

Časopis za poslovnu teoriju i praksu  
Rad primljen: 11.04.2019.  
Rad odobren: 28.05.2019.

UDK 336.1.07:364.35]:339.76  
DOI 10.7251/POS1922061G  
Originalan naučni rad

**Gruić Miloš**, Društvo za upravljanje Penzijskim rezervnim fondom RS a.d. Banja Luka, Bosna i Hercegovina, milos.grujic@pref.rs.ba

## PENZIJSKI FONDOVI KAO GENERATOR RAZVOJA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

**Rezime:** *Cilj rada je da se dovedu u vezu kreditni rejting zemlje i razvijenost finansijskog tržišta. Istovremeno, dovedemo u vezu strukturu i veličinu penzijskih fondova i razvijenost finansijskog tržišta po zemljama. Razvijenost tržišta iskazuje se uz pomoć FD indeksa, veličinu penzijskih fondova kao veličinu u odnosu na BDP, strukturu penzijskih fondova kao učešće akcija ili obveznica u odnosu na ukupnu imovinu i u odnosu na BDP, a veličina fondova iskazuje se u odnosu na BDP zemlje. Istraživačko pitanje glasi: „Da li veličina i struktura penzijskih fondova utiče na razvijenost finansijskog tržišta u zemlji”? Istraživanje se odnosi na traženje odgovora na pitanje kakva je zavisnost između strukture i veličine penzijskih fondova, s jedne strane i razvijenosti finansijskog tržišta, s druge strane. Predmet istraživanja je analiza svih penzijskih fondova, finansijskog tržišta, kreditnog rejtinga i veličine BDP-a u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju. Dobijeni odgovor na istraživačko pitanje može ukazati na pravac promjene regulative koja bi stimulatивно ili destimulatивно djelovala na razvoj penzijskih fondova u zemljama u razvoju. Metode korišćene u radu su analiza i sinteza prethodnih istraživanja i teoretskih nalaza te pregled studija slučaja, da bi zaključci bili izvučeni metodom indukcije. Doprinos rada ogleda se u tome što su objašnjene mogućnosti koje penzijski fondovi svojom strukturom i veličinom nude razvoju finansijskog tržišta u zemlji. Rezultat istraživanja pokazuje da penzijski fondovi mogu biti značajna podrška za finansiranje razvoja države, lokalnih zajednica, ali da između određenih pojava poput veličine i strukture fondova i veličine ekonomije i razvijenosti finansijskog tržišta, odnosno, finansijskog razvoja, postoji tek slaba determinacija.*

**Ključne riječi:** *penzijski fondovi, investicioni fondovi, razvoj finansijskog tržišta*

**JEL klasifikacija:** *C82, D53, E44, G15, O16*

### UVOD

Tražeci odgovor na pitanje poželjne strukture i veličine penzijskih fondova analizirana je struktura i veličina penzijskih fondova u svijetu. Upoređena je struktura ulaganja penzijskih fondova u svijetu sa akcentom na strukturu portfelja i djelovanje Penzijskog rezervnog fonda Republike Srpske i Evropskog dobrovoljnog penzijskog fonda Republike Srpske. Tendencija je da se kroz detaljnu analizu strukture penzijskih fondova u svijetu, utvrde pravilnosti između veličine i strukture penzijskih rezervnih fondova i veličine i stepena razvoja finansijskog tržišta odnosno zemlje i BDP-a. S tim u vezi, glavna hipoteza glasi: „Veličina i struktura penzijskih fondova ima uticaj na veličinu i strukturu finansijskog sistema određene zemlje”. Dakle, zaključivano je metodom indukcije - od pojedinačnih iskustava ka opštim. Iz glavne hipoteze proizilaze pomoćne hipoteze:

H1: „Veće učešće vlasničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova ima pozitivan uticaj na razvijenost finansijskog tržišta”.

H2: „Veće učešće dužničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova ima pozitivan uticaj na razvijenost finansijskog tržišta”.

H3: „Veće učešće vlasničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova ima pozitivan uticaj na BDP zemlje”.

H4: „Veće učešće dužničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova ima pozitivan uticaj na BDP zemlje”.

H5: „Veličina penzijskih fondova u odnosu na BDP ima pozitivan uticaj na razvijenost finansijskog tržišta”.

H6: „Veličina penzijskih fondova ima pozitivan uticaj na BDP zemlje”.

Cilj je da ponudimo preporuke za kreiranje optimalne strukture i veličine penzijskih fondova na tržištima u razvoju, odnosno, da ponudimo pravac razvoja penzijskih fondova.

## 1. PRETHODNO ISTRAŽIVANJE

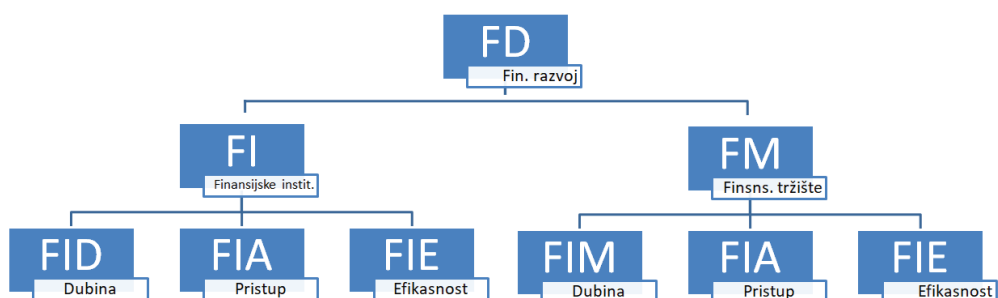
Veliki broj autora se bavio procjenom uticaja finansijskog razvoja na ekonomski rast, nejednakost i ekonomsku stabilnost (Levine 2005; Demirgüç-Kunt and Levine 2009). Finansijski razvoj uključuje poboljšanja u funkcijama koje obezbjeđuju finansijski sistemi kao: (I) udruživanje štednje; (II) izdvajanje kapitala za produktivne investicije; (III) praćenje tih investicija; (IV) diversifikaciju rizika i (V) razmjena dobara i usluga (Levine 2005). Svaka od ovih finansijskih funkcija može uticati na odluke o štednji i investicijama i na efikasnost raspodjele sredstava. Kao rezultat toga, finansije utiču na akumulaciju kapitala i ukupnu faktorsku produktivnost tj. na tri faktora koji određuju ekonomski rast. U mjeri u kojoj finansijski razvoj smanjuje asimetrije informacija i finansijska ograničenja i promovise podjelu rizika, razvoj može povećati sposobnost finansijskih sistema da apsorbuju šokove i smanje pojačavanje ciklusa kroz finansijski akcelerator (Bernanke i Gertler i Gilchrist 1999), smanjujući makroekonomsku volatilnost i nejednakost.

Većina empirijske literature od sedamdesetih godina prošlog vijeka približava finansijski razvoj dvjema mjerama finansijske dubine - odnosom privatnih kredita prema BDP-u i, u manjoj mjeri, kapitalizacijom tržišta akcija, takođe u odnosu sa BDP-om. Na primjer, u uticajnoj studiji na industrijskom nivou Rajan i Zingales (Rajan i Zingales 1998) koriste obje mjere kako bi pokazali da viši finansijski razvoj olakšava ekonomski rast. Na strani makroekonomske volatilnosti, finansijski razvoj, mjereno privatnim kreditima prema BDP-u banaka i drugih finansijskih institucija, igra značajnu ulogu u ublažavanju nestabilnosti proizvodnje, potrošnje i rasta investicija, ali samo do određene tačke. Većina istraživača u ovoj oblasti koristi varijacije ovih mjera da ispita ulogu finansijskog sistema u ekonomskom razvoju.

Finansijski sektori su se razvili širom svijeta i moderni finansijski sistemi su postali isprepleteni višedimenzionalnim procesima. Na primjer, dok su banke i dalje obično najveće i najvažnije na tržištu, postoje i investicione banke, osiguravajuća društva, investicioni fondovi, penzionirani fondovi, kompanije za ulaganje rizičnog kapitala i mnoge druge vrste nebankarskih finansijskih institucija, koji dobijaju značajnu ulogu na finansijskom tržištu. S tim u vezi, finansijska tržišta su se razvila na načine koji omogućavaju pojedincima i firmama da diversifikuju svoju štednju, a da kompanije mogu prikupljati novac emisijom akcija, obveznica i finansijskih derivata, zaobilazeći tradicionalna bankarska kreditiranja. Konstelacija takvih finansijskih institucija i tržišta olakšava pružanje finansijskih usluga. Osim toga, važna karakteristika finansijskih sistema ogleda se u pristupu novcu i efikasnosti. Veliki finansijski sistemi imaju ograničenu upotrebu ako nisu dostupni dovoljno velikom broju stanovništva i kompanija. Čak i ako su finansijski sistemi značajni i imaju širok doseg, njihov doprinos ekonomskom razvoju bio bi ograničen ako bi bili rasipni i neefikasni. Ovo su potvrdili Čihak i dr. (Čihak i drugi 2012) te Aizenman, Jinjark i Park (Aizenman i Jinjark i Park 2015). Prema tome, raznolikost finansijskih sistema u različitim zemljama

podrazumijeva da je potrebno sagledati višestruke pokazatelje za mjerenje finansijskog razvoja.

Da bi se prevazišli nedostaci pojedinih indikatora, kao zamjena za finansijski razvoj, stvoreno je mnoštvo indeksa koji pokazuju kako su razvijene finansijske institucije i finansijska tržišta u smislu njihove dubine, pristupa i efikasnosti, što kulminira konačnim indeksom finansijskog razvoja (slika 1). Ovaj indeks je prvobitno razvijen u kontekstu napomene MMF-a za diskusiju o osoblju „Preispitivanje finansijskog produbljanja: stabilnost i rast na tržištima u razvoju” (Sahay i drugi 2015). Podindeksi i konačni ukupni indeks izgrađeni su za 183 zemlje u rasponu od 1980. i 2013. godine. Finansijski razvoj se definiše kao kombinacija dubine (veličina i likvidnost tržišta), pristupa (sposobnost pojedinaca i kompanija da pristupe finansijskim uslugama) i efikasnosti (sposobnost institucija da pružaju finansijske usluge uz niske troškove i održive prihode, i nivo aktivnosti tržišta kapitala). Ovaj široki multidimenzionalni pristup definisanju finansijskog razvoja prati matricu karakteristika finansijskog sistema koju je razvio Čihák sa saradnicima (Čihák i drugi 2012).



Grafikon 1. Piramida indeksa finansijskog razvoja (IMF staff, bazirano na Čihák and et al. 2012)

Doprinos FD indeksa je višestruk. Prvo, dopunjavaju se statistike Svjetske banke, tj. ažurirana verzija Globalne baze podataka za finansijski razvoj (Global Financial Development Database - GFDD), koju su uveli Čihák i koautori, sa dodatnim podacima iz baze podataka o dužničkim hartijama od vrijednosti Banke međunarodnih poravnanja (BIS), onda baze podataka Dealogic korporativnog duga (Dealogic corporate debt database) i MMF-ova anketa o finansijskom pristupu. Osim toga, pregled razvoja finansijskog tržišta se sumira kroz informaciju u nekoliko jednostavnih indeksa. Imajući u vidu bogatstvo informacija o svojstvima finansijskog sistema - postoji 105 različitih indikatora u GFDD i 46 indikatora u FinStats. Sudeći po tome, nije moguće pratiti sve ove različite pokazatelje pojedinačno, posebno u empirijskom radu. Čak i da je to bilo moguće, nijedan pojedinačni indikator, kada bi se koristio sam, ne bi pružio sveobuhvatno razumijevanje nivoa finansijskog razvoja. Podindeksi i konačni indeks povezuju ove različite pokazatelje i omogućavaju sveobuhvatnu procjenu pojedinih karakteristika finansijskih sistema i ukupnog nivoa finansijskog razvoja. Kao rezultat toga, indeksi dozvoljavaju da se utvrdi gdje su nedostaci u finansijskom razvoju nedosljedni ili koji aspekti finansijskog razvoja utiču na makroekonomske rezultate, koji bi zatim mogli biti detaljnije istraženi koristeći raščlanjene podatke od FinStats ili GFDD. FD indeks pokazuje kako se novi indeksi upoređuju sa tradicionalnim mjerama i ključnim stilizovanim činjenicama o finansijskom razvoju širom svijeta. U diskusiji ćemo se osvrnuti na neka ograničenja i nedostatke indeksa, s ciljem da pokažemo u kojoj mjeri struktura i veličina penzijskih fondova utiče na rezultat indeksa. Cilj je da utvrdimo da li se „kopiranjem” određene zemlje po strukturi i veličini indeksa moguće dodatno razviti finansijsko tržište. S tim u vezi, kao termin „tržište u razvoju” podrazumijevamo zemlje koje odlikuju institucionalne turbulencije, nizak nivo korporativnog upravljanja i ekonomskog

razvoja u odnosu na razvijene zemlje. Hoskisson i saradnici kao zemlje u tranziciji izdvajaju sve zemlje zapadnog Balkana (Hoskisson i drugi 2000, 249-267). Ilustracije radi, institucionalno nasljeđe komunizma na tim tržištima ogleda se kroz veliku, nedisciplinovanu i neefikasnu administraciju, birokratizovan pristup institucija i korupciju (Haramija i Njavro 2016). Naime „Birokratizovana i restriktivna vlast otvorila je put korupciji i mitu državnih službenika jer se većini građana činilo da je to jedini put do ostvarenja željenog cilja” (Dimitrova-Grajzl i Simon 2010, 206). Već i letimičan pregled zavoda za statistiku zemalja zapadnog Balkana potvrđuje nastavak takve prakse, odnosno rast zaposlenih u oblastima koje se finansiraju iz budžeta: u administraciji, javnoj upravi, obrazovanju i umjetnosti. S druge strane, očigledno se smanjenje broj zaposlenih u prerađivačkoj industriji. Osim toga, relevantna istraživanja potvrđuju i visok nivo korupcije kao posljedica komunističkog sistema u novim članicama EU u odnosu na „stare” članice (Transparency International 2016). Takođe, kada se posmatraju istraživanja povjerenja u institucije, zemlje u tranziciji su na dnu takvih listi (Bjørnskov 2007). Takođe, u svim malim i otvorenim ekonomijama, poput država koje čine zapadni Balkan, sposobnosti monetarne politike su ograničena brojnim faktorima (Benazić i Rami 2016, 1039). Dakle, paralelno sa slabim razvojem finansijskog tržišta, kritika tranzicije zasniva se na činjenici značajnog povećanja siromaštva i propadanja, uglavnom, srednjeg sloja (Cifrić 1996, 137).

Elaborirajući tržišta u razvoju zapažamo da, kao i u svim zemljama zapadnog Balkana tako i u Bosni i Hercegovini (BiH), neekonomski faktori u regiji igraju najvažniju ulogu u determinisanju vrijednosti trgovine između zemalja (Trivić i Klimczak 2015, 57). Ekonomska nestabilnost proizlazi iz „Čestih reformi u kojima su potpuno zanemareni ekonomski rast i društveni uticaj promjena, niskih stopa domaćih i stranih ulaganja, spoljnotrgovinskog deficita i niske stope BDP-a” (Duvnjak 2018, 198). Na primjer, u BiH postoji niz socijalno-ekonomskih pitanja, koja još nisu riješena, a čije unapređenje podrazumijeva složena i zahtjevna rješenja (Amidžić i drugi 2016, 57). Takođe, mnogi kupci javnih preduzeća vidjeli su privatizaciju kao priliku da steknu određenu imovinu bez preduzetničkih aktivnosti i(li) stvaranja nove vrijednosti. Kao posljedica takvih poteza, mnoštvo bivših javnih preduzeća je ugašeno nakon dugotrajnog procesa stečaja. U boljoj varijanti još postoje, ali je tržišna vrijednost takvih preduzeća značajno manja u odnosu na onu od prije nekoliko godina. Kao posljedica, veliki broj radno sposobnih ljudi je bez posla, a nova radna mjesta nisu otvorena (Šokčević i Dugalić 2007).

Tržište kapitala u BiH prošlo je faze od uspostavljanja obje berze, uspon, pad i ponovno razbuđivanje kroz povećan značaj dužničkih hartija od vrijednosti, ali je ono po strukturi tržišnog materijala, broju tržišnih instrumenata još uvijek nerazvijeno i neaktivno. Takođe, bankarski sektor je na srednjem nivou razvijenosti i na njemu su zastupljeni osnovni agregati. Uprkos tome, uprkos svim ograničenjima, institucionalni investitori na domaćim berzama mogu da stvore portfolio hartija od vrijednosti koji bi im dao željeni prinos uz malu izloženost tržišnom riziku (Grujić 2017, 437). Takav interes institucionalnih investitora, uz stabilnost nacionalne valute i deviznog kursa može da predstavlja poželjnu karakteristiku finansijskog tržišta. Međutim, upravo fiksni devizni kurs može da stvori iluziju. Bosna i Hercegovina je 1999. godine usvojila sistem „monetarnog odbora” (*currency board*). Istini za volju, ovaj potez je dao rezultate na polju smanjenja inflacije u zemlji i predstavljao je značajan doprinos sređivanju stanja u finansijskom sektoru. Monetarni odbor podrazumijeva nepromjenjivo fiksni devizni kurs, posjedovanje deviznih rezervi u stabilnoj valuti na nivou neophodnom da se pokrije količina (štampanog i kovanog) novca te neograničenu interna konvertibilnost tj. mogućnost pretvaranja domaćeg novca u valutu rezervi (i obrnuto) po fiksnom kursu. U tom smislu, vezivanje konvertibilne marke za evro predstavljalo je „Sidro koje je čuvalo BiH brod od nepotrebnog lutanja na olujnom moru tranzicije”. Dužničke krize i iskustva zemalja u tranziciji u posljednjih dvadesetak godina ukazuju na činjenicu da ulazak stranog kapitala uz zaduživanje na stranim tržištima može da dovede zemlju do velikih problema. Na primjer, fiksiranje deviznog kursa, iako nepopularno, ipak predstavlja određenu sigurnost sistema.

Napuštanje fiksnog deviznog kursa u BiH dovelo bi depresijacije konvertibilne marke u odnosu na snažne valute. Kao posljedica toga, dugovi iskazani u dolarima ili evrima porasli bi u odnosu na BDP.

Govoreći o razvoju domaćeg finansijskog tržišta možemo reći da na domaćem tržištu obveznice sve više dobijaju na značaju. Iskustva sa razvijenih tržišta pokazuju da je sekundarno tržište municipalnih obveznica znatno pasivnije te manje likvidno u odnosu na tržište akcija ili tržište državnih obveznica, što u određenoj mjeri može predstavljati nedostatak ovog finansijskog instrumenta. Osim toga, kao izražen nedostatak i opasnost pribavljanja novca putem emisije municipalnih obveznica navodi se činjenica da je ovaj finansijski instrument nerazvijen u pogledu tržišta te da je procedura pribavljanja novca za emitenta značajno duža u poređenju sa bankarskim kreditom. Naime, od dana donošenja odluke o zaduživanju, pa do objave odluke o prijemu obveznica na službeno berzansko tržište, prođe čak i po nekoliko mjeseci. Iskustva razvijenih tržišta kapitala, ali i zemalja u tranziciji, pokazuju da municipalne obveznice, osim što osvježavaju i diversifikuju tržište, povećavaju konkurentnost među finansijskim instrumentima. Osim lokalnih zajednica, direktne koristi ima država što je jedan od sinergetskih efekata pojavljivanja municipalnih obveznica na tržištu kapitala. Istovremeno, prirodno je da se broj „manjih“ preduzeća koja su, „silom zakona“ – privatizacijom, listirana na berzi, smanji pod uticajem izmijenjene zakonske regulative. Ona podrazumijeva da većinski vlasnik, koji u preduzeću ima 95 odsto vlasništva, može da kupi preostali dio, da promijeni pravnu formu preduzeća i da ga delistira. Takođe, manji broj listiranih preduzeća ne znači manje razvijeno tržište kapitala. Berze u regionu imaju veći broj listiranih akcija nego berze u Austriji, Sloveniji, Češkoj, Poljskoj, Mađarskoj, a promet na tim berzama je neuporedivo manji, nego na evropskim berzama. Na primjer, na Bečkoj berzi je listirano 98 akcija a 3.304 obveznica. Osim toga, na ovoj berzi je 4.826 strukturnih proizvoda. Dakle, prirodno je da se broj listiranih akcija smanjuje, a paralelno sa tim, raste ponuda obveznica. Govoreći o domaćem tržištu moramo istaći da u BiH postoje samo dva penzijska fonda: Penzijski rezervni fond Republike Srpske i Evropski penzijski dobrovoljni fond. Oba su sa sjedištem u Banjaluci i primarno su orijentisana na Banjalučku berzu. Prema metodologiji OECD-a, Penzijski rezervni fond Republike Srpske je *Sovereign Pension Reserve Fund* (OECD 2018), dok je Evropski penzijski dobrovoljni fond *Social Security Reserve Fund*. Razlika je u „punjenju“ fonda. *Sovereign Pension Reserve Fund* predstavljaju zatvorene investicione fondove, a *Social Security Reserve Funds* se pune po osnovu „ulazaka“ novih članova u fond. Ukupna imovina kojom upravljaju iznosi oko 240 miliona evra od čega je oko 92 miliona u gotovini, obveznicama, depozitima i trezorskim zapisima, a ostatak u akcijama i nekorporativnoj imovini.

## 2. METODOLOGIJA

U radu su posmatrani podaci koje je dao *The National Bureau of Economic Research* (The National Bureau of Economic Research 2019), Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj 2019) te podaci o kreditnim rejtingzima zemalja objavljene od strane tri najpoznatije rejting agencije na svijetu. Za svaku posmatranu zemlju uzeti su u obzir procenat aktive penzijskih fondova u vlasničkim, u dužničkim hartijama od vrijednosti, procenat aktive u gotovini i depozitima kao i procenat ulaganja u ostale klase aktive i nekorporativna imovina. Istovremeno posmatrani su iznos BDP-a za svaku zemlju te iznos FD indeksa, ali i veličina penzijskih fondova kao procenat od BDP-a. Na kraju, iskazan je kreditni rejting za svaku zemlju u skladu sa dobijenim rejtingom od agencija: Moody's, S&P i Fitch. Na kraju, tamo gdje je to bilo moguće iskazani su kreditni rejtingi za svaki pojedinačni rejting (*Prime* - prvoklasni rejting; *High grade* - visok kreditni rejting; *Upper medium grade* - gornji srednji razred; *Lower medium grade* - niži srednji razred; *Non-investment grade* - neinvesticioni razred; *Speculative* - spekulativne obveznice te *Highly speculative* - visoko spekulativne obveznice).

Tabela 1. Prikaz strukture i veličine penzijskih fondova, pokazatelja razvijenosti tržišta i BDP-a po zemljama (OECD 2018)

Država	Vlasničke ke hov	Dužničke ke hov	Gotovina i depoziti	CIS	Ostalo	BDP	FD Index	Inovina kao % od BDP-a	Moody's ratings	S&P ratings	Fitch ratings	Opis
Australija	58,25	4,79	11,22		25,74	1.427.767	0,85	130,17	Aaa	AAA	AAA	Prime
Austrija	35,45	44,36	7,05		13,14	459.401	0,64	6,04	Aa1	AA+	AAA	High grade
Belgija	41,49	45,12	5,74		7,65	536.055	0,58	7,80	Aa3	AA	AA-	High grade
Kanada	30,50	31,74	4,29		33,48	1.733.706	0,86	154,70	Aaa	AAA	AAA	Prime
Čile	40,83	58,40	0,23		0,54	299.887	0,47	72,04	A1	A+	A	Upper medium grade
Češka	0,57	76,89	19,12	2,14	1,28	244.540	0,37	8,83	A1	AA-	AA-	Upper medium grade
Danska	25,65	29,86	2,01	4,12	38,37	354.683	0,64	218,53	Aaa	AAA	AAA	Prime
Estonija	36,13	59,45	4,05		0,36	29.527	0,33	17,54	A1	AA-	AA-	Upper medium grade
Finska	39,46	27,95	3,46		29,13	276.553	0,66	60,49	Aa1	AA+	AA+	High grade
Francuska	38,12	22,39	34,49		5,01	2.794.696	0,76	-	Aa2	AA	AA	High grade
Njemačka	6,20	51,94	3,82		38,05	4.029.140	0,70	6,89	Aaa	AAA	AAA	Prime
Grčka	11,39	58,67	7,81	20,81	1,32	218.057	0,54	0,75	B1	B+	BB-	Highly speculative
Mađarska	7,15	60,11	3,70	26,62	2,42	156.393	0,44	5,94	Baa3	BBB	BBB	Lower medium grade
Island	30,50	43,98	9,99		15,54	26.684	0,54	164,55	A3	A	A	Upper medium grade
Irska	32,30	40,90	2,90		23,90	366.448	0,69	184,65	A2	A+	A+	Upper medium grade
Izrael	18,13	65,10	7,12		9,64	365.599	0,57	59,03	A1	AA-	A+	Upper medium grade
Italija	20,08	44,96	6,17		28,80	2.086.911	0,80	-	Baa3	BBB	BBB	Lower medium grade
Japan	10,46	30,44	8,04		51,06	5.070.626	0,87	28,83	A1	A+	A	Upper medium grade
Južna Koreja	3,12	44,21	16,58	6,29	29,80	1.655.608	0,86	30,06	Aa2	AA	AA-	High grade
Latvija	27,85	61,66	7,13		3,36	34.286	0,29	13,81	A3	A	A-	Upper medium grade
Litvanija	45,92	46,20	5,20		2,67	52.468	0,26	7,20	A3	A	A-	Upper medium grade
Luksemburg	29,11	60,04	4,12		6,72	68.993	0,75	2,92	Aaa	AAA	AAA	Prime
Meksiko	21,52	75,64	0,88		1,96	1.199.264	0,41	26,63	A3	BBB+	BBB+	Upper medium grade
Holandija	31,70	43,60	3,28		21,42	909.887	0,71	184,15	Aaa	AAA	AAA	Prime
Novi Zeland	33,23	23,75	6,97	34,47	1,59	205.997	0,61	25,77	Aaa	AA	AA	Prime
Norveška	36,94	54,18	2,37		6,52	441.439	0,69	10,48	Aaa	AAA	AAA	Prime
Poljska	85,23	7,41	5,92	0,01	1,43	549.478	0,47	10,12	A2	A-	A-	Upper medium grade
Portugalija	20,43	58,14	6,31		15,11	237.962	0,69	11,41	Baa3	BBB	BBB	Lower medium grade
Slovačka	2,24	57,81	12,05	23,51	4,39	106.940	-	-	A2	A+	A+	Upper medium grade
Slovenija	1,88	59,58	12,28	24,60	1,66	54.969	0,39	6,92	Baa1	A+	A-	Lower medium grade
Španija	13,20	45,48	11,00	21,83	8,50	1.437.047	0,88	13,57	Baa1	A-	A-	Lower medium grade
Švedska	13,92	14,52	0,90	65,23	5,43	554.659	0,72	90,20	Aaa	AAA	AAA	Prime
Svajcarska	31,10	30,64	5,01		33,25	709.118	0,94	-	Aaa	AAA	AAA	Prime
Turska	13,07	50,45	25,16		11,32	713.513	0,83	14,30	Ba3	B+	BB	speculative
Velika Britanija	13,14	27,97	2,15	28,47	28,27	2.808.899	0,82	105,30	Aa2	AA	AA	High grade
Sjedinjene Američke Države	32,95	21,58	2,37	33,29	9,81	20.513.000	0,87	145,27	Aaa	AA+	AAA	Prime



Država	Vlasnič ke hov	Dužnič ke hov	Gotovina i depoziti	CIS	Ostalo	BDP	FD Index	Imovina kao % od BDP-a	Moody's ratings	S&P ratings	Fitch ratings	Opis
Namibija	65,08	24,01	8,11		2,81	14,148	0,45	91,66	Ba1	0	BB+	Non-investment grade
Hong Kong	63,44	20,93	11,50		4,14	360,315	0,73	43,52	Aa2	AA+	AA+	High grade
Mauricijus	55,95	32,39	8,73		2,92	14,033	0,43	4,69	Baa1	0	0	Lower medium grade
Pakistan	49,31	34,11			16,58	306,987	0,23	0,06	B3	B-	B-	Highly speculative
Papua Nova Gvineja	48,69	23,62	11,17	-	16,53	20,767	0,23	18,01	B2	B	B+	Highly speculative
Peru	42,96	43,56	6,04		7,45	228,944	0,38	22,67	A3	BBB+	BBB+	Upper medium grade
Malavi	41,78	37,14	9,82	-	11,26	6,885	0,08	11,82	0	0	B-	Highly speculative
Kolumbija	40,37	49,48	2,24		7,91	336,940	0,44	25,28	Baa2	BBB-	BBB	Lower medium grade
Jamaika	33,48	52,61	1,23		12,68	15,424	0,27	28,51	B3	B	B+	Highly speculative
Trinidad i Tobago	32,34	43,35	6,18		18,12	23,284	0,34	19,76	Ba1	BBB+	0	Non-investment grade
Sjeverna Makedonija	30,31	61,34	8,20		0,15	12,374	0,28	9,40	0	BB-	BB	speculative
Armenija	28,07	41,06	29,97		0,90	12,533	0,25	1,90	B1	0	B+	Highly speculative
Rumunija	22,97	68,29	8,66		0,08	239,440	0,31	4,85	Baa3	BBB-	BBB-	Lower medium grade
Zambija	22,33	21,78	8,00	7,63	40,27	25,778	0,12	3,48	0	B-	B-	Highly speculative
Hrvatska	21,90	73,42	4,38		0,30	59,971	0,41	26,79	Ba2	BBB-	BB+	speculative
Kenija	19,83	40,39	4,24		35,53	89,591	0,19	13,13	0	B+	B+	Highly speculative
Južna Afrika	19,54	9,32	3,99	15,85	51,30	376,679	0,62	95,30	Baa3	BB	BB+	Lower medium grade
Tajland	18,35	56,41	12,27	11,97	0,99	490,120	0,73	7,06	Baa1	BBB+	BBB+	Lower medium grade
Bugarska	17,40	60,87	5,85	12,87	3,01	63,651	0,38	12,92	Baa2	BBB-	BBB	Lower medium grade
Indonezija	17,33	45,17	27,78		9,72	1,005,268	0,36	1,88	Baa2	BBB-	BBB	Lower medium grade
Uganda	16,77	72,62	4,68		5,93	27,855	0,12	9,29	0	B	B+	Highly speculative
Malta	12,27	11,29	4,93	28,48	43,03	14,270	0,57	42,00	A3	A-	A+	Upper medium grade
Rusija	11,49	68,83	14,83		4,85	1,576,488	0,51	6,06	Baa3	BBB-	BBB-	Lower medium grade
Indija	11,25	84,49	2,55		1,72	2,689,992	0,41	1,05	Baa2	BBB-	BBB-	Lower medium grade
Nigerija	10,67	76,14	10,05		3,14	397,472	0,24	6,54	0	B	B+	Highly speculative
Surinam	10,16	33,71	18,48	1,36	36,29	3,840	0,22	11,28	B2	B	B-	Highly speculative
Malezija	9,36	79,47	6,61	1,48	3,07	347,290	0,66	0,32	A3	A-	A-	Upper medium grade
Brazil	8,51	35,93	0,10		55,46	1,909,386	0,57	24,59	Ba2	BB-	BB-	speculative
Srbija	8,49	84,14	7,37		-	47,564	0,27	0,81	0	BB	BB	speculative
Egipat	7,41	71,82	2,82		17,95	249,471	0,31	1,74	B3	B	B+	Highly speculative
Maldivi	3,75	91,10	5,15		-	4,809	0,18	9,28	0	0	B+	Highly speculative
Kostarika	3,04	92,05	3,42		1,49	60,816	0,27	18,83	B1	B+	B+	Highly speculative
Gana	1,74	69,57	13,89	1,22	13,58	51,815	0,15	5,39	0	B	B	Highly speculative
Panama	0,37	55,05	43,37		1,21	66,031	0,35	0,87	Baa1	BBB	BBB	Lower medium grade
Singapur	0,18		3,22		96,60	346,621	0,71	80,22	Aaa	AAA	AAA	Prime
Urugvaj	0,17	77,57	6,78	-	15,48	60,933	0,25	27,40	Baa2	BBB	BBB-	Lower medium grade
Dominikanska Republika	-	99,86	0,00		0,14	81,103	0,18	12,44	Ba3	BB-	BB-	speculative
Albanija	-	94,74	3,37	-	1,89	15,121	0,21	0,11	B1	B+	0	Highly speculative

Država	Vlasnič ke hov	Dužnič ke hov	Gotovina i depoziti	CIS	Ostalo	BDP	FD Index	Imovina kao % od BDP-a	Moody's ratings	S&P ratings	Fitch ratings	Opis
Bosna i Hercegovina	44,88	34,59	7,66	-	12,88	18.170	0,26	7,03	B3	B	0	Highly speculative



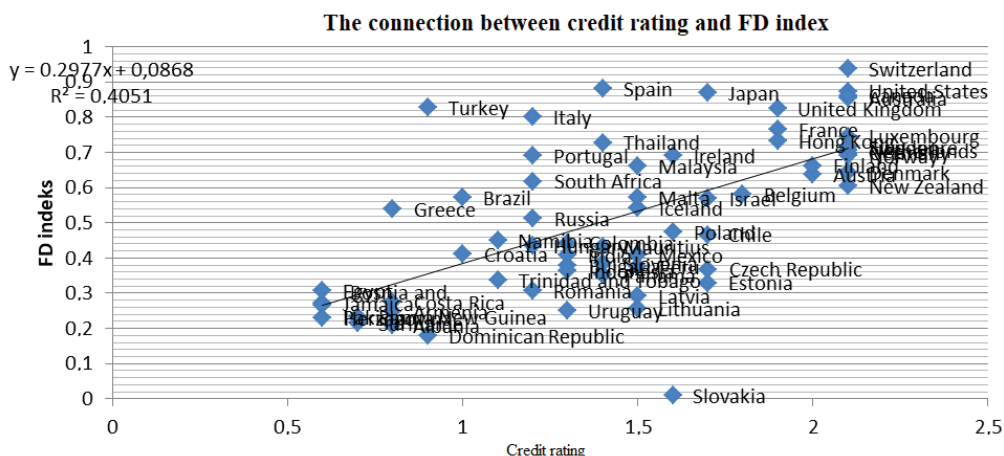
Koristeći program Excel iskazani su koeficijent korelacija i determinacije za sljedeće varijable:

- X osa - kreditni rejting zemlje i Y-osa razvijenost tržišta (FD indeks);
- X osa - učešće vlasničkih hartija u fondovima i Y-osa razvijenost tržišta (FD indeks);
- X osa - učešće dužničkih hartija u fondovima i Y-osa razvijenost tržišta (FD indeks);
- X osa - učešće vlasničkih hartija u fondovima i Y-osa iznos BDP-a;
- X osa - učešće dužničkih hartija u fondovima i Y-osa iznos BDP-a;
- X osa - veličine penzijskih fondova u odnosu na BDP i Y-osa razvijenost tržišta (FD indeks);
- X osa - veličine penzijskih fondova u odnosu na BDP i Y-osa iznos BDP-a.

### 3. REZULTATI I DISKUSIJA

Zapažamo da je funkcija rastuća,  $y=0,2977x+0,0868$ , a da je vrijednost  $R^2=0,4051$ , tj. koeficijent determinacije iznosi 40,51, odnosno korelacija između dvije posmatrane varijable je 0,64 (Grafikon 2) što znači da postoji slaba veza između kreditnog rejtinga zemlje, odnosno rejtinga državnih obveznica i razvijenosti finansijskog tržišta. Istom metodologijom dalje su upoređeni (Tabela 2):

- a) Učešće vlasničkih hartija u fondovima i razvijenosti tržišta (FD indeksa);
- b) Učešće dužničkih hartija u fondovima i razvijenosti tržišta (FD indeksa);
- c) Učešće vlasničkih hartija u fondovima i BDP-a;
- d) Učešće dužničkih hartija u fondovima i BDP-a;
- e) Veličine penzijskih fondova u odnosu na BDP i razvijenosti tržišta (FD indeksa);
- f) Veličine penzijskih fondova u odnosu na BDP i BDP-a.



Grafikon 2. Prikaz veze između rejtinga zemlje i razvijenosti tržišta (Autor)

Tabela 2. Korelacija i determinacija posmatranih veličina po zemljama (Autor)

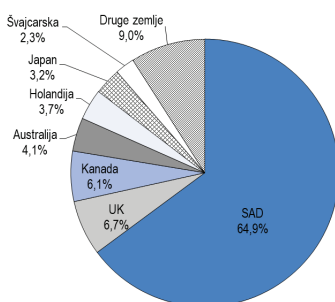
Odnos	korelacija	koeficijent determinacije
Učešće vlasničkih hartija u fondovima i razvijenosti tržišta (FD indeksa)	13,0%	1,7%
Učešće dužničkih hartija u fondovima i razvijenosti tržišta (FD indeksa)	-39,3%	15,5%
Učešće vlasničkih hartija u fondovima i BDP-a	0,8%	0,0%
Učešće dužničkih hartija u fondovima i BDP-a	-19,6%	3,9%
Veličina penzijskih fondova u odnosu na BDP i razvijenosti tržišta (FD indeksa)	43,1%	18,6%
Veličina penzijskih fondova u odnosu na BDP i BDP-a	26,8%	7,2%

Primjećujemo da ne postoji značajna korelacija niti determinacija između posmatranih varijabli. Međutim, kada zemlje grupišemo po rejtingu dobijenom od rejting agencije u iste grupe (Prime, High grade, Upper medium grade, Lower medium grade, Non-investment grade, Speculative, Highly speculative) dolazimo do značajno drugačijih rezultata. Kada rezultate iz glavne tabele prilagodimo po grupama dobijamo sljedeći prikaz.

Tabela 3. Prikaz strukture i veličine penzijskih fondova, pokazatelja razvijenosti tržišta i BDP-a po zemljama po grupama zemalja prema kreditnom rejtingu (Autor)

Opis rejtinga	Vlasničke hov	Dužničke hov	Gotovina i depoziti	Druge imovina	Ostalo	BDP	FD Index	Imovina kao % BDP-a
Prime	27,48	33,33	4,13	34,28	26,41	2.607.917	0,75	87,44
High grade	33,46	33,27	11,57	17,38	16,73	1.270.218	0,72	36,17
Upper medium grade	27,75	50,55	6,68	11,13	11,31	595.750	0,46	43,88
Lower medium grade	17,37	54,76	11,03	16,25	9,73	680.803	0,50	14,08
Non-investment grade	48,71	33,68	7,14	0,00	10,47	18.716	0,39	55,71
Speculative	13,71	67,52	7,54	0,00	11,23	470.651	0,42	14,72
Highly speculative	20,78	55,63	8,86	3,88	13,42	89.728	0,23	8,66

Zapažamo da zemlje sa spekulativnim kreditnim rejtingom imaju gotovo dvije trećine u dužničkim hartijama od vrijednosti, a zemlje sa neinvesticionim rangom imaju gotovo pola imovine u dužničkim hartijama od vrijednosti. Važno je naglasiti da razvijene zemlje imaju više investicionih alternativa pa više od trećine imovine ulažu u druge oblike imovine. Iz ovoga možemo zaključiti da se penzijski fondovi u razvijenim zemljama radije izlažu rizičnim finansijskim instrumentima. S druge strane, zemlje koje su u posttranzicionom periodu, prirodno, imaju mnogo više vlasničkih hartija od vrijednosti na tržištu te im i fondovi ulažu više u ove hartije. Na kraju, analizirajući sortirane rezultate ne treba izgubiti iz vida i efekte geografske diverzifikacije. Naime, fondovi u skandinavskim zemljama su poznati po tome što značajno ulažu na druga razvijena tržišta. S tim u vezi kada posmatramo geografsku distribuciju imovine penzijskih fondova zapažamo da je oko 2/3 imovine uloženo na tržiše SAD-a.



Grafikon 3. Prikaz tržišta na koja ulažu penzijski fondovi (OECD 2018)

S obzirom na to da navedene analize sprovedemo ponovo, samo na osnovu grupe u kojoj određene zemlje pripadaju (*prime, high grade, upper medium grade, lower medium grade, non-investment grade, speculative* i *highly speculative*), dolazimo do značajno drugačijih rezultata. Novi rezultati su posljedica činjenice da na X-osi imamo samo sedam veličina, što u

velikoj mjeri povećava koeficijent korelacije i determinacije između posmatranih pojava, jer je „raspršenost“ manja. Naime, gradacija kreditnog rejtinga zanemaruje napomenu rejtinga koju daje rejting agencija poput „stabilan“, „negativan“ ili „na posmatranju“.

Tabela 4. Prikaz gradacije kreditnog rejtinga i opisa grupe (Autor)

Agencija Moody's	Agencija S&P	Agencija Fitch	Opis grupe kojom zemlje pripadaju
Aaa	AAA	AAA	Prime
Aa1	AA+	AA+	High grade
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Upper medium grade
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Lower medium grade
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Non-investment grade
Ba2	BB	BB	Speculative
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Highly speculative
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	Substantial risks
Caa2	CCC		Extremely speculative
Caa3	CCC-		In default with little prospect for recovery
Ca	CC		
C	C		
/	D	DDD	In default
/		DD	
/			
/		D	

Zapažamo da postoji slaba veza između učešća dužničkih hartija u fondovima i razvijenosti tržišta (koeficijent korelacije je -0,604, a koeficijent determinacije je 0,365), veličine penzijskih fondova u odnosu na BDP i razvijenosti tržišta (0,631; 0,398) te veličine penzijskih fondova u odnosu na BDP i BDP-a (0,696; 0,485).

Tabela 5. Korelacija i determinacija posmatranih veličina po grupama zemalja prema kreditnom rejtingu (Autor)

Osnos	Po grupama	
	korelacija	koeficijent determinacije
Učešće vlasničkih hartija u fondovima i razvijenosti tržišta (FD indeksa)	15,0%	2,2%
Učešće dužničkih hartija u fondovima i razvijenosti tržišta (FD indeksa)	-60,4%	36,5%
Učešće vlasničkih hartija u fondovima i BDP-a	-5,2%	0,3%
Učešće dužničkih hartija u fondovima i BDP-a	-48,3%	23,3%
Veličina penzijskih fondova u odnosu na BDP i razvijenosti tržišta (FD indeksa)	63,1%	39,8%
Veličina penzijskih fondova u odnosu na BDP i BDP-a	69,6%	48,5%

Posmatrajući dobijene rezultate možemo tvrditi da postoji slaba veza između učešća dužničkih hartija u fondovima i razvijenosti tržišta, veličine penzijskih fondova u odnosu na BDP i razvijenosti tržišta te veličine penzijskih fondova u odnosu na BDP i veličine BDP-a. Na primjer, penzijski fondovi u zemljama sa *Prime* kreditnim rejtingom imaju oko trećine portfelja u dužničkim hartijama, dok zemlje nešto slabijeg rejtinga imaju gotovo pola imovine u dužničkim hartijama od vrijednosti.

Posmatrajući strukturu portfelja penzijskih fondova, kako na razvijenim, tako i tržištima u razvoju ističemo da je prirodno je da penzijski fond ima barem trećinu portfelja u obveznicama. Preneseno na okvire Republike Srpske možemo tvrditi da je, na primjer, Penzijski rezervni fond Republike Srpske po svojoj formi i načinu funkcionisanja zatvoreni

investicioni fond, osnovan posebnim zakonom te se od investicionih fondova razlikuje po tome što ima samo jednog osnivača-vlasnika - Fond PIO Republike Srpske i osnovan je u obliku akcionarskog društva kojim upravlja Društvo za upravljanje, čiji je jedini osnivač/vlasnik, takođe, Fond PIO. Kao takav, penzijski fond može biti generator razvoja lokalnih zajednica, jer po svom prospektu i investicionoj politici može da ulaže u obveznice koje emituju lokalne zajednice. Važna je uloga penzijskih fondova u uspjehu emisije obveznica na tržištima u razvoju. Dakle, penzijski fondovi imaju značajan uticaj i mogu biti značajna podrška za finansiranje razvoja lokalnih zajednica. Istovremeno, ulaganje u penzijski fond, po principu ulaganja u treći stub penzijskog osiguranja, ima i sinergijski efekat kada se iskoriste poreske olakšice. Pri ulaganju u penzijske fondove poreskim olakšicama se stimulišu poslodavci i radnici da formiraju štednju za treće doba kada dolazi do pada raspoloživog prihoda te građani koji imaju ovaj vid štednje neće vršiti toliko socijalni pritisak na budžet u budućnosti budući da imaju dodatne prihode. Drugo, zakonska ograničenja ulaganja te investiciona politika EPF koja iz njih proizilazi je prilično konzervativna i primarno oslonjena (što je važna karakteristika svim penzijskim fondovima u svijetu) na ulaganje u dugoročne državne hartije od vrijednosti).

S druge strane, penzijski fondovi jednostavno moraju da ulože značajan dio imovine kojom upravljaju u obveznice, dakle i u municipalne, čime se direktno povećava prilika za razvoj opštine. Investicioni cilj penzijskog fonda je svuda isti - realizacija kontinuiranog i stabilnog prinosa od ulaganja u hartije od vrijednosti. Investicioni horizont ulaganja penzijskih fondova je dugi rok. Sudeći po tome, municipalne obveznice predstavljaju gotovo idealan instrument za ulaganje penzijskih fondova. Sudeći samo po tome, penzijski fondovi mogu se posmatrati kao generator razvoja lokalnih zajednica, ali ne i tržišta kapitala. Bez sumnje, finansiranje projekata koji se odnose na ekonomski razvoj, lokalne zajednice može da se obezbijedi emisijom obveznica u kojoj mogu da učestvuju i penzijski investicioni fondovi. Uprkos navedenom, treba imati u vidu da, kao posljedica geografske diverzifikacije, koju preferiraju penzijski fondovi podstiče se ulaganje u već razvijena tržišta. S tim u vezi, penzijski fondovi se ne mogu sami po sebi posmatrati kao generator razvoja finansijskog tržišta.

## ZAKLJUČAK

Rad pokazuje da se finansijski razvoj zemlje definiše kao kombinacija dubine, pristupa tržištu i efikasnosti tržišta. S ciljem da se utvrdi u kojoj mjeri penzijski fondovi i kako utiču na finansijski razvoj, odnosno na ekonomski rast pokazano je da penzijski fondovi u zemljama sa *Prime* kreditnim rejtingom imaju oko trećinu portfelja u dužničkim hartijama, dok zemlje nešto slabijeg rejtinga imaju gotovo pola imovine u dužničkim hartijama od vrijednosti. Osim toga, rad ukazuje na to da razvijena finansijska tržišta karakteriše široka lepeza instrumenata za ulaganje, kao i derivata, što olakšava disperziju i diverzifikaciju. Takođe, posmatrajući pristup finansijskim instrumentima i efikasnost tržišta, možemo tvrditi da se fondovi na razvijenim tržištima radije izlažu rizičnim hartijama od vrijednosti od obveznica.

Dovodeći u vezu učešće vlasničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova i razvijenost finansijskog tržišta zaključeno je da je korelacija 13,0%, a determinacija 1,7%. Kada se grupišu zemlje po investicionom rejtingu na *prime*, *high grade*, *upper medium grade*, *lower medium grade*, *non-investment grade*, *speculative* i *highly speculative* utvrđeno je da postoji korelacija od 15,0%, a determinacija od 2,2%. Prema tome, ne postoji čak ni slaba veza između učešće vlasničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova i razvijenosti finansijskog tržišta.

Korelacija učešća dužničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova i nivoa razvijenosti finansijskog tržišta iznosi 11,5%, a determinacija je 1,3%. Slično, kada posmatramo zemlje po investicionim rejtingu zapazićemo korelaciju od 8,9%, odnosno determinaciju od 0,8%. Prema tome, ne možemo tvrditi ni da veće učešće dužničkih hartija od

vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova ima pozitivan uticaj na razvijenost finansijskog tržišta.

Posmatrajući učešće vlasničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova i iznos BDP-a zemlje, utvrđeno je da postoji negativna korelacija odnosno -39,3%, a koeficijent determinacije je 15,5%. Kada posmatramo po grupama ova veza je još značajnija (-60,4% i 36,5%) i možemo reći da postoji negativna slaba veza između ove dvije pojave.

Slično je i sa vezom učešća dužničkih hartija od vrijednosti i BDP-a. Na osnovu analize dostupnih podataka utvrđeno je da je korelacija između učešća dužničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova i BDP-a zemlje negativna i iznosi -39,7%. Prema tome, determinacija je 15,7%. Kada zemlje grupišemo po kreditnom rejtingu dobijamo da je korelacija -60,2%, a determinacija 36,2%. Na osnovu toga možemo zaključiti da postoji slaba negativna veza između ove dvije pojave. Na kraju, utvrđeno je da ne postoji gotovo nikakva veza između veličine penzijskih fondova u odnosu na BDP i razvijenosti finansijskog tržišta. Koeficijent korelacije među pojedinačnim zemljama je 0,8%, a kada posmatramo po kreditnom rejtingu, onda je 5,2%. Značajnija veza postoji između veličine penzijskih fondova i BDP-a zemlje, ali i ona se ne može nazvati slabom. Postoji korelacija od -19,6%, odnosno -48,3%, kada posmatramo zemlje prema kreditnom rejtingu. U skladu sa navedenim, tek djelimično su potvrđene treća i četvrta pomoćne hipotezu koje glase: “Veće učešće vlasničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova ima pozitivan uticaj na BDP zemlje” i “Veće učešće dužničkih hartija od vrijednosti u portfeljima penzijskih fondova ima pozitivan uticaj na BDP zemlje”.

## LITERATURA

1. Aizenman, Joshua Yothin Jinjarak, and Donghyun Park. 2015. "Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis." *National Bureau of Economic Research*. 20917:1-38. Accessed 28.04.2019. doi:10.3386/w20917
2. Amidžić, Srđan and Kurteš, Siniša and Rajčević, Perica. 2016. "The impact of foreign aid on economic growth and competitiveness of the country ." *Business Studies*. 8(15-16): 43-78.
3. Benazić, Manuel, Rami, Jasmin. 2016. "Monetary policy and unemployment in Croatia." *Economic research - Ekonomska istraživanja*. 29(1):1038-1049. doi:10.1080/1331677X.2016.1211955
4. Bjørnskov, Christian. 2007. "Determinants of Generalized Trust: A Cross-Country Comparison." *Public Choice*. 130:1-21.
5. Cifrić, Ivan. 1996. „Tranzicija i transformacija — između norme i prakse.” *Socijalna ekologija: časopis za ekološku misao i sociološki istraživanja okoline*. 5(2): 135-153. Preuzeto 7.12.2017. <http://hrcak.srce.hr/141435>
6. Čihák, Martin and Aslı Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, and Ross Levine, 2012. “Benchmarking Financial Development Around the World.” *World Bank Policy Research Working Paper*. 6175:58. Accessed 28.04.2019. <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database>
7. Dimitrova-Grajzl, Valentina and Eszter Simon. 2010. “Political trust and historical legacy: The effect of varieties of socialism.” *East European Politics and Societies*. 24(2): 206-228.
8. Duvnjak, Valentina. 2018. “Coping with Crisis in the EU Periphery: The Case of Bosnia and Herzegovina.” *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*. 20(2): 196-210.
9. Grujić, Miloš. 2017. "Primjena diverzifikacije portfolija na tržištima u razvoju za institucionalne investitore." Rad prezentovan na Međunarodnoj konferenciji Nauka i praksa poslovnih studija, Banja Luka, Bosna i Hercegovina, septembar, 1: 422-439.

10. Hoskisson, Robert and Lorraine, Eden and Chung Ming, Lau and Mike, Wright. 2017. "Strategy in emerging economies." *Academy of management journal*. 43(3): 249-267.
11. Demirgüç-Kunt, Asli. and Levine, Ross. 2009. "Finance and inequality: Theory and evidence." *Annual Review Financial Economics*. 1(1): 287-318. Accessed 28.04.2019. <https://doi.org/10.3386/w15275>
12. Levine, Ross. 2005. "Finance and Growth: Theory and Evidence." *Handbook of Economic Growth, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.)*. 1(12):865-934.
13. National Bureau of Economic Research. 2018. "International finance and macroeconomics catalogue of data sources." Accessed 28.04.2019. <https://www.nber.org/data/international-finance/FinDev.xlsx>
14. OECD. 2018. "Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds." Accessed April 2019.
15. Rajan, Raghuram and Luigi, Zingales. 1998. "Financial Dependence and Growth." *The American Economic Review*. 88(3):559-86. Accessed 28.04.2019. <http://www.jstor.org/stable/116849>  
[http://siteresources.worldbank.org/INTEXPCOMNET/Resources/Rajan\\_and\\_Zingales\\_1998.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTEXPCOMNET/Resources/Rajan_and_Zingales_1998.pdf)
16. Sahay, Ratna and Martin, Cihák and Papa, N'Diaye and Adolfo, Barajas and Ran, Bi and Diana, Ayala and Yuan, Gao and Annette, Kyobe and Lam, Nguyen and Christian, Saborowski and Katsiaryna, Svirydzhenka and Seyed, Reza Yousefi. 2015. "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets". *IMF Working Papers*. 15(8):4-21. Accessed 28.04.2019.
17. Trivić, Jelena. and Klimczak, Łukasz. 2015. "The determinants of intra-regional trade in the Western Balkans." *Journal of Economics and Business*. 33(1): 37-66. Accessed 28.04.2019. <https://hrcak.srce.hr/139920>  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>
18. Šokčević, Šimo i Vladimir Dugalić. 2007. "Privatizacija društvenog/državnog vlasništva - (ne)uspjeli tranzicijski proces? Socijalno - etička prosudba." *Diacovensia*. 15(1): 103-154. Pristupljeno 28.04.2019. <https://hrcak.srce.hr/36287>