansijske institucije			
Koncentracija banaka (u %)	49.6	56.6	40.5
Boonov indikator	-0.06	-0.05	-0.05
Pseudo varijabla (engl. dummy variable)	0	0	0
Ostali indikatori – finansijska tržišta			
Broj kompanija koje kotiraju na berzi na 1,000,000 stanovnika	...	...	...
Berzanski prinos (u %, u odnosu na prethodnu godinu)	18.7	-51.2	-6.5

Izvor: World Bank, „The Global Financial Development Database 2015/2016“.

Na primeru Bosne i Hercegovine ponovo se potvrđuje navedena teza istraživanja o povezanosti vrednosti pseudo varijable i finansijskog sistema gde je i u slučaju BiH njena vrednost 0 što znači da u zemlji funkcioniše bankocentrični sistem. Prema „Izveštaju o finansijskoj stabilnosti 2015“ Centralne banke Bosne i Hercegovine (CBBiH), ukupna aktiva finansijskih posrednika u toku 2015. godine zabeležila je rast od 4,28%, pri čemu dominantan uticaj na porast aktive ima bankarski sektor, koji je ujedno najveći i najrazvijeniji sektor u finansijskom sistemu BiH. Bankarski sektor BiH zabeležio je rast bilansne sume od 4,43%, te je učešće aktive banaka u ukupnoj aktivni finansijskih posrednika na kraju 2015. godine doseglo nivo od 87,5%.

Tabela 5. Struktura učešća finansijskih institucija u finansijskom sistemu BiH

Finansijska institucija	2013	2014	2015
Banke	87.1%	87.4%	87.5%
Lizing kompanije	2.4%	1.97%	1.75%
MKO	2.6%	2.48%	2.36%
Investicijski fondovi	3.0%	2.91%	2.95%
Društva za osiguranje i reosiguranje	4.9%	5.24%	5.42%

Izvor: CBBiH

Tržište kapitala u BiH organizovano je putem dvaju berzi, sarajevske (Sarajevo Stock Exchange – SASE) i banjalučke (Banja Luka Stock Exchange – BLSE). Karakteristika tržišta kapitala u BiH je segmentiranost, nedostatak velikih domaćih institucionalnih investitora ali generalno nedovoljno razvijena svest i finansijska kultura investiranja u hartije od vrednosti. Najaktivniji segment tržišta kapitala i dalje predstavlja trgovanje domaćim HOV na primarnom tržištu. Međutim u ovom domenu desio se napredak i inovacija u odnosu na zemlje regiona. Naime, bankarski sektor BiH specifičan je u odnosu na region iz razloga što u okviru istog posluje i jedina islamska banka u regionu, Bosna Bank International (BBI). Osnovana je 2000. godine od strane Islamske banke za obnovu i razvoj (IDB) sa učešćem od 45.46%, Dubai Islamic bank sa učešćem od 27,27% i Abu Dhabi Islamic Bank sa učešćem 27,27% deoničarskog kapitala. BBI banka pokretač je i organizator Sarajevo Business Forum⁵-a i koja je u upravo u saradnji sa SASE kreirala Listu i Indeks kompanija čijim dionicama se trguje na SASE a čije poslovanje je u skladu sa principima islamske ekonomije stvorivši na taj način Islamski index (SASX-BBI). SASX-BBI, SASE Islamski indeks - u saradnji sa BBI, je:

- cenovni indeks (price index),
- benchmark indeks, koji za cilj ima da investitorima i analitičarima omogući ocenu generalnog kretanja cena dionica kompanija koje ispunjavaju uslove iz Šerijatske metodologije BBI i koje spadaju u red kompanija sa najvećom tržišnom kapitalizacijom i ostvarenim prometom i
- indeks ponderisan prilagođenom tržišnom kapitalizacijom emitenata koji ulaze u sastav indeksa, pri čemu je faktor prilagođavanja (capping factor) 15% od ukupne tržišne kapitalizacije indeksa.

⁵ Sarajevo Business Forum je međunarodna investicijska konferencija s ciljem predstavljanja projekata iz Bosne i Hercegovine i zemalja regiona (Albanije, Hrvatske, Makedonije, Crne Gore, Srbije i Slovenije) potencijalnim investitorima iz više od 30 zemalja sveta, s ciljem da podstakne ekonomski razvoj zemalja jugoistočne Evrope.

Međutim, iako ukupan promet na berzama u BiH u 2015. godini beleži značajno povećanje od 47,7%, ipak je to povećanje još uvek nedovoljno za podsticanje privrednih aktivnosti u zemlji. Kao i prethodnih nekoliko godina, najveći obim prometa na domaćem tržištu kapitala ostvaren je u segmentu instrumenata dužničkih HOV duga koje su tokom 2015. godine emitovale entitetske vlade.

Iz navedenog može se zaključiti da finansijski sistem, odnosno finansijsko tržište kako u Srbiji tako i u Bosni i Hercegovini karakterišu većinom iste odlike a to su pre svega nedovoljna razvijenost i nedovoljno jaka podloga za daljni privredni razvoj zemalja. U tom kontekstu, može se napomenuti i eventualno rešenje koje je predstavio profesor Fikret Čaušević (2015) koji smatra da se treba osnovati garancijski fond EU za Zapadni Balkan, „u kojemu bi zemlje zapadnog Balkana emitovale državne obveznice koje bi bile u nacionalnim valutama, čiju emisiju bi garantovao Garancijski fond EU za Zapadni Balkan. Obveznice bi bile emitovane sa rokovima od 10 do 15 godina i prodajom tih obveznica države bi došle do novca, koji bi bio isključivo korišten za infrastrukturne i razvojne projekte, za razvoj poslovnih klastera koji povezuju, a ne razjedinjuju region. Kamatne stope na takve vrijednosne papire bi bile znatno niže nego na postojeće, zato što bi postojala garancija EU. Samim tim bi bili niži troškovi refinansiranja javnog duga. Evropska unija bi preko garancijskog fonda EU za Zapadni Balkan imala vrlo konkretan instrument kontrole javnih finansija. Predložio sam da taj Garantni fond ima kontrolu i nad dionicama i kompanijama koje su još uvijek državno vlasništvo, telekomima i elektroprivredama, da ima pravo da konvertuje garancije u dionički kapital u tim preduzećima. Imao bi i pravo nadzora nad javnim finansijama svakih pola godine, da bi ta sredstva bila namjenska i njihova upotreba vrlo kontrolisana“.

Da li će se regionalne ekonomije zaista i udružiti na ovakav način, o tome će nam reći vreme pred nama.

ZAKLJUČAK

Finansijski sistem Srbije sa učešćem banaka preko 90% spada u domen bankocentričnih sistema što se potvrdilo i vrednošću pseudo varijable koja za zemlje koje imaju instalirane bankocentrične sisteme iznosi 0. Iako se za tranzicijske zemlje još uvek postavlja pitanje koji finansijski sistem bi bio bolji, dosadašnja ekonomska teorija iznjedrila je skoro pa jednak broj istraživanja na tu temu gde su autori zastupali različita stanovišta ali suština je da oba pristupa

moгу ohrabriti ekonomski rast i razvoj ukoliko ispunjavaju funkcije finansijskog sistema.

Na svom putu tranzicije, finansijsko tržište Srbije u određenim aspektima još uvek ima ograničen stepen razvoja kao što je slučaj sa tržištem korporativnih obveznica koje u suštini još uvek nisu razvijene. Na polju emisije municipalnih obveznica desio se pomak kada je došlo do emisije od strane opština Šabac i Stara Pazova ali još uvek postoji vrlo oprečan stav građana zbog ranijih loših iskustava i činjenice da iza emisije stoji opština a ne država. Takođe ni tržište finansijskih derivata još uvek nije zaživelo gde se ponuda odvija isključivo putem banaka s napomenom da menadžeri preduzeća, posebno državnih, još uvek nisu upoznati sa prednostima ovih finansijskih instrumenata čime bi podržali daljni razvoj ovog tržišta. S druge strane, jedan od problema sa kojima se susreću finansijski stručnjaci na ovom polju jeste što se prognozom kretanja deviznog kursa dinara bave svi učesnici finansijskog tržišta a ne odgovarajuće institucije. Stepem korišćenja finansijskih derivata još uvek se svodi na korisnike kao što su uvoznici bele tehnike, zatim srednja preduzeća koje se bave uvozom naftnih derivata, preduzeća koje se bave uvozom veštačkih đubriva, ali takođe i manje finansijske institucije kao što su lizing i rent kuće.

Banke su centar finansijskog sistema Srbije za čiji broj, 30 poslovnih banaka, stručnjaci smatraju da je suviše veliki za ovako malo tržište sa napomenom da su strane banke sa 76,09 % učestvovala u neto aktivni bankarskog sektora Srbije. Na suprot tome, tržište kapitala beleži pad poslovanja. Tržišna kapitalizacija na Beogradskoj berzi je na kraju 2015. iznosila 683,4 mlrd dinara i u odnosu na kraj 2014. godine niža je za oko 14%. Na berzi se trguje akcijama i obveznicama Republike Srbije i do sada nije bilo inicijalnih javnih ponuda akcija kompanija.

U radu je pored finansijskog sistema Srbije analiziran i finansijski sistem susedne Bosne i Hercegovine koja takođe ima najveći procenat učešća banaka, preko 80%, i gde se vrednost pseudo varijable takođe pokazala jednaka 0. Za razliku od Srbije, bankarski sistem BiH karakterističan je po postojanju jedine islamske banke u regionu koja je u saradnji sa sarajevskom berzom kreirala Islamski index u cilju privlačenja stranih investicija iz bogatih arapskih zemalja gde investitori mogu da investiraju po pravilima islamskog bankarstva koje nije zastupljeno u Srbiji i o čijim osnovnim principima postoji vrlo ograničeno znanje, posebno od strane rukovodioca komercijalnih banaka u Srbiji.

Iz svega navedenog može se zaključiti da finansijski sistem, odnosno finansijsko tržište kako u Srbiji tako i u Bosni i Hercegovini karakterišu nedovoljna razvijenost i nedovoljno jaka podloga za dalji privredni razvoj zemalja.

ZAHVALNICA

Ovaj rad je deo istraživačkih projekata pod šiframa 47009 (Evropske integracije i društveno-ekonomske promene privrede Srbije na putu ka EU) i 179015 (Izazovi i perspektive strukturnih promena u Srbiji: Strateški pravci ekonomskog razvoja i usklađivanje sa zahtevima EU), finansiranih od strane Ministarstva za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije.

LITERATURA

- [1] Akimov, A. i Dollery, B. (2007) „Strategic Decisions for Financial Systems in Transition: Financial System Design, Pace and Sequencing of Reforms“, *Working Paper Series in Economics, University of New England*
- [2] Atje, R. i B. Jovanović (1993). „Stock markets and development“, *European Economic Review 37, br. 2/3: 632-640.*
- [3] Berglof, E. i P. Bolton (2002). „The great divide and beyond: financial architecture in transition“, *Journal of Economic Perspective 16, br. 1: 77-100*
- [4] CBBH (2015) „Izveštaj o finansijskoj stabilnosti Bosne i Hercegovine“
- [5] Čaušević, F. (2015) „Globalizacija, jugoistočna Evropa i svjetska ekonomija“, Ekonomski fakultet u Sarajevu
- [6] Demirguc – Kunt, A. i R. Levine (1996). „Stock market, corporate finance and economic growth: An overview“, *The World Bank Economic Review 10: 223-239.*
- [7] Dragos, C., Beju, D., Dragos, S. (2009) „Public and Financial Institutions in Transition Economies: An Overview and Recent Evidences from Central and Eastern Europe“, *Managing Global Transitions 7 (2): 147–170*
- [8] Economies“, *Journal of Banking & Finance 24, 507-524*
- [9] Hanić, A. (2015) „Perspektive i razvoj finansijskih derivata u Srbiji“, *Strukturne promene u Srbiji: dosadašnji rezultati i perspektive*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 201-213.
- [10] Hermes, R. i Lensink, R. (2000) „Financial system development in transition
- [11] Levine. R i S. Zervos (1998). „Stock markets, banks, and economic growth“, *American Economic Review 88, br. 3(537-558)*

-
- [12] Lončar, D. i Rajić, V. (2012) „Concentration and Competitiveness of the Banking Market in Serbia: Current Situation and Possible Future Changes under the Influence of Market Consolidation“, *Ekonomika preduzeća*
- [13] Mayer, C. (1990) „Financial systems, corporate finance and economic development“, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment. A National Bureau of Economic Research Project Report*. ed. R. Hubbard, Chicago: University of Chicago Press: 307-332
- [14] Minović, J. (2013), „ analiza likvidnosti finansijskog tržišta Srbije i Hrvatske“, *Megatrend Review, Vol. 10, No 2, 2013: 117-134*
- [15] Moradi, Z.S., Mirzaeenejad, M., i Geraeenejad, G. (2016) „Effect of Bank-Based or Market-Based Financial Systems on Income Distribution in Selected Countries“, *1st International Conference on Applied Economics and Business, ICAEB 2015*
- [16] NBS (2015) „Izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema Srbije“
- [17] Vitols, S. (2001) „The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States“ *Discussion Paper FS I 01 – 302; Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung*
- [18] World Bank (2015) „The Little Data Book on Financial Development 2015/2016“
- [19] Živković, B. (2011) „Komparativna analiza bankarskog sistema Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope“, *Kvartalni monitor, br. 27*