

ISBN: 978-99955-45-29-1  
УДК: 336.76:316.42(497.6 RS)

Датум пријема рада: 07.05.2019.  
Датум прихватања рада: 09.09.2019.  
**Прегледни научни рад**

## **ЕФЕКТИ ФИНАНСИЈСКЕ ГЛОБАЛИЗАЦИЈЕ НА РАЗВОЈ ТРЖИШТА КАПИТАЛА РЕПУБЛИКЕ СРПСКЕ**

### **THE EFFECTS OF FINANCIAL GLOBALIZATION ON DEVELOPMENT OF CAPITAL MARKET OF REPUBLIC OF SRPSKA**

**Слободан Суботић**

Универзитет у Источном Сарајеву, Саобраћајни факултет,  
Добој, Република Српска, Босна и Херцеговина  
subotics@telrad.net

**Витомир Старчевић**

Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне економије Бијељина,  
Бијељина, Република Српска, Босна и Херцеговина  
vitomir.starcevic@fpe.unssa.rs.ba

**Живко Ерцег**

Универзитет у Источном Сарајеву, Саобраћајни факултет,  
Добој, Република Српска, Босна и Херцеговина  
zivkoerceg@gmail.com

***Апстракт:** Почетком седамдесетих година 20-тог вијека дошло је до значајних промјена на међународној финансијској сцени, које су се огледале у напуштању златних стандарда и конвертибилности америчког долара у злато. То је седамдесетих година утицало на појаву нових финансијских инструмената и финансијских деривата на међународним девизним и финансијским тржиштима. Њихова појава је имала далекосежан утицај на ефикасност економских политика земаља. Финансијска либерализација и глобализација, праћене процесом транзиције, утицале су на развој финансијских тржишта земаља у транзицији укључујући и Босну и Херцеговину са њена два ентитета (Републиком Српском и Федерацијом БиХ). Глобални финансијски процеси су довели и до промјена на финансијском тржишту и тржишту капитала Републике Српске. Предмет истраживања у овом раду је тржиште капитала Републике Српске са свим његовим карактеристикама и хартијама од вриједности са којима се на њему тргује, док је истраживање приоритетно фокусирано на анализирање и детерминисање утицаја финансијске*

глобализације на трговање хартијама од вриједности у контексту развоја тржишта капитала Републике Српске.

**Кључне ријечи:** финансијска глобализација, тржиште капитала, хартије од вриједности, Република Српска

**Abstract:** *In the early seventies of the 20th century there were significant changes in the international financial scene which were reflected in leaving the gold standard and the convertibility of the US dollar into gold. During the seventies it influenced the new financial instruments and financial derivatives to appear on the international foreign exchange and financial markets. They had a far-reaching impact on the efficiency of the country's economic politics. Financial liberalization and globalization, followed by a process of transition, influenced the development of financial markets in countries in transition, including Bosnia and Herzegovina with its two entities (Republic of Srpska and Federation of B&H). Global financial processes have led to changes in the financial market and capital market of the Republic of Srpska. The subject of this paper is the capital market of the Republic of Srpska with its all characteristics and securities traded on it, while the research priority is focused on analyzing and determining the impact of the financial globalization on trading securities in the context of the development of the capital market of the Republic of Srpska.*

**Key Words:** *financial globalization, capital market, securities, Republic of Srpska*

## УВОД

Глобализација се у најширем смислу ријечи односи на експанзију глобалних веза и обухвата више великих процеса. Дефиниција глобализације се стога разликује од тога шта им је у фокусу. Глобализација се може односити на стварне процесе, идеје које их оправдавају и на начине њиховог промишљања. Глобализација означава економски, политички и културни процес који је омогућен брзим развојем на пољима транспорта и комуникација, а који је често вођен жељом великих корпорација за освајањем нових тржишта. (<http://edukacija.rs/poslovne-vestine/menadzment/globalizacija>, 17.03.2019.)

Ефекти глобализације су следећи:

1. Индустриски: Формирање свјетских тржишта робе и шири приступ страним производима за потрошаче и компаније;
2. Финансијски: Стварање свјетских финансијских тржишта и бољи приступ иностраним финансијама. Симултана, ако не и често глобална, је појава нерегулисаних стране размјене и спекулативних тржишта;
3. Економски: Формирање глобалног заједничког тржишта базираног на слободној размјени добара и капитала. (Ивић, 2014, стр. 15.)

Развијеност финансијског тржишта једне земље мјери се на различите начине. За најчешће показатеље развијености узимају се: 1) развијеност финансијске структуре, 2) развијеност банкарског система, 3) развијеност тржишта капитала, 4) однос банкарског система и тржишта капитала, 5) развијеност небанкарских финансијских посредника. (Кумалић, 2013, стр.61.)

Предуслов успостављања тржишне привреде и специфичног тржишта, као што је тржиште капитала, јесте приватизација као резултат процеса транзиције и глобализације. Приватизација је кључна за успостављање отвореног и ликвидног тржишта капитала на коме се обављају купопродајне трансакције са хартијама од вриједности. Стога развој и ефикасно функционисање тржишта капитала неминовно зависи од броја хартија од вриједности подобних за трговање.

### **1. Опште карактеристике финансијске глобализације**

Развој глобалних финансијских тржишта осамдесетих година прошлог вијека су детерминисали сљедећи фактори: 1. стабилизација и дерегулација, 2. технологија, 3. финансијске институције, 4. финансијски инструменти и 5. валуте и девизни курсеви.

Финансијска глобализација се односи на процес глобализације финансијских тржишта манифестован кроз разне предности које су доступне већ припремљеним учесницима за операције на глобалним тржиштима. Глобална финансијска тржишта нуде далеко већи број могућности коришћења штедње остварене у другим земљама по нижим трошковима. Инвеститорима на глобалном финансијском тржишту је на располагању велики број финансијских инструмената, у односу на национално тржиште, уз истовремено осигуравање финансијских трансакција коришћењем разних дериватних инструмената као што су термински, swar уговори и опције.

Финансијска глобализација, посредно, може довести до унапређивања финансијског система у земљи дужника, будући да се локалне финансијске институције суочавају са иностраном конкуренцијом, повећавајући ниво знања, снижавајући трошкове и користећи напредне технологије. Са становишта штедиша, финансијских инвеститора и зајмодаваца финансијска глобализација омогућава шири избор улагања у велики број финансијских инструмената што омогућава ефикасније структурирање портфолија уз повећање приноса и смањење ризика. (Чаушевић, 2004, стр. 73.)

Финансијска глобализација, виртуализација и транснационализација економских процеса су манифестације економске глобализације које значајно доприносе стварању модела тзв. "цивилизацијске идентичности", којој се институционално прилагођава већина земаља. Образац глобалног економског понашања и правила игре креирају транснационалне корпорације (ТНК) и транснационалне банке најразвијенијих земаља. ( Драшковић, 2007, стр. 257.)

## 2. Осврт на тржиште капитала Републике Српске

Тржиште капитала представља институционални организовани простор са свим потребним елементима за његово функционисање, у одређеном времену, и дефинисаним правилима и узансама понашања учесника. На тржишту капитала се организовано сусрећу понуда и тражња за капиталом. Тржиште капитала је за разлику од тржишта новца институционалног карактера. Финансијске трансакције које се одвијају на тржишту капитала, називају се капиталним трансакцијама. ( Вуџак, 2009, стр. 75.)

Према класификацији *FTSE Global Equity Index Series*<sup>2</sup> тржиште капитала Републике Српске није класификовано. Могло би се рећи да тржиште капитала Републике Српске најближе припада групи тзв. рубних тржишта (енг. frontier markets). Рубна тржишта представљају групу тржишта у развоју која имају мању тржишну капитализацију и ликвидност од групе развијенијих тржишта у развоју. Ова тржишта у основи карактерише релативна отвореност и доступност за стране инвеститоре али и могућа већа економска и политичка нестабилност, потенцијални већи дугорочни поврат и мала корелација са другим тржиштима капитала.

Тржиште капитала у Републици Српској стагнира већ неколико година. Мало тржиште, неадекватан развој приватизованих предузећа, те проблеми настали у процесу приватизације имали су одређујући утицај на степен развоја тржишта капитала Републике Српске. Масовна приватизација државних предузећа је створила иницијалну понуду хартија од вриједности, али се испоставило да су акције малог броја предузећа атрактивне за инвеститоре на тржишту капитала. Највећи потенцијал за унапређење понуде хартија на тржишту капитала се налази у јавним предузећима у области производње енергије.

Емитенти нових хартија од вриједности на тржиштима капитала развијених земаља су снажне приватне компаније, које на одређеном степену развоја посежу за додатним изворима финансирања. У Републици Српској тренутно не постоје никакви подстицаји за претварање приватних предузећа у акционарска друштва, као што је то случај у већини транзиционих и развијених економија. С обзиром на то да се потенцијали за додатно задуживање предузећа брзо исцрпљују, тржиште капитала преостаје као једина озбиљна алтернатива за развој домицилних корпорација. Због недостатка понуде акција на домицилном тржишту капитала, инвеститори су углавном улагали у дужничке хартије од вриједности које доносе атрактивне приносе. (Старчевић, Суботић, 2017, стр.41.)

---

<sup>2</sup> *FTSE Global Equity Index Series* покрива преко осам хиљада хартија од вриједности у 48 различитих земаља и преко 98% свјетске тржишне капитализације - покрива сву имовину и секторе релевантне за потребе инвеститора у свијету.

### 3. Утицај финансијских глобалних процеса на трговање ХОВ на тржишту капитала Републике Српске

Процесима финансијске глобализације и транзиције су створени предуслови за функционисање тржишта капитала Републике Српске који су се испољили кроз усвајање Закона о хартијама од вриједности 1998. године, затим именовањем Комисије за хартије од вриједности 2000. године и успостављањем Централног регистра хартија од вриједности 2001. године. Бањалучка берза је 2002. године откупила 7% акција Централног регистра, док је 20.08.2003. године одржана прва аукција за пакете акција државног капитала.

Значајнија емисија хартија од вриједности у Републици Српској је евидентирана тек у 2007. години, да би у 2010. години био остварен већи промет дужничких хартија од вриједности у којој је регистровано 16 емисија обвезница. Наредне године је регистровано 94 емисије хартија од вриједности, од чега се 24 емисије односиле на обвезнице. Према подацима Централног регистра хартија од вриједности Републике Српске, у 2011. години се повећао и број емитената хартија од вриједности. Тако су локалне заједнице и Брчко дистрикт БиХ имале 21 емисију хартија од вриједности, финансијске организације 15 емисија, а привредна друштва 58 емисија хартија од вриједности (Централни регистар РС, 2012.). Број емисија хартија од вриједности на тржишту капитала Републике Српске је приказан у следећој табели:

*Табела 1. Број емисија ХОВ 2010-2017. година*

Врста ХОВ	Акције		Обвезнице		Трезорски записи		Укупно	
	Број емисија	%	Број емисија	%	Број емисија	%	Број емисија	%
<b>2010.</b>	<b>50</b>	75	<b>16</b>	25	-	-	<b>66</b>	100
<b>2011.</b>	<b>49</b>	74	<b>13</b>	20	<b>4</b>	6	<b>66</b>	100
<b>2012.</b>	<b>33</b>	63	<b>15</b>	29	<b>4</b>	8	<b>52</b>	100
<b>2013.</b>	<b>26</b>	63	<b>9</b>	22	<b>6</b>	15	<b>41</b>	100
<b>2014.</b>	<b>29</b>	54	<b>15</b>	28	<b>10</b>	18	<b>54</b>	100
<b>2015.</b>	<b>29</b>	59	<b>9</b>	18	<b>11</b>	23	<b>49</b>	100
<b>2016.</b>	<b>33</b>	60	<b>12</b>	22	<b>10</b>	18	<b>55</b>	100
<b>2017.</b>	<b>28</b>	55	<b>14</b>	27	<b>9</b>	18	<b>51</b>	100

*Извор: Централни регистар ХОВ, Годишњи извјештаји 2010-2017.*

На основу података презентираних у табели 1., може се констатовати да број емисија хартија од вриједности, на тржишту капитала Републике Српске, није имао растући тренд него је варирао из године у годину. Највише емисија хартија од вриједности је регистровано у 2010. и 2011. години (66), а најмање у 2013. години (41). Регистровано је и доминантно учешће емисије власничких хартија од вриједности у односу на дужничке и кретало се од 75% у 2010.

години до 54% у 2014. години. Највише емисија акција је регистровано у 2010. години (50), а најмање у 2013. години (26), док је највише емисија обвезница регистровано у 2010 години (25), а најмање у 2013. и 2015. години (9).

Под утицајем процеса финансијске глобализације на тржишту новца Републике Српске се појављују *трезорски записи* као краткорочне хартије од вриједности. Прва емисија ових краткорочних хартија од вриједности је забиљежена 2011. године, док је највећи број емисија трезорских записа остварен у 2015. години (табела 1.). Влада Републике Српске је емисијом трезорских записа, углавном, покривала дефицит у буџету Републике Српске.

На тржишту капитала Републике Српске се као *емитенти хартија од вриједности* могу појавити: привредна друштва, банке, осигуравајућа друштва, задруге, удружења са својством правног лица, Република Српска, јединице локалне самоуправе, државне установе са својством правног лица, правно лице које је корисник буџета и Фонд пензијско инвалидског осигурања.

Кредитни рејтинг "Б3", односно "Б", који су Босни и Херцеговини одредиле рејтинг агенције *Moody's Investors Service* и *Standard & Poor's* у 2018. години, указује да Босна и Херцеговина има шпекулативну кредитну способност са високим кредитним ризиком. Овим се Босна и Херцеговина налази на један корак до оцјене "лоша кредитна способност са веома високим кредитним ризиком", што се сматра потпуно неатрактивним за улагање.

**Табела 2. Преглед дугорочног рејтинга БиХ**

Опис	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
Рејтинг	Б3 / стабилни изгледи	Б / стабилни изгледи
Датум	16.02.2018.	09.03.2018.
Активност	Потврђен рејтинг	Потврђен рејтинг

*Извор: Комисија за ХОВ РС, Извјештај о стању на тржишту ХОВ за 2018. годину*

Полазећи од чињенице да тржиште капитала у Републици Српској није класификовано и најближе припада групи рубних тржишта, као и шпекулативне кредитне способности БиХ (у коју се сврстава и Република Српска) праћене високим кредитним ризиком, не изненађује чињеница да се на тржишту капитала Републике Српске сусреће мали број хартија од вриједности.

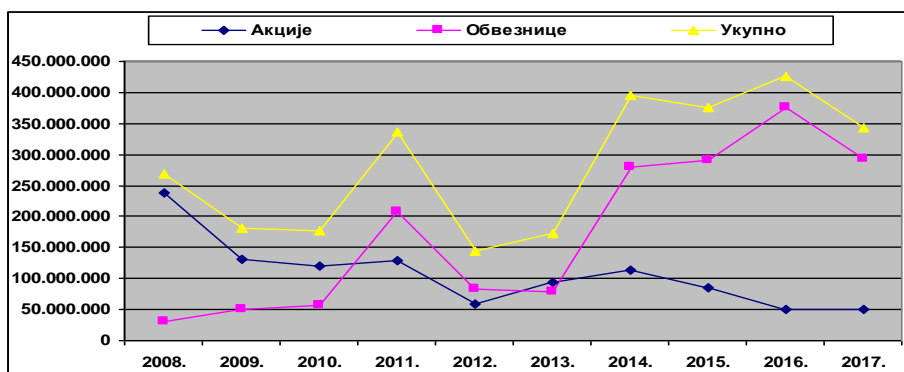
Од власничких хартија од вриједности доминирају *акције* великих компанија, инвестиционих фондова, банака и осигуравајућих друштава. Дужничке хартије од вриједности на тржишту капитала Републике Српске представљају *државне обвезнице, корпоративне обвезнице и муниципалне обвезнице*.

Табела 3. Промет капитала на Бањалучкој берзи 2008-2017. година

Година	Акције	Обвезнице	Укупно
<b>2008.</b>	238.839.798	29.622.573	<b>268.462.371</b>
<b>2009.</b>	130.354.131	50.139.177	<b>180.493.308</b>
<b>2010.</b>	120.337.515	55.857.565	<b>176.195.080</b>
<b>2011.</b>	128.679.010	208.461.618	<b>337.140.628</b>
<b>2012.</b>	59.365.961	83.861.137	<b>143.227.098</b>
<b>2013.</b>	93.836.761	77.884.632	<b>171.721.395</b>
<b>2014.</b>	113.921.678	280.695.564	<b>394.617.242</b>
<b>2015.</b>	84.755.363	290.747.936	<b>375.503.300</b>
<b>2016.</b>	50.060.379	375.772.731	<b>425.833.110</b>
<b>2017.</b>	49.731.565	293.594.240	<b>343.325.805</b>
<b>Укупно</b>			<b>-</b>

*Извор: Комисија за ХОВ Републике Српске, Извјештаји о стању на тржишту ХОВ од 2008-2017*

Графикон 1. Графички приказ података из табеле 3.



Промет акција на Бањалучкој берзи, приказан у табели 3. и на графикону 1., биљежи нагли пад у појединим годинама, а посебно је изражен у 2009. години (45,42%), 2012. години (53,86%) и 2016. години (40,93%). Највиши раст промета акција је забиљежен у 2013. години (58,06%), као и 2014. години (21,40%). Обвезнице биљеже благи раст у прве три године, да би забиљежиле нагли скок раста у 2011. години за 373% у односу на 2010. годину. У 2012. години долази до наглог пада промета обвезница на Бањалучкој берзи за 59,77%, да би у 2014. години промет порастао за 360%. До пада промета на тржишту капитала је дошло и у 2017. години и он је износио 21,87%. Укупан промет капитала (акција и обвезница) на Бањалучкој берзи је пратио линију тренда акција у прве три године, да би од 2010. године пратио кретање промета обвезница са јасно израженим наглим падовима и скоковима у појединим годинама

На основу презентираних показатеља може се закључити да на Бањалучкој берзи доминирају дужничке хартије од вриједности (обвезнице) у односу на власничке хартије од вриједности (акције).

Оваквом стању је доприњело и кретање капитала акционарских друштава у периоду од 2002. године, приказано на сљедећој табели:

**Табела 4.** Однос повећања и смањења капитала акционарских друштава 2002-2017. година

Година	Повећање основног капитала из		Смањење основног капитала	
	Број	Износ (у КМ)	Број	Износ (у КМ)
2002.	7	5.575.015	-	
2003.	3	2.126.000	2	7.485.00
2004.	8	148.254.640	12	63.667.72
2005.	20	115.550.008	10	82.697.59
2006.	16	12.566.950	16	183.382.00
2007.	17	30.820.606	17	220.165.77
2008.	13	21.757.381	5	13.591.74
2009.	9	15.605.498	3	9.053.44
2010.	2	10.624.762	11	154.039.08
2011.	6	21.844.113	14	171.989.15
2012.	3	2.700.367	6	11.895.12
2013.	2	16.171.658	6	118.838.21
2014.	2	9.650.362	5	43.585.06
2015.	3	11.469.342	7	272.869.983
<b>2016.</b>	1	10.892.926	3	3.324.942
<b>2017.</b>	2	11.488.981	3	17.285.752
<b>Укупно</b>	<b>114</b>	<b>447.098.609</b>	<b>120</b>	<b>1,373.788.619</b>

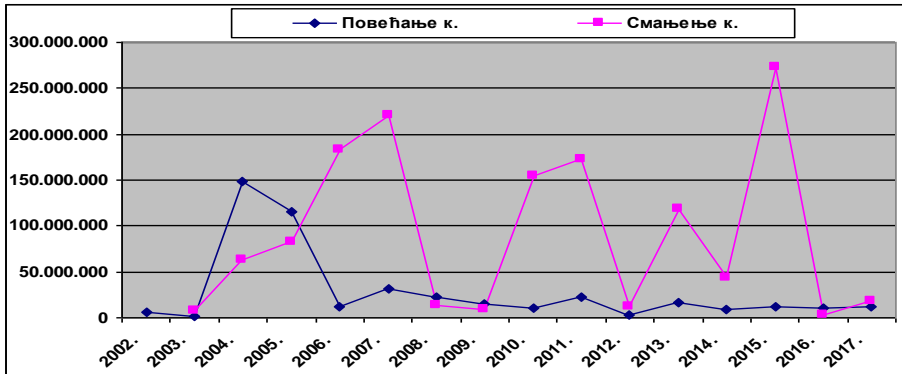
*Извор: Комисија за ХОВ Републике Српске, Извјештај о стању на тржишту ХОВ за 2017. годину*

У периоду од 2002. до 2017. године, према тренутку уписа у регистар емитената хартија од вриједности, повећање капитала по основу распореда резерви и нераспоређене добити обављено је у 114 случајева, са укупним износом од 447.098.609 КМ.

С друге стране, у истом периоду је регистровано 120 поступака смањења основног капитала емитената акција у укупном износу 1,373.788.619 КМ, а што је више за три пута или 926.690.010 КМ у односу на повећање капитала.



Графикон 2. Графички приказ података из табеле 4.



На графичком приказу уочава се да је у 2006. године дошло до наглог пада улагања у основни капитал из нераспоређене добити и резерви акционарских друштава, емитената власничких хартија од вриједности. Смањење капитала због покрића губитка емитената акција је праћено наглим падовима и скоковима. Губици акционарских друштава, праћени смањењем капитала, су најизраженији у 2008., 2012. и 2016. години.

Неравномјеран однос повећања и смањења капитала акционарских друштава је утицао да се на тржишту капитала Републике Српске од 2011. до 2017. године биљежи знатно већи промет, на годишњем нивоу, дужничких хартија од вриједности (обвезница) у односу на власничке хартије од вриједности (акције). Други разлог већег промета обвезница, у односу на акције, је и повећање каматне стопе ових хартија од вриједности која се креће од 3,5% до 4,5% годишње за државне и муниципалне обвезнице и знатно већа каматна стопа обвезница осталих емитената.

На основу резултата истраживања се може констатовати да су ефекти финансијске глобализације на развој тржишта капитала Републике Српске благо изражени. Наиме, на тржишту капитала Републике Српске доминирају обвезнице и акције, док дериватни инструменти као што су термински уговори, swar уговори и опције, који су у највећој мјери резултат финансијске глобализације, нису присутни на овом тржишту.

## ЗАКЉУЧАК

Прикупљање капитала у циљу ефикаснијег управљања предузећем је основна улога тржишта капитала у тржишно развијеним привредама. То је кључно и за привреду Републике Српске која је и даље у процесу транзиције чија је суштина реалокација својине и развој тржишта капитала.

Кроз процес реалокације, акције као власничке хартије од вриједности требале су се наћи у рукама оних који су истински жељели бити акционари предузећа, а то се могло постићи само успостављањем организованог и уређеног тржишта

капитала. Такво тржиште капитала било би значајно и за државу, локалне управе и предузећа у случају финансијских потешкоћа, јер кроз емисију дужничких хартија од вриједности (обвезница) могли би пребродити ове потешкоће.

Резултати истраживања су показали да је тржиште капитала Републике Српске сиромашно и недовољно развијено, док су ефекти финансијске глобализације у његовом развоју мало присутни. За његов даљи развој неопходно је подржати интеграцијске процесе и креирати нове финансијске инструменте.

Стога се може закључити да тржиште капитала Републике Српске није могло испунити свој основни задатак јер се, поред осталог, није обезбиједило довољан број квалитетних, ликвидних и лако преносивих хартија од вриједности за којима постоји интерес за трговањем, док процес финансијске глобализације није довео до појаве дериватних финансијских инструмената тако да су његови ефекти на овом тржишту благо изражени.

Као резултат финансијске глобализације се једино може издвојити појава трезорских записа на тржишту новца, који се сврставају у краткорочне хартије од вриједности са роком доспијећа краћим од једне године дана.

## ЛИТЕРАТУРА

- [1] Вуњак, М. Н., Ковачевић, Д. Љ., (2009). *Финансијска тржишта и берзе*, "Пролетер" ад Бечеј, Економски факултет Суботица, НУБЛ-Независни универзитет Бања Лука, Чигоја Београд, Суботица.
- [2] Драшковић, В., (2007). *Манифестације економске глобализације*, Економија/Економицс, 14 (1), [www.rifin.com](http://www.rifin.com)
- [3] Ивић, М., (2014). *Привредни развој Босне и Херцеговине у условима глобализације*, ПИМ Универзитет, Бања Лука.
- [4] Кумалић, И., (2013). Развијеност финансијског тржишта у Босни и Херцеговини, Прегледни чланак, Часопис за економију и тржишне комуникације, Вол. 3, № 1., Бања Лука.
- [5] Комисија за ХОВ Републике Српске, (2008-2017). *Извјештаји о стању на тржишту ХОВ*, Бања Лука.
- [6] Старчевић, В., Суботић, С., (2017). *Учешће хартија од вриједности у развоју тржишта капитала Републике Српске*, Нови Економист-часопис за економску теорију и праксу, број 22, јул-децембар. Факултет пословне економије Бијељина.
- [7] Централни регистар хартија од вриједности, (2010-2017). *Годишњи извјештаји*, Бања Лука.
- [8] Чаушевић, Ф., (2004). *Финансијска глобализација и економски суверинитет*, Изворни научни чланак, Социологија, Вол. XLVI., № 1.
- [9] <http://edukacija.rs/poslovne-vestine/menadzment/globalizacija>, (приступљено 17.03.2019.)

## **SUMMARY**

Financial globalization refers to the process of globalization of financial markets that offer far more opportunities for using savings in other countries at lower costs. Financial globalization indirectly leads to the improvement of the financial system in the debtor country. The processes of financial globalization and transition have created preconditions for the functioning of the capital market of the Republic of Srpska. Debt and equity securities appear on the capital market of Republika Srpska. Over the years, there has been a decrease in the share capital of share issuers, which has caused the dominant presence of debt securities in this capital market. Since the capital market of the Republic of Srpska is insufficiently developed, it has not fulfilled its main task to offer a sufficient number of quality equity securities and easily transferable equities for which there is an interest in trading