

UNIVERZITET U SARAJEVU
EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

**RAZVOJNA ULOGA BERZE - KOMPARACIJA: ČEŠKA,
SLOVENIJA I BOSNA I HERCEGOVINA**

Sarajevo, septembar 2024.

NEDŽMA BULIĆ

U skladu sa članom 54. Pravila studiranja za I, II ciklus studija, integrisani, stručni i specijalistički studij na Univerzitetu u Sarajevu, daje se

IZJAVA O AUTENTIČNOSTI RADA

Ja, **Nedžma Bulić**, student/studentica drugog (II) ciklusa studija, broj index-a **4027-71136** na programu **Menadžment**, smjer **Menadžment i informacione tehnologije**, izjavljujem da sam završni rad na temu:

RAZVOJNA ULOGA BERZE - KOMPARACIJA: ČEŠKA, SLOVENIJA, BOSNA I HERCEGOVINA

pod mentorstvom **prof. dr. Džafera Alibegovića** izradio/izradila samostalno i da se zasniva na rezultatima mog vlastitog istraživanja. Rad ne sadrži prethodno objavljene ili neobjavljene materijale drugih autora, osim onih koji su priznati navođenjem literature i drugih izvora informacija uključujući i alate umjetne inteligencije.

Ovom izjavom potvrđujem da sam za potrebe arhiviranja predao/predala elektronsku verziju rada koja je istovjetna štampanoj verziji završnog rada.

Dozvoljavam objavu ličnih podataka vezanih za završetak studija (ime, prezime, datum i mjesto rođenja, datum odbrane rada, naslov rada) na web stranici i u publikacijama Univerziteta u Sarajevu i Ekonomskog fakulteta.

U skladu sa članom 34. 45. i 46. Zakona o autorskom i srodnim pravima (Službeni glasnik BiH, 63/10) dozvoljavam da gore navedeni završni rad bude trajno pohranjen u Institucionalnom repozitoriju Univerziteta u Sarajevu i Ekonomskog fakulteta i da javno bude dostupan svima.

Sarajevo, 15.07.2024.

Potpis studenta/studentice:

SAŽETAK

Berza predstavlja mjesto gdje se vrši kupovina ili prodaja određenih, tačno definisanih, predmeta trgovine po unaprijed utvrđenim pravilima. Berza je centralizovano finansijsko tržište, jer se na njoj formiraju cijene finansijskih instrumenata koje obuhvataju svu raspoloživu ponudu i tražnju. Berze kao institucije imaju velik uticaj na razvoj cjelokupne privrede. Berze igraju centralnu ulogu u finansijskim sistemima, djelujući kao kanal za pretvaranje štednje u finansiranje poslovanja. Teoretski, berze mogu ubrzati ekonomski rast mobilizacijom domaće štednje, poboljšanjem kvantiteta i kvaliteta ulaganja i povećanjem privlačnosti štednje kroz veće prinose. Efikasne berze olakšavaju fer konkurenciju među korporacijama i povećavaju efikasnost ulaganja. Razvojna uloga berze u tranzicijskim ekonomijama ostaje nedovoljno istražena, što predstavlja značajan jaz u postojećoj literaturi. Naročito u kontekstu Češke, Slovenije i Bosne i Hercegovine, postoji nedostatak sveobuhvatnog razumijevanja o tome u kojoj mjeri razvoj berze doprinosi ekonomskom razvoju. Cilj ovog rada je da se utvrdi razvojna uloga berze, odnosno da se ispita veza između tržišta dionica i ekonomskog rasta u Češkoj, Sloveniji i Bosni i Hercegovini. Kako bi se postigao cilj istraživanja i kako bi se dali odgovori na prethodno postavljena istraživačka pitanja, ovaj rad je koristio kvantitativni oblik istraživanja. Zavisna varijabla ovog istraživanja je ekonomski razvoj koji je mjereno kroz BDP i investicije. Nasuprot tome, nezavisna varijabla, razvoj berze, mjerena je prometom i kapitalizacijom. Na osnovu podataka o ove tri zemlje između 2004. i 2022. godine, provedeni su regresioni modeli za svaku zemlju kako bi se utvrdio uticaj razvoja berze kao nezavisne varijable, na ekonomski razvoj, kao zavisnu varijablu.

Ključne riječi: berza, razvoj berze, kapitalizacija, ekonomski razvoj, BDP, strane direktne investicije.

ABSTRACT

The stock exchange is a place where the purchase or sale of specific, precisely defined, trade items is carried out according to predetermined rules. The stock exchange is a centralized financial market, because it forms the prices of financial instruments that include all available supply and demand. Stock exchanges as institutions have a great influence on the development of the entire economy. Stock markets play a central role in financial systems, acting as a channel for converting savings into financing. In theory, stock markets can accelerate economic growth by mobilizing domestic savings, improving the quantity and quality of investment, and increasing the attractiveness of savings through higher returns. Efficient stock markets facilitate fair competition among corporations and increase investment efficiency. The developmental role of the stock market in transition economies remains insufficiently researched, which represents a significant gap in the existing literature. Especially in the context of the Czech Republic, Slovenia and Bosnia and Herzegovina, there is a lack of comprehensive understanding of the extent to which the

development of the stock market contributes to economic development. The aim of this paper is to determine the development role of the stock market, that is, to examine the connection between the stock market and economic growth in the Czech Republic, Slovenia and Bosnia and Herzegovina. In order to achieve the goal of the research and to provide answers to the previously posed research questions, this paper used a quantitative form of research. The dependent variable of this research is economic development which is moderated by GDP and investments. In contrast, the independent variable, stock market development, was measured by turnover and capitalization. Based on data on these three countries between 2004 and 2022, regression models were conducted for each country in order to determine the impact of stock market development as an independent variable on economic development as a dependent variable.

Keywords: stock market, stock market development, capitalization, economic development, GDP, foreign direct investments.

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Predmet i obrazloženje teme.....	1
1.2. Problem istraživanja.....	4
1.3. Istraživačka pitanja	4
1.4. Ciljevi istraživanja	4
1.5. Metodologija.....	5
2. POJAM I RAZVOJ BERZE	5
3. KARAKTERISTIKE I VRSTE BERZI	10
4. KOMPARATIVNI PRIKAZ I KARAKTERISTIKE BERZI.....	11
4.1. Češka.....	12
4.2. Slovenija.....	14
4.3. Bosna i Hercegovina	16
4.4. Komparacija berzi	18
5. ULOGA BERZE U EKONOMSKOM RASTU	20
5.1. Likvidnost	20
5.2. Olakšavanje diverzifikacije rizika	22
5.3. Produkcija informacija	23
5.4. Nadgledanje menadžera i vršenje korporativne kontrole.....	24
5.5. Mobiliziranje kapitalnih resursa	24
5.6. Transmisioni put za monetarnu politiku.....	26
5.7. Efikasnost berze i ekonomski rast	27
6. PREGLED ISTRAŽIVANJA O UTICAJU BERZE NA EKONOMSKI RAST	30
7. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE - KOMPARATIVNI PRIKAZ RAZVOJNE ULOGA BERZE U ČEŠKOJ, SLOVENIJI I BOSNI I HERCEGOVINI.....	36
7.1. Komparativni prikaz ekonomskog razvoja	36
7.2. Regresiona analiza	42
7.3. Diskusija rezultata	46

8. ZAKLJUČAK	48
REFERENCE	51

POPIS TABELA

Tabela 1. Poređenje prometa na berzama (u milionima EUR).....	18
Tabela 2. Poređenje kapitalizacije na berzama (u milionima EUR).....	19
Tabela 3. Poređenje BDP-a (u milionima EUR).....	40
Tabela 4. Poređenje direktnih stranih investicija (u milionima EUR).....	41
Tabela 5. Uticaj berze na BDP Češke Republike.....	43
Tabela 6. Uticaj berze na strane direktne investicije Češke Republike	43
Tabela 7. Uticaj berze na BDP Slovenije.....	44
Tabela 8. Uticaj berze na strane direktne investicije Slovenije	44
Tabela 9. Uticaj berze na BDP Bosne i Hercegovine	45
Tabela 10. Uticaj berze na strane direktne investicije Bosne i Hercegovine.....	45

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Ukupan promet češke berze	13
Grafikon 2. Kapitalizacija češke berze	13
Grafikon 3. Ukupan promet slovenske berze	15
Grafikon 4. Kapitalizacija slovenske berze	15
Grafikon 5. Ukupan promet BiH berzi	17
Grafikon 6. Kapitalizacija BiH berzi	18
Grafikon 7. BDP Češke Republike	36
Grafikon 8. BDP Slovenije	37
Grafikon 9. BDP Bosne i Hercegovine.....	37
Grafikon 10. Strane direktne investicije Češke Republike.....	38
Grafikon 11. Strane direktne investicije Slovenije	39
Grafikon 12. Strane direktne investicije Bosne i Hercegovine	39

1. UVOD

1.1. Predmet i obrazloženje teme

Berza predstavlja mjesto gdje se vrši kupovina ili prodaja određenih, tačno definisanih, predmeta trgovine po unaprijed utvrđenim pravilima. Berza je centralizovano finansijsko tržište, jer se na njoj formiraju cijene finansijskih instrumenata koje obuhvataju svu raspoloživu ponudu i tražnju. Berze su sada veoma složene institucije bez kojih se ne može ni zamisliti finansijski sistem u privredi razvijene zemlje, a sve više ni u privredama zemalja u tranziciji. One omogućavaju trgovinu vrijednosnim papirima, novcem i robom u raznim dijelovima svijeta, tako da predmet trgovine (standardizovan) nije fizički prisutan za vrijeme transakcije. Razvoj računarskih mreža omogućuje da se trguje sa drugih kontinenata tako da je lokacija sjedišta berze sve manje bitna.

Berze kao institucije imaju velik uticaj na razvoj cjelokupne privrede. Berza predstavlja tržište na kojem se po unaprijed utvrđenim kriterijumima, pravilima i vremenskim sekvencama kupuje određena roba. U našem zakonodavstvu berza je definisana kao pravno lice koje ima dozvolu za rad Komisije za vrijednosne papire i koje obavlja poslove organizovanja trgovine vrijednosnim papirima i finansijskim derivatima kao i druge poslove u skladu sa Zakonom o tržištu vrijednosnih papira (Komisija za vrijednosne papire FBiH, 2017). Za nastanak riječi „berza” postoje u osnovi dva tumačenja. Prvo je proizilazilo iz prvobitne uloge berze kao tržišta novca i to od latinske riječi „bursa“ što znači kesa. Naziv berza, kao oznaka za tržište posebnih karakteristika kontinuirano se koristi od XVII vijeka. Drugo tumačenje najčešće se dovodi u vezu sa prezimenom flamanske trgovačke porodice Van der Beurse koja je živjela u gradu Briž u Belgiji pred čijom su kućom na ulaznim vratima bile isklesane tri kese koje su predstavljale simbol kuće. Tu su redovno održavani sastanci trgovaca iz okruženja i inostranstva na kojima su izvršavani poslovi i razmjenjivana potrebna obavještenja (Tešić, 1996).

Berza, kao ključna institucija u finansijskom sistemu, ima značajnu razvojnu ulogu u ekonomiji. Kroz svoje funkcije pruža kompanijama mogućnost prikupljanja kapitala putem izdavanja dionica ili obveznica, čime podržava širenje poslovanja, istraživanje i razvoj, tehnološke inovacije i ostale investicije koje doprinose ekonomskom rastu. Jedna od ključnih uloga berze je povećanje likvidnosti tržišta. Ova likvidnost omogućava brzu i efikasnu trgovinu vrijednosnim papirima, što olakšava investitorima da lako kupuju i prodaju svoje vrijednosne papire. Time se stvara dinamično tržište koje podstiče aktivnost i doprinosi stabilnosti finansijskog sistema. Transparentnost koju berza pruža igra važnu ulogu u izgradnji povjerenja investitora. Informacije o finansijskim rezultatima kompanija, njihovim poslovnim planovima i strategijama dostupne su javnosti, smanjujući informacione asimetrije i omogućavajući donošenje informisanih investicionih odluka.

Cijene kapitala formirane na berzi odražavaju trenutnu percepciju vrijednosti kompanija. Ovaj proces određivanja cijena stimuliše konkurenciju među kompanijama da efikasnije upravljaju svojim resursima i ostvare što bolje rezultate kako bi privukle investitore.

Berza takođe igra ulogu u stvaranju vlasničke vrijednosti za investitore. Vlasnici vrijednosnih papira učestvuju u dobiti kompanija kroz dividende i kapitalne dobitke, motivišući ih da ulažu u dugoročni uspjeh preduzeća. Pored toga, berza pruža raznolike instrumente kao što su opcije, futures i indeksni fondovi, omogućavajući investitorima da upravljaju rizicima i diverzifikuju svoje portfolije. Ova raznovrsnost finansijskih instrumenata pruža dodatne mogućnosti za postizanje investicionih ciljeva.

U suštini, berza nije samo mjesto gdje se obavljaju finansijske transakcije, već i ključni faktor u podršci ekonomskom razvoju kroz pružanje kapitala, povećanje likvidnosti, transparentnost informacija i stimulisanje konkurencije i investicija.

Šumpeter (1911) je istakao značaj bankarskog sistema u ekonomskom rastu. Literatura o endogenom rastu naglašava da je finansijski razvoj važan faktor za dugoročni ekonomski rast (Lucas, 1988; Greenwood i Jovanović, 1990;). McKinnon (1973) i Shaw (1973) su tvrdili da vladina represija finansijskog sistema kroz gornju granicu kamatnih stopa i direktno kreditiranje preferencijalnih neproizvodnih sektora, između ostalih restriktivnih mjera, ometa finansijski razvoj za koji tvrde da je od suštinskog značaja za ekonomski rast.

Nadalje, King i Levine (1993) pokazuju da je nivo finansijskog posredovanja dobar pokazatelj dugoročnih stopa ekonomskog rasta, akumulacije kapitala i poboljšanja produktivnosti. Nasuprot tome, Robinson (1952) tvrdi da ekonomski rast stvara potražnju za više finansijskih usluga i na taj način vodi finansijskom razvoju. Međutim, odnos između finansijskog razvoja i ekonomskog rasta je sveobuhvatno proučavan i u teorijskoj i u empirijskoj literaturi.

Veza između finansijskog tržišta dionica i ekonomskog rasta postaje sve više istraživano polje. Luintel i Khan (1999) istraživali su dvosmjerni test uzročnosti između finansijskog razvoja i ekonomskog rasta; otkrili su da finansijska berza utiče na ekonomski rast. Levine i Zervos (1996a, b), u svom istraživanju o odnosu između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta dali su empirijske dokaze o glavnim teorijskim raspravama o vezama između tržišta dionica i dugoročnog ekonomskog rasta koristeći podatke o 41 zemlji iz 1976. do 1993. Njihov rezultat je pokazao da je likvidnost berze u pozitivnoj i značajnoj korelaciji sa sadašnjim i budućim stopama ekonomskog rasta, akumulacije kapitala i poboljšanja produktivnosti, čak i nakon kontrole ekonomskih, političkih i drugih faktora.

Glavno pitanje je: Da li tržište vrijednosnih papira utiče na ekonomski rast evropskih zemalja? Prema onome što je pronađeno u literaturi, možemo odgovoriti pozitivnom korelacijom između finansijskog tržišta vrijednosnih papira i mjera ekonomskog rasta prema BDP-u i stranim direktnim investicijama (Rajan i Zingales, 1998; Levine, 1997; Bencivenga, 1991; Levine i Zervos, 1998; Spears, 1991; Wachtel, 2002; Trabelsi, 2002; Rioja i Valev,

2003; Paudel, 2005; Demetriades i Hussain, 1996). Levine i Zervos (1998) mjere razvoj tržišta dionica po različitim dimenzijama: ukupna kapitalizacija berze prema BDP-u i broj kotiranih firmi (veličina), domaći promet i vrijednost kojom se trguje (likvidnost), integracija sa svjetskim tržištima kapitala i standardna devijacija od mjesečnih prinosa na dionice (volatilnost). Rezultati pružaju snažnu i značajnu vezu između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta. Brojne studije su analizirale ulogu tržišta dionica u ekonomskom rastu; većina njih se fokusirala na pojedinačno tržište dionica, a neki na spojeno tržište.

Levine (1997) je tvrdio da postoji pozitivna veza između finansijskog tržišta dionica i ekonomskog rasta. Filer *et al.* (1999) su ispitivali vezu tržišta dionica i rasta i pokazali pozitivnu slučajnu korelaciju između razvoja tržišta dionica i ekonomske aktivnosti. Spears (1991) je izvijestio da je u ranim fazama razvoja finansijsko posredovanje izazvalo ekonomski rast. Finansijsko tržište dionica omogućava veća ulaganja i alokaciju kapitala, a posredno i ekonomski rast. Ponekad investitori izbjegavaju ulaganje direktno u kompanije jer ne mogu lako podići svoj novac kad god poželeva. Ali putem finansijskog tržišta dionica, oni mogu brzo kupiti i prodati dionice uz veću nezavisnost. Levine i Zervos (1998) su mjerili razvoj tržišta dionica uz različite veličine i sugerirali su jaku statistički značajnu vezu između početnog razvoja tržišta dionica i kasnijeg ekonomskog rasta. Efikasno tržište dionica doprinosi privlačenju više investicija finansiranjem produktivnih projekata koji vode ekonomskom rastu, mobiliziraju domaću štednju, alociraju kapital, smanjuju rizik diverzifikacijom i olakšavaju razmjenu dobara i usluga (Mishkin 2001; i Caporale *et al.*, 2004).

Likvidnost berze je i dalje pouzdan pokazatelj budućeg dugoročnog rasta (Levine, 1996). Wachtel (2002); Trabelsi (2002); i Rioja i Valev (2003) su empirijski pokazali da finansijski sistem ima značajnu ulogu i daje važan doprinos ekonomskom rastu. Mnogi drugi istraživači tvrde da postoji pozitivna korelacija između finansijskog razvoja i ekonomskog rasta (Goldsmith, 1969; Shaw, 1973; McKinnon, 1973 i King & Levine, 1993). Utvrdili su da je finansijski razvoj važna determinanta budućeg ekonomskog rasta jedne zemlje. Atje i Jovanović (1989) su također utvrdili značajan uticaj nivoa razvoja tržišta dionica i razvoja banaka. Rajan i Zingales (1998) su tvrdili da je veličina tržišta dionica u korelaciji s rastom finansijski zavisnih firmi. Levine (1997) i Bencivenga (1991) vjeruju da likvidnija tržišta mogu stvoriti dugoročne investicije, a time i ekonomski rast kroz niže transakcijske troškove. Slično, Atje i Jovanić (1993) su zaključili da tržišta dionica imaju dugoročni uticaj na ekonomski rast. Paudel (2005) navodi da tržišta dionica, zbog svoje likvidnosti, omogućavaju firmama da brzo steknu prijeko potreban kapital, čime olakšavaju alokaciju kapitala, ulaganja i rast. Luintel i Khan (1999) su također pronašli dvosmjernu uzročnu vezu između finansijskog razvoja i ekonomskog rasta na uzorku od 10 zemalja.

Nadalje, Levine i Zervos (1998) su pronašli jaku statistički značajnu vezu između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta. Rezultat Filera *et al.* (1999) studije pokazuju da postoji pozitivna uzročna korelacija između razvoja tržišta dionica i ekonomske aktivnosti. Rajan i Zingales (1998) su također tvrdili da je veličina tržišta dionica u korelaciji s rastom finansijski zavisnih firmi tako da tržišta dionica mogu dati veliki poticaj ekonomskom rastu

(Levine, 1996; Garcia i Liu, 1999). Mauro (2000) je zaključio da je tržište dionica stabilan predeterminirajući faktor ekonomskog rasta u privredama u razvoju.

Nalazi istraživanja koje su proveli Elfeituri, Elgehani i Elkrggli (2023) ukazuju na pozitivan odnos između faktora berze, posebno koeficijenta obim prometa dionica i tržišne kapitalizacije, i ekonomskog rasta. Tržište dionica može poslužiti kao oruđe za specifične ciljeve vlade umjesto da odražava istinski ekonomski rast, što potencijalno dovodi do finansijskih balona (Pan i Mishra, 2018). Badr (2015) došao je do saznanja da razvoj tržišta dionica sam po sebi ne utiče direktno na ekonomski rast, ali kada se kombinuje sa direktnim stranim investicijama, pokazuje značajnu vezu. Guru i Yadav (2019) su također pronašli pozitivnu vezu između razvoja tržišta dionica i stimulisanja ekonomskog rasta.

1.2. Problem istraživanja

Razvojna uloga berze u tranzicijskim ekonomijama ostaje nedovoljno istražena, što predstavlja značajan jaz u postojećoj literaturi. Naročito u kontekstu Češke, Slovenije i Bosne i Hercegovine, postoji nedostatak sveobuhvatnog razumijevanja o tome u kojoj mjeri razvoj berze doprinosi ekonomskom razvoju. Stoga postaje imperativ istražiti i uporediti razvoj berze u ovim tranzicionim ekonomijama kako bi se popunila ova istraživačka praznina.

1.3. Istraživačka pitanja

Na osnovu pregleda literature formirana su sljedeća istraživačka pitanja:

- Da li razvoj berze ima pozitivan uticaj na ekonomski razvoj?
- Koji su ključni faktori koji utiču na razvoj berze?
- Koji su ključni faktori koji utiču na ekonomski rast?
- Postoji li razlika u uticaju razvoja berze na ekonomski razvoj između Bosne i Hercegovine, Slovenije i Češke?

1.4. Ciljevi istraživanja

Cilj rada je da se utvrdi razvojna uloga berze, odnosno da se ispita veza između tržišta dionica i ekonomskog rasta u Češkoj, Sloveniji i Bosni i Hercegovini. U radu će također biti identifikovani ključni faktori koji determiniraju razvoj berze, kao i ključni faktori koji determiniraju ekonomski rast. Osim toga, bit će upoređeni rezultati za ove tri zemlje.

1.5. Metodologija

Kako bi se postigao cilj istraživanja i kako bi se dali odgovori na prethodno postavljena istraživačka pitanja, ovaj rad koristi kvantitativni oblik istraživanja. Zavisna varijabla ovog istraživanja je ekonomski razvoj koji će biti mjereno kroz BDP i investicije. Nasuprot tome, nezavisna varijabla, razvoj berze, bit će mjerena prometom i kapitalizacijom.

Prije svega su prikupljeni podaci o ovim različitim mjerama za sve tri zemlje u periodu od između 2004. i 2022. godine. Na osnovu ovih podataka, bit će proveden regresioni model za svaku zemlju kako bi se utvrdio tačan uticaj razvoja berze, kao nezavisne varijable, na ekonomski razvoj, kao zavisnu varijablu. Nakon toga, za potrebe komparativne analize, bit će provedena univarijantna analiza varijanse kako bi se utvrdilo da li postoji statistički značajna razlika između posmatrane tri zemlje. Na osnovu pregleda literature, očekivani rezultat je da razvoj berze ima statistički značajan pozitivan uticaj na ekonomski razvoj.

2. POJAM I RAZVOJ BERZE

Berze služe kao lokacije za kupovinu i prodaju vlasničkih potraživanja nad preduzećima, poznatih kao dionice ili akcije, obveznice i drugi finansijski instrumenti i mogu postojati u različitim oblicima, uključujući fizičke lokacije ili virtualne platforme. Nazivaju se i kao tržišta dionica. Berza olakšava ove transakcije, uključujući one koje uključuju dionice, obveznice ili druge finansijske instrumente. Vrijednosni papiri moraju biti kotirani na berzi da bi se njima organizovano trgovalo. Međusobna povezanost različitih berzi čini širi sistem Berzi. Berze igraju ključnu ulogu u ekonomiji jedne zemlje, iako njihov uticaj može varirati u zavisnosti od faktora kao što su organizacija berzi, njihov odnos sa drugim finansijskim komponentama i sistem upravljanja. Ovi faktori se razlikuju od zemlje do zemlje, što dovodi do različitih uticaja berzi na svaku ekonomiju. Berze su postale globalni fenomen, a razvijene zemlje i zemlje u razvoju uspostavljaju aktivna tržišta. Zemlje poput SAD-a, Velike Britanije, Japana, Indije, Kine, Kanade, Njemačke, Francuske, Južne Koreje i Nizozemske mogu se pohvaliti nekim od najaktivnijih berzi (Asalatha, 2019).

Berza je sofisticirano tržište na kojem se trguje vrijednosnim papirima. Ona igra ključnu ulogu u razvoju jake i konkurentne ekonomije, omogućavajući strukturne transformacije od tradicionalnog, rigidnog, bankarskog sistema u fleksibilniju, sigurniju ekonomiju koja može izdržati šokove i fluktuacije i održati povjerenje investitora. Berze omogućavaju vladama i industrijama da prikupe dugoročni kapital i dozvoljavaju investitorima da kupuju i prodaju vrijednosne papire. Tržišta, općenito, bilo za dionice, obveznice, stoku ili proizvode, su mehanizmi koji olakšavaju trgovinu između pojedinaca ili organizacija. Dok su neka tržišta, poput onih za stoku, fizička mjesta na kojima se susreću kupci i prodavci, druga, poput tržišta deviza, djeluju kao nacionalne mreže putem telefonskih i kompjuterskih veza bez fizičke lokacije. Danas, vrlo malo berzi ima fizičku lokaciju na kojoj se kupci i prodavci sastaju radi trgovine. Berze su od suštinskog značaja za bavljenje i kratkoročnim i dugoročnim kapitalom, omogućavajući kompanijama da prodaju dionice kako bi generirali dugoročni

kapital za profitabilne poduhvate. Investitori radije ulažu u uspješne kompanije za buduće dividende. Aktivnosti kupovine i prodaje dionica su ključne za alokaciju kapitala unutar ekonomija. Transakcijske cijene i kotacije informišu investitore o njihovom tržišnom bogatstvu, utičući na odluke o potrošnji. Visoke i rastuće cijene ukazuju na povjerenje investitora, što može povećati povjerenje poslovnih ulaganja i odluke. Berza značajno utiče na poslovne izbore ulaganja jer cijene dionica određuju sredstva koja se mogu prikupiti kroz nove emisije dionica za finansiranje investicija. Berze su kao složene institucije i mehanizmi koji udružuju i distribuiraju sredstva za periode duže od jedne godine preduzećima, vladama i pojedincima, istovremeno olakšavajući transfer postojećih instrumenata. Ova tržišta su dobro organizovana i funkcionišu na lokalnom, regionalnom, nacionalnom i globalnom nivou (Masoud, 2013).

Finansijska tržišta se mogu široko kategorisati na organizovana i neorganizovana tržišta. Organizirano tržište je mjesto ili ekonomsko okruženje u kojem se susreću ponuda i potražnja, određuju se cijene i trguje finansijskim instrumentima. Shodno tome, sekundarna tržišta kao organizovana tržišta se dijele na berze i vanberzanska (OTC) tržišta. Važno je napomenuti da iako je svaka berza organizovano finansijsko tržište, nije svako organizovano tržište berza. Postoji više definicija i načina da se definira berza. Berza se obično definira kao mjesto gdje se trguje dugoročnim finansijskim instrumentima. To je organizovano sekundarno tržište vrijednosnih papira sa preciznim i strogo utvrđenim pravilima trgovanja, pravilima za prijem tržišnih materijala i specifičnim kriterijumima koji regulišu uslove i metode za prijem u članstvo (Petrović, 2009).

U najširem smislu, berza predstavlja interaktivne odnose svih učesnika na tržištu, kao što su (Dostanić, 2007):

- emitenti tržišnog materijala;
- sva fizička i pravna lica koja na bilo koji način učestvuju u procesu trgovanja na berzi;
- prateće agencije (razne agencije, knjigovođe i slično);
- nadzorni organi;
- klirinške kuće i registri vrijednosnih papira;
- posrednici na berzi;
- mediji i
- sama berza kao institucija u užem smislu riječi.

Petrović (2009) navodi sljedeće elemente koji određuju berzu:

- Mjesto trgovanja - Berze su značajno evoluirale od svog nastanka kada su postojale kao fizičke lokacije kao što su pijace, čajdžinice, kafići, hoteli i posebno opremljene trgovačke zgrade. Napretkom kompjuterske tehnologije i informacionih sistema, moderne berze su se transformisale u globalne elektronske mreže. Ranije se trgovina pridržavala pravila "uvijek na istom mjestu, uvijek u isto vrijeme", ali sada se trgovina odvija 24 sata dnevno širom svijeta. Ova promjena dovela je do novog pravila "uvijek i svugdje". Razvijene berze su međusobno povezane preko kompjuterskih sistema kako bi svojim članovima obezbijedile optimalne uslove trgovanja. Ova interkonekcija omogućava svakom članu jedne berze da nesmetano trguje na drugim povezanim berzama. Jedna značajna mreža koja olakšava ovu globalnu trgovinu je Globex, koju su uspostavile dvije čikaške berze, jedna pariška i jedna londonska berza. Ova mreža ilustruje sve manji značaj određene lokacije za trgovinu i naglašava širok domet globalizacije u finansijskom sektoru. Napredak u komunikacijskoj tehnologiji omogućio je učesnicima u trgovanju da se uključe u berzanske aktivnosti sa bilo kog mjesta u svijetu, kao da su fizički prisutni u trgovačkoj sali.
- Predmet trgovine - Trgovanje na berzama se odvija bez fizičkih uzoraka, što zahtijeva standardizaciju i tipizaciju materijala kojima se trguje. Za finansijske instrumente poput novca i vrijednosnih papira, ovaj proces je jednostavan. Međutim, za robu, standardizacija je izvodljiva samo za sirovine i materijale sa niskim nivoom prerade. Visoko obrađeni proizvodi suočavaju se sa značajnim izazovima u standardizaciji. Shodno tome, robne berze trguju samo artiklima koji se mogu standardizovati, sa određenim standardima za robu kojom se trguje da bi se odredile tržišne cijene. U početku, kada su berze bile manje razvijene, trgovanje se često odvijalo „na riječ“ jer su se trgovci poznavali, a povjerenje, reputacija i poštovanje su bili ključni. Sa rastom razmjena i povećanjem broja učesnika i trgovačkih materijala, ovi neformalni kriteriji više nisu mogli osigurati pošteno trgovanje. Stoga su zamijenjena formalnim pravilima sa kojima svi trgovci moraju prethodno pristati, osiguravajući regulirane i standardizirane trgovačke prakse.
- Pravila trgovanja - Kako se berzansko trgovanje razvijalo, tako su se razvijala i njegova pravila. Ova pravila su se razvila uporedo sa opštim privrednim pravom, obuhvatajući i opšte trgovinske propise i posebna pravila koja postavlja svaka berza. Pravila trgovanja pokrivaju različite aspekte, uključujući prihvatanje tržišnog materijala, proceduru i vrijeme za izdavanje naloga, metode trgovanja, usklađivanje ponude i potražnje, sklapanje poslova, prijenos vlasništva i plaćanja. S obzirom na to da su berze postale moćni kompjuterski sistemi, pravila također regulišu trgovanje putem kompjuterskih mreža. Pravila svake berze nisu jednoobrazna, ali uglavnom uključuju propise za proces trgovanja i odnose sa učesnicima.
- Učesnici u trgovini - Učesnici u berzanskom trgovanju uključuju kupce, prodavce i posrednike kao što su brokeri i dileri. Trgovina je indirektna, a kupci i prodavci

posluju preko ovih posrednika. Brokери, koji su ovlaštени pojedinci ili firme, mogu trgovati u ime klijenata, bilo u njihovo ime ili u svoje ime. Oni zarađuju proviziju na osnovu različitih faktora, kao što su tip vrijednosnih papira, obim trgovanja i tip klijenta. Brokери također mogu djelovati kao portfolio menadžeri ili investicijski savjetnici, koji zahtijevaju posebne pravne kvalifikacije i sporazume sa klijentima. Dileri, s druge strane, trguju tržišnim materijalom u svoje ime, u ime klijenata ili za svoj račun.

- Vrste trgovine - Trgovanje na berzi odvija se putem spot ili fjučers trgovine. Prometna trgovina uključuje isporuku i plaćanje trgovačkih stavki nakon procesa trgovine, obično u roku od pet dana s obzirom na procese kliringa i poravnanja. S druge strane, trgovina fjučersima podrazumijeva isporuku i plaćanje predmeta kojima se trguje ali ne neposredno nakon zaključenja trgovine. Fjučers ugovori obično uključuju isporuku i plaćanje nakon perioda od pet dana od datuma trgovinskog sporazuma. Ekspanziju trgovine fjučersima pokreću faktori kao što su zaštita interesa trgovaca, posebno u sezonskom trgovanju robom, i predviđanje promjena cijena u budućnosti kako bi se ublažili kursni rizici.

Razvoj berzi, kakve danas poznajemo, proteže se kroz četiri ključne faze. Prva faza vezana je za početak robne trgovine u antičko doba, gdje su Feničani značajno doprinijeli trgovini na gradskim pijacama. Trgovina se odvijala na gradskim trgovima, a predmet trgovanja obično su bile žitarice, stoka i tkanina. Druga faza, koja se proteže do srednjeg vijeka, donijela je ekspanziju razmjene na sajmovima, pri čemu je Italija bila ključni centar za početak razmjene valuta i razvoj kapitalizma. Treća faza počela je u Japanu osnivanjem berze futuresa u Osaki, dok je Londonska berza počela sa radom u Evropi. U Sjedinjenim Državama i Velikoj Britaniji svaki veći trgovački grad imao je svoju berzu, a industrijska revolucija bila je ključna za njihov intenzivan razvoj. Krajem 19. vijeka osnovana je Tokijska berza, a Londonska berza metala nastala je kao rezultat britanske industrijske revolucije. Četvrtu fazu razvoja obilježila je diverzifikacija i uvođenje inovacija, uključujući trgovanje derivatima i futures ugovorima u sedam valuta. Berze su se proširile na trgovinu poljoprivrednim proizvodima, metalima i tekstilnim sirovinama. Uprkos finansijskim krahovima i depresijama kroz historiju, tržište berze se uvijek vraćalo na normalne parametre. Berze predstavljaju razvijena tržišta kapitala koja diktiraju cijene roba i imaju značajan uticaj na stanje i razvoj cjelokupne privrede (Penić, 2017).

Berze kao što ih danas prepoznajemo nisu se pojavile sve do 1500-ih. Prije toga, tržišta su prvenstveno trgovala državnim vrijednosnim papirima, dužničkim instrumentima i robom, uglavnom u zapadnoj Evropi od 11. stoljeća. Najranije poznato spominjanje takvih tržišta datira iz Francuske 1100-ih, gdje su prvi brokери upravljali poljoprivrednim dugovima u ime banaka. Ovaj sistem, poznat kao Pariška berza, postavio je temelje za moderne berze. Izraz "berza" potiče od latinske riječi "bursa" što znači kesa. Druga verzija značenja odnosi se na prezime flamanske trgovačke porodice Van der Beurse koja je živjela u gradu Briž u Belgiji gdje su redovno održavani sastanci trgovaca iz okruženja i inostranstva i gdje su obavljani poslovi razmjene. Do 13. stoljeća, venecijanski trgovci i bankari specijalizirali su se za

trgovinu državnim vrijednosnim papirima, nakon čega su uslijedile slične aktivnosti u Pizi, Veroni, Genovi i Firenci u 14. stoljeću. Iako ova rana berzanska tržišta nisu trgovala dionicama, ona su olakšala transakcije koje su uključivale vladine poslove, poslovne interese i pojedinačne dugove, postavljajući temelje za buduće berze. Na njih se može gledati kao na prethodnike berzi, uspostavljajući potrebnu infrastrukturu i institucije za njihov eventualni nastanak (Asalatha, 2019).

Tokom 19. vijeka, Sjedinjene Američke Države i Evropa bile su primarni centri trgovanja dionica, a Londonska berza i Njujorška berza dominirale su u svojim regionima. Međutim, mnoge berze osnovane tokom ovog perioda brzo su nestale, uključujući i one formirane tokom zlatne groznice u Kaliforniji 1849. U drugoj polovini vijeka je Njujorška berza postala istaknuta, rukovodeći uglavnom akcijama velikih korporacija, dok su manje kompanije trgovala brokeri na ulicama. Godine 1908. brokeri ovih malih kompanija osnovali su New York Club Agency, kasnije preimenovanu u Američku berzu (ASE). Praksa trgovanja dionicama tokom ovog perioda bila je manje efikasna, obilježena kratkim periodima trgovanja i ograničenom dostupnošću informacija. Početkom 1990-ih došlo je do porasta trgovanja na berzi, što je dovelo do balona koji je na kraju pukao u krahu 1929. godine, što je izazvalo Veliku depresiju. Američke berze su počele da se oporavljaju nakon Drugog svetskog rata, potpomognute vladinom intervencijom i tehnološkim napretkom. Od 1950. do 1970. godine aktivnosti trgovanja dionicama su se proširile, što je dovelo do intervencije vlade kako bi se osigurala fer igra. Mehanizmi kao što je Konsolidovani sistem trake omogućili su investitorima pristup informacijama sa svih berzi, otvarajući trgovanje akcijama široj javnosti. Danas gotovo svaka zemlja ima svoje tržište dionica, s velikim berzama koje se pojavljuju na globalnom nivou. Napredak u tehnologiji, posebno pojava elektronskih berzi, revolucionirao je trgovanje dionicama, omogućavajući trgovanje u realnom vremenu s bilo kojeg mjesta u svijetu. Tehnologija je minimizirala ljudsko uplitanje, povećavajući efikasnost, brzinu i globalnu povezanost u trgovanju dionicama. Moderna, otvorena globalna berza duguje svoje postojanje ovim tehnološkim razvojem i globalizaciji ekonomije (Asalatha, 2019).

Svjetske berze doživljavaju značajan rast, pri čemu berze zemalja u razvoju doprinose nesrazmjerno velikom udjelu. Tržišta u nastajanju postala su više integrirana s globalnim tržištima kapitala u posljednjih sedam godina, privlačeći međunarodne investitore. Ovim rastom, berze podstiču ekonomski rast pružanjem ključnih usluga. Velike berze smanjuju troškove mobilizacije štednje, olakšavajući ulaganja u produktivne tehnologije. Postoji važnost likvidnosti berzi za rast, jer omogućava štedišama da brzo i jeftino prodaju dionički kapital, dok firme održavaju stalan pristup kapitalu. Likvidne berze poboljšavaju korporativno upravljanje podsticanjem prikupljanja informacija o firmama. Međunarodna podjela rizika kroz integrirana tržišta dionica poboljšava alokaciju resursa i može ubrzati ekonomski rast (Levine i Zervos, 1998).

3. KARAKTERISTIKE I VRSTE BERZI

Berza igra ključnu ulogu u ekonomiji tako što olakšava transakcije između investitora sa viškom sredstava i kompanija kojima su sredstva potrebna. Ovo tržište omogućava firmama da obezbijede neophodna sredstva za povećanje produktivnosti i proširenje poslovanja. Za investitore, berza nudi potencijalne koristi, uključujući dividende i kapitalne dobitke. Međutim, kao i drugi oblici ulaganja, tržište dionica nosi rizike, uključujući i idiosinkratične i tržišne rizike. Ovi rizici su pojačani tokom finansijskih kriza, što može uzrokovati pad cijena akcija i rezultirati kapitalnim gubicima za investitore (Fauzi i Wahyudi, 2016).

Berze uglavnom funkcionišu prema sličnim pravila bez obzira na njihovu različitost koja može biti uslovljena veličinom tržišta, brojem vrijednosnih papira kojima se trguje, kao i obimom trgovanja. Berze se najčešće dijele prema sljedećim kriterijima (Dugalić i Štimac, 2006):

- predmet trgovine,
- način nastanka,
- cilj poslovanja,
- struktura vlasništva,
- broj članova i
- raznovrsnost predmeta.

Prema predmetu trgovine berze se dijele na: robne ili produktne, finansijske ili efektne i mještovite. Robne berze, poznate i kao berze proizvoda, su organizovana tržišta na kojima se trguje standardizovanim proizvodima kao što su metali (posebno plemeniti metali, ali i drugi poput bakra, cinka itd.), žitarice, nafta, kafa i finansijski derivati. Ove berze olakšavaju trgovinu velikim količinama zamjenjive robe, na osnovu strogih standarda u pogledu karakteristika proizvoda. Zamjenjivost, mogućnost zamjene robe kojom se trguje na berzi, je ključna karakteristika, omogućavajući trgovanje na osnovu određenih etiketa bez potrebe za fizičkim pregledom robe. Trgovanje na robnim berzama obično se oslanja na certifikate koji potvrđuju kvalitet proizvoda kojima se trguje i dokaz o vlasništvu. Ove berze su među prvima nastale uslijed kasnijeg razvoja finansijskog tržišta. Finansijske ili berze vrijednosnih papira su tržišta na kojima se trguje vrijednosnim papirima kao što su dionice, obveznice, certifikati, valute i devize. Ove berze predstavljaju organizovana tržišta kapitala na kojima se odvija dugoročna trgovina vrijednosnim papirima. One služe kao institucije u kojima se susreću ponuda i potražnja, olakšavajući aktivnosti trgovanja kapitalom. Berze vrijednosnih papira omogućavaju emitentima da brzo steknu likvidna sredstva, istovremeno osiguravajući investitorima vlasnička prava (u slučaju dionica) ili prinose (za obveznice). I emitenti i investitori povećavaju svoje portfelje vrijednosnih papira kroz trgovanje. Primarni motiv za trgovanje na berzama vrijednosnih papira je izvršavanje svih naloga po najpovoljnijim cijenama, pri čemu nalozi za prodaju imaju za cilj najvišu moguću cijenu, a nalozi za kupovinu imaju za cilj najnižu. Cilj berzi je da olakša transakcije na tržištu kapitala u smislu obima, kvaliteta i vrijednosti, što rezultira formiranjem tržišnih cijena i jeftinijim kapitalom,

omogućavajući dalje ulaganje, prosperitet i razvoj. Mješovite berze predstavljaju one berze na kojima se trguje i robama i vrijednosnim papirima. U savremenim uslovima ove berze su rjeđe i vezane su za manje razvijena finansijska tržišta (Petrović, 2009).

Kako navodi Petrović (2009), prema mjestu nastanka berze se dijele na spontane i one koje su osnovane zakonom. Berze su se u početku pojavile spontano, često kao slučajni susreti među trgovcima na mjestima kao što su gostionice, hoteli, luke ili crkve. Trgovina je na ovim mjestima u početku bila sporedna djelatnost. Počeci berzi nisu imali planirane aktivnosti i bili su vođeni postojećim uslovima za trgovinu. U početku nije bilo pravila koja su regulisala ove sastanke, ali kako se trgovina širila, pravila su postala neophodna za regulisanje trgovinskih aktivnosti. Ova pravila su često bila zasnovana na prethodnim praksama i kasnije formalizovana zakonima. Prema ciljevima berze mogu biti profitne i neprofitne. Profitne berze distribuiraju ostvareni profit među svojim članovima, dok neprofitne berze ne dijele profit, već članovi zarađuju putem provizija za obavljene poslove. Provizije služe kao podsticaj za članove berze i doprinose proširenju berzanskog poslovanja.

Prema strukturi vlasništva berze mogu biti: javne, privatne i mješovite. Javne berze uspostavljaju vlade, gdje država obezbjeđuje sredstva za rad, a posrednici razmjene su državni službenici. U takvim slučajevima, funkcionisanje ovih berzi je vezano za odluke državnih organa i nedostaje im potpuna autonomija. Privatne berze osnivaju dioničari koji obezbjeđuju finansiranje i potpuno su nezavisni od države. Mješovite berze su one koje je pokrenula vlada, ali članovi berze obezbjeđuju sredstva i uslove za rad. Prema broju članova berze se kvalificiraju na one kod kojih je broj članova ograničen i onih gdje takvo ograničenje ne postoji. Njujorška berza je ranije imala ograničenje na broj članova, sa 1366 mjesta. Međutim, današnja moderna elektronska berza nema takvo ograničenje, omogućujući trgovanje svima koji ispunjavaju stroge uslove za članstvo. Osim toga, berze se mogu klasifikovati i na osnovu raznolikosti njihove imovine na opšte i specijalizovane. Opšte berze olakšavaju trgovanje različitim vrstama tržišnog materijala, uključujući berze vrijednosnih papira i robne berze sa širokim spektrom proizvoda. Specijalizovane berze se fokusiraju na trgovinu specifičnim materijalima, često usredotočene na pojedinačne proizvode kao što su ulje, pamuk ili plemeniti metali, koji se prvenstveno nalaze na robnim berzama (Petrović, 2009).

4. KOMPARATIVNI PRIKAZ I KARAKTERISTIKE BERZI

U ovom dijelu bit će opisane berze u tri analizirane zemlje: Češka Republika, Slovenija i Bosna i Hercegovina. Bit će grafički predstavljeni i upoređeni njihov promet i kapitalizacija. Promet na berzi odnosi se na ukupnu vrijednost vrijednosnih papira kojima se trguje tokom određenog perioda. To je mjera likvidnosti i nivoa aktivnosti na berzi, koja pokazuje koliko se često vrijednosni papiri kupuju i prodaju. Visok promet ukazuje na visoko likvidno tržište, gdje se vrijednosnim papirima može lako trgovati bez značajnog utjecaja na njihovu cijenu.

Kapitalizacija tržišta dionica, koja se često naziva tržišnom kapitalizacijom, je ukupna tržišna vrijednost otvorenih vrijednosnih papira kompanije. Izračunava se množenjem trenutne cijene dionice sa ukupnim brojem dionica u prometu. U širem smislu, ukupna tržišna kapitalizacija berze predstavlja zbirnu vrijednost dionica svih kotiranih kompanija.

4.1. Češka

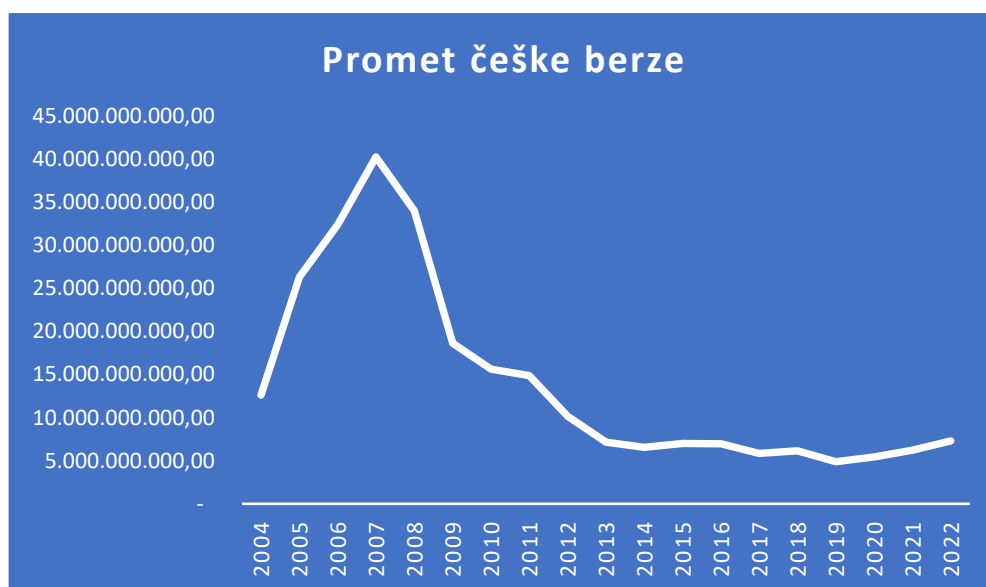
Praška berza (PSE) je najstariji i najveći organizator tržišta vrijednosnih papira u Češkoj Republici. Njena primarna uloga je da poveže investitore koji žele da uvećaju svoja sredstva sa kompanijama koje traže novi kapital, čime igra ključnu ulogu u nacionalnoj ekonomiji. Češka narodna banka nadgleda aktivnosti berze i rad tržišta kapitala. Trgovanje na PSE obavljaju licencirani trgovci vrijednosnim papirima koji su članovi Berze, uglavnom velike banke i brokeri. Obični investitori koji žele da ulažu u berzu moraju kontaktirati jednog od ovih članova Berze. PSE ima snažno partnerstvo sa Bečkom berzom. Ova međunarodna saradnja ima za cilj da poboljša vidljivost oba tržišta i privuče profesionalne učesnike, kao što su prodavači podataka, korisnici licenci za indekse, institucionalni investitori i učesnici u trgovanju, na berze članica.

PSE je član Federacije evropskih berzi vrijednosnih papira (FESE). Osim toga, američka Komisija za vrijednosne papire i berze (US SEC) prepoznala je PSE kao „Designated Offshore Securities Market,” uvrstivši ga među berze koje se smatraju sigurnim za investitore. Napori da se uspostavi berza u Pragu datiraju još iz vladavine carice Marije Terezije, ali ona nije bila uspješno osnovana sve do 1871. U početku, Praška berza je trgovala i vrijednosnim papirima i robom, dobijajući značajan značaj u trgovini šećerom i postajući ključno tržište za Austro-Ugarsku.

Međutim, nakon Prvog svjetskog rata, trgovina robom je opala, a berza se fokusirala isključivo na vrijednosne papire. Međuratni period označio je vrhunac uspjeha Praške berze, čak je i nadmašio bečku po važnosti. Ovo doba prosperiteta prekinuo je Drugi svjetski rat, koji je zaustavio trgovanje na Praškoj berzi na više od 50 godina. Tek nakon pada komunizma razmjena je mogla oživjeti svoje nasljeđe uspjeha. Praška berza započela je svoju modernu historiju prvim trgovinama 6. aprila 1993. godine (Prague stock exchange, n.d.).

Na grafikonu 1. prikazan je ukupan promet češke berze između 2004. i 2022. godine.

Grafikon 1. Ukupan promet češke berze



Izvor: kreacija autora

Na osnovu podataka vidimo da je bio zastupljen nagli porast prometa sve do 2007. godine i svjetske ekonomske krize kada je bio na svom vrhuncu i kada je iznosio 40.280.662.000 EUR. Nakon toga dolazi do naglog pada u narednim godinama kada je promet uglavnom bio u padu. Posljednje tri godine došlo je do blagog porasta prometa koji je u 2022. godini iznosio 7.308.221.000 EUR.

Grafikon 2. prikazuje ukupnu kapitalizaciju češke berze u istom posmatranom periodu.

Grafikon 2. Kapitalizacija češke berze



Izvor: kreacija autora

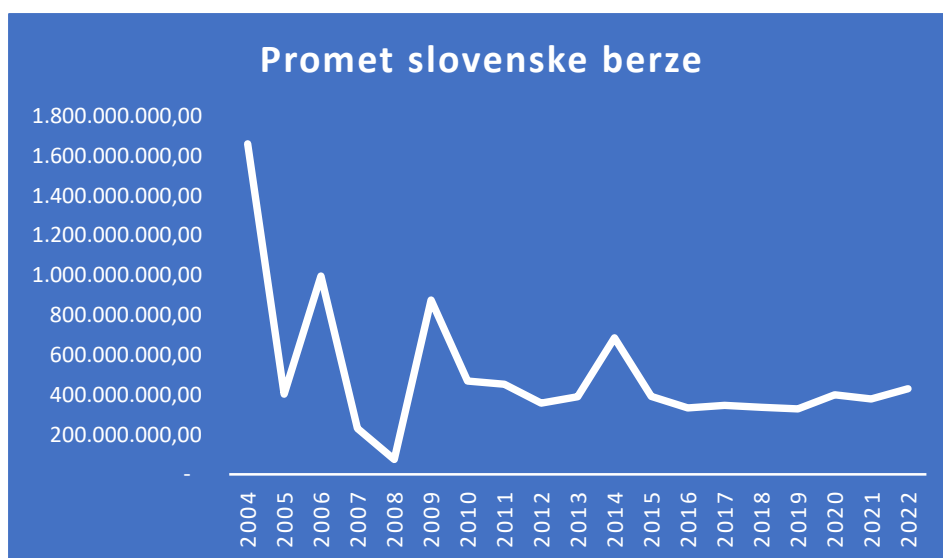
Na osnovu grafikona vidimo da je kapitalizacija češke berze bila na sličnom nivou sve do 2017. godine. U 2018. dolazi do naglog porasta kada je kapitalizacija iznosila 445.059.400 EUR. Porast se nastavio i u narednim godinama, a u 2022. godini bila je na vrhuncu i iznosila je 669.621.824.000 EUR.

4.2. Slovenija

Godine 1922. grupa privrednika nastojala je da osnuje berzu u Ljubljani, nadopunjujući onu u Zagrebu. Uprkos početnim ograničenjima trgovine devizama, njihovi naponi su kulminirali službenim otvaranjem Ljubljanske berze 16. avgusta 1924. godine, a prve trgovine su se dogodile dva dana kasnije. U početku je trgovina uključivala vrijednosne papire i robe poput drveta i žitarica, a do 1927. je dozvoljeno trgovanje devizama, dominirajući prometom berze. Trgovanje se odvijalo putem otvorenog protesta na trgovačkom podiju. Prilikom otvaranja trgovano je sa 27 vrijednosnih papira, prvenstveno državnim i slovenačkim finansijskim institucijama i industrijama, od kojih su mnoge evoluirale u poznate slovenačke kompanije. Poslije toga slijedio je period od oko 50 godina neaktivnosti nakon čega je Ljubljanska berza, osnovana kao dioničko društvo 26. decembra 1989. godine, nastavila sa radom 29. marta 1990. godine, a 14 berzanskih posrednika trgovalo je sa 11 vrijednosnih papira. Fizičko trgovanje na berzi završeno je 14. decembra 1995. godine, prelaskom na potpuno elektronsko trgovanje. Listiranje prvih nematerijalizovanih dionica 1996. godine označilo je početak Centralne klirinške korporacije za vrijednosne papire (KDD). Zakon o nematerijalizovanim vrijednosnim papirima iz 1999. godine nalagao je da se svi vrijednosni papiri izdaju elektronski, a sistem trgovanja je te godine prešao na BTS. Razvoj Slovenije, pristupanje EU, a kasnije i ulazak u eurozonu značajno su podstakli tržište kapitala. Trgovanje eurima je počelo 3. januara 2007. godine. Bečka berza je 2008. godine preuzela 81,01% Ljubljanske berze, integrišući je u CEE Stock Exchange Group sa Bečkom, Budimpeštanskom i Praškom berzama 2009. Usvajanje međunarodnog sistema trgovanja Xetra 2010. dodatno je integrisalo razmjenu u evropske tokove kapitala, privlačeći nova strana članstva. Zagrebačka berza je 30. decembra 2015. godine preuzela sve dionice od CEESEG grupe i drugih vlasnika, čime je postala jedini vlasnik Ljubljanske berze. Berza je pokrenula Partnerski program za podršku malim i srednjim preduzećima edukacijom i konsaltingom. Te godine se također pridružio Inicijativi za održivu berzu, fokusirajući se na razvoj tržišta za mala preduzeća i promovisanje ekološki i društveno korisnog finansiranja projekata, i uspostavio tržište za izdavanje zelenih obveznica (Ljubljana Stock Exchange, n.d.).

Na grafikonu 3. prikazan je ukupan promet slovenske berze između 2004. i 2022. godine.

Grafikon 3. Ukupan promet slovenske berze



Izvor: kreacija autora

Na osnovu podataka vidimo da je bilo velikih varijacija u prometu na slovenskoj berzi u periodu od 2004. do 2009. godine. U tom periodu zabilježena je i najveća i najmanja vrijednost tokom cijelog posmatranog perioda. 2004. godine promet je iznosio 1.660.690.000 EUR što je najveća vrijednost, dok je 2008. godine spao na 75.645.000 EUR. U 2009. godini promet se oporavio ali je brzo nakon toga došlo do blažeg pada nakon kojeg je promet berze, sa izuzetkom porasta u 2014. godini, uglavnom bio na sličnom nivou. U 2022. godini iznosio je 430.930.296 EUR.

Grafikon 4. prikazuje ukupnu kapitalizaciju slovenske berze u istom posmatranom periodu.

Grafikon 4. Kapitalizacija slovenske berze



Izvor: kreacija autora

Na osnovu grafikona vidimo da je kapitalizacija značajno porasla od 2004. do 2022. godine. Uglavnom je bilo riječ o postepenom manjem porastu kroz godine. U ovom periodu bilo je samo nekoliko godina u kojim je dolazilo do pada kapitalizacije. Najniža vrijednost bila je 2005. godine kada je kapitalizacija iznosila 6.696.600.000 EUR. Najviša vrijednost je zabilježena u 2022. godini, te je tada kapitalizacija iznosila 44.407.360.000 EUR.

4.3. Bosna i Hercegovina

Kako navodi Centralna banka Bosne i Hercegovine (n.d.), trgovanje vrijednosnim papirima u Bosni i Hercegovini odvija se preko dvije berze, koje se nalaze u Sarajevu i Banja Luci. Ove berze rade po istim regulatornim principima. Prema zakonskom okviru koji reguliše upravljanje tržištima kapitala u Bosni i Hercegovini, berze su "mjesto na kojima se susreću ponuda i potražnja za vrijednosnim papirima i gdje se trgovina vrijednosnim papirima odvija u skladu sa unaprijed definisanim pravilima". Usklađivanje ponude i potražnje za vrijednosnim papirima proizvodi stope (ili cijene) za vrijednosne papire kojima se trguje. Druga funkcija berze je pružanje informacija o ponudi i potražnji, olakšavajući trgovanje po tržišnim vrijednostima vrijednosnih papira.

Sarajevsku berzu (SASE) osnovalo je osam brokerskih kuća 13. septembra 2001. godine. SASE posluje u tri segmenta sa posebnim pravilima:

- Zvaničan listing - tržišni sektor na kojem se trguje sa "prvoklasnim", odnosno domaćim kompanijama najvišeg kvaliteta. Da bi kompanija bila uvrštena, mora ispuniti određene opšte i specifične uslove i kriterijume. Emitent uključen u zvaničnu kotaciju mora redovno obavještavati javnost i berzu o svim događajima koji utiču na njegovo poslovanje. Također je potrebno dostaviti berzi polugodišnje i godišnje finansijske izvještaje. Transparentnost u poslovanju treba biti maksimizirana kako bi potencijalni investitori mogli procijeniti potencijalne povrate ulaganja kod ovog emitenta.
- Listing fondova (kao podsegment zvanične liste) - Listing fondova je dio zvanične kotacije rezervisan za investicione fondove (IF). Akcije IF-a se uključuju na sličan način kao i dionice redovnih emitenata, ali je postupak uređen zakonom i propisima Komisije za vrijednosne papire.
- Slobodno tržište - Slobodno tržište je segment SASE sa najmanje strogim uslovima. Da bi trgovalo vrijednosnim papirom na slobodnom tržištu, brokersko društvo ili emitent mora ispuniti zahtjev za podnošenje zahtjeva za uključivanje. Emitent koji podnosi takav zahtjev mora berzi dostaviti svoje finansijske izvještaje.

Banjalučka berza (BLSE) posluje u dva tržišna segmenta: službeno tržište dionica (listing) i slobodno tržište dionica. BLSE je osnovana 9. maja 2001. godine od strane osam banaka i jedne kompanije za trgovinu vrijednosnim papirima. Komisija za vrijednosne papire Republike Srpske izdala je BLSE dozvolu za rad 9. avgusta 2001. godine. Zvanično tržište dionica uključuje sljedeće elemente:

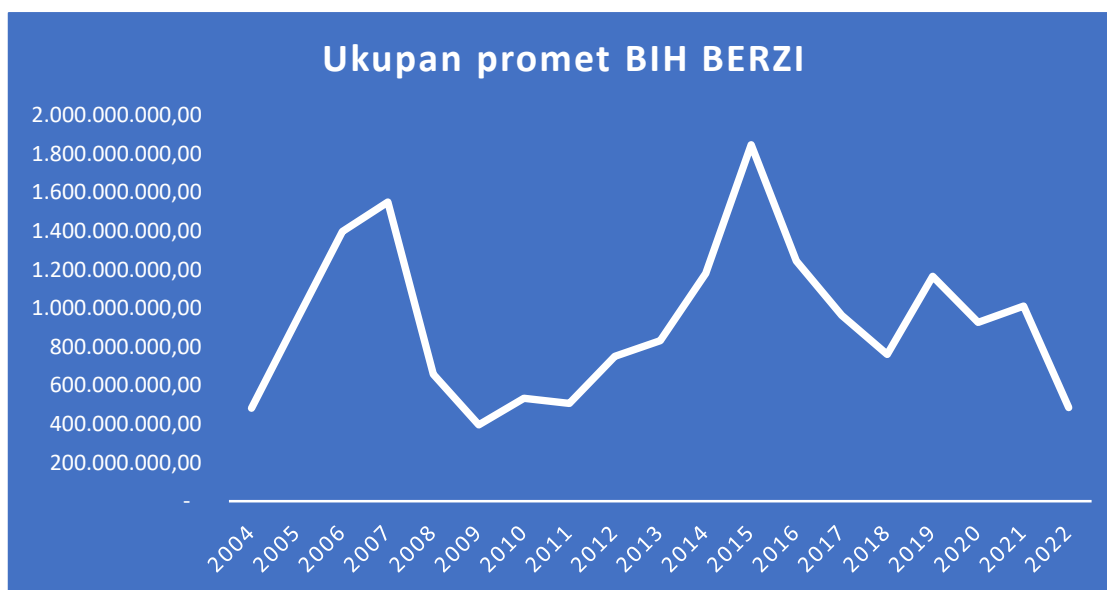
- Dionice - Lista A
- Dionice - Lista B
- Zatvoreni investicioni fondovi
- Otvoreni investicioni fondovi
- Obveznice i drugi dužnički vrijednosni papiri
- Kratkoročni vrijednosni papiri
- Ostali vrijednosni papiri.

Vrijednosni papiri se mogu uključiti na službeno tržište berze ako ispunjavaju sljedeće opšte uslove:

- Njima se može trgovati na organizovan način.
- U potpunosti su plaćeni.
- Prenosivi su bez ograničenja.
- Izdaju se u nematerijalizovanom obliku.

Na grafikonu 5. prikazan je ukupan promet godišnji berzi u Bosni i Hercegovini između 2004. i 2022. godine.

Grafikon 5. Ukupan promet BiH berzi

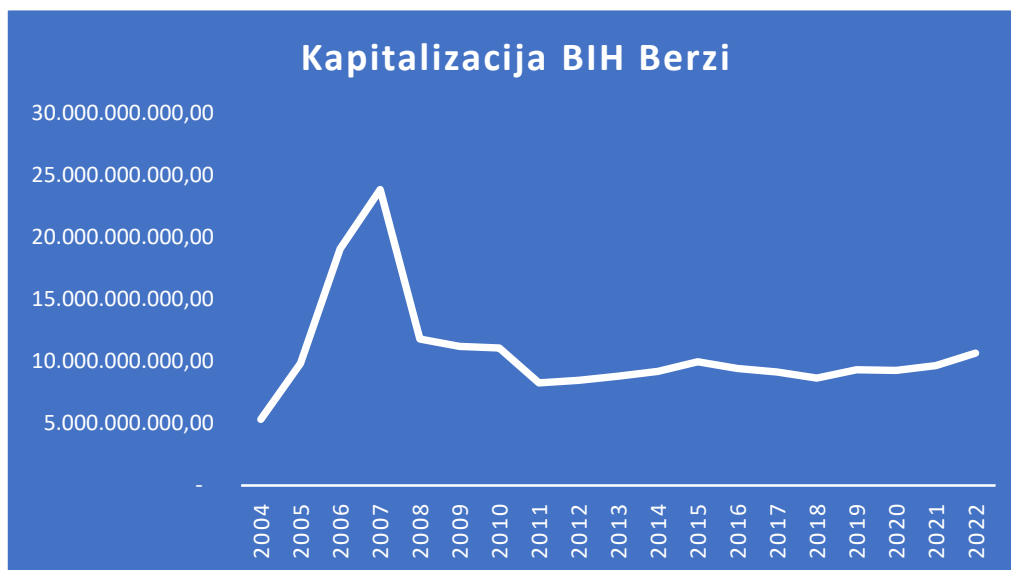


Izvor: kreacija autora

Na osnovu podataka vidimo da je došlo do rasta prometa sve do 2006. godine kada je promet dostigao 1.549.430.356 KM nakon čega slijedi nagli pad tokom finansijske krize 2008. godine. Poslije toga dolazi do kontinuiranog rasta prometa sve do 2014. godine kada je bio na svom vrhuncu i iznosio 1.845.773.390 KM. Poslije toga dolazi slijedi period u kojem je bilo i padova i porasta, sve do naglog pada 2022. godine kada je promet iznosio 484.810.206 KM što je najniže u posljednjih 13 godina.

Grafikon 6. prikazuje ukupnu kapitalizaciju na dvije bosanskohercegovačke berze u istom posmatranom periodu.

Grafikon 6. Kapitalizacija BiH berzi



Izvor: kreacija autora

Na osnovu grafikona vidimo da je kapitalizacija od 2004. do 2007 godine bila u naglom porastu kada je dostigla svoj vrhunac od 23.868.138.492 KM na obje berze u Bosni i Hercegovini. Nakon toga slijedi drastičan pad kapitalizacije koja je u narednom periodu uglavnom bila na sličnom nivou, te je u 2022. godine iznosila 10.690.511.943 KM.

4.4. Komparacija berzi

Nakon predstavljanja sve tri berze, bit će urađena njihova komparacija. Prije svega će biti urađeno poređenje berzi na osnovu prometa što je prikazano u tabeli 1.

Tabela 1. Poređenje prometa na berzama (u milionima EUR)

Godina	BiH	Češka	Slovenija
2004	246,30	12.625,39	1.660,69
2005	481,46	26.339,40	403,48
2006	714,46	32.406,53	996,50
2007	792,21	40.280,66	232,28
2008	336,23	34.031,18	75,65
2009	202,10	18.654,87	876,15

2010	273,11	15.623,39	469,69
2011	259,33	14.887,03	454,06
2012	384,20	10.157,38	358,60
2013	425,51	7.142,97	389,99
2014	603,71	6.556,79	686,32
2015	943,73	7.000,41	393,06
2016	636,35	6.964,46	333,68
2017	491,98	5.871,13	347,44
2018	388,87	6.140,98	337,32
2019	596,14	4.886,04	329,51
2020	473,86	5.432,21	400,94
2021	516,71	6.246,47	379,96
2022	247,88	7.308,22	430,93

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezultata možemo vidjeti da češka berza ima apsolutnu dominaciju. Slovenska i bosanskohercegovačka berza imaju približne vrijednosti u skoro svim godinama, iako bosanskohercegovačka berza ima uglavnom veće promete u zadnjih 10 godina.

Nakon toga potrebno je uporediti berze na osnovu kapitalizacije. Rezultati su prikazani u tabeli 2.

Tabela 2. Poređenje kapitalizacije na berzama (u milionima EUR)

Godina	BiH	Češka	Slovenija
2004	2.730,93	26.160,35	9.675,90
2005	5.038,91	37.893,92	6.696,60
2006	9.764,91	49.076,05	11.513,08
2007	12.203,59	56.656,01	19.740,00
2008	6.036,83	32.618,66	15.617,00
2009	5.732,45	41.147,21	19.200,92

2010	5.669,66	43.489,78	20.132,72
2011	4.235,32	32.929,26	19.252,08
2012	4.342,19	37.060,93	17.578,10
2013	4.513,40	36.389,96	19.074,60
2014	4.706,85	35.824,02	23.734,20
2015	5.105,57	35.995,59	24.168,58
2016	4.828,95	35.713,15	26.117,07
2017	4.680,57	41.107,39	29.660,70
2018	4.435,84	445.059,40	33.365,64
2019	4.780,00	463.854,29	34.966,63
2020	4.746,86	460.085,90	40.883,98
2021	4.946,07	531.245,67	44.190,17
2022	5.465,97	669.621,82	44.407,36

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezultata, vidimo da i u ovom segmentu Češka Republika prednjači jer njena berza ima mnogo veću tržišnu kapitalizaciju. Kada se uporede Slovenija i Bosna i Hercegovina, vidimo da u ovom slučaju Slovenija ima mnogo veću kapitalizaciju.

5. ULOGA BERZE U EKONOMSKOM RASTU

5.1. Likvidnost

Likvidnost se odnosi na mogućnost trgovine velikim količinama dionica uz minimalan uticaj na cijenu, trošak i kašnjenje. Likvidnost ima više dimenzija, uključujući čvrstoću, neposrednost, dubinu, širinu i otpornost, koje se ne mogu sve obuhvatiti jednom mjerom. Viši nivoi nelikvidnosti predstavljaju veće rizike i potencijalne gubitke za investitore zbog volatilnosti cijena. Na nelikvidnim tržištima velike transakcije mogu uzrokovati značajne promjene cijena, što dovodi do većih gubitaka i ometa razvoj tržišta dionica smanjenjem priliva kapitala. Nasuprot tome, preduzeća mogu smanjiti troškove kapitala povećanjem likvidnosti svojih dionica. Bolje razumijevanje dinamike likvidnosti pomaže menadžerima fondova da osmisle poboljšane strategije trgovanja (Kumar i Misra, 2015).

Likvidnost je fundamentalni koncept u finansijama, definisan kao mogućnost brze kupovine ili prodaje velike količine imovine po niskoj cijeni. Većina modela ravnotežne cijene

imovine zanemaruje aspekte trgovanja, zanemarujući vrijeme i troškove koji su uključeni u pretvaranje gotovine u finansijsku imovinu ili obrnuto. Međutim, nedavne finansijske krize su pokazale da tržišni uslovi mogu postati ozbiljni, što dovodi do smanjene ili čak nepostojeće likvidnosti. Ovi šokovi likvidnosti mogu značajno uticati na cijene imovine. Utvrđeno je da su očekivani prinosi na dionice povezani sa rizikom likvidnosti u različitim sredstvima (Chordia, Sarkar i Subrahmanyam, 2005).

Likvidnost berze je ključna karakteristika koja osigurava nesmetan rad tržišta, dok njeno odsustvo uzrokuje nestabilnost tržišta. Likvidnost se može opisati kao sposobnost tržišta da brzo rukuje velikim količinama vrijednosnih papira uz niske troškove izvršenja, bez značajnog uticaja na cijene vrijednosnih papira. Može se također definisati i kao prisustvo voljnih kupaca i prodavaca spremnih da trguju vrijednosnim papirima po datoj cijeni bez odlaganja. Tržišna likvidnost je od vitalnog značaja za trgovce jer utiče na njihove prinose i pomaže u razvoju strategija trgovanja. Postoji značajna veza između tržišne likvidnosti i prinosa dionica. Promjene nivoa likvidnosti također utiču na odluke o ulaganju. Osim toga, likvidnost utiče na cijenu kapitala poslovnih firmi i vrijednost preduzeća poboljšanjem korporativnog upravljanja. Pored toga, likvidnost je važna za širu ekonomiju. Niska likvidnost tokom kriza može ometati ekonomski rast. Likvidnost tržišta odražava sposobnost tržišta da izdrži ekonomske krize ili šokove zbog čega se likvidnost smatra ključnim indikatorom za predviđanje budućeg stanja privrede (Naik i Reddy, 2021).

Likvidnost je ključni faktor u određivanju cijena imovine. U početku se istraživanje likvidnosti fokusiralo na pojedinačna finansijska sredstva, ali je vremenom postalo jasno da likvidnost, zajedno sa ostalim determinantama tržišne mikrostrukture, dijeli zajedničke osobine koje utiču na različite klase imovine. Ova spoznaja je podstakla studije da se istraže efekti i determinante ukupne likvidnosti tržišta dionica i da se likvidnost na cijelom tržištu inkorporira u modele određivanja cijene imovine. Od tada je likvidnost na cijelom tržištu prepoznata kao ključni element za dobro funkcioniranje tržišta i vodeći pokazatelj realne ekonomske aktivnosti (Abudy, 2020).

Odnos između likvidnosti i performansi kompanija bio je značajna tema proučavanja u finansijskoj ekonomiji, ispitujući kako likvidnost utiče na performanse i kako performanse utiču na likvidnost. Kako navode Fang, Noe i Tice (2009), različite teorije objašnjavaju mehanizme putem kojih likvidnost utiče na performanse, sa primarnim fokusom na operativni učinak i uzročne teorije zasnovane na agencijama. Teorije zasnovane na agencijskom konceptu sugeriraju da veliki investitori prate kompanije i trgovinu na osnovu porasta cijena koju stvaraju njihove aktivnosti praćenja. Ove teorije tvrde da likvidna tržišta dionica olakšavaju efektivno korporativno upravljanje, a ne ometaju ga. Kada je kompenzacija menadžmenta vezana za trenutne cijene dionica, povećana likvidnost povećava cijenu oportunističkog ponašanja omogućavanjem informisane prodaje. Ove teorije predviđaju da je uticaj likvidnosti na performanse proporcionalan obimu sukoba agencija unutar firme. Suprotno tome, teorije koje nisu zasnovane na agencijama predlažu da likvidnost može poboljšati tokove gotovine firme čak i u odsustvu sukoba između agencija. Likvidnost privlači informisane investitore, čineći cijene informativnijim za

zainteresovane strane, što je posebno vrijedno u situacijama sa krhkim odnosima sa zainteresovanim stranama ili visokom neizvjesnošću novčanih tokova. Informisani trgovci razmatraju uticaj svojih trgovina na ponašanje menadžera, trgujući agresivnije kako bi cijene bile informativnije. Ova povratna sprega poboljšava operativne performanse i ublažava finansijska ograničenja, na kraju poboljšavajući performanse firme. Osim toga, likvidnost, olakšavanjem informisanog trgovanja, može smanjiti menadžersku kratkovidost. Likvidnost, iako omogućava kupovinu dionica od strane vanjskih aktivista, također omogućava trenutnim vlasnicima blokova koji bi mogli biti aktivisti da izađu. Također može doći do trgovanja negativnim povratnim informacijama, gdje informisani investitori iskorištavaju likvidnost sa strategijama kratke prodaje koje negativno utiču na performanse firme. I teorije zasnovane na agenciji i teorije zasnovane na povratnim informacijama koncentrišu se na to kako likvidnost utiče na performanse poslovanja. Međutim, likvidnost također može uticati na vrijednost firme promjenom diskontne stope. Ako marginalni investitor cijeni likvidnost nelikvidne dionice trebale bi se trgovati uz diskont, što ukazuje na pozitivan odnos između likvidnosti dionica i mjera učinka zasnovanih na tržišnim cijenama. Likvidnost bi u tom slučaju mogla djelovati kao indikator raspoloženja, gdje su dionice visoke likvidnosti precijenjene i stoga imaju niže buduće očekivane prinose.

5.2. Olakšavanje diverzifikacije rizika

Diverzifikacija je ključna strategija ulaganja, koja ima za cilj minimiziranje rizika alokacijom investicija na različite finansijske instrumente, industrije i druge kategorije. Berza igra ključnu ulogu u ublažavanju rizika diverzifikacije nudeći širok spektar mogućnosti ulaganja. Ulaganjem u različite dionice iz različitih sektora, geografskih lokacija i tržišne kapitalizacije, investitori mogu ublažiti uticaj negativnih kretanja u bilo kojoj pojedinačnoj investiciji ili sektoru. To je zato što na performanse dionica često utiču različiti faktori, a loš učinak u jednom sektoru može biti nadoknađen boljim učinkom u drugom. Nadalje, berza pruža pristup raznim finansijskim instrumentima kao što su fondovi kojima se trguje na berzi i zajednički fondovi, koji su inherentno diversifikovani i na taj način smanjuju potrebu investitora za individualnom diversifikacijom. Dobro diverzifikovan portfolio dionica može značajno smanjiti nesistematski rizik, a to je rizik povezan sa pojedinačnim dionicama ili sektorima. Zbog toga, ogromna i raznolika ponuda berze čini je efikasnim alatom za investitore koji žele da upravljaju i smanje rizik diverzifikacije (Elton i Gruber, 1997).

Diverzifikacija portfolija uključivanjem različitih dionica može značajno smanjiti rizik. Konkretno, dobro diverzifikovan portfolio međunarodnih dionica upola manje rizičan od dobro diverzifikovanog portfolija dionica u SAD-u. Ovaj nalaz je u skladu sa Markowitzovom modernom teorijom portfolija iz 1952. godine, koja tvrdi da kombinovanje sredstava sa korelacijom koja je manje od savršenog može smanjiti rizik portfolija, mjereno standardnom devijacijom, bez nužnog smanjenja prinosa. Ovaj princip se široko primjenjuje u praksi za kreiranje popularnih globalnih dioničkih portfelja, kao što su različiti S&P Global, FTSE i MSCI sektorski/regionalni indeksni fondovi (Solnik, 1974).

Značajan dio novije literature dalje podržava prednosti međunarodne diverzifikacije kapitala. Postoje značajne prednosti diversifikacije za investitore koji prelaze sa domaće strategije na međunarodnu koja uključuje globalnu industriju ili portfolije dionica u zemlji. Međunarodna diverzifikacija portfolija korisna je za investitore, čak i kada finansijska tržišta postaju integriranija. Investitori mogu smanjiti svoj ukupni rizik portfelja diverzifikacijom u dionice sa drugih tržišta. Miješanje S&P Europe 350 indeksa s indeksima pojedinačnih zemalja može poboljšati profil rizika i povrata (Hsu, 2011).

5.3. Produkcija informacija

Berza funkcioniše kao agregator informacija tokom procesa formiranja cijena dionica, inkorporirajući i javne i privatne informacije u cijene. Informativne cijene dionica daju vrijedan uvid u napore menadžera, omogućavajući bolje strukturiranje menadžerskih poticaja. Osim toga, informativne cijene dionica signaliziraju potrebu za poboljšanim korporativnim upravljanjem finansijskim tržištima, dodatno motivirajući menadžere da djeluju u interesu dioničara. Efikasnost mehanizama korporativnog upravljanja, kao što su pritisak institucionalnih investitora i tržište korporativne kontrole, zavisi od poslovanja na berzi. Zbog toga postoji visok uticaj korporativnog upravljanja na podsticaje izvršne vlasti kroz institucionalno praćenje investitora (Kang i Liu, 2008).

Prema Vlastakis i Markellos (2012), između toka informacija i finansijskih tržišta je dobro uspostavljen odnos. Smatra se da su mjere tržišne aktivnosti, kao što su volatilnost prinosa i obim trgovanja, direktno povezane sa stopom pristizanja informacija. Istraživanja pokazuju značajan odnos između protoka informacija i obima trgovanja, ali slabiji odnos prema volatilnosti.

Holmstrom i Tirole (1993) bili su pioniri u integraciji formiranja cijena dionica s optimalnim dizajnom ugovora o kompenzaciji. Pokazali su da cijena dionica preduzeća uključuje informacije o učinku koje nisu vidljive iz podataka o profitu, što je ključno za strukturiranje menadžerskih poticaja. U njihovom modelu, tržište dionica služi kao vanjski mehanizam nadzora za usklađivanje interesa menadžera s interesima dioničara. Špekulanti, koristeći trgovce likvidnošću, inkorporiraju privatne informacije u cijene dionica kroz trgovanje, čime se poboljšava informativnost cijene dionica i omogućava efikasnije menadžerske ugovore. Holmstrom-Tirole model sugerira da je osjetljivost na plate kod menadžerske naknade veća kada su špekulantski signali precizniji ili kada postoji više trgovanja likvidnošću. U njihovom modelu, koncentracija vlasništva utiče na likvidnost tržišta, utičući na informativnost cijena dionica i osjetljivost na plate. Osim toga, volatilnost cijena dionica u ovom modelu ukazuje na preciznost informiranog trgovanja, sugerirajući da volatilnija cijena dionica podrazumijeva likvidnije i informativnije tržište, poboljšavajući praćenje tržišta dionica. Ovo je istraženo u istraživanju kompenzacija izvršnih direktora, često u kontekstu odnosa rizika i poticaja, s mješovitim nalazima.

5.4. Nadgledanje menadžera i vršenje korporativne kontrole

Nadgledanje menadžera od aktivnih stakeholdera je ključno za veće kompanije, naročite one koje se bave složenim strategijama poput proširenja kapaciteta, istraživanja i razvoja ili razvoja proizvoda, koje ne mogu otkriti javnim dioničarima. Raznovrsno poslovanje takvih firmi također ometa efikasno spoljno praćenje. Iako je tržište korporativne kontrole donekle nadoknadilo pad aktivnog držanja dionica, s dokazima koji pokazuju povećano institucionalno držanje dionica i nadzor od strane Wall Streeta, ono nije tako učinkovito kao aktivno držanje dionica. Povećana likvidnost pomaže jer omogućava jeftiniju montažu blokova dionica od strane stručnjaka za preuzimanje, ali to ne odgovara praćenju i disciplini koju pružaju aktivni dioničari. Nezatražene tenderske ponude, ograničene potrebom da se oslanjaju na javne podatke i prikupljaju sredstva po dogovoru, ograničene su u svojoj djelotvornosti i prijete samo malom broju firmi (Bhide, 1993).

Za vršenje korporativne kontrole obično se koristi tehnika preuzimanja. Međutim, postoje mnoge negativne implikacije ove metode. Dokazi sa berzi većih zemalja pokazuju da tržišta često favorizuju veće firme u odnosu na manje, bez obzira na profitabilnost. Osim toga, preuzimanje povećava špekulacije na berzama. Kako bi se poboljšala korporativna kontrola zemlje se trebaju fokusirati na unapređenje sistema vodeće banke. Ovakav sistem nudi prednosti kao što su niži transakcioni troškovi i bolje rukovanje asimetričnim informacijama i agencijskim troškovima u odnosu na berzu (Singh, 1998).

Prema Deakin i Singh (2009), postoji neefikasnost tržišta korporativne kontrole u naprednim zemljama poput Velike Britanije i SAD. Istraživanja pokazuju da preuzimanja ne nagrađuju dosljedno dobar učinak ili kažnjavaju loš učinak, često dajući prednost većim firmama u odnosu na manje, efikasnije. Uz to, preuzimanja mogu potaknuti kratkoročnost i špekulativnu trgovinu, nagrađujući finansijski inženjering u odnosu na istinske poduzetničke napore. Proces je opisan kao bučan, proizvoljan i često nasumičan. Ova pitanja su pogoršana u zemljama u razvoju zbog regulatornih deficita i nezrelih tržišta dionica. Kao rješenje preporučuje se da zemlje u razvoju koriste isplativije i pouzdanije metode za upravljanje korporativnim promjenama umjesto da se oslanjaju na proces berze.

5.5. Mobiliziranje kapitalnih resursa

Mobilizacija resursa može biti za kratkoročne ili dugoročne potrebe, u zavisnosti od različitih zahtjeva preduzeća i pojedinaca u privredi. Posrednici na tržištu kapitala kao što su osiguravajuća društva, kompanije za stambeno finansiranje, penzioni fondovi i investicioni fondovi igraju ključnu ulogu u mobilizaciji štednje i finansiranju dugoročnih investicija. Oni sa viškom sredstava mogu izabrati da pozajmljuju ili investiraju, pri čemu zajmodavci primaju fiksne prinose, a investitori dijele profit. Efikasna berza je od suštinskog značaja za održiv ekonomski rast, efikasno korištenjem oskudnog kapitala. Vlade to mogu podržati kroz akcije poput privatizacije putem berze, dok bi regulatorna tijela trebala promovisati aktivnosti na berzi u svim privrednim sektorima. Finansijski sektor je od

vitalnog značaja za obezbjeđivanje i kratkoročnog i dugoročnog finansiranja, ključnog za zadovoljavanje dugoročnih potreba za investicijama u oblastima kao što su infrastruktura, nekretnine, istraživanje i razvoj i novi poduhvati (Gasimova, 2018).

Mobilizacija resursa postaje sve važnija za ekonomski razvoj jer je pristup stranim resursima postao izazovniji zbog globalne finansijske krize i recesije. Razvojna ekonomija se dugo fokusirala na mobilizaciju domaćih resursa. Za održivi rast, neophodno je efikasno mobilisati i alocirati sredstva, omogućavajući preduzećima i privredi da optimalno iskoriste svoje resurse. Berza igra vitalnu ulogu u promovisanju efikasnosti u formiranju i alokaciji kapitala. Pomaže vladi i industriji da prikupe dugoročni kapital za nove projekte i za proširenje i modernizaciju industrijskih i komercijalnih poduhvata. Berza kao ključna komponenta tržišta kapitala značajno doprinosi formiranju kapitala mobilizacijom dugoročne štednje za finansiranje dugoročnih investicija, nudeći preduzetnicima kapital u obliku vlasničkog ili kvazi-vlasničkog kapitala. Služi kao centralno središte tržišta kapitala, podstičući šire vlasništvo nad proizvodnim sredstvima i povećavajući tržišnu efikasnost kroz konkurentne cijene. Međutim, tržišta kapitala u zemljama u razvoju generalno su imala loš učinak u mobilizaciji kapitala za ekonomski razvoj (Agu, Nwankwo i Onwuka, 2017).

Dugoročno finansiranje je neophodno za pokriće i trajnog dijela obrtnih sredstava kompanije i njenog obrtnog kapitala. U uspostavljenim tržišnim ekonomijama, investicioni projekti se uglavnom finansiraju iz internih sredstava, posebno iz amortizacije. Jedan od najtežih izazova na berzi je odlučivanje kada prodati ulaganja zbog fluktuacija na tržištu. Investitori se često bore sa strahom tokom pada na tržištu ili se predugo zadržavaju na dionicama u padu, nadajući se povratku. Ne postoje definitivne smjernice za odabir između dugoročnog i kratkoročnog ulaganja, jer svako ima svoje prednosti i nedostatke. Dugoročne investicije obično traju godine, često decenije, da pokažu profit i relativno su niskog rizika, radeći tako što se početni iznosi objedinjuju u značajnu dobit tokom vremena. Uspjeh u postizanju glavne ekonomske politike i dugoročnih finansijskih ciljeva zahtijeva efikasnu mobilizaciju finansijskih resursa i proširenu formaciju kapitala (Gasimova, 2018).

Glavni ciljevi svake politike mobilizacije finansijskih sredstava trebali bi biti (Gasimova, 2018):

- Pomoći u povećanju bruto domaće stope štednje mijenjanjem nepotrebnih i neprikladnih obrazaca potrošnje.
- Podsticati okruženje koje usmjerava investicije prema proizvodnim sektorima, sa ciljem značajnog povećanja stope rasta ukupnih investicija kao što je unaprijed određeno.
- Osigurati stalnu opskrbu finansijskim sredstvima u potrebnim količinama za podršku neprekidnim i održivim razvojnim aktivnostima.
- Efikasno mobilisati unutrašnje resurse i osigurati optimalno korištenje strane pomoći.
- Koristiti interne i eksterne resurse na komplementaran način, uzimajući u obzir njihove međusobne odnose.

Striktna kontrola nad upravljanjem firmom od strane berzi pozitivno utiče na investicione odluke i prinose firmi. U zemljama u razvoju vlasničko i dužničko finansiranje je komplementarno, a ne zamjensko. Berza poboljšava alokaciju resursa i kapitalnu produktivnost pribavljanjem informacija o firmama. Integracija međunarodnog tržišta dionica povećava diverzifikaciju rizika, povećavajući stope štednje i ulaganja. Kompanije preferiraju tržišta kapitala za eksterno finansiranje. Diverzifikacija rizika kroz integrisane berze olakšava mobilizaciju resursa i rast. Berze koje dobro funkcionišu ubrzavaju ekonomski rast. Berza može udružiti resurse za velike projekte, mobilizirajući štednju i podstičući investicije. Sa visokim kamatnim stopama koje tradicionalno bankarsko finansiranje čine skupim, tržište kapitala je održiva alternativa za dugoročno finansiranje rasta. Berze pospješuju ekonomski razvoj povećanjem likvidnosti kapitalnih investicija, efikasno prikupljanjem resursa kroz dionički kapital ili dug od javnosti. Berza koja dobro funkcioniše je jedna od pet ključnih komponenti za ekonomski rast. Ostale komponente uključuju zdrave javne finansije i upravljanje dugom, stabilne monetarne sisteme, razne domaće i međunarodne banke i centralnu banku za stabilizaciju domaćih finansija i upravljanje međunarodnim odnosima (Yadav i Sangwan, 2019).

5.6. Transmisioni put za monetarnu politiku

Važan izazov u mjerenju efekta monetarne politike na berzu je pravilno identifikovanje same monetarne politike. Prema Ehrmannu i Fratzscheru (2004) mnoge studije koriste promjene tržišnih ili zvaničnih kamatnih stopa kao zamjenu za monetarnu politiku, ali na ove mjere mogu uticati uslovi poslovnog ciklusa i druge ekonomske varijable, potencijalno zbunjujući rezultate. Postoje značajne razlike u tome kako su prinosi dionica, posebno onih malih firmi, odgovorili na šokove monetarne politike od 1953. do 1990. Istraživanja pokazuju da su tržišta dionica u 16 industrijaliziranih zemalja odgovorila i na lokalnu i na američku monetarnu politiku. Glavno ograničenje korištenja VAR modela je pristrasnost endogenosti, gdje monetarna politika reaguje na kretanja na berzama, što dovodi do dvosmjerne uzročnosti između kamatnih stopa i cijena dionica. Ova endogenost unosi značajnu pristrasnost u empirijske procjene. Da bi se preciznije identifikovali šokovi monetarne politike, nekoliko studija je koristilo metodologije proučavanja događaja sa podacima sa većom učestalošću, kao što su dnevna posmatranja. Na osnovu njih je otkriveno da su promjene stope federalnih fondova značajno uticale na cijene dionica u SAD u dane kada su se te promjene dogodile, posebno u periodu 1974-1979 i 1987-1994.

Centralna banka koja vodi anticikličnu monetarnu politiku može uzrokovati pad cijena dionica kao odgovor na očekivani pad ekonomske aktivnosti. Kada se prihod vlade smanji zbog niže ekonomske aktivnosti, ona ostvaruje deficit, koji, ako ga monetizira centralna banka, povećava inflaciona očekivanja. Ovo dovodi do negativnog odnosa između prinosa na dionice i očekivane inflacije, pri čemu prinosi dionica potencijalno uzrokuju inflaciju. Monetarne vlasti umjesto toga slijede procikličnu politiku, a može se uočiti pozitivan odnos između inflacije i prinosa na dionice. Tokom kontracikličkih perioda negativan odnos

između inflacije i realne aktivnosti objašnjava negativnu vezu između realnih prinosa na dionice i različitih mjera inflacije.

Prinosi na dionice i neočekivane promjene inflacije i očekivane inflacije povezani pod različitim režimima monetarne politike. Otkrio je da je pod ciljanjem ponude novca, odnos između ponude novca i ekonomske aktivnosti slab, što dovodi do minimalnog utjecaja na negativan odnos prinosa dionica i inflacije koji sugerira Famina "proxy hipoteza". Suprotno tome, aktivistička politika kamatnih stopa može ili ojačati ili preokrenuti ovaj negativni odnos u zavisnosti od toga da li je politika kontraciklična ili prociklična. Koristeći poslijeratne podatke iz SAD-a, Kanade, Ujedinjenog Kraljevstva i Njemačke, Kaul je primijetio da je negativna veza između prinosa dionica i promjena u očekivanoj inflaciji bila izraženija tokom režima kamatnih stopa zbog jakih kontracikličkih politika centralnih banaka. U zemljama sa jednim tipom političkog režima, odnos je ostao nepromijenjen (Di Giovanni i Hale, 2022).

Graham (1996) je analizirao odnos realnog prinosa dionica i inflacije identificirajući tačke prekida u podacima od 1953. do 1990. godine, podijelivši period na tri potperioda. Otkrio je pozitivnu vezu između prinosa dionica i inflacije od 1976. do 1982. i negativnu vezu u drugim periodima. Grahamova analiza je pokazala da je monetarna politika bila neutralna tokom perioda sa negativnim odnosom prinosa i inflacije i kontraciklična tokom perioda sa pozitivnim odnosom.

5.7. Efikasnost berze i ekonomski rast

Berze igraju centralnu ulogu u finansijskim sistemima, djelujući kao kanal za pretvaranje štednje u finansiranje poslovanja. Teoretski, berze mogu ubrzati ekonomski rast mobilizacijom domaće štednje, poboljšanjem kvantiteta i kvaliteta ulaganja i povećanjem privlačnosti štednje kroz veće prinose. Efikasne berze olakšavaju fer konkurenciju među korporacijama i povećavaju efikasnost ulaganja. Berze imaju razne vitalne funkcije izvan svoje uloge u ekonomiji. One omogućavaju da dugoročne investicije finansiraju pojedinci koji možda žele fleksibilnost da povlače sredstva kada je to potrebno. Pored toga, berze povećavaju efikasnost finansijskog sistema podstičući konkurenciju između različitih finansijskih instrumenata, što dovodi do većeg prinosa za štediše i nižih troškova zaduživanja kompanija. One također mogu dovesti do poboljšanja računovodstvenih i poreskih standarda jer investitori traže više informacija za poređenje korporativnih performansi, podstičući kompanije da daju transparentne informacije. Nadalje, berze promovišu disciplinu u upravljanju ekonomijom reagujući na promjene politike, posebno monetarne politike, čime se jača kredibilitet politike (El-Wassal, 2013).

Ekonomske funkcije berzi mogu se sažeti na sljedeći način (Masoud, 2013):

- Povećati dostupnost finansijskih sredstava nudeći brojne mogućnosti ulaganja kako za kreditore tako i za pojedince kroz različite kanale ulaganja.

- Pružiti finansijske informacije i projekcije o različitim finansijskim sredstvima na berzi, uključujući detalje o finansijskim uslovima kompanija, smanjujući na taj način trud, vrijeme i rizik uključen u pristup ovim informacijama.
- Ponuditi likvidnost vlasnicima različitih finansijskih sredstava.
- Podržati razvoj različitih metoda finansiranja (kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih) za projekte.

Berza igra ključnu ulogu u privredi omogućavajući transfer sredstava od pojedinaca koji imaju višak kapitala i nedostatak mogućnosti investiranja na one koji imaju prilike za investiranje. Ovo olakšava povećanje proizvodnje, ekonomsku efikasnost i bolji društveni prosperitet. Finansijski posrednici kao što su komercijalne banke, štedionice, investicione banke, specijalizovane kreditne institucije, osiguravajuća društva i penzioni fondovi djeluju kao posrednici u ovom procesu. Ove institucije prenose sredstva sa zajmodavaca na zajmoprimce pristupajući sredstvima kroz stvaranje duga (kao što su depoziti), a zatim ulažu ta sredstva u različite investicione instrumente kao što su dionice i obveznice (Masoud, 2013).

U svakoj ekonomiji, berza je ključna komponenta finansijskog sistema. Ona usmjerava investicije javnih i privatnih subjekata u profitabilne projekte, efikasno mobilize štednju i redistribuira finansijska sredstva među pojedincima, korporacijama i vladama. Tokom protekle decenije, značaj berze je značajno porastao, a nacionalni rast sada u velikoj mjeri zavisi od tržišta dionica. Dobro uspostavljeno finansijsko tržište i tržište kapitala može stimulirati ekonomski rast promoviranjem razvoja tržišta kapitala i instrumenata zaštite, povećanjem štednje, poboljšanjem alokacije resursa i smanjenjem troškova transakcija i informacija (Omar *et al.*, 2022).

Brojni faktori su doveli finansijska tržišta do izražaja od 1990-ih u mnogim zemljama širom svijeta. To uključuje veće uključivanje privatnog sektora u ekonomske aktivnosti, brz napredak u tehnologiji koja omogućava brži pristup finansijskim informacijama, poboljšanja metoda komunikacije i pojavu inovativnih finansijskih instrumenata. Pored toga, novo zakonodavstvo koje promoviše slobodu trgovine i kretanje kapitala odigralo je ključnu ulogu u jačanju značaja tržišta dionica, nudeći značajne puteve za ekonomsku ekspanziju. Posljednjih godina došlo je do značajnog porasta u uspostavljanju i rastu tržišta dionica širom svijeta, potaknut različitim motivima kao što su isplativo finansiranje i značajan doprinos nacionalnim tržištima kapitala. Ovaj trend je evidentan u mnogim zemljama. I teorijske analize i empirijske studije naglašavaju značajnu ulogu berze kako u naprednim tako i u ekonomijama u razvoju. Postoji značajna korelacija između ekonomskih varijabli i rasta, obuhvatajući kvantitativne mjere kao što su koeficijenti tržišne kapitalizacije koji su pozitivno povezani sa realnim BDP-om po glavi stanovnika, tržišna likvidnost naznačena obimom trgovanja i prometom, koji također pozitivno koreliraju s rastom. Suprotno tome, volatilnost tržišta pokazuje negativnu, iako beznačajnu, korelaciju sa realnim rastom BDP-a po glavi stanovnika. Kvalitativni aspekti kao što su institucionalni razvoj, otvorenost

portfolija u inostranstvu i standardi finansijskog otkrivanja takođe igraju ključnu ulogu u oblikovanju uticaja tržišta akcija na ekonomski rast (Masoud, 2013).

Većina empirijskih studija otkrila je pozitivnu vezu između finansija i ekonomskog rasta, pri čemu su i bankarski sektor i berza pokazali korisne uticaje kada se analiziraju odvojeno. Konkretno, ekonomije sa razvijenijim berzama imaju tendenciju da rade bolje od onih sa sistemima usmjerenim na banke. Ovaj rad naglašava važnost tržišta kapitala, naglašavajući da suviše dominantan bankarski sektor može stvoriti nestabilan finansijski i ekonomski sistem. Dok se mnoge studije fokusiraju na empirijska istraživanja kako bi se ispitala veza između berze i ekonomskog rasta, često zanemaruju fundamentalne mehanizme i ograničenja razvoja berze. Kao rezultat toga, omjeri sekundarnog tržišta u zemljama u tranziciji ne odražavaju tačno stanje primarnog tržišta. Stoga, snažni indikatori sekundarnog tržišta bez novih emisija vrijednosnih papira ne mogu potaknuti ekonomski rast, uprkos empirijskim dokazima koji ukazuju na pozitivan odnos (Njemcevic, 2016).

Postoji sve veći interes investitora na razvijenim tržištima za ulaganje u tržišta u razvoju, pri čemu neke velike investicione banke preporučuju alokaciju dijela portfolija na tržišta u razvoju. Postoji važnost efikasnog funkcionisanja finansijskih tržišta kako bi se osiguralo da zemlje u razvoju imaju koristi od ovog priliva kapitala. Efikasnost na finansijskim tržištima podrazumijeva fer cijene sigurnosti, čineći portfolio ulaganja privlačnijima i stranim i domaćim investitorima. Ova pravičnost može podstaći domaće investicije, neophodne za podsticanje ekonomskog rasta. Efikasna tržišta također olakšavaju alokaciju kapitala, osiguravajući finansiranje važnih projekata, što dovodi do većeg ekonomskog rasta. Uz to, efikasnost omogućava manjim firmama da uspješno pristupe tržištima kapitala, omogućavajući rizičnom kapitalu da podstakne rast kroz inicijalnu javnu ponudu, kao što se vidi u Sjedinjenim Državama (Bekaert i Harvey, 1998).

Razvoj berze je ključni indikator koji utiče na ekonomski rast. Različite klasične teorije, poput onih Ricarda, Smitha, Keynesa, Solowa, Swan-a i Barroa, potvrdile su važnost kapitala za ekonomski rast. Neoklasična teorija rasta također naglašava uloge radne snage i tehnologije, dok i keynesijanska i endogena teorija rasta naglašavaju značajan utjecaj vladinih politika na ekonomski rast. Međutim, uobičajeno ograničenje u ovim teorijama je nedostatak razmatranja uloge tržišta dionica. Brojne empirijske studije istraživale su odnos između finansijskog razvoja i ekonomskog rasta. Većina studija izvještava o pozitivnom uticaju finansijskog razvoja na ekonomski rast, ali se često fokusiraju samo na bankarski sektor, a ne na berzu. Međutim, razvoj berzi omogućava efikasnu akumulaciju i alokaciju kapitala, koji su ključni za ekonomski rast. Čak ni kreditno tržište ne može dobro funkcionisati bez berze. Pozitivan uticaj razvoja berze na privredni rast potkrijepljen je brojnim studijama koje pokazuju da omogućava efektivnu akumulaciju kapitala, smanjuje rizike ulaganja i podiže likvidnost. Međutim, uticaj razvoja berzi na ekonomski rast može zavisiti od različitih faktora, uključujući pravne i društvene uslove, skupove podataka, varijable i analize (Bui i Doan, 2021).

6. PREGLED ISTRAŽIVANJA O UTICAJU BERZE NA EKONOMSKI RAST

Postoje mnoga istraživanja koja su se bavila tematikom uticaja berze na ekonomski rast širom svijeta. U ovom poglavlju će biti predstavljena neka od navedenih istraživanja iz relevantnih naučno-istraživačkih radova. Mnogi od navedenih radova su potvrđivali vezu između berze i ekonomskog rasta, dok je bilo i onih koji su je odbacivali. U ovom pregledu istraživanja će prije svega biti analizirana i predstavljena istraživanja koja su potvrdila vezu između berze i ekonomskog rasta, nakon čega će biti analizirana ona koja su odbacila takvu vezu.

Istraživanje koje su proveli Har, Ee i Tan (2008) procjenjivalo je berzu kao vodeći ekonomski indikator i istraživalo njenu uzročnu vezu sa ekonomijom koristeći Granger testove uzročnosti i godišnje podatke Malezije od 1977. do 2006. Rezultati ukazuju na jednosmjernu kauzalnost gdje berza uzrokuje ekonomsku aktivnost, ali ne i obrnuto. Značajne dužine kašnjenja između berzanskih fluktuacija i ekonomskih promjena su relativno kratke, a najduže su dvije godine. Studija postavlja pitanja o tome da li je ova uzročnost posljedica efekta bogatstva ili prirode berze koja je usmjerena na budućnost, sugerirajući da bi oboje mogli biti faktori. Nalazi impliciraju da rast berze predviđa ekonomski rast, što ukazuje da bi promoviranje berze moglo poboljšati ekonomski rast Malezije. Za promociju berze, predlažu se sljedeće mjere:

- Liberalizacija regulative berzanskog tržišta radi privlačenja direktnih stranih investicija, čime se povećava priliv stranih direktnih investicija i omogućava specijalizovana proizvodnja.
- Razvoj domaćeg tržišta dionica radi obezbjeđenja likvidnosti, smanjenja troškova kapitala i povećanja domaće štednje. Osiguravanje tačnih i transparentnih javnih informacija radi izgradnje povjerenja investitora.
- Poboljšanje tržišne likvidnosti kroz više usluga tržišta kapitala, kao što su tržišta derivata, kako bi se olakšala alokacija kapitala i ulaganja.

Prethodno pomenuto istraživanje pokazuje da berza pomaže u predviđanju ekonomske aktivnosti, podržavajući njenu ulogu vodećeg ekonomskog indikatora. Preporučuje se da razvoj finansijskog sektora, posebno na berzi, može stimulirati ekonomski rast kroz liberaliziranu politiku ulaganja, povećanu veličinu tržišta, bolju regulativu i makroekonomsku stabilnost.

Hossain i Kamal (2010) istraživali su dugoročnu vezu između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta u Bangladešu. Korišteni su realni dohodak po glavi stanovnika i rast BDP-a kao indikatori ekonomskog rasta, a tržišna kapitalizacija i njen odnos prema realnom BDP-u kao pokazatelji razvoja tržišta dionica. Koristeći DF, ADF i PP testove, studija pronalazi da je serija stacionarna i integrisana reda 1, što ukazuje na trajne i dugoročne efekte. Engle-

Granger i Phillips i Ouliaris testovi potvrđuju da su ove varijable kointegrirane, dijeleći isti stohastički trend. Nalazi otkrivaju dugoročni ravnotežni odnos između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta, što ukazuje na međusobnu ovisnost. Grangerova kauzalnost i Lagrangeov proizvod pokazuju značajnu jednosmjernu uzročnost od razvoja tržišta dionica do ekonomskog rasta, dok je obrnuto beznačajno. Stoga se u istraživanju zaključuje da razvoj tržišta dionica značajno utiče na ekonomski rast u Bangladešu.

Od svog osnivanja 1990. godine, kinesko tržište dionica je poraslo i zadržalo značajnu poziciju na međunarodnom finansijskom tržištu nakon skoro tri decenije razvoja. Kinesko tržište dionica je 2015. godine nadmašilo evropsko, postavši druga po veličini svjetska berza. Do 2017. ukupna tržišna vrijednost kineskih kompanija na berzi predstavljala je 11% ukupne globalne vrijednosti. Istraživanje provedeno u Kini istraživalo je uticaj likvidnosti dionica na korporativne investicije. Univarijantna regresija prvenstveno istražuje odnos između ključnih varijabli za objašnjenje i korporativnih ulaganja. Rezultati ukazuju na negativnu korelaciju između korporativnih investicija i nelikvidnosti dionica u periodu kašnjenja, naglašavajući uticaj likvidnosti dionica na korporativna ulaganja. Ovaj nalaz potvrđuje da tržište dionica utiče na realnu ekonomiju i ekonomski razvoj iz mikroekonomske perspektive (Wang i Hao, 2022).

Prema Malikhaydar (2020) berza u Azerbejdžanu je ostala nerazvijeno sve do 1998. godine zbog zastarjelih procedura iz sovjetskog doba i nedostatka razumijevanja njegove potencijalne uloge u ekonomskoj ekspanziji i privlačenju stranih investicija. Danas je Azerbejdžan u dobroj poziciji da proširi svoju berzu, olakšavajući rast malih preduzeća i startupova, te ih integrirajući u globalnu ekonomiju. Ovo istraživanje ispitivalo je vezu između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta, analizirajući ključne ekonomske pokazatelje kao što su BDP, direktne strane investicije, likvidnost berze i vrijednosti prometa od 1998. do 2016. godine koristeći statistički softver Stata. Kointegracijski test ukazuje na dugoročnu vezu između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta. Model vektorske korekcije grešaka (VECM) podržava ovu dugoročnu vezu, dok Wald test potvrđuje kratkoročne korekcije pomoću varijabli koje objašnjavaju. Grangerov test uzročnosti otkriva dvosmjernu vezu između direktnih stranih ulaganja, BDP-a i likvidnosti na berzi. Studija zaključuje da će proširenje tržišta dionica i povećanje direktnih stranih investicija imati pozitivan lančani efekat, što će dovesti do ekonomskog rasta i poboljšanja socijalnog blagostanja u Azerbejdžanu.

Istraživanje koje su proveli Jahfer i Inoue (2014) istražuje odnos između finansijskog razvoja, razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta u Japanu, fokusirajući se na period od 1974. do 2011. Koristeći kvartalne podatke od 1957. do 2011., studija koristi Augmented Dickey Fuller (ADF) test za stacionarnost, Johansenova tehnika kointegracije i model vektorske korekcije grešaka (VECM) za analizu. Finansijski razvoj se mjeri pomoću pet indikatora (omjer ponude novca i BDP-a, omjer domaćih potraživanja i BDP-a, omjer potraživanja privatnog sektora i BDP-a, omjer domaćih kredita i BDP-a, pozajmice od finansijskih institucija), dok se razvoj tržišta dionica mjeri tržišnom kapitalizacijom (MCAPGDPN). Ekonomski rast predstavlja realni BDP po glavi stanovnika (RGDPPC).

Johansenov kointegracijski test otkriva da su samo dva finansijska indikatora (omjer domaćih potraživanja i nominalnog BDP-a i omjer ponude novca i nominalnog BDP-a) kointegrirana s BDP-om, ali sve mjere pokazuju kointegraciju kada se uključi tržišna kapitalizacija. Ovo ukazuje na dugoročnu ravnotežu između finansijskog razvoja, razvoja berze i ekonomskog rasta u Japanu. Studija otkriva da finansijski i berzanski razvoj pokreću ekonomski rast, ali ne i obrnuto. Naime, razvoj berze značajno utiče na privredni rast od 1974. godine, dok od 1957. do 1974. godine nije imao presudnu ulogu. U ranijem periodu ekonomski rast je uticao na finansijski razvoj. Studija sugerira da je razvoj tržišta dionica bio ključan za ekonomski rast Japana nakon 1974. godine. Međutim, on takođe identifikuje izvjesnu dvosmjernu uzročnost u bivarijatnoj analizi, što ukazuje na potrebu za daljim sveobuhvatnim studijama sa različitim mjerama ekonomskog rasta i indikatorima finansijskog razvoja kako bi se razjasnio pravac kauzalnosti.

Studija provedena u Saudijskoj Arabiji istraživala je uzročnu vezu između prinosa na berzi i ekonomske aktivnosti koristeći različite ekonometrijske tehnike, uključujući analizu stacionarnosti, kointegracije i kauzalnosti. Cijene na berzi su ključne za ekonomiju i mogu poslužiti kao vodeći indikator ekonomskog rasta. Tradicionalne finansijske teorije sugeriraju da više cijene dionica pružaju poticaj ili stimulaciju firmama i domaćinstvima da se uključe na tržišta dionica. Studija je koristila kvartalne podatke iz Tadawul all share indexa i saudijskog nenaftnog bruto domaćeg proizvoda u rasponu od Q1 2010 do Q4 2018. Koristeći test jediničnog korijena, utvrđeno je da su varijable stacionarne. Test kointegracije otkrio je značajnu dugoročnu vezu između dvije varijable na kritičnoj vrijednosti od 5 posto, kao što je naznačeno testom tragova i testom maksimalne vlastite vrijednosti. Rezultati pokazuju da se veza održava i dugoročno i kratkoročno, s jednosmjernom kauzalnošću od razvoja berze do ekonomskog rasta u Saudijskoj Arabiji (Al Rasasi, Alsabban i Alarfaj, 2019).

U istraživanju koje je proveo Adenuga (2010) je analiziran odnos između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta u Nigeriji od 1990. do 2009. godine korištenjem metoda kointegracije i vektorske korekcije grešaka. Rad je imao za cilj da procijeni i kratkoročne i dugoročne elastičnosti i mehanizam za ispravljanje grešaka nekoliko indikatora, uključujući koeficijent tržišne kapitalizacije, koeficijent ukupne vrijednosti trgovanih dionica, koeficijent prometa, tokove kapitala, makroekonomsku stabilnost, razvoj bankarskog sektora i omjer investicija na ekonomski rast. Istraživanje je potvrdilo da razvoj berze promovise ekonomski rast u Nigeriji, pri čemu sva tri berzanska indikatora pokazuju pozitivan i značajan odnos sa ekonomskim rastom. Uslovi za ispravku grešaka ukazivali su na umjerenu brzinu prilagođavanja ravnoteži kako za koeficijent tržišne kapitalizacije (53,4%) tako i za koeficijent vrijednosti trgovanih dionica (58,8%). U dokumentu se preporučuje održavanje institucionalnih i regulatornih reformi na finansijskom tržištu kako bi se povećalo povjerenje i učešće investitora, čime bi se poboljšao učinak na berzi u Nigeriji. Mjere SEC-a, kao što su novi kapitalni zahtjevi za tržišne operatere i odobrenje novih smjernica, viđene su kao pozitivni koraci ka jačanju tržišta. Istraživanje je naglasilo da su tržišta dionica od suštinskog značaja za dugoročni ekonomski razvoj tako što olakšavaju ulaganja, promovisu efikasnu alokaciju kapitala i stimulišu ekonomski rast. Predlaže se da

kreatori politike smanje prepreke za likvidnost tržišta dionica i ublaže ograničenja na međunarodne tokove kapitala. Tekuće reforme tržišta kapitala treba intenzivirati kako bi se podržali ovi ciljevi.

Kada je u pitanju Evropa, istraživanje koje su proveli Caporale i Spagnolo (2011) istraživalo je prelijevanje između prinosa na berzi i ekonomskog rasta u Češkoj Republici, Mađarskoj i Poljskoj koristeći VAR-GARCH(1,1) model. Nalazi ukazuju na jednosmjernu uzročnost od tržišta dionica do ekonomskog rasta, koji jača nakon pristupanja EU. Prelijevanja volatilitnosti općenito prate sličan obrazac. Njemačka djeluje kao ekonomski pokretač za ove zemlje, a stroga monetarna politika negativno utiče i na ekonomski i na rast tržišta dionica. Tokom ranog tranzicionog perioda, tržišno orijentisano finansijsko posredovanje postalo je preovlađujuće uprkos ograničenoj finansijskoj dubini. Reforme, ulazak stranih banaka i privatizacija banaka smanjili su troškove transakcija i povećali dostupnost kredita. Pristupanje EU dodatno je pojačalo uticaj tržišta dionica na ekonomski rast kroz institucionalni razvoj, diverzifikaciju rizika i bolji pristup finansijskim instrumentima. Iako je članstvo u EU poboljšalo efikasnost bankarskog sektora i smanjilo volatilitnost rasta proizvodnje, također je povećalo rizike od zaraze. Usvajanje eura moglo bi podstaći dalji finansijski razvoj i rast, ali bi moglo riskirati prekomjernu kreditnu ekspanziju. Međutim, ukupna eliminacija valutnih rizika i poboljšana finansijska efikasnost unutar eurozone mogli bi ublažiti ove probleme.

Silverstovs i Duong (2006) istraživali su odnos između performansi berze i stvarne ekonomske aktivnosti, mjerene realnim BDP-om, u pet evropskih zemalja: Njemačkoj, Francuskoj, Italiji, Holandiji i Velikoj Britaniji. Analiza uključuje uobičajene varijable kao što su prinosi na berzi, mjere realne ekonomske aktivnosti i kamatne stope, kao i indikator ekonomskog raspoloženja Evropske komisije (ESI). ESI odražava očekivanja poslovanja i potrošača o trenutnim i budućim ekonomskim uslovima u svakoj zemlji. Uključivanje ESI objašnjava međusobnu povezanost nacionalnih tržišta dionica unutar Evrope i ima za cilj rješavanje potencijalne nedovoljne zastupljenosti domaćih faktora u prethodnim studijama. Nalazi ukazuju da je uticaj tržišta akcija na realnu ekonomsku aktivnost slab i jedva statistički značajan. Međutim, generalizirane funkcije impulsnog odziva pokazuju da stvarna aktivnost pozitivno reaguje na šokove na berzi, iako s velikim intervalima povjerenja. Studija otkriva čvršću vezu između ESI i stopa rasta realne ekonomske aktivnosti u poređenju sa prinosima na berzi i stopama rasta BDP-a. Ovo sugerira da domaći faktori, kako ih je obuhvatio ESI, igraju značajnu ulogu u oblikovanju stvarne ekonomske aktivnosti, dok su tržišta dionica više pod utjecajem globalnih tržišnih sila. Dakle, dok i domaći i globalni faktori utiču na realnu aktivnost, domaća očekivanja koja se odražavaju u ESI su relativno važnija za zemlje koje se proučavaju.

Istraživanje koje je proveo Njemčević (2016) je imalo za cilj da testira uticaj aktivnosti berze na ekonomski rast u regionu Jugoistočne Evrope (SEE). Dva indikatora tržišne likvidnosti, koeficijent obrta dionica (STR) i koeficijent trgovine (TR), pokazali su pozitivan, ali beznačajan uticaj na privredni rast. Međutim, koeficijent tržišne kapitalizacije, koji predstavlja veličinu tržišta, imao je pozitivan i značajan uticaj na rast. Ovo sugerije da, iako

aktivnosti sekundarnog tržišta same po sebi možda neće pokretati rast, povećane strane portfolio investicije u zemljama u tranziciji tokom perioda privatizacije mogu indirektno podstaći ekonomsku aktivnost povećanjem ponude novca, potrošnje i potražnje. Nalazi studije doprinose tekućoj debati o ulozi tržišta kapitala u ekonomskom rastu. To potvrđuje pozitivan uticaj tržišta kapitala na rast, iako je uticaj slabiji u manje razvijenim zemljama, u skladu sa drugim studijama. Utvrđeno je da zemlje Jugoistočne Evrope doživljavaju sporiji rast u poređenju sa drugim zemljama Centralne i Istočne Evrope (CEE), djelimično zbog strukturnih šokova nakon finansijske krize.

Szetela (2019) je istraživao berze zemalja Centralne i Istočne Evrope (CEE) pod značajnim uticajem kratkoročnih promjena na glavnim stranim tržištima, posebno njemačkog DAX indeksa. Sedmični podaci pokazuju da fluktuacije DAX indeksa brzo i značajno utiču na manje evropske berze, bez većih zakašnjelih reakcija. Međutim, scenario se razlikuje za dugoročne veze. Iako postoje uobičajeni dugoročni trendovi, uticaj DAX indeksa na berze u CIE generalno nije statistički značajan. Značajni dugoročni efekti pronađeni su samo za berzanske indekse BET (Rumunija), SOFIX (Bugarska) i OMXV (Litvanija), što sugerise da je odabrani period analize možda uticao na ove rezultate. Moderne berze olakšavaju brzu međunarodnu trgovinu, što znači da se promjene na velikim tržištima poput njemačkog brzo odražavaju na tržištima CIE, naglašavajući špekulativni aspekt. Dugoročno, međutim, ova tržišta su čvršće vezana za svoje nacionalne ekonomske aktivnosti, mjereno BDP-om. Ovo važi za sve ispitane zemlje CIE osim Češke. Iako domaći berzanski indeksi pozitivno utiču na BDP, ovi odnosi su slabiji u zemljama CIE u poređenju sa Nemačkom. Ovo sugerira da su berzanski indeksi CIE podložniji vanjskim faktorima, pri čemu njemački DAX indeks djeluje kao značajan vanjski utjecaj.

Berze se smatraju ključnim pokretačem ekonomskog rasta i prosperiteta. Uspostavljeno i dobro organizirano tržište vrijednosnih papira može potaknuti ekonomiju mobilizacijom štednje i smanjenjem poslovnih rizika, što dovodi do više ulaganja i poslovnih prilika. Tokom proteklih dvadeset godina, tržišta kapitala u razvoju postala su globalizovanija i produbljena, što je rezultiralo značajnim promjenama u njihovoj kapitalizaciji i mogućnostima ulaganja. Osim toga, dobro uspostavljeno tržište dionica poboljšava korporativno upravljanje, pomaže u diversifikaciji globalnog i domaćeg rizika i poboljšava likvidnost sredstava na finansijskom tržištu. S obzirom na važnost tržišta dionica, studija koju su proveli Omar *et al.* (2022) ispituje uticaj glavnih makroekonomskih varijabli na razvoj tržišta dionica u Pakistanu od 1980. do 2019. godine. Koristeći podatke godišnjih vremenskih serija, primijenjen je kointegracijski pristup testiranja granica ARDL za analizu dugoročnih i kratkoročnih odnosa između varijabli. Testovi su potvrdili prisustvo jediničnih korijena i redosljed integracije svih varijabli. Rezultati ukazuju na kointegraciju među varijablama, pri čemu je BDP pozitivno i značajno povezan sa razvojem berze i dugoročno i kratkoročno, dok inflacija ima inverznu i značajnu vezu. Bankarski sektor pozitivno utiče na berze dugoročno, ali ne i kratkoročno. Strane direktne investicije su dugoročno negativno povezane sa razvojem berze, ali kratkoročno su pozitivno povezane. Otvorenost trgovine negativno utiče na razvoj berze dugoročno, bez kratkoročnog uticaja.

Azam *et al.* (2016) proveli su istraživanje u zemljama Azije od 1991. do 2012. godine kako bi istražili ključnu ulogu berze u ekonomskom rastu. Empirijski rezultati ukazuju na dugoročnu kointegraciju između makroekonomskih varijabli kao što su ekonomski rast, strana direktna ulaganja, razvoj tržišta dionica i inflacija. Iako su dugoročni koeficijenti razvoja berze pokazali očekivane znakove za sve zemlje, oni su statistički značajni na nivou od 5% samo za Kinu i Singapur. Prilivi stranih direktnih investicija pozitivno su uticali na privredni rast u svim zemljama osim Indije i bili su statistički značajni samo za Kinu. U kratkoročnoj analizi, razvoj berzi je imao pozitivan uticaj na privredni rast u svim zemljama, ali je bio značajan na nivou od 1% samo u Indiji i Kini. Uticaj priliva stranih direktnih investicija na privredni rast bio je pozitivan i značajan na nivou od 5% samo za Singapur. Inflacija je bila statistički značajna u Bangladešu i Singapuru na nivou od 10%, odnosno 1%. Nalazi studije ukazuju na to da je razvoj berze značajan za ekonomski rast i razvoj u odabranim zemljama. Rezultati također naglašavaju važnost priliva stranih direktnih investicija uz razvoj tržišta dionica u jačanju ekonomskog rasta. Studija ima važne političke implikacije, sugerirajući da kreatori politike treba da kreiraju efikasne politike za proširenje tržišta dionica i podsticanje stranih ulaganja, što bi dodatno poboljšalo makroekonomske performanse ovih ekonomija.

U rezultatima istraživanja koje su proveli Haque i Hossain (2011), u prvom dinamičkom panel modelu, koji je pretpostavio direktan utjecaj tržišta dionica na rast BDP-a po glavi stanovnika u SAARC regiji (Unija zemlja Južne Azije), utvrđeno je da domaće investicije značajno utiču na rast po glavi stanovnika. Međutim, berzanski indikatori (koeficijent tržišne kapitalizacije, koeficijent trgovane vrijednosti i koeficijent prometa) nisu bili statistički značajni, što ukazuje da berza ne doprinosi stopi rasta po glavi stanovnika u ovom regionu. Nijedna druga kontrolna varijable nije bila značajna osim vrijednosti kašnjenja stope rasta BDP-a po glavi stanovnika, što je pokazalo negativan uticaj, što implicira da prošlogodišnja stopa rasta po glavi stanovnika negativno utiče na ovogodišnju stopu rasta. Drugi model panela koristio je dvostepeni pristup jednakosti za mjerenje utjecaja tržišta dionica na rast po glavi stanovnika. Prva jednačina procijenila je uticaj varijabli berzanskog tržišta na domaće investicije, a druga jednačina mjerila je uticaj prilagođene vrijednosti ulaganja iz prve jednačine na stopu rasta BDP-a po glavi stanovnika. Rezultati su pokazali da veličina, aktivnost i likvidnost tržišta dionica nisu uticali na investiciju, čineći ugrađenu vrijednost ulaganja u drugoj jednačini statistički beznačajnom. Ovo dalje implicira da berza u SAARC regiji ne utiče na stopu rasta BDP-a po glavi stanovnika. Opet, nijedna druga kontrolna varijable nije bila značajna osim vrijednosti kašnjenja stope rasta po glavi stanovnika, što je također imalo negativan utjecaj, što ukazuje na inverzni učinak na stopu rasta sljedeće godine u zemljama SAARC-a.

Istraživanje koje je proveo Badr (2015) ispituje odnos između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta u Egiptu od Q1 2002. do Q4 2013., koristeći realni BDP i direktne strane investicije kao varijable za ekonomski rast i berzansku kapitalizaciju za razvoj tržišta dionica. Modeli vremenskih serija, uključujući jedinični korijen, kointegraciju i vektorske autoregresije, korišteni su za analizu kratkoročne i dugoročne dinamike. Nalazi pokazuju da

nema dugoročne kointegracije između tržišnih indikatora i ekonomskog rasta. VAR analiza i testovi uzročnosti ne ukazuju na uzročnu vezu između samog razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta. Međutim, postoji veza između razvoja tržišta dionica u kombinaciji sa stranim direktnim investicijama i ekonomskog rasta. Istraživanje zaključuje da egipatsko tržište dionica djeluje više kao kazino, zasnovano na špekulacijama, a ne na ulaganjima, i ne doprinosi ekonomskom rastu. To ukazuje na potrebu državne intervencije kako bi se ojačalo i restrukturiralo tržište dionica kako bi se podržao ekonomski rast. Preporučuje se dalja istraživanja kako bi se identificirale politike koje bi mogle potaknuti jaku vezu između razvoja tržišta dionica i ekonomskog rasta.

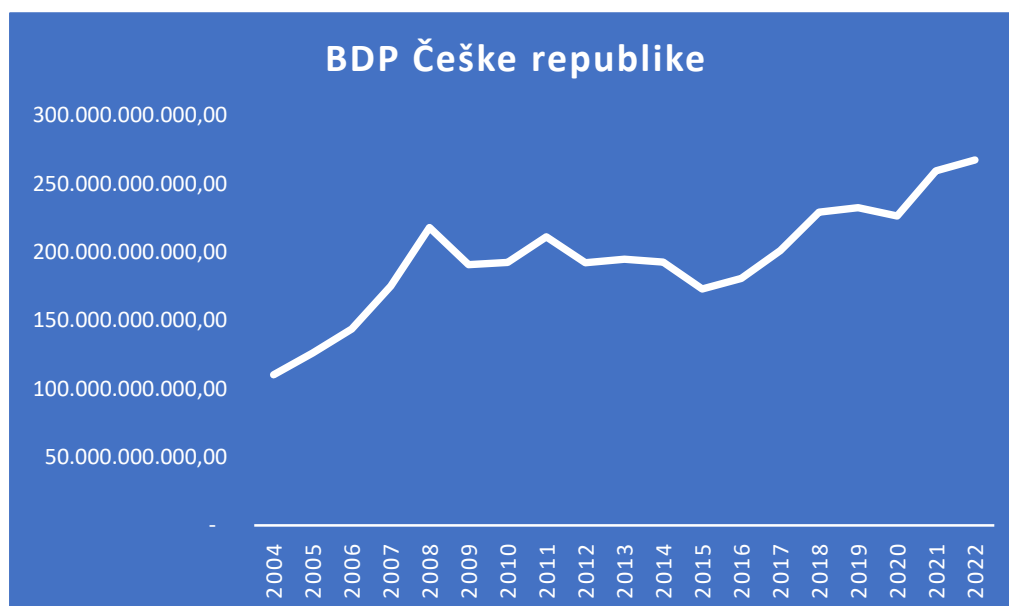
7. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE - KOMPARATIVNI PRIKAZ RAZVOJNE ULOGE BERZE U ČEŠKOJ, SLOVENIJI I BOSNI I HERCEGOVINI

7.1. Komparativni prikaz ekonomskog razvoja

Kao što je ranije navedeno, zavisna varijabla ovog istraživanja je ekonomski rast koji će biti mjeran kroz BDP i kroz direktne strane investicije. Prije svega će biti predstavljeno kretanje BDP-a za analizirane zemlje u periodu od 2004. do 2022. godine.

Grafikon 7. predstavlja BDP Češke Republike izražen u eurima.

Grafikon 7. BDP Češke Republike



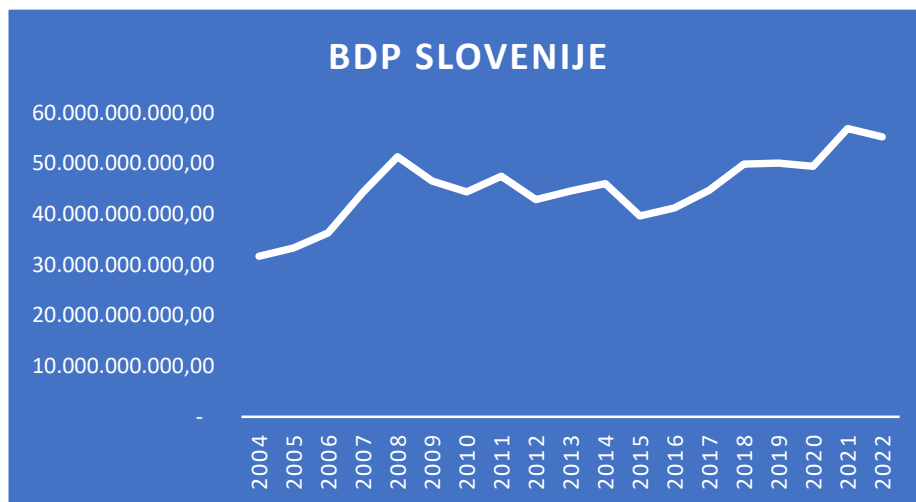
Izvor: kreacija autora

Na osnovu grafikona možemo vidjeti da je u prethodnih 20 godina došlo do postepenog povećanja BDP-a u Češkoj Republici. Od 2004. godine do 2008. godine došlo je do značajnog porasta. 2008. godine BDP je iznosio 217.874.000.000 EUR. Nakon toga

uslijedio je postepen pad sve do 2015. godine, sa određenim periodima porasta. Od 2015. godine BDP je uglavnom rastao, te je 2022. iznosio 267.324.000.000 EUR.

Grafikon 8. predstavlja BDP Slovenije izražen u eurima.

Grafikon 8. BDP Slovenije

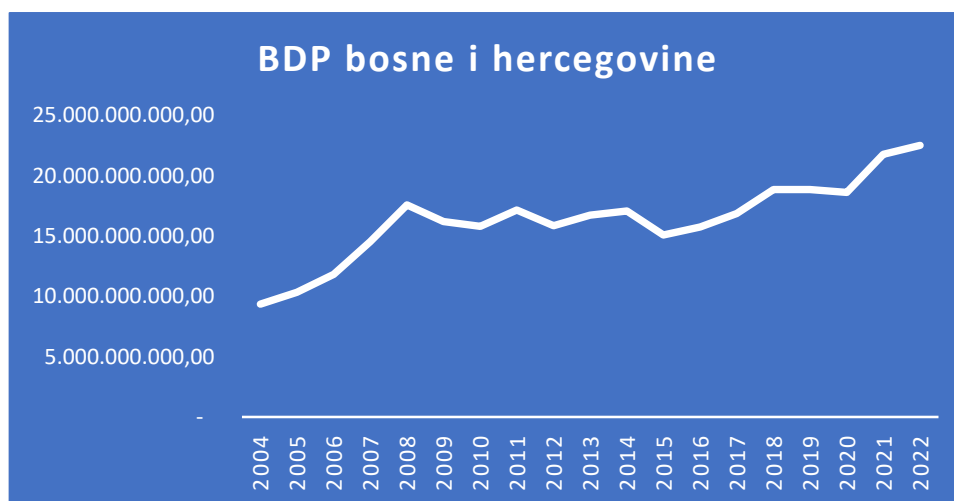


Izvor: kreacija autora

Na osnovu grafikona možemo vidjeti da je BDP Slovenije porastao od 2004. do 2022. godine. Od 2004. do 2008. godine došlo je do značajnog porasta BDP-a koji je u 2008. godini iznosio 51.317.000.000 EUR. Nakon toga uslijedio je period u kojem je BDP uglavnom opadao, sve do 2015. nakon čega dolazi do postepenog porasta u skoro svakoj narednoj godini. U 2021. godini BDP je bio na vrhuncu tokom ovog perioda i iznosio je 56.883.000.000 EUR.

Grafikon 9. predstavlja BDP Bosne i Hercegovine izražen u eurima.

Grafikon 9. BDP Bosne i Hercegovine



Izvor: kreacija autora

Na osnovu grafikona vidimo da je došlo do naglog porasta BDP-a Bosne i Hercegovine od 2004. do 2008. godine. 2008. godine iznosio je 17.581.000.000 EUR. Nakon toga slijedi period kada je BDP ili bio na sličnom nivou ili se malo mijenjao. u 2015. godini došlo je do blažeg pada te je tada BDP iznosio 15.088.000.000 EUR. Nakon toga slijedi period u kojem je BDP BiH uglavnom rastao, te je 2022. godine bio na vrhuncu i iznosio 22.512.000.000 EUR.

Nakon BDP-a potrebno je predstaviti kretanje direktnih stranih investicija od 2004. do 2022. godine za posmatrane zemlje.

Grafikon 10. predstavlja strane direktne investicije Češke Republike izražene u eurima.

Grafikon 10. Strane direktne investicije Češke Republike



Izvor: kreacija autora

Na osnovu grafikona možemo vidjeti da je u prethodnih 20 godina bilo voma velikih variranja kada su u pitanju direktne strane investicije. Najniže su bile 2015. godine kada su iznosile 1.564.000.000 EUR. S druge strane, najviše su bile 2007. godine kada su iznosile 12.714.000.000 EUR. U 2022. godini je iznos stranih direktnih investicija na zadovoljavajućem nivou jer je veći od investicija u većini posmatranih godina.

Grafikon 11. predstavlja strane direktne investicije Slovenije izražene u eurima.

Grafikon 11. Strane direktne investicije Slovenije



Izvor: kreacija autora

Na osnovu grafikona možemo vidjeti da je i kod Slovenije također bilo velikih varijacija. Od 2004. do 2007. godine došlo je do porasta stranih direktnih investicija koje su tada iznosile 1.729.000.000 EUR. Nakon toga uslijedio je drastičan pad, međutim brzo dolazi do poravka. U 2019. godini investicije su iznosile 1.978.000.000 EUR čime je nadmašen rezultat iz 2007. godine. U 2020. godini ponovo dolazi do drastičnog pada, međutim 2021. godine investicije rastu tako da su u 2022. godini na stabilnom nivou i iznose 2.005.000.000 EUR.

Grafikon 12. predstavlja strane direktne investicije Bosne i Hercegovine izražene u eurima.

Grafikon 12. Strane direktne investicije Bosne i Hercegovine



Izvor: kreacija autora

Na osnovu grafikona možemo vidjeti da je i kod Bosne i Hercegovine bilo velikih varijacija. U 2007. godini došlo je do značajnog porasta kada su strane direktne investicije iznosile 1.692.000.000 EUR. U godinama nakon toga investicije nisu iznosile ni približno toliko. U 2008. godini došlo je do naglog pada, nakon čega slijedi oporavak te su strane direktne investicije uglavnom bile na sličnom nivou. 2022. investicije su iznosile 736.000.000 EUR što je druga najveća vrijednost u cijelom posmatranom periodu.

Nakon grafičkog predstavljanja nezavisnih varijabli, bit će urađeno poređenje zemalja na osnovu BDP-a i stranih direktnih investicija.

Tabela 3. prikazuje poređenje između BDP-a između analiziranih zemalja.

Tabela 3. Poređenje BDP-a (u milionima EUR)

Godina	BiH	Češka	Slovenija
2004	9.347,20	110.225,20	31.657,20
2005	10.322,40	126.168,80	33.313,20
2006	11.831,20	143.759,20	36.321,60
2007	14.517,60	174.965,60	44.224,40
2008	17.581,20	217.874,40	51.317,60
2009	16.201,20	190.835,60	46.524,40
2010	15.805,60	192.344,40	44.353,20
2011	17.148,80	211.195,20	47.453,60
2012	15.851,60	192.151,20	42.853,60
2013	16.725,60	194.754,80	44.546,40
2014	17.075,20	192.611,20	46.000,00
2015	15.088,40	172.987,60	39.661,20
2016	15.750,40	180.568,40	41.188,40
2017	16.863,60	201.139,60	44.702,80

2018	18.841,60	229.080,00	49.845,60
2019	18.841,60	232.346,00	50.038,80
2020	18.611,60	226.292,40	49.431,60
2021	21.758,00	259.246,80	56.883,60
2022	22.512,40	267.324,40	55.255,20

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezultata može se zaključiti da Češka ima neuporedivo viši BDP od Slovenije i Bosne i Hercegovine.

Tabela 4. prikazuje poređenje između direktnih stranih investicija između analiziranih zemalja.

Tabela 4. Poređenje direktnih stranih investicija (u milionima EUR)

Godina	Češka	Slovenija	BiH
2004	5.906,40	699,20	818,80
2005	12.631,60	892,40	570,40
2006	6.559,60	634,80	782,00
2007	12.714,40	1.729,60	1.692,80
2008	8.114,40	993,60	920,00
2009	4.848,40	- 322,00	128,80
2010	9.356,40	294,40	404,80
2011	3.854,80	809,60	432,40
2012	8.675,60	27,60	358,80
2013	6.771,20	92,00	285,20
2014	7.442,80	938,40	496,80

2015	1.564,00	1.591,60	349,60
2016	9.982,00	1.334,00	285,20
2017	10.331,60	1.104,00	469,20
2018	7.654,40	1.416,80	552,00
2019	9.890,00	1.978,00	414,00
2020	7.838,40	469,20	441,60
2021	11.858,80	2.042,40	671,60
2022	9.687,60	2.005,60	736,00

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezultata može se zaključiti da Češka ima mnogo veća direktna strana ulaganja od posmatranih zemalja. Kada su u pitanju direktne strane investicije, tu Slovenija uglavnom ima više iznose sa par godina koje su izuzetak kada je Bosna i Hercegovina imala veća direktna strana ulaganja.

Nakon toga bit će provedena linearna regresija za sve tri posmatrane zemlje kako bi se utvrdio konkretan uticaj berze na ekonomski rast. Prije svega će biti provedena analiza za Češku.

7.2. Regresiona analiza

U ovom dijelu će biti provedena regresiona analiza kako bi se izmjerio uticaj berze na ekonomski rast u sve tri analizirane zemlje. Bit će za svaku provedena dva regresiona modela kako bi se vidjelo koji uticaj berza ima na BDP zemalja i na njihove strane direktne investicije.

Tabela 5. prikazuje uticaj berze na BDP Češke Republike.

Tabela 5. Uticaj berze na BDP Češke Republike

Source	SS	df	MS	Number of obs = 19		
Model	1.6703e+22	2	8.3514e+21	F(2, 16) =	10.53	
Residual	1.2691e+22	16	7.9317e+20	Prob > F =	0.0012	
				R-squared =	0.5682	
				Adj R-squared =	0.5143	
Total	2.9393e+22	18	1.6330e+21	Root MSE =	2.8e+10	

BDP_CZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Kapitalizacija_CZ	.1271559	.0333192	3.82	0.002	.0565223	.1977896
Promet_CZ	-.4678532	.6594854	-0.71	0.488	-1.8659	.9301935
_cons	1.81e+11	1.42e+10	12.79	0.000	1.51e+11	2.11e+11

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezultata vidimo da kapitalizacija utiče pozitivno na rast BDP-a. Sa porastom kapitalizacije za jednu jedinicu dolazi do porasta BDP-a za 0,127 EUR, odnosno sa porastom kapitalizacije za 1000 EUR, dolazi do porasta BDP-a za 127 EUR. Ovaj efekat je statistički značajan na svim konvencionalnim nivoima značajnosti jer p-vrijednost iznosi 0.002. S druge strane, promet utiče na smanjenje BDP-a, međutim ovaj efekat nije statistički značajan jer p-vrijednost iznosi 0,488. Koeficijent determinacije ovog modela iznosi 56,82% što znači da je 56,82% varijacije u BDP-u objašnjeno varijacijom u kapitalizaciji i prometu berze.

Tabela 6. prikazuje uticaj berze na strane direktne investicije Češke Republike.

Tabela 6. Uticaj berze na strane direktne investicije Češke Republike

Source	SS	df	MS	Number of obs = 19		
Model	2.9727e+19	2	1.4864e+19	F(2, 16) =	1.93	
Residual	1.2318e+20	16	7.6989e+18	Prob > F =	0.1774	
				R-squared =	0.1944	
				Adj R-squared =	0.0937	
Total	1.5291e+20	18	8.4950e+18	Root MSE =	2.8e+09	

FDI_CZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Kapitalizacija_CZ	.0058173	.0032827	1.77	0.095	-.0011417	.0127762
Promet_CZ	.0984283	.0649735	1.51	0.149	-.0393094	.236166
_cons	5.85e+09	1.40e+09	4.19	0.001	2.89e+09	8.81e+09

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezultata vidimo da kapitalizacija ima pozitivan uticaj na rast stranih i direktnih investicija. Međutim, uticaj je minimalan jer sa porastom kapitalizacije za 1000 EUR, dolazi do porasta stranih direktnih investicija za 6 EUR. Osim toga, ovaj efekat je statistički značajan tek na nivou značajnosti od 10% jer p-vrijednost iznosi 0,095. Koeficijent

determinacije iznosi 19,44% što znači da je 19,44% varijabiliteta u stranim direktnim investicijama objašnjeno varijabilitetom u kapitalizaciji i prometu.

Tabela 7. prikazuje uticaj berze na BDP Slovenije.

Tabela 7. Uticaj berze na BDP Slovenije

Source	SS	df	MS			
Model	5.6581e+20	2	2.8290e+20	Number of obs =	19	
Residual	2.3721e+20	16	1.4825e+19	F(2, 16) =	19.08	
				Prob > F	= 0.0001	
				R-squared	= 0.7046	
				Adj R-squared	= 0.6677	
				Root MSE	= 3.9e+09	
Total	8.0301e+20	18	4.4612e+19			

BDP_SVN	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Kapitalizacija_SVN	.4127604	.0881842	4.68	0.000	.2258182	.5997027
Promet_SVN	-5.461113	2.798106	-1.95	0.069	-11.39283	.4706057
_cons	3.78e+10	3.10e+09	12.19	0.000	3.12e+10	4.44e+10

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezulta vidimo da sa porastom kapitalizacije za 1000 EUR dolazi do povećanja BDP-a za 412 EUR u prosjeku, uz ostale uslove nepromijenjene. P-vrijednost iznosi 0,000 što znači da je ovaj efekat statistički značajan na svim konvencionalnim nivoima greške. Kada je u pitanju promet, vidimo da ima negativan uticaj na BDP. Sa povećanjem prometa za 1000 EUR dolazi do smanjenja BDP-a za 5461 EUR. Međutim, efekat je statistički značajan tek na nivou značajnosti od 10% jer mu p-vrijednost iznosi 0,069. Koeficijent determinacije iznosi 70,46% što znači da je čak 70,46% varijacije u BDP-u Slovenije objašnjeno varijacijom u nezavisnim varijablama, kapitalizaciji i prometu.

Tabela 8. prikazuje uticaj berze na strane direktne investicije Slovenije.

Tabela 8. Uticaj berze na strane direktne investicije Slovenije

Source	SS	df	MS			
Model	2.8213e+18	2	1.4106e+18	Number of obs =	19	
Residual	5.9805e+18	16	3.7378e+17	F(2, 16) =	3.77	
				Prob > F	= 0.0454	
				R-squared	= 0.3205	
				Adj R-squared	= 0.2356	
				Root MSE	= 6.1e+08	
Total	8.8018e+18	18	4.8899e+17			

FDI_SVN	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Kapitalizacija_SVN	.0311699	.0140022	2.23	0.041	.0014865	.0608533
Promet_SVN	-.2860605	.4442941	-0.64	0.529	-1.227922	.6558008
_cons	3.75e+08	4.92e+08	0.76	0.457	-6.68e+08	1.42e+09

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezultata vidimo da kapitalizacija ima pozitivan uticaj na rast stranih i direktnih investicija. Sa porastom kapitalizacije za 1000 EUR, dolazi do povećanja stranih direktnih investicija za 31 EUR. Efekat je statistički značajan na nivou značajnosti od 5% jer p-vrijednost iznosi 0,041. Promet također ima negativan uticaj međutim u ovom slučaju nije statistički značajan jer p-vrijednost iznosi 0,529. Koeficijent determinacije iznosi 32,05% što znači da je 32,05% varijacije u stranim direktnim investicijama objašnjeno varijabilitetom u kapitalizaciji i prometu.

Tabela 9. prikazuje uticaj berze na strane direktne investicije Bosne i Hercegovine.

Tabela 9. Uticaj berze na BDP Bosne i Hercegovine

Source	SS	df	MS			
Model	6.5891e+18	2	3.2946e+18	Number of obs = 19		
Residual	1.9292e+20	16	1.2057e+19	F(2, 16) = 0.27		
				Prob > F = 0.7644		
				R-squared = 0.0330		
				Adj R-squared = -0.0878		
				Root MSE = 3.5e+09		
Total	1.9950e+20	18	1.1084e+19			

BDP_BiH	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Kapitalizacija_BiH	-.1550152	.4407417	-0.35	0.730	-1.089346	.7793155
Promet_BiH	-1.867765	4.574256	-0.41	0.688	-11.56475	7.829225
_cons	1.81e+10	2.50e+09	7.24	0.000	1.28e+10	2.34e+10

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezulta vidimo da ne postoji statistički značajan uticaj kapitalizacije na BDP s obzirom na to da p-vrijednost iznosi 0,730. Pored toga, ne postoji statistički značajan uticaj prometa na BDP jer p-vrijednost iznosi 0,688. Koeficijent determinacije iznosi samo 3,30% što znači da je toliko varijacije u BDP-u Bosne i Hercegovine objašnjeno varijacijom u nezavisnim varijablama.

Tabela 10. prikazuje uticaj berze na strane direktne investicije Bosne i Hercegovine.

Tabela 10. Uticaj berze na strane direktne investicije Bosne i Hercegovine

Source	SS	df	MS			
Model	1.0540e+18	2	5.2701e+17	Number of obs = 19		
Residual	1.0268e+18	16	6.4176e+16	F(2, 16) = 8.21		
				Prob > F = 0.0035		
				R-squared = 0.5065		
				Adj R-squared = 0.4449		
				Root MSE = 2.5e+08		
Total	2.0808e+18	18	1.1560e+17			

FDI_BiH	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Kapitalizacija_BiH	.1221808	.0321548	3.80	0.002	.0540157	.1903459
Promet_BiH	-.1815478	.3337199	-0.54	0.594	-.8890025	.5259068
_cons	-1.35e+07	1.82e+08	-0.07	0.942	-4.00e+08	3.73e+08

Izvor: kreacija autora

Na osnovu rezulta vidimo da sa porastom kapitalizacije za 1000 EUR dolazi do povećanja stranih direktnih investicija za 122 EUR. Efekat je statistički značajan na svim konvencionalnim nivoima značajnosti jer p-vrijednost iznosi 0,002. Promet i u ovom slučaju ima negativan uticaj međutim on nije statistički značajan jer p-vrijednost iznosi 0,594. Koeficijent značajnosti je 50,65% što znači da je 50,65% varijacije u stranim direktnim investicijama Bosne i Hercegovine objašnjeno varijacijom u kapitalizaciji i prometu.

7.3. Diskusija rezultata

Kada se uporede aktivnosti berze između ove tri berze može se primijetiti da zasigurno dominira berza u Češkoj. Češka ima mnogo veći promet i kapitalizaciju u poređenju sa Slovenijom i BiH koje su međusobno na sličnom nivou, iako Slovenija ima nešto bolji razvoj berze. Češka ima najveći promet od tri poređene zemlje, koji je bio najviši 2007. godine kada je iznosio 40.280 miliona eura, dok je u 2022. godini iznosio 7.308 miliona eura. Promet Slovenije je u posmatranom periodu bio na vrhuncu 2004. godine kada je iznosio 1.661 milion eura, dok je u 2022. godini iznosio 431 milion eura. Promet bosanskohercegovačkih berzih je bio na vrhuncu 2015. godine kada je iznosio 944 miliona eura, a u 2022. godini iznosio je 248 miliona eura.

Češka također ima daleko najveću kapitalizaciju. U 2022. godini bila je na vrhuncu i iznosila je 669622 miliona eura. Slovenija je također u 2022. godini ostvarila vrhunac kada je u pitanju kapitalizacija koja je tada iznosila 44.407 miliona eura. Kapitaliza berzi u BiH je u 2022. godini iznosila 5.466 miliona eura, a na vrhuncu je bila 2007. godine kada je dostigla 12.204 miliona eura.

Kada je u pitanju BDP, tu Češka također ima prednost u odnosu na Sloveniju i BiH. BDP Češke u 2022. iznosio je 267.324 miliona eura što je ujedno i najveći iznos u posmatranom periodu. Slovenija je u 2022. godini zabilježila BDP od 55.255 miliona eura što je nešto manje od 56.883 miliona eura iz 2021. godine kada je BDP Slovenije bio na vrhuncu. BiH je, kao i Češka, najveći BDP imala u 2022. godini, a iznosio je 22.512 miliona eura.

Kada su u pitanju direktne strane investicije, Češka je u 2022. godini imala 9.688 miliona eura direktnih stranih investicija, što je nešto manje od 2021. godine u kojoj su direktne strane investicije iznosile 11.859 miliona eura što je bio vrhunac posmatranog perioda. Slovenija je u 2021. godini također imala najveće direktne strane investicije koje su iznosile 2.042 miliona eura. U 2022. godini došlo je do blagog pada, te su tako direktne strane investicije iznosile 2.006 miliona eura. Kada je u pitanju Bosna i Hercegovina, direktne strane investicije su bile na vrhuncu 2007. godine kada su iznosile 1.693 miliona eura. Nakon toga došlo je do značajnog pada. Međutim, strane direktne investicije su ponovo uspjele porasti te su u 2022. godini iznosile 736 miliona eura, što je i dalje značajno manje od iznosa iz 2007. godine.

Putem regresione analize mjeren je uticaj berze na BDP i direktne strane investicije. Kada je u pitanju Češka Republika rezultati su pokazali da kapitalizacija ima pozitivan uticaj na

BDP jer porastom kapitalizacije za jednu jedinicu dolazi do povećanja BDP-a za 0,127 jedinica. Kada je riječ o uticaju berze na strane direktne investicije u Češkoj, zaključak je da ne postoji statistički značajan uticaj.

Kada je u pitanju Slovenija, kapitalizacija je također imala značajan uticaj na povećanje BDP-a. Rezultati su pokazali da se povećanjem kapitalizacije za jednu jedinicu BDP u prosjeku povećava za 0,03 jedinice. Kada je riječ o uticaju berze na strane direktne investicije zaključak je isti kao i kod Češke, ne postoji statistički značajan uticaj.

Za Bosnu i Hercegovinu, rezultati su pokazali da berza nema značajan uticaj na BDP jer dobijeni efekti nisu bili statistički značajni. Međutim, kapitalizacija je imala značajan uticaj na strane direktne investicije. Na osnovu rezultata možemo zaključiti da sa povećanjem kapitalizacije za jednu jedinicu dolazi u prosjeku do povećanja stranih direktnih investicija za 0,12 jedinice.

Na osnovu provedene regresione analize, vidjeli smo da rezultati variraju kod sve tri analizirane zemlje. Kapitalizacija je imala statistički značajan pozitivan uticaj na BDP i strane direktne investicije u Češkoj. U Sloveniji je također rezultat bio isti. Dok u Bosni i Hercegovini kapitalizacija nije imala značajan uticaj na BDP, ali je imala značajan uticaj na strane direktne investicije. Zbog toga možemo zaključiti da razvoj berze zaista ima statistički značajan uticaj na ekonomski rast.

Kao što je prethodno navedeno, rezultati su bili slični za Češku Republiku i Sloveniju što znači da ne postoji značajna razlika u uticaju berzi na ekonomski rast u ove dvije zemlje. Međutim, kod BiH razlika je u tome što nije postojao statistički značajan uticaj na BDP već samo na direktne strane investicije.

U pregledu literature predstavljeni su različiti radovi koji su procjenjivali uticaj berze na ekonomski rast prilikom čega je većina njih pronašla pozitivnu vezu između berze i ekonomskog rasta.

Odnos između berze i ekonomskog rasta je složen i višestruk, s nekoliko mehanizama koji objašnjavaju kako aktivnosti na berzi mogu uticati na šire ekonomske rezultate. Jedan od ključnih mehanizama je kroz efekte bogatstva: kako cijene dionica rastu, povećava se bogatstvo domaćinstava, što dovodi do veće potrošnje i investicija, što zauzvrat stimulise ekonomski rast. Ovaj efekat je posebno izražen u ekonomijama u kojima je učešće na berzi široko rasprostranjeno među domaćinstvima i preduzećima. Štaviše, berza služi kao barometar raspoloženja investitora i ekonomskih očekivanja. Pozitivna kretanja cijena dionica mogu signalizirati optimizam u pogledu budućih ekonomskih izgleda, ohrabrujući firme da prošire proizvodnju i ulažu u nove projekte, čime se podstiču ekonomske aktivnosti.

Pored toga, berza igra ključnu ulogu u omogućavanju efikasne alokacije kapitala. Pružajući platformu kompanijama za prikupljanje sredstava putem dioničkog financiranja, tržište dionica omogućava preduzećima da preduzmu inicijative rasta koje bi inače mogle biti ograničene ograničenim pristupom kapitalu. Ova alokacija kapitala u njegove

najproduktivnije svrhe povećava ukupnu produktivnost i ekonomsku efikasnost, doprinoseći dugoročnom ekonomskom rastu. Osim toga, likvidnost i transparentnost tržišta dionica mogu povećati povjerenje investitora i smanjiti cijenu kapitala, čineći firmama lakšim i jeftinijim finansiranje svojih operacija i investicija, dodatno podržavajući ekonomsku ekspanziju.

Nalazi pregleda literature su u skladu sa nalazima istraživanja gdje je također za sve tri analizirane zemlje, Češku Republiku, Sloveniju i Bosnu i Hercegovinu potvrđeno da berza ima značajan uticaj na ekonomski razvoj.

8. ZAKLJUČAK

Berze služe kao platforme za kupovinu i prodaju vrijednosnih papira i postoje u različitim oblicima, uključujući fizičke lokacije i virtualne platforme. Oni su ključni za olakšavanje transakcija koje uključuju dionice, obveznice i druge finansijske instrumente, pri čemu hartije od vrijednosti moraju biti kotirane na glavnim berzama radi trgovanja. Međusobna povezanost različitih berzi formira širi sistem tržišta akcija, koje igraju ključnu ulogu u ekonomiji jedne zemlje, iako njihov uticaj varira u zavisnosti od faktora kao što su organizacija berze, odnosi sa drugim finansijskim komponentama i sistemi upravljanja. Ovi faktori se razlikuju od zemlje do zemlje, što dovodi do različitih uticaja na svaku ekonomiju. Berze su postale globalni fenomen, a razvijene zemlje i zemlje u razvoju uspostavljaju aktivna tržišta.

Berze su sofisticirana tržišta na kojima se trguje vrijednosnim papirima i igraju ključnu ulogu u razvoju jake, konkurentne ekonomije omogućavajući strukturne transformacije od tradicionalnih, rigidnih bankarskih sistema u fleksibilnije, sigurnije ekonomije sposobne da izdrže šokove i fluktuacije uz održavanje povjerenja investitora. Oni omogućavaju vladama i industrijama da prikupe dugoročni kapital i omogućavaju investitorima da kupuju i prodaju vrijednosne papire.

U najširem smislu, berza predstavlja interaktivne odnose svih učesnika na tržištu, kao što su izdavaoci tržišnog materijala, svi pojedinci i subjekti uključeni u proces trgovanja, prateće agencije, regulatorna tijela, klirinške kuće i registri vrijednosnih papira, posrednici, mediji, i sama razmjena kao institucija.

Berze generalno rade po sličnim pravilima, uprkos razlikama na koje utiču veličina tržišta, broj vrijednosnih papira kojima se trguje i obim trgovanja. Berze se mogu kategorizirati na osnovu nekoliko kriterija: predmet trgovine, način osnivanja, poslovni ciljevi, vlasnička struktura, broj članova, te raznolikost predmeta kojima se trguje.

Berze igraju ključnu ulogu u finansijskim sistemima pretvarajući štednju u finansiranje poslovanja, potencijalno ubrzavajući ekonomski rast kroz mobilizaciju domaće štednje, poboljšavajući kvantitet i kvalitet ulaganja i čineći štednju privlačnijom kroz veće prinose. Efikasne berze promovisu fer konkurenciju među korporacijama i povećavaju efikasnost

ulaganja. Oni omogućavaju finansiranje dugoročnih investicija od strane pojedinaca kojima je potrebna fleksibilnost za povlačenje sredstava kada je to potrebno, i povećavaju efikasnost finansijskog sistema podsticanjem konkurencije između finansijskih instrumenata, što dovodi do većeg prinosa za štediša i nižih troškova zaduživanja za kompanije. Berze takođe podstiču poboljšanja računovodstvenih i poreskih standarda, jer investitori zahtijevaju više informacija za upoređivanje korporativnih performansi, podstičući transparentnost.

Berze olakšavaju transfer sredstava od pojedinaca sa viškom kapitala na one sa mogućnostima ulaganja, podstičući proizvodnju, ekonomsku efikasnost i društveni prosperitet. Finansijski posrednici poput banaka i osiguravajućih društava igraju značajnu ulogu u ovom procesu kanališući sredstva od zajmodavaca ka zajmoprimcima kroz različite finansijske instrumente.

Berze djeluju kao agregatori informacija u procesu formiranja cijena dionica, kombinujući javne i privatne informacije u cijene. Ovo čini cijene dionica vrijednim pokazateljima učinka menadžera, pomažući u strukturiranju menadžerskih poticaja i signalizirajući potrebu za poboljšanim korporativnim upravljanjem, što motiviše menadžere da djeluju u interesu dioničara. Efikasnost mehanizama korporativnog upravljanja, poput institucionalnog pritiska investitora i tržišta za korporativnu kontrolu, zavisi od berzanskog poslovanja i utiče na podsticaje izvršne vlasti kroz praćenje investitora.

Empirijske studije pokazuju pozitivan odnos između finansija i ekonomskog rasta, pri čemu i bankarski sektor i berze imaju povoljan uticaj. Ekonomije sa razvijenijim berzama imaju tendenciju da rade bolje od onih u kojima dominiraju bankarski sistemi, naglašavajući važnost tržišta kapitala. Međutim, dominantni bankarski sektori mogu stvoriti nestabilne finansijske sisteme. Neke studije zanemaruju fundamentalne mehanizme i ograničenja razvoja berze, što dovodi do toga da indikatori sekundarnog tržišta u tranzicionim ekonomijama ne odražavaju tačno stanje primarnog tržišta.

Sve je veći interes investitora na razvijenim tržištima za ulaganje u tržišta u razvoju. Efikasna finansijska tržišta su ključna da zemlje u razvoju imaju koristi od ovog priliva kapitala, osiguravajući fer cijene sigurnosti i privlačeći i strane i domaće investicije. Efikasnost na finansijskim tržištima olakšava alokaciju kapitala, finansiranje važnih projekata i poticanje ekonomskog rasta. Također omogućava manjim firmama da uspješno pristupe tržištima kapitala, podržavajući rast kroz mehanizme kao što su inicijalna javna ponuda, kao što se vidi u SAD-u.

U ovom radu analizirane su tri evropske zemlje: Češka Republika, Slovenija i Bosna i Hercegovina. Berza je mjerena na osnovu prometa i na osnovu kapitalizacije. Češka berza dominira prometom vrijednosnih papira. Slovenija i BiH imaju slične vrijednosti prometa, s tim da bosanskohercegovačka berza uglavnom ima veći promet u zadnjih 10 godina. Osim toga, Češka berza prednjači tržišnom kapitalizacijom u odnosu na ostale dvije zemlje. U poređenju između BiH i Slovenije, Slovenija ima značajno veću kapitalizaciju.

Provedeno istraživanje otkriva da se efekti razlikuju u tri zemlje. Kapitalizacija ima statistički značajan pozitivan uticaj na BDP i strane direktne investicije u Češkoj i Sloveniji. Međutim, u Bosni i Hercegovini kapitalizacija ne utiče značajno na BDP, ali ima značajan uticaj na strane direktne investicije. Ovo ukazuje da razvoj berze ima statistički značajan uticaj na privredni rast. Rezultati su slični za Češku i Sloveniju, što ukazuje da nema značajne razlike u uticaju berzi na privredni rast između ove dvije zemlje. Nasuprot tome, Bosna i Hercegovina pokazuje samo značajan uticaj na strane direktne investicije, a ne i na BDP.

Varijacije u efektima tržišta kapitala na ekonomski rast i direktna strana ulaganja između Češke, Slovenije i Bosne i Hercegovine mogu se pripisati nekoliko faktora. Jedan od ključnih faktora je institucionalni okvir i regulatorno okruženje koje okružuje berzu svake zemlje. Zemlje sa snažnim regulatornim okvirima i efikasnom tržišnom infrastrukturom teže privlačenju većeg nivoa investicija i podsticanju većeg ekonomskog rasta kroz aktivnosti tržišta kapitala. Nasuprot tome, slabiji regulatorni nadzor i manje razvijena tržišna infrastruktura mogu ograničiti efikasnost berzi u stimulanju ekonomske aktivnosti i privlačenju domaćih i međunarodnih investitora. To je naročito vidljivo kada se uporede Češka Republika i Bosna i Hercegovina.

Razlike u veličini tržišta i likvidnosti takođe igraju ključnu ulogu. Veća i likvidnija tržišta poput češkog imaju tendenciju da nude bolje mogućnosti investitorima da diverzifikuju svoje portfelje i aktivnije trguju, čime se značajno doprinosi ekonomskim pokazateljima kao što su rast BDP-a i priliv stranih direktnih investicija. Nasuprot tome, manja tržišta kao što je bosanskohercegovačka mogu se suočiti s izazovima u postizanju sličnih uticaja zbog ograničenog obima trgovine i niže tržišne kapitalizacije.

U budućnosti, povećanje otpornosti i djelotvornosti berzi u ovim zemljama zahtijeva ciljane intervencije politike usmjerene na jačanje regulatornih okvira, poboljšanje tržišne infrastrukture i promovisanje povjerenja investitora. Baveći se ovim izazovima, kreatori politike mogu podsticati povoljnije okruženje za razvoj tržišta kapitala, čime se povećava uloga berzi kao pokretača ekonomskog rasta i stabilnosti u budućnosti.

REFERENCE

1. Abudy, M. M. (2020). Retail investors' trading and stock market liquidity. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101281.
2. Adenuga, A. O. (2010). Stock market development indicators and economic growth in Nigeria (1990-2009): Empirical investigations. *Economic and Financial Review*, 48(1), 33-70.
3. Agu, B. O., Nwankwo, S. N. P. i Onwuka, I. O. (2017). Impact of Capital Market on Domestic Resource Mobilization for Economic Development in Nigeria (2000-2015). *Journal of Economics and Public Finance*, 3(1), 1-16.
4. Al Rasasi, M. H., Alsabban, S. O. i Alarfaj, O. A. (2019). Does stock market performance affect economic growth? Empirical evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Economics and Finance*, 11(9), 21.
5. Asalatha, R. (2019). Stock Markets: An Overview and A Literature Review. *MPRA Paper*, 101855.
6. Atje, R. i Jovanovic, B. (1993). Stock Markets and Development, *European Economic Review*, Vol. 37, 632-640.
7. Azam, M., Haseeb, M., Samsi, A. B. i Raji, J. O. (2016). Stock market development and economic growth: Evidences from Asia-4 countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3), 1200-1208.
8. Baboo, M. Nowbutsing (2009). *Stock Market Development And Economic Growth: The Case Of Mauritius*, International Business & Economics Research Journal, Volume 8, Number 2.
9. Badr, O. M. (2015). Stock market development and economic growth: Evidences from Egypt. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 6(2), 96-101.
10. Bekaert, G. i Harvey, C. R. (1998). Capital markets: An engine for economic growth. *The Brown Journal of World Affairs*, 5(1), 33-53.
11. Bencivenga, V. R. i Smith, B. D. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *The Review of Economic Studies*, Vol. 58, pp. 195-209.
12. Bencivenga, V., Smith, B. i Starr, R.M. (1996). Equity markets, transactions costs, and capital accumulation: an illustration, *The World Bank Economic Review*, 10 (2): 241-65.
13. Bhide, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of financial economics*, 34(1), 31-51.
14. Boot, J.C.G., Feibes, W. i Lisman, J. H. (1967). Further Methods of Derivation of Quarterly Figures from Annual Data, *Journal of the Royal Statistical Society. Series C (Applied Statistics)*, Vol. 16, No.1, pp. 75-76.
15. Bui, T. N. i Doan, T. T. T. (2021). The impact of stock market development on economic growth: A GMM approach. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(3), 74-81.
16. Caporale, G. M. i Spagnolo, N. (2011). Stock market and economic growth: evidence from Three CEECs.

17. Centralna banka Bosne i Hercegovine (n.d.). Tržište kapitala: kako je berza organizovana. Preuzeto sa: <https://www.cbbh.ba/press/edukacija/694#> (Pristupljeno: 13.05.2024).
18. Chordia, T., Sarkar, A. i Subrahmanyam, A. (2005). An empirical analysis of stock and bond market liquidity. *The Review of Financial Studies*, 18(1), 85-129.
19. De Gregorio, J., and Guidotti, P.E. (1995). Financial development and economic growth, *World Development*, 23: 433-48.
20. Deakin, S. i Singh, A. (2009). The stock market, the market for corporate control and the theory of the firm: legal and economic perspectives and implications for public policy. In *The modern firm, corporate governance and investment*. Edward Elgar Publishing.
21. Demetriades, Panicos and Khaled Hussein. (1996). Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-series Evidence from 16 Countries, *Journal of Development Economics* 51:387-411.
22. Di Giovanni, J. i Hale, G. (2022). Stock market spillovers via the global production network: Transmission of US monetary policy. *The Journal of Finance*, 77(6), 3373-3421.
23. Dostanić, G. (2007). *Tržište kapitala*. Beogradska poslovna škola, Beograd, 81.
24. Dugalić, V. i Štimac, M. (2006). *Osnove berzanskog poslovanja*. Stubovi kulture.
25. Ehrmann, M. i Fratzscher, M. (2004). Taking stock: Monetary policy transmission to equity markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 719-737.
26. El Wassal, K. A. (2013). The development of stock markets: In search of a theory. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 606-624.
27. Elfeituri, H., Elgehani, L. i Elkrggli, S. (2023). The Impact of Stock Markets on Economic Growth in the Gulf Countries (1993-2019).
28. Elton, E. J. i Gruber, M. J. (1997). Modern portfolio theory, 1950 to date. *Journal of banking & finance*, 21(11-12), 1743-1759.
29. Fang, V. W., Noe, T. H. i Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of financial Economics*, 94(1), 150-169.
30. Fauzi, R. i Wahyudi, I. (2016). The effect of firm and stock characteristics on stock returns: Stock market crash analysis. *The Journal of Finance and Data Science*, 2(2), 112-124.
31. Filer, Hanousek and Nauro, (1999). Do Stock Markets Promote Economic Growth? *Working Paper No.267*.
32. G.RSOY, C. T., Al-Aali, H.(2000). Causal Relationships Between Financial and Economic Development In Gulf Countries, *DoUuh University Journal*, Vol. 1, pp.124-134.
33. Garcia, Valeriano i Liu, Lin (1999). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development, *Journal of Applied Economics* 11, 29-59.
34. Gasimova, L. (2018). The role of the stock market in the mobilization of long-term financial resources. *Latgale National Economy Research*, 1(10), 35-44.
35. Graham, F. C. (1996). Inflation, real stock returns, and monetary policy. *Applied Financial Economics*, 6(1), 29-35.

36. Greenwood, J. i Jovanovic, B. (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of political Economy*, 98(5, Part 1), 1076-1107.
37. Guru, B. K. i Yadav, I. S. (2019). Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 24(47), 113-126.
38. Hafer, R. W. (2007). *The stock market*. Westport, Connecticut: Greenwood Press.
39. Haque, M. E. i Hossain, M. K. (2011). Impact of stock market development on economic growth: Evidence from SAARC countries.
40. Har, W. M., Ee, C. S. i Tan, C. T. (2008). Stock market and economic growth in Malaysia: Casuality test. *Asian Social Science*, 4(4), 86-92.
41. Holmström, B., & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political economy*, 101(4), 678-709.
42. Hossain, M. S. i Kamal, K. M. M. (2010, August). Does stock market development cause economic growth? A time series analysis for Bangladesh economy. In international conference on applied economics-ICOAE.
43. Hsu, H. C. (2011). Global risk diversification: An empirical investigation from the US perspective. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 10(8), 57-66.
44. Jahfer, A. i Inoue, T. (2014). Financial development and economic growth: The role of stock market in Japan. *International Review of Business Research Papers*, 10(2), 46-61.
45. Kang, Q. i Liu, Q. (2008). Stock trading, information production, and executive incentives. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 484-498.
46. King, R. G. i Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.
47. Komazec, S., Ristić, Ž., Vukša, S., Savić, J. i Jocić, B. (2006). *Finansijska tržišta i berzanski menadžment*. Beograd: Viša poslovna škola.
48. Komisija za vrijednosne papire FBiH (2017). Zakon o tržištu vrijednosnih papira FBiH. *Službene novine FBiH*, br. 85/2008, 109/2012, 86/2015 i 25/2017.
49. Kumar, G. i Misra, A. K. (2015). Closer view at the stock market liquidity: A literature review. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(2), 35-57.
50. Levine, R. (1996). Stock Markets: A Spur to Economic Growth, Finance and Development Division, the World Bank's Policy Research Department.
51. Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
52. Levine, R. i Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review* 88:537-558.
53. Levine, R. i Zervos, S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth, The World Bank, *Policy Research Working Paper No. 1582*.
54. Luintel, K. B., & Khan, M. (1999). A quantitative reassessment of the finance–growth nexus: evidence from a multivariate VAR. *Journal of development economics*, 60(2), 381-405.

55. Luintel, Kul, and Khan, Mosahid (1999). A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR, *Journal of Development Economics* 60: 381-405.
56. Ljubljana Stock Exchange (n.d.). About the Ljubljana Stock Exchange: History. Preuzeto sa: <https://ljse.si/en/history/266> (Pristupljeno: 14.05.2024).
57. Malikhaydar, A. T. (2020). Impact of stock market development on economic growth: empirical evidence. *Глобус*, (4 (50)), 65-73.
58. Masoud, N. M. (2013). The impact of stock market performance upon economic growth. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(4), 788-798.
59. Mauro, Paulo (2000). Stock Returns and Output Growth in Emerging and Advanced Economies, *IMF Working Paper*, No. 89.
60. McKinnon, R. I. (2010). Money and capital in economic development. Brookings Institution Press.
61. Naik, P. i Reddy, Y. V. (2021). Stock market liquidity: A literature review. *Sage Open*, 11(1), 2158244020985529.
62. Njemcevic, F. (2016). Capital market and economic growth in transition countries: Evidence from South East Europe. In *8th International Conference of the School of Economics and Business (Vol. 48, p. 146)*. University of Sarajevo, School of Economics and Business Trg oslobođenja–Alija Izetbegovic 1, Sarajevo, Bosnia and Herzegovina.
63. Omar, A. B., Ali, A., Mouneer, S., Kouser, R. i Al-Faryan, M. A. S. (2022). Is stock market development sensitive to macroeconomic indicators? A fresh evidence using ARDL bounds testing approach. *Plos one*, 17(10), e0275708.
64. Pan, L. i Mishra, V. (2018). Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China. *Economic Modelling*, 68, 661-673.
65. Paudel, N. P. (2005). Financial System and Economic Development, Nepal Rastra Bank in Fifty Years, *Part -II, Financial System*. Kathmandu: NRB.
66. Penić, J. (2017). Najveće svjetske finansijske burze. Završni rad. Veleučilište u Karlovcu.
67. Petrović, P. (2009). *Berze i berzansko poslovanje*. Beograd: Prometej.
68. Prague Stock Exchange (n.d.). PSE as the main market operator since 1871. Preuzeto sa: <https://www.pse.cz/en/about-us> (Pristupljeno: 14.05.2024).
69. Rajan, R.G., and Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth, *American Economic Review* 88, 559-586.
70. Rioja, F., and Neven, V. (2003). Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development, (Georgia State University, Department of Economics, Andrew Young School of Policy Studies).
71. Robinson, J. (1979). The generalisation of the general theory. In *The generalisation of the general theory and other essays* (pp. 1-76). London: Palgrave Macmillan UK.
72. Schumpeter, J. A. (2008). The theory of economic development.
73. Siegel, J. J. (2021). *Stocks for the long run: The definitive guide to financial market returns & long-term investment strategies*. McGraw-Hill Education.
74. Singh, A. (1998). Liberalisation, the stock market and the market for corporate control: a bridge too far for the Indian economy?.

75. Siliverstovs, B. i Duong, M. H. (2006). On the role of stock market for real economic activity: *Evidence for Europe (No. 599)*. DIW Discussion Papers.
76. Smithers, A. (2022). *The Economics of the Stock Market*. Oxford: University Press
77. Solnik, B. H. (1974). Why not diversify internationally rather than domestically?. *Financial analysts journal*, 30(4), 48-54.
78. Spears, A. (1991). Financial Development and Economic Growth-Causality Tests, *Atlantic Economic Journal*, 19:66-74.
79. Szetela, B. (2019). The relationship between the stock market and the economy: Evidence from central and eastern European countries. *Transformations in Business & Economics*, 18(2A), 47A.
80. Tešić, M. (1996). *Spoljnotrgovinsko poslovanje*. Beograd: Savremena administracija.
81. Trabelsi, M. (2002). Finance and Growth, Empirical Evidence from Developing Countries: 1960-1990, Institut des Hautes Etudes Commerciales de Carthage (IHEC), Tunisia.
82. Vlastakis, N. i Markellos, R. N. (2012). Information demand and stock market volatility. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1808-1821.
83. Wachtel, P. (2002). How Much Do We Really Know about Growth and Finance?, *Federal Reserve Bank of Atlanta Conference on Finance and Growth*.
84. Wang, C. i Hao, J. (2022). Does the stock market affect the real economy? An empirical analysis based on China's stock market liquidity. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2022(1), 7663271.
85. Yadav, J. S. i Sangwan, R. (2019). Resource mobilization in indian primary capital market. *Business Management and Social Innovations*, 235.