

# ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ У ТРАНЗИЦИОНОМ ПЕРИОДУ "ТРЖИШТЕ У НА- СТАЈАЊУ"

## CAPITAL MARKET IN THE REPUBLIC OF SERBIA IN THE PE- RIOD OF TRANSITION "EMERGING MARKETS"

Гордана Живаљевић\*

### Резиме

У време глобализације светских финансијских токова, монетарне интеграције, дерегулације и нове информатичке технологије, на значају све више добија развој ефикасног тржишта капитала, као интегралног дела финансијског тржишта сваке националне економије. Циљ овог рада је да укаже на неке предности и недостатке развоја "младог" тржишта капитала у транзиционом периоду српске економије.

**Кључне речи:** тржиште капитала, капитализација, законска регулатива, категоризација ризика, Београдска берза.

### Summary

In time the world financial flows globalization, monetary integration, deregulation, and new information technologies, the importance gaining development of efficient capital markets, as an integral part of financial markets each national economy. The aim of this work paper is to point out some advantages

---

\* Мр Гордана Живаљевић, Д.О.О „БАРС“, Ниш

and disadvantages capital market development "young" capital market in transition period of Serbian economy.

**Key words:** capital market, capitalization, legislation, categorization of risk, Belgrade stock market

## Увод

Финансијско тржиште, у најширем смислу, представља организовано место на коме се сусрећу понуда и тражња за финансијском активом, при чему долази до формирања цене те активе. Једноставно речено, финансијско тржиште подразумева све институције и поступке помоћу којих се купци и продавци финансијских инструмента повезују без обзира на природу финансијског инструмента. Оно омогућава несметану циркулацију новчаних средстава и капитала и њихово усмеравање тамо где се та средства могу најбоље искористити. Развијеност финансијског тржишта, дубина и стабилност од великог су значаја за успешно функционисање привредног система и уједно су важан показатељ развијености националног тржишта у односу на окружење.

Сходно општој дефиницији финансијског тржишта, под *тржиштем капитала* се подразумева организовано место на коме долази до сусретања понуде и тражње дугорочних хартија од вредности. Уколико је трговање организовано тако да се обавља на тачно одређеном месту, у тачно одређено време и по строго дефинисаним правилима, такво тржиште се назива берзом, а трговина која се на њему обавља берзанском трговином. Сва остала трговина која се обавља ван берзе се назива ванберзанском трговином. Организовано тржиште пружа бројне предности: омогућава да се лакше сусретну понуда и тражња, повећава ликвидност хартија, тј. њихову лакшу куповину и продају, омогућава бољу реалокацију средстава, представља најбољи тест успешности пословања емитената и поређења у односу на конкуренцију, утиче услед изложености јавности на повећање одговорности и ефикасности пословања, доприноси смањењу трансакционих трошкова (*економија обима*), подстиче појаву нових учесника и нових емисија, врши едукативну улогу и сл.

Неразвијено тржиште капитала један је од разлога спорог изграђивања тржишне привреде у Србији. Наиме, Србија се дуги низ година налази у фази корених реформи привредног и финансијског система. Развој тржишта капитала, у контексту општих реформи, треба спровести што пре. Земље које то учине поднеће лакше горку пилулу транзиције и са краћим негативним ефектима на путу ка трајном оздрављењу њихових привреда.

Након стварања законских и институционалних претпоставки за формирање и рад тржишта капитала, његовим активирањем, данас не говоримо о земљи неразвијене тржишне привреде, него о земљи са *младим тржиштем капитала* - тржиштем у настајању. С обзиром да је тржиште капитала веома комплексна тема, бавићемо се само неким аспектима његовог развоја у Републици Србији у периоду транзиције. У првом поглављу *Детерминанте тржишта капитала*, обрадићемо функције и значај тржишта капитала у финансијском систему Србије, затим законску регулативу која има за циљ пружање пуне правне сигурности и заштите учесника на тржишту капитала. Указаћемо на основне категорије ризика и чињеницу да је присуство већине тих ризика управо један од разлога неразвијености тржишта капитала. У другом поглављу анализираћемо промет и структуру промета хартија од вредности на Београдској берзи, затим њену тржишну капитализацију, као и капитализацију по секторима и место које има у региону. Треће поглавље говори о негативном утицају светске финансијске кризе на тржишта капитала у региону Балкана, а самим тим и на српско тржиште. У четвртном поглављу настојаћемо да укажемо на неке од услова које Србија мора да испуни уколико жели да настави са даљим развојем свог *младог тржишта капитала*. У закључном делу биће изложена идеја да је неоспорно да се стабилност финансијског система у Србији знатно поправила, али да Србији предстоји напоран и дуготрајан рад на даљем развоју тржишта капитала.

## 1. Детерминанте тржишта капитала у Републици Србији

### 1.1. Функције тржишта капитала

Једна од основних функција тржишта капитала је остваривање највећег степена рационалности у употреби финансијских средстава кроз интеракцијски однос понуде и тражње, чиме се постиже селективна и алокативна функција тржишта у коришћењу новца и капитала. Сходно томе, као најважније функције тржишта капитала у околностима РС се могу издвојити:<sup>1</sup>

- Мобилисање домаће штедње и акумулације и њихово усмеравање према предузећима која имају дефицит у средствима, али располажу са профитабилним пројектима. Реалокацијом постојеће штедње у хартије од вредности на тржишту капитала, било под директном

---

<sup>1</sup> Опширније видети у: Марко Симонети, Нина Петровић, *Тржиште капитала у земљама у развоју*, Деоничарски капитал у Југославији, Економски институт, Београд, 1999, стр. 35-37.

контролом инвеститора, било посредно (нпр. преко инвестиционих фондова) може се дати снажан замах овом тржишту.

Ефикаснија алокација расположиве акумулације постиже се континуираним праћењем цена акција на тржишту и усмеравањем расположивих средстава према онима који остварују добре резултате захваљујући успешној развојној политици. Истовремено шансу да дођу до потребних средстава за развој добијају и мала и средња предузеће понудом већих стопа приноса потенцијалним инвеститорима, као компензације за припадајући ризик. Објективна процена исказаних пословних резултата и потенцијала ових предузећа је предуслов за селекцију и њихово добро позиционирање на тржишту капитала.

- Решавање проблема недостатка дугорочних инвестиционих средстава. Пословне банке, као доминантни финансијери корпорација у претходном периоду су због бројних ризика, а посебно услед страха од "топљења" главнице услед присутне инфлације, кредите преваходно одобравале на кратка рок, најчешће на 30 дана, са могућношћу продужења. Како су, истовремено, тако средстава за финансирање пројеката који треба да дају ефекте у будућности. Корпорације са добрим инвестиционим пројектима, чије се акције котирају на тржишту, могу да дођу до дугорочних средстава емисијом и продајом дугорочних (власничких) хартија од вредности. Један од услова да инвеститори примарно купују дугорочне хартије је да је секундарно тржиште тих хартија ликвидно, или, другим речима, инвеститори ће купити дугорочну кратке рокове из истих разлога пратиле и високе каматне стопе, јасна је неадекватност таквих средстава за финансирање пројеката који треба да дају ефекте у будућности. Корпорације са добрим инвестиционим пројектима, чије се акције котирају на тржишту, могу да дођу до дугорочних средстава емисијом и продајом дугорочних (власничких) хартија од вредности. Један од услова да инвеститори примарно купују дугорочне хартије је да је секундарно тржиште тих хартија ликвидно, или, другим речима, инвеститори ће купити дугорочну хартију уколико могу пре њеног доспећа да своју инвестицију продају, тј. поново је претворе у готовину.
- Подизање ефикасности пословања корпорација чијим се акцијама тргује на тржишту капитала. Наиме, ако се пође од основне претпоставке о постојању позитивне корелације између ефикасности пословања (управљања) и цена акција, јасно је да је ефикасно управљање корпорацијом од велике важности. Другим речима: тржиште капитала елиминише све оне који немају перспективу. Истовремено тржиште капитала би могло да реши горући проблем привреде РС, недовољно ефикасно управљање, заменом управа које остварују ло-

ше резултате, или је исход ниска цена акција на тржишту, са младим, образованим, амбициозним, способним менаџерима, тј. *људима са идејом*. Истовремено би на тржишту дошло до креирања *цене доброг менаџера*.

- Конституисање активног и ефикасног тржишта капитала може бити јасан сигнал и стимуланс доласку страног капитала у виду директних или портфолио инвестиција. Подразумева се да постоји јака својинска и уговорна сигурност, јасни својински односи, ефикасна регулатива политичка и економска стабилност, добра информисаност и сл.
- Обезбеђење ликвидности инвестиција, под којом се подразумева могућност претварања инвестиције у готов новац у кратком року, без значајнијег одступања од цене. Континуираност тржишта капитала је једна од претпоставки ликвидности.
- Омогућавање примене различитих инвестиционих стратегија, сходно инвеститорским афинитетима.

## 1.2. Институционални оквири тржишта капитала у РС

Један од задатака сваког тржишта, укључујући и финансијско тржиште, јесте да "невидљивом руком" измири властите интересе појединаца са друштвеним интересима." Друштвени живот је немогућ уколико се не ублажи трка за остваривањем властитих интереса и покаже другима да их поштујеш и са њима саосећаш. Друштво које би се састојало од тврдих егоиста, само би се разбило на комадиће; сваки прави алтруиста би се злопатио."<sup>2</sup> Свакако да су супротни интереси који постоје код учесника на финансијском тржишту *conditio sine qua non* да би тржиште уопште постојало, али за његово успешно функционисање је неопходно да се учесници придржавају утврђених правила. "Штавише, мора постојати механизам који ће присилити сваког појединца да се придржава правила, чак и онда када су у супротности са његовим непосредним интересима."<sup>3</sup>

Развој тржишта капитала и његова стабилност у значајној мери зависе од адекватности законске регулативе и њеног спровођења у пракси. Правне прописе, неопходне за функционисање финансијског тржишта, могуће је груписати у три нивоа:<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Bernard J.Foley, *Capital market*, Macmillian Education Ltd London, 1991, str. 200.

<sup>3</sup> Robinson, J., *Economic Philosophy*, Pelican Books, London, 1964, str.10.

<sup>4</sup> Дејан Ерић, *Финансијска тржишта и инструменти*, Научна књига, Београд, 1997, стр.45.

- Системски закони из различитих области којима се регулишу односи у вези са финансијским тржиштем (Закон о банкама, Закон о привредним друштвима и др.).
- Правни прописи којима се непосредно одређује област финансијског тржишта (Закон о тржишту хартија, подзаконска акта).
- Интерни правни прописи, као што су статuti, пословници о раду, кодекси и сл.

Чини се да је у дефинисању законских прописа који се односе на ову проблематику РС најдаље одмакла. Ту се пре свега мисли на:

- Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената ("Сл. гласник РС" бр. 47/06);
- Закон о привредним друштвима ("Сл. гласник РС" бр. 125/04);
- Закон о банкама и другим финансијским организацијама ("Сл. гласник РС" бр. 72/03 и 61/05);
- Закон о Народној банци ("Сл. гласник РС" бр. 72/03);
- Закон о приватизацији ("Сл. гласник РС" бр. 38/01, 18/03, 45/05);
- Закон о инвестиционим фондовима ("Сл. гласник РС" бр. 46/06, 51/09);
- Закон о преузимању акционарских друштава ("Сл. гласник РС" бр. 46/06);
- Закон о рачуноводству и ревизији ("Сл. гласник РС" бр. 71/02);
- Закони из области пореског система:
- Закон о порезу на добит предузећа ("Сл. гласник РС" бр. 25/01);
- Закон о пореском поступку и пореској администрацији ("Сл. гласник РС" бр. 80/02, 84/02);
- Закон о порезу на додату вредност ("Сл. гласник РС" бр. 84/04);
- Закон о облигационим односима ("Сл. лист СЦГ" бр. 1/03);
- Закон о стечају и ликвидацији ("Сл. гласник РС" бр. 92/09).

Поред ових законских прописа, значајну улогу у регулисању тржишта капитала имају и подзаконска акта донета од стране Комисије за хартије од вредности, Берзе и Централног регистра. Примена законске регулативе, треба да има за циљ пружање пуне правне сигурности и заштите учесника на тржишту капитала. Таква растерећеност у значајној мери помаже учесницима да се концентришу на оно за шта они искључиво преузимају одговорност, а то је доношење инвестиционе одлуке. И поред оцене да је обезбеђена солидна законска основа за развој примарног и секундарног тржишта, пракса је показала да то није био довољан услов да би се развило ефикасно и ликвидно тржиште. Законску регулативу у РС треба и даље дограђивати у области пословања са хартијама од вредности у циљу подстицања интензивног развоја, прецизнијем дефинисању обавеза учесника,

отклањању уочених неправилности, спровођењу боље заштите учесника од потенцијалних злоупотреба и стварању претпоставки за пословање нових учесника на финансијском тржишту. Посебан задатак је стандардизација и хармонизација законских прописа и њено усаглашавање са законодавством Европске уније.

Складно функционисање тржишта капитала у великој мери зависи од начина спровођења надзора над целокупним активностима које се одвијају на том тржишту, почев од испуњења услова емитовања хартија од вредности, поштовања законитости у њиховом прометовању, до контроле професионалног и етичког понашања самих учесника.

У РС основну функцију надзора над пословањем на тржишту капитала има Комисија за хартије од вредности, која је на захтев Светске банке формирана фебруара 1990. године. Комисију је својом уредбом конституисала влада, која је и уредила сва релевантна питања за њено функционисање и одредила њену надлежност. Сходно принципима утврђеним од стране Међународне организације комисија за хартије од вредности (*IOSCO*), Комисија за хартије од вредности треба да има статус самосталне, независне, недржавне, непрофитне, стручне институције, једном речју статус сличан оном који у многим развијеним земљама имају централне банке.

Поред законски дефинисаног надзора, важну улогу у регулисању финансијског тржишта имају и тзв. саморегулаторне организације. У РС већ неколико година егзистира Пословно удружење берзи и берзанских посредника које, и поред евидентних напора, није успело озбиљније да се наметне у пракси, односно буде место где би се припремала и доносила подзаконска акта, обављала неопходан и додатна едукација, решавали спорови, предузимале мере према онима који не поштују правила понашања, односно штете угледу тржишта капитала, спроводиле бројне активности у циљу развоја тржишта и изградње угледа и поверења берзанских посредника и берзе.

### 1.3. Инфраструктура тржишта капитала у РС

У РС је Законом о тржишту капитала и других финансијских инструмената<sup>5</sup> и подзаконским актима Комисије за хартије од вредности утврђен поступак емисије, садржина захтева, неопходна документација, садржина јавног позива за упис и куповину акција (проспекта), као и поступак спровођења контролне функције од стране Комисије за хартије од вредности. Наведеним законом је утврђено да се хартије, осим у изузетним случајевима

<sup>5</sup> "Сл.лист СРЈ" бр. 65 од 29. новембра 2002. године.

вима, издају тј. дистрибуирају путем јавне понуде. Истовремено су пословне банке, са којима издавалац има закључен уговор, лоциране као место уписа и уплате, чиме је практично онемогућено да се примарна продаја хартија обавља на организованом тржишту - берзи или ванберзанском тржишту. Законом о привредним друштвима<sup>6</sup> је утврђено да отворена акционарска друштва могу издавати акције путем отворене (јавне) ,или затворене емисије, што је само једно од питања због којих је нужно усклађивање законских прописа. За секундарно тржиште капитала у РС се може рећи да је *неразвијено и недовољно ликвидно*. *Неразвијеност* се, пре свега, огледа кроз присуство малог броја хартија од вредности. Тренутно се на тржишту капитала у РС једино тргује акцијама емитованим у поступку приватизације и обвезницама девизне штедње. Сам, нетржишни, начин на који су примарни власници наведених хартија то постали носи своје негативности у погледу њиховог односа према финансијском тржишту, његовој функцији и значају. За велику већину садашњих власника тржиште капитала је начин путем кога могу своје "инвестиције" да поново претворе у готов новац, а не и место на коме желе да дуже остану и провере своје инвестицијске способности. Одсуство широког спектра друге финансијске активе, као што су дугорочне хартије од вредности чији је емитент држава тј. влада, разне државне институције, одсуство дугорочних корпоративних обвезница и хартија трезора је један од главних ограничавајућих фактора развоја тржишта.

Недовољна ликвидност тржишта се испољава кроз немогућност продаје акција у кратком року. За акције једног броја емитената постоји константна понуда, али постоји одсуство тражње. Такође је често присутна већа понуда од тражње, што последично доводи до тога да су они који желе да продају акције у кратком року принуђени да смањују цену понуде у значајнијем износу од тренутно важеће тржишне цене. Само изузетно тражња за акцијама превазилази понуду и то углавном код акција са бољим перформансама. До октобра 2004. године, се на Београдској берзи примењивао искључиво периодични аукцијски метод трговања, а од половине октобра исте године уведен је и континуирани метод трговања. Може се рећи да је прелазак на овај начин трговања потпуно оправдао очекивања, јер те акције чине најликвиднији део тржишта. Један од разлога незадовољавајућа ликвидности тржишта је и тај што у РС, и поред законске могућности, још увек у пракси нико не обавља улогу креатора тржишта (тзв. маркет-макер).

---

<sup>6</sup> "Сл.гласник РС" бр.125 од 22. новембра 2004. год.



За тржишта у развоју, какво је тржиште капитала у РС, значајно је да профункционишу у правом смислу те речи и примарно и секундарно тржиште због њихове међусобне чврсте везе и условљености. Примарна тржишта не могу да егзистирају и да се развијају по ширини и по дубини без одговарајуће развијеног секундарног тржишта. Са друге стране, секундарно тржиште има улогу да обезбеди одговарајуће цене и ликвидност. Секундарно тржиште акција је тест успешности процена инвеститора. Како не постоји перфектно тржиште, које подразумева да су сви учесници на њему у исто време и подједнако добро информисани, потенцијални инвеститори који су боље информисани на бази чега очекују бољу *cash flow* ће бити спремни да купе све расположиве акције, или чак да плате и бољу цену од оних који те информације немају.

Укратко речено: такво понашање инвеститора базира се на процени да је реална вредност тих акција већа од њихове тржишне цене, па је реално очекивати остварење капиталног добитка у будућности, када дође до њиховог уравнотежења. Такво понашање инвеститора представљало би сигнал и осталим инвеститорима да купују те акције, што би последично изазвало да цене тих акција расту, чиме би се приближиле реалној (унутрашњој) вредности.

Један од основних услова за стицање поверења на тржишту капитала је спречавање трговања непостојећим хартијама, тј. хартијама које продавац не поседује. То је посебно важно у ситуацији каква је у РС, која се определила за емитовање хартија у нематеријализованом облику, као и дематеријализацију већ емитованих хартија. Стога је, у циљу сигурности домаћих и страних инвеститора, потребна јасна прецизност у процедурама чувања и евидентирања-регистравања хартија, њихове верификације пре трговања, као и преноса власништва након обављеног трговања. Неопходан услов за то је адекватна софтверска, хардверска, телекомуникациона технологија и поуздана заштита података.

По правилима трговања акцијама из поступка приватизације на Београдској берзи берзански посредник купца је у обавези да обезбеди покриће у износу од 100%. Берзански посредник мора, пре испостављања налога куповине, да поседује извод са наменског рачуна, као доказ да су средства обезбеђена и да поседује пуномоћ за њихово располагање. По сада важећим прописима промптно салдирање након купопродаје се врши у року од 3 дана, од дана када је трансакција обављена. Наиме, у том року је купац у обавези да плати, односно продајци су у обавези да пренесу активу на купце. Такав начин салдирања је неадекватан јер се тиме инвеститори, којих иначе нема у задовољавајућем броју, у ситуацији када се на берзи одвијају дневне аукције и свакодневно континуирано трговање, непосредно излажу опасности остварења великих губитака уколико би у дани-

ма када су акције "блокиране" дошло до пада њихових цена. Увођењем обрачунских рачуна или дневног салдирања отклонио би се фактор који може дестимулативно да утиче на инвеститоре.

#### **1.4. Категоризација ризика на тржишту капитала у РС**

Један од разлога неразвијености тржишта капитала у РС је чињеница да је на њему присутна већина познатих ризика у великим количинама. Да би се ово тржиште развило неопходно је да се већи део ризика отклони, или сведе на најмању могућу меру (путем диверсификације или хеџинга). Основне категорије ризика које су присутне на српском тржишту капитала можемо класификовати на следећи начин:<sup>7</sup>

– Кредитни ризик

Један од најизразитијих ризика на тржишту капитала у РС је свакако тзв. ризик неизвршења обавеза.

Дугогодишња погоршана финансијска структура великог броја "друштвених" предузећа, њихова презадуженост, велика плаћања на име високих позитивних камата, блокада жиро рачуна - све је то условило неликвидност и несолвентност привредних субјеката који су испунили законске услове за покретање стечајног поступка. Повлашћени положај ових предузећа у пословном односу са банкама данас се коренито мења. Банке прописују строге процедуре и услове за давање кредита, те ће предузећа морати све више да излазе на финансијско тржиште, а то ће значити и елиминацију са тржишта неликвидног емитента. На кредитни ризик додатно утиче неефикасност правног система, спорост у наплати инструментата обезбеђења (менице, хипотеке и др.)

– Каматни ризик

За Републику Србију је карактеристично да је у протеклим деценијама, због прикривања реалне стопе инфлације из политичких разлога, граница између реално позитивних и негативних камата била непоуздана. Такође због чињенице да је Србија имала 90-их година двадесетог века другу по величини хиперинфлацију у историји човечанства, наступио је период од неколико година на коме су доминирале високе реалне каматне стопе, незабележене у земљама са развијеном тржишном економијом. Међутим, захваљујући знатно нижој инфлацији, Србија је на добром путу да кроз неко време и у овој области успостави светске стандарде.

– Ризик куповне снаге

---

<sup>7</sup> Т. Брзаковић, Детерминанте избора инвестиционих стратегија на тржишту капитала, Економски факултет, Ниш, 2006, стр. 234.

Основни генератор ове врсте ризика је висока инфлација. Као што је горе поменуто, с обзиром да је у РС последњих деценија често била присутна висока инфлација, инвеститори нису размишљали о улагању у хартије од вредности већ у сигурну активу (некретнине, злато, страну валуту и сл.).

– Ризик ликвидности

С обзиром да се тржиште капитала у РС налази у почетној фази развоја, од њега се не може ни очекивати пуна ликвидност. Треба додати и неадекватну књиговодствену вредност акција многих приватизованих предузећа са аспекта приноса, што свакако додатно умањује ликвидност тржишта.

– Менаџмент ризик

Финансијска тржишта у развијеним економијама велику пажњу поклањају квалитету управљања корпорацијама, имајући у виду да од тога зависи доношење инвестиционих одлука инвеститора. Чак преко 80% инвеститора заступа становиште да би платило више за акције компанија којима се добро управља у односу на акције компанија којима се лоше управља.<sup>8</sup> Добрим корпоративним управљањем се смањује финансијски ризик, поправља укупан имиџ и повољно утиче на цену акција. Супротно, низак квалитет корпоративног управљања доводи до смањења поверења инвеститора и резултира депресијацијом цена на тржишту капитала.

Позната рејтинг агенција *Standard&Poor's* врши процену колико су компаније прихватиле међународни кодекс корпоративног управљања, рангирајући их од 1-10 на основу: власничке структуре, односа са финансијским стејкхолдерима, финансијске транспарентности и стандарда јавног извештавања, структуре управног одбора и процеса његовог рада.<sup>9</sup>

Ризик корпоративног управљања у РС је изузетно висок иако законска решења пружају солидан оквир за контролу управљања корпорацијом од стране акционара (прописане су процедуре остварења права гласа, обавеза информисања акционара, избор независних чланова управног одбора, годишњи реизбор директора и управног одбора сл.). Пракса показује у овој области велику неефикасност, јер је још увек значајан број друштвених предузећа који није приватизован, а у многим приватизованим предузећима "синдром самоуправљања" је и даље присутан са својим негативности-

<sup>8</sup> Corporate Finance, October 2001, London, Euromoney Institutional Investor, str.54.

<sup>9</sup> Бошко Живковић, Квалитет корпоративног управљања и тржиште корпоративне контроле у суловима транзиције, Трећа међународна конференција Београдске берзе, новембар 2004, стр.6.

ма, у управним и надзорним одборима и даље се често бирају послушници или политички активисти, а не стручни људи и сл.

– Политички ризик

Један од најважнијих фактора од кога зависи доношење одлуке о инвестирању у неку страну земљу је свакако политички ризик. Ова врста ризика је нарочито карактеристична за земље у транзицији.

Он је нижи уколико у земљи владају стабилни услови привређивања, постоје повољни царински, спољнотрговински и девизни третман иностраних инвестиција, када влада политичка и социјална сигурност. Због високог нивоа политичког ризика у РС, према методологији *Еуромонеу-а*, страни инвеститори нису још увек заинтересовани за озбиљнија улагања на ово тржиште. Присутни су стални сукоби и неслагања између различитих политичких странака, као и унутар владајуће коалиције око стратешких питања (економских политичких реформи, сарадње са међународним институцијама, висок ниво корупције, криминала, стални притисци и "уцене" међународне заједнице и сл.).

## **2. Еволуција "младог тржишта капитала" као тржишта у настајању у Републици Србији**

СРЈ (Савезна Република Југославија) је почетком последње деценије двадесетог века била међу земљама пионирима када је, након скоро педесетогодишње паузе, поново основала финансијска тржишта и кренула у приватизацију предузећа и трансформацију банкарског система. Међутим, након пионирских почетака, услед низа околности непосредно пре, као и након распада авнојевске Југославије, од којих су многе биле драматичне (грађански рат, хиперинфлација, политички немири, агресија НАТО пакта, економска и политичка изолација и др.), дошло је до застоја у тим активностима. Нажалост, СРЈ (а након раздруживања Република Србија) се од земље зачетника реформи нашла на самом њеном зачељу, јер су је многе друге земље у међувремену претекле. И поред охрабрујућих наговештаја након промене ауторитарног режима у октобру 2000. године, мора се констатовати да је у РС и даље изражен проблем недовољно развијеног финансијског тржишта (тржишта капитала).

РС се већ дужи период времена налази у фази корених реформи економског и финансијског система. Један од најактуелнијих процеса је свакако процес приватизације, који је због своје важности и хитности добио епитет "убрзане" приватизације. Мишљења о брзини и успешности тих процеса у домаћој стручној и политичкој јавности су подељена. Оно где не би требало имати пуно дилема је да је досадашње искуство са банкама као доминантним институцијама у финансијској сфери показало одређене

слабости, из разлога што такав концепт није доводио до ефикасне алокације финансијских средстава, односно није подстицао њихово ефикасно коришћење. Искривљена логика нетржишног понашања, у коме су дужници уживали већу заштиту од повериоца, би требало да је коначно доживела крај. Увођењем *тржишних стандарда понашања, који* владају на финансијском тржишту, стичу се услови да се досадашње девијације привредног и финансијског система исправе и коначно ухвати корак са државама које имају развијене тржишне институције, у које спада и тржиште капитала. Позната је чињеница да без развијеног тржишта капитала као места директног сучељавања понуде и тражње, процес реформи не може бити ни брз ни успешан. Истовремено институције тржишта капитала, кроз конкурентни однос са банкарским институцијама могу значајно допринети подизању професионализма, квалитету услуге, ширења палета услуга, уз снижење цена услуга. Стога се чини да је садашњим околностима најприхватљивији концепт *истовременог и равноправног егзистирања* и посредног финансирања (преко пословних банака) и непосредног сусретања учесника које омогућава тржиште капитала. Тиме ће се банке стимулисати на кориговање својих пословних политика (свеобухватнијем приступу клијентима) и развоју нових форми банкарства(као што је инвестиционо банкарство). Са друге стране ће и ризик повећане нестабилности у економији, који је присутан код доминантног ослањања на отворено финансијско тржиште, бити значајно умањен. Тренутно стање тржишта капитала у РС на коме се једино обавља секундарни промет акцијама емитованих у поступку приватизације и обвезница старе девизне штедне сврстава то тржиште у ред веома неразвијених тржишта. Почев од 1989. године (у тадашњој Југославији), када су донети Закон о хартијама од вредности, Закон о предузећима и Закон о банкама, створени су предуслови за интензивније емитовање капиталне финансијске активе. Чињеница да су у периоду 1995-1999. год. највећи емитенти акција банке, а да су највећи купци тих акција предузећа која истовремено имају највећу потребу за додатним капиталом, указује на присуство одређених аномалија. Анализа показује да су банке у протеклом периоду у условима реално позитивних каматних стопа и повећаном тражњом за финансијских средстава од стране привреде, која је највећим делом у протеклом хиперинфлационом периоду остала без значајног дела обртних средстава, део укупне цене пласираних средстава наплаћивале и кроз откуп акција. Такву стратегију су спроводиле, пре свега, новоформиране банке, руковођене жељом да што више ојачају пасиву својих биланса, док су "старе" банке на тај начин настојале да поврате део истопљеног капитала, који је за време хиперинфлације присвојен од стране корисника кредита у виду дужничке добити. Такав "искривљени", нетржишни мотив куповине акција у правом смислу те

речи, даје један од могућих одговора на питање зашто се акцијама банака не тргује значајније на секундарном тржишту. Истовремено спровођење ликвидационог поступка над неколико највећих банака је знатно смањило потенцијалну понуду тих акција на финансијском тржишту. Значајан потенцијал на страни понуде лежи у широко дисперзованим акцијама емитованим у поступку својинске трансформације. Посебно стимулативан је био Закон о својинској трансформацији, из 1997, који је омогућавао бесплатну поделу акција у износу од 60% процењене вредности предузећа. Закон о приватизацији, из 2001, јесте ту могућност смањило на 30%, односно на 15%, али је, са друге стране, дао могућност за још ширу дисперзију тиме што је омогућио поделу акција пунолетним физичким лицима без обзира на радни статус. Истовремено овај закон је укинуо сва ранија уведена ограничења (временска, право прече куповине) у промету акцијама и увео обавезу секундарне трговине овим акцијама на берзи. Значајан подстрек развоју тржишта капитала представља чињеница да Министарство за приватизацију и Акцијски фонд Републике Србије продају акције из портфеља Акцијског фонда преко берзе, што представља значајан подстрек развоју тржишта капитала.

**Табела бр. 1: Промет на Београдској берзи у 2004. години**

2004.	Укупно/Total		Записи/Notes		Обвезнице/Bonds				Акције/Shares	
			комерцијални/ commercial		Републике Србије		предузећа/corporate			
	број/No	вредност/ Turnover	број/ No	вредност/ Turnover	број/No	вредност/ Turnover	број/ No	вредност/ Turnover	број/ No	вредност/ Turnover
I	5.962	2.254.656.963	286	667.561.976	4.915	588.516.987	761	998.578.000	0	0
II	10.135	3.773.652.134	244	517.388.527	7.081	773.286.168	590	580.835.419	2.220	1.902.142.020
III	14.160	7.874.175.526	158	300.013.873	6.581	762.847.739	498	538.389.000	6.923	6.272.924.914
IV	9.303	1.837.514.175	104	217.782.127	5.391	612.013.673	335	380.406.000	3.473	627.312.375
V	9.270	2.439.967.713	197	392.586.466	4.481	575.625.803	296	448.796.000	4.296	1.022.959.444
VI	12.200	2.692.883.228	80	118.899.072	5.792	1.003.351.995	232	342525.000	6.096	1.228.107.161
VII	14.542	2.503.389.094	23	15.740.849	5.444	721.314.773	162	209.327.000	8.913	1.557.006.472
VIII	11.754	3.011.322.453	39	68.250.000	4.866	719.600.861	143	158.153.000	6.706	2.065.318.592
IX	11.245	3.322.397.138	0	0	4903	910.230.921	51	42.177.180	6.291	2.369.989.037
X	11.479	3.146.192.640	0	0	5.093	669.997.220	0	0	6.386	2.476.195.420
XI	12.455	2.598.810.685	0	0	5.894	887.658.570	3	4.231.350	6.558	1.706.920.765
XII	16.337	5.128.701.794	0	0	5.401	818.108.832	2	15.756.364	10.934	4.294.836.598
Ук.	138.842	40.583.663.543	1.131	2.298.222.890	65.842	9.042.553.542	3.073	3.719.174.313	68.796	25.523.712.798

Табела бр. 1 илуструје да је вредност промета на Београдској берзу у 2004. години износила 40.583.663.543,00 динара, што представља значајан пад промета у односу на 2003. годину, када је остварен промет од 93.070.409.210,00 динара.

У 2004. години у укупном промету доминира трговање акцијама са 62,89% (25,5 млрд. дин.), али и поред раста учешћа у структури промета у односу на 2003, када је учешће трговања акцијама у укупном промету из-

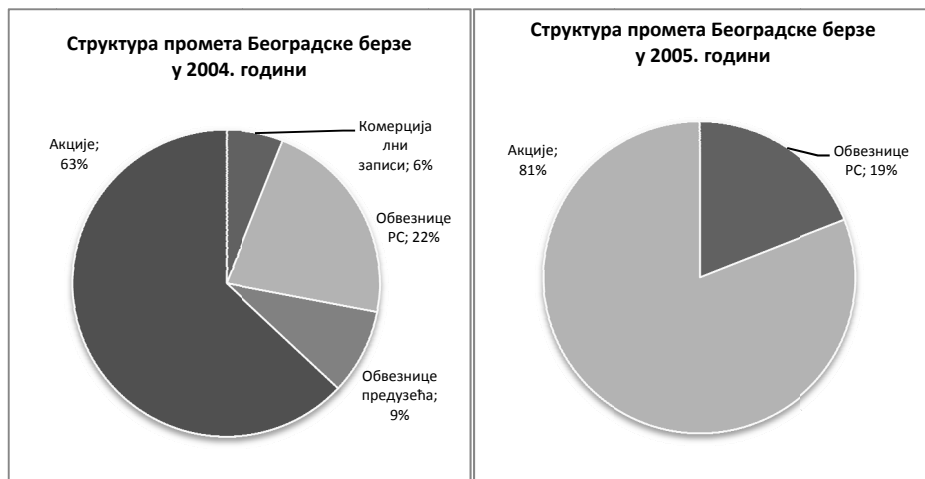
носило 32,76% (30,5 млрд. дин.), у 2004. год. забележен је пад вредности трговања акцијама за цца 5 млрд. динара. На другом месту су обвезнице Републике Србије уз учешће од 22,28% (9 млрд. дин.), на трећем месту су обвезнице предузећа чије учешће износи 9,16% (3,7 млрд. дин.), док су на последњем месту комерцијални записи са учешћем од 5,66%. Евидентан је пад промета обвезницама Републике Србије, који је у 2003. год. износио цца 10 млрд. дин. и пад трговања корпоративним обвезницама од преко 6 пут а у 2003. год. промет овим хартијама је износио цца 23 млрд. дин. Уз чињеницу да су корпоративне обвезнице емитоване као краткорочне хартије, евидентан је и значајан месечни пад промета овим хартијама од почетка 2004. године.

**Табела бр. 2: Структура промета на Београдској берзи у 2005. год.**

2005.	Укупно		Обвезнице Републике Србије		Предузећа		Акције	
	број	вредност	број	вредност	број	вредност	број	вредност
јануар	11.675	3.372.026.573	3.522	743.596.015	0	0	8.153	2.628.430.558
фебруар	18.887	4.635.574.001	3.852	694.451.018	0	0	15.035	3.941.122.983
март	20.584	5.631.103.790	4.668	804.400.893	0	0	15.916	4.826.702.897
април	11.338	2.293.365.823	3.403	553.211.490	0	0	7.935	1.740.154.333
мај	10.779	2.479.524.498	3.897	656.898.168	0	0	6.882	1.822.626.330
јун	12.774	3.020.261.989	4.375	736.379.673	0	0	8.399	2.283.882.316
јул	11.834	3.171.460.876	3.870	639.940.833	0	0	7.964	2.531.520.043
август	14.859	3.957.906.115	4.038	792.809.501	0	0	10.821	3.165.096.614
септембар	14.564	3.727.920.188	3.734	889.383.093	0	0	10.830	2.838.537.095
октобар	14.615	4.023.806.348	4.232	924.656.340	0	0	10.383	3.099.150.008
новембар	16.147	6.152.748.103	3.843	735.010.052	0	0	12.304	5.417.738.051
децембар	15.429	5.884.972.305	3.388	1.020.457.815	0	0	12.041	4.864.514.490
УКУПНО	173.485	48.350.670.609	46.822	9.191.194.891	0	0	126.663	39.159.475.718

Слика бр. 2 илуструје структуру промета на Београдској берзи у 2004. и 2005. години, из кога се види да су у 2004. год. акције учествовале са 63% у укупном промету, док је у 2005. години учешће акција у укупном промету порасло на 81%. Истовремено је у 2005. год. на Београдској берзи обављен промет са само две врсте хартија од вредности (акцијама и обвезницама РС), за разлику од 2004. год. у којој су у промету биле присутне и обвезнице предузећа и комерцијални записи. Највеће учешће у броју трансакција у 2004. години имале су акције (49,55%), затим обвезнице Републике Србије (47,42%), обвезнице предузећа (2,21%) и комерцијални записи (0,81%). Учешће акција у броју трансакција у 2005. години је износило 73,01%, док је учешће обвезнице РС у броју трансакција.

**Слика бр. 2:** Структура промета хартија од вредности на Београдској берзи у 2004. и 2005. године



Степен развијености секундарног тржишта капитала се мери:<sup>10</sup> (1) висином тржишне капитализације, (2) капацитетом тржишта мерено количником капитализације и бруто домаћег производа, (3) обимом промета на финансијском тржишту, (4) ликвидношћу тржишта, (5) бројем регистрованих емитената на тржишту капитала. Тржишна *капитализација* се добија множењем укупног броја хартија од вредности и тржишне цене појединачних хартија и да би се сагледао њен релативан значај она се ставља у однос или са номиналним домаћим производом земље или се анализира њено кретање у одређеном временском периоду. Стављањем у однос годишњег промета према тржишној капитализацији или према номиналном домаћем производу се може сагледати у којој мери се тржишна капитализација као финансијски потенцијал ефективно користи у тржишним трансакцијама. Број регистрованих емитената на тржишту капитала и ликвидност су такође значајни показатељи развоја тржишта капитала, као и националне економије у целини.

Тржишна капитализација Београдске берзе износила је 31. 12. 2004. год. 339,24 млрд. динара, односно 4,3 млрд. евра, што у односу на 2003. год. представља раст од 338,07%. У укупној тржишној капитализацији акције су учествовале са 56% (190 млрд. ЦСД или 2,41 млрд. евра), док је тржишна капитализација обвезница износила 149,2 млрд. ЦСД, или 1,9 млрд. евра. Овако висок раст капитализације је последица укључења акција нових емитената на тржиште и раста цена обвезница.

Тржишна капитализација Београдске берзе је 31. 12. 2005. године износила 570 милијарди динара, тј. 6,7 милијарди евра. У формира-



њу тржишне капитализације акције учествују са 68,2%, а обвезнице РС са 31,8%.

**Табела бр. 3:** Преглед капацитета тржишта, тржишне ликвидности, рација обрта и броја листираних компанија на Београдској берзи у 2004. години

Тржиште	Капацитет тржишта (тржишна капитализација/БДП)	Тржишна ликвидност (Вредност трговања/БДП)	Рацио обрта (Вредност трговања/ тржишна капитализација)	Број листира- них компанија
Београдска берза	23,8%	2,85%*	11,95%**	440***

Извор: Београдска берза, *Annual report- Годишњи извештај за 2004. год.*

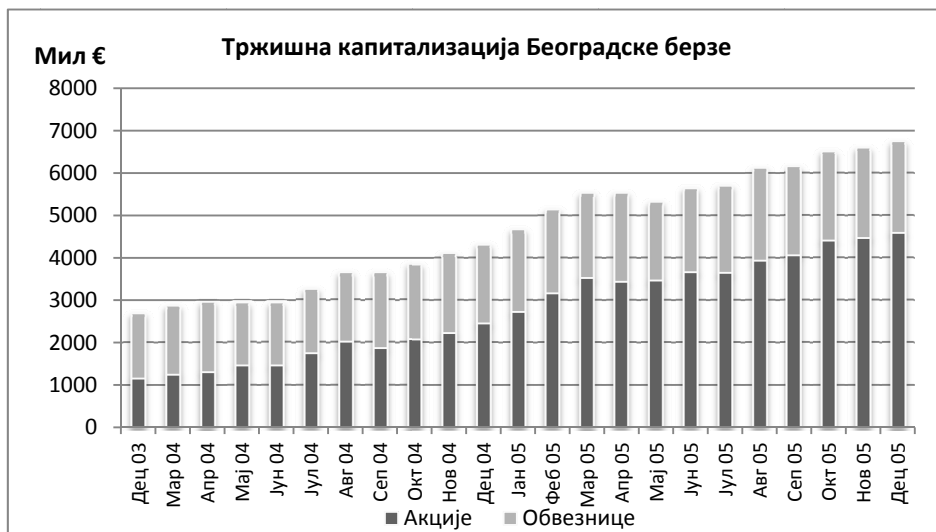
\* 0,514/18,06млрд ЕУР

\*\* 0,514/4,3млрд ЕУР

\*\*\* Број листираних компанија на слободном берзанском тржишту

Тржишна капитализација Београдске берзе у 2004. години представља 23,8% бруто домаћег производа. Поређења ради, капацитет тржишта САД је у 2003. години износио 130,3%, а капацитет тржишта Велике Британије 134,4%.

**Слика бр. 3:** Тржишна капитализација Београдске берзе у периоду децембар 2004/2005. године



Тржишна капитализација Београдске берзе је 31. 12. 2005. године износила 570 милијарди динара, тј. 6,7 милијарди евра. У формирању тржишне капитализације акције учествују са 68,2%, а обвезнице РС са 31,8%.

Слика бр. 4: Тржишна капитализација Београдске берзе по секторима



Слика бр. 5 илуструје тржишне капитализације берзе у региону у мају 2005. године, из које се види да од 10 тржишта, Београдска берза заузима пето место.

Слика бр. 5: Тржишна капитализација берзи у региону



За тренутно стање тржишта капитала у Републици Србији можемо закључити следеће:

- Сиромашна понуда финансијске активе,
- Недовољна ликвидност,
- Опадање тржишта, мерено износом остварених трансакција,
- Готово потпуни изостанак сектора становништва на страни тражње, преваходно услед економског осиромашења и нестанка тзв. сред-

њег слоја становништва. Међутим, појавом обвезница старе девизне штедње и акција из својинске трансформације, ситуација се полако поправља,

- Одсуство државних хартија од вредности, као најсигурнијих хартија, са тржишта. Државним записима које емитује Република Србија тргује се ванберзански. Обвезницама РС се у великој мери такође тргује изван берзе,
- Недовољно учешће институционалних инвеститора у трговању акцијама.

### **3. Утицај светске финансијске кризе на тржиште капитала у РС**

Тржишта капитала на Балкану су у 2008. години доживела најснажнији негативни тренд од почетка транзиције, односно успостављања берзанског механизма утврђивања цена финансијске активе. Размере пада берзанских индекса се могу боље сагледати уколико се у посматрање укључе перформансе свих светских берзанских индекса, јер су и у тако широко посматраном скупу индекса, међу десет индекса са највећим падом, пет са балканских тржишта капитала. Ипак, не треба превидети и чињеницу да је регион југоисточне Европе у претходним годинама остваривао изузетно високе приносе, а да су у првом кварталу 2007. год. компаративно остварени највећи проценти раста на свету. Вртоглави раст атрактивности регионалних тржишта у том периоду за последицу је имао једнако интензиван силазни тренд у кризној 2008. години. За тржиште капитала у РС пре-судан утицај имали су следећи фактори:<sup>10</sup>

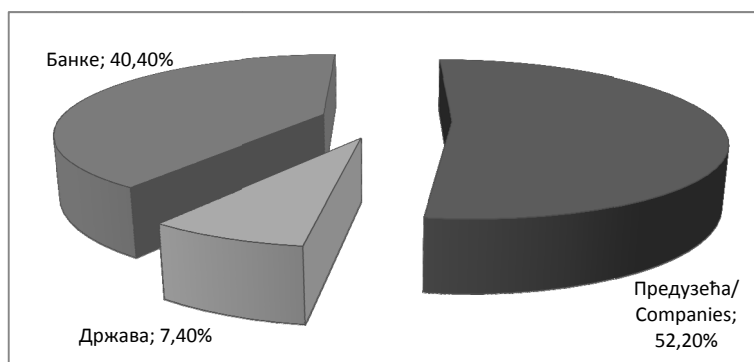
- Криза светског финансијског система која се развила у економску рецесију и захватила све области живота, почев од пада БДП, повећања буџетског дефицита, пораста незапослености пада инвестиционих активности, с обзиром да се предвиђања стручњака о трајању кризе протежу и на 2012,
- Пропаст гиганта у финансијској сфери,
- Пад привредне активности,
- Пооштравање прописа који регулишу финансијско пословање,
- Пад поверења у међународно право, започето одузимањем територије Косова и Метохије од суверено признате државе,
- Најпре председнички, а потом и избори на свим нивоима, праћени вишемесечним преговорима о формирању владе,
- Погоршање инвестиционог рејтинга земље,

<sup>10</sup> Београдска берза, Годишњи извештај за 2008 - Annual Report 2008, стр.25.

- Честе осцилације курса домаће валуте у последњем годишњем кварталу,
- Одлагање приватизације јавних предузећа иницијалном јавном понудом.

На Београдској берзи је у 2008. год. укупно остварен промет у вредности од 71,8 милијарди динара, односно нешто више од 882 милиона евра, што представља смањење промета од 56,4% у односу на претходну годину. Као и претходних година трговало се акцијама предузећа и обвезницама Републике Србије, уз доминантно учешће промета акцијама.

**Слика бр. 6:** Структура промета према издаваоцима на Београдској берзи 2008. године



Извор: Београдска берза, Годишњи извештај за 2008. год.

Структура укупног промета у 2008. години, посматрана са аспекта издавалаца, врло је слична структури из 2007. године. Учешће предузећа у односу на претходну годину опало је за мање од једног процентног поена на ниво од 52,2%. Акције из банкарског сектора су повећале своје учешће на 40,4% док је истовремено најзначајнији пад учешћа остварен у хартијама од вредности чији је издавалац држава, односно обвезницама републике Србије. Забрињавајући тренд смањења учешћа промета обвезница у укупном промету је, са једне стране, био условљен повећањем атрактивности акција као доминантног инструмента, али са друге стране јасно указује на недостатак инвестиционих алтернатива који се поставља пред професионалним инвеститорима, који посебно у време кризе траже што сигурније инструменте који могу бити амортизер снажних тржишних шокова. Развој овог тржишта се поставља као један од предуслова даљег развоја домаћег тржишта капитала.

Најосновнија манифестација кризе која је захватила сва тржишта капитала у свету била је смањење поверења у механизам откривања фер цене финансијске aktive. Тај недостатак поверења директно је проузроковао пад ликвидности и повећање ризика улагања што је довело до масовног

повлачења инвеститора, притиска на страни продаје, пада цена и губитака у трговању. Спирално кретање је те губитке претварало у даљи недостатак слободних средстава за инвестиције продубљујући неликвидност. Проблеми недостатка поверења и ликвидности били су генератори ценовних депресија која је окарактерисала дешавања на Београдској берзи. Страни инвеститори нису исказали значајнији интерес за улазак на тржиште капитала Србије, већ су напустили високоризична тржишта уз концентрацију на њиховим домицилним тржиштима. Имајући у виду да су инвеститори из региона доминантна категорија страних инвеститора и да су њихова тржишта драстично погођена ценовним депресијама, реално је и било очекивати да ће сав вишак расположивих средстава пласирати на домицилна тржишта не би ли се негативни ефекти кризе "код куће" што више неутралисали.

Домаћа инвестициона тражња коју чине инвестициони и добровољни пензиони фондови није била у стању да учини било шта по питању супституције страних инвеститора, јер су почели да се развијају када је криза већ почела и нису могли да акумулирају довољна средства. Последица свега јесте да је релативно учешће страних инвеститора на страни продаје расло, а на страни куповине опадало, генеришући снажан негативан сигнал о повлачењу страних инвеститора са тржишта, што је само појачавало ионако негативне ефекте кризе која се преливала код нас.

#### 4. Услови за ефикасно функционисање тржишта капитала у РС

Конституисање активног и ефикасног тржишта капитала у РС може бити јасан сигнал и стимуланс доласку страног капитала у виду директних или портфолио инвестиција. Да би тржиште капитала у РС ефикасно функционисало потребно је да се испуне следећи услови:<sup>11</sup>

- Адекватна економска и политичка стабилност и обезбеђење трајно одрживог привредног раста. Без озбиљнијег привредног раста и високе стопе акумулације тешко је очекивати амбијент у коме ће моћи да се исплаћују дивиденде и позитивне реалне камате, као фактора од којих зависи раст цена акција и обвезница.
- Макроекономска стабилност, без или са врло ниском дугорочном стопом инфлације.
- Монетарна стабилност.
- Конзистентна и транспарентна правна регулатива.

---

<sup>11</sup> Марко Симонети, Нина Петровић, *Тржиште капитала у земљама у развоју*, Деоничарски капитал у Југославији, Економски институт, Београд, 1990, стр. 36.

- Међународно прихваћени рачуноводствени стандарди, ревизија исказаних пословних резултата и одговарајући ниво јавног исказивања података.
- Финансијска дисциплина (ефикасна заштита поверилаца).
- Адекватна регулатива у домену трговања ради заштите домаћих и страних инвеститора.
- Неопходна маса финансијске штедње за формирање потребног нивоа тражње.
- Стимулативан порески систем (без двоструког опорезивања).
- Обезбеђење квалитетних кадрова за обављање специјалистичких послова на тржишту капитала.
- Конвертибилност валуте и девизно тржиште које омогућава несметан улаз и излаз страног капитала.
- Стицање поверења у државу, националну валуту, финансијски и правни систем земље.

Обим трговања на тржишту капитала, као и код свих осталих тржишта, зависи у великој мери од обима понуде и тражње. Још увек нема задовољавајуће понуде хартија на тржишту, иако у Србији има емитованих значајних количина хартија од вредности (акција из приватизације, акција банака, обвезница старе девизне штедње). Као разлоге можемо навести: недовољну тражњу, неинформисаност грађана, недовољно познавање рада са хартијама од вредности, неповерење у финансијски систем (страх од преваре) и сл. У исто време не постоји ни адекватна тражња за хартијама од вредности. Неки од разлога су: одсуство потенцијално најбројније групе инвеститора - тзв. средњег слоја становништва, политичка нестабилност, инфлација, непостојање рејтинг агенција за оцену бонитета и пружање консултантских услуга, страх од губитка услед слома тржишта и сл.

Да би тржиште капитала ефикасно функционисало потребно је испуњење бројних услова. Неке од њих је могуће релативно брзо обезбедити, док је за већину потребан дужи временски период. Оно што је свакако потребно је стрпљење, јер чак и у земљама са много стабилнијим условима привређивања, већим степеном образовања кадрова и много већим бројем учесника у погледу пословања са хартијама од вредности, процес ширења секундарне трговине је споро текао. Међутим, што се пре покрене шири процес стварања услова за ефикасно функционисање секундарног тржишта капитала, веће су и шансе за успех. Тиме би се створиле и претпоставке за мењање многих погрешних и укорењених навика и схватања које данас постоје према тржишту капитала тј. финансијском тржишту у целини.

## Закључак

Ефикасно тржиште капитала је важно да би се осигурало адекватно прибављање капитала и омогућио економски раст националне привреде. Могућности које тржиште капитала пружа у каналисању средстава од и према појединцима, предузећима, корпорацијама, институцијама и другим привредним и правним субјектима у различитим земљама су различито искоришћене. То зависи не само од актуелних законских прописа, него и од навика, традиције и очекивања актера финансијског тржишта.

Република Србија се дужи низ година налази у периоду корених промена привредног и финансијског система. Као земља неразвијене тржишне привреде недостајућа финансијска средства за привредни развој настоји да обезбеди из иностраних извора не само преко нових инвестиција већ и путем портфолио инвестиција (продаја постојећих капацитета). Стратегија обезбеђивања недостајућих средстава укључује банкарске кредите и кредитно тржиште, међутим, доминантно се ослања на тржиште хартија од вредности. Након стварања законских и институционалних претпоставки за формирање и рад тржишта хартија од вредности и његовим активирањем и укључивањем и страних инвеститора, данас не говоримо о земљи неразвијене тржишне привреде и тржишта капитала него о "младом" тржишту капитала-тржишту у настајању.

Иницијалну капислу интензивнијем развоју тржишта капитала у Србији дало је трговање акцијама емитованих у поступку приватизације, које је законском регулативом лоцирано на берзи. Дакле, понуда од стране индивидуалних власника акција у процесу приватизације и обвезница добијених на основу старе девизне штедње представљају доминантни тржишни материјал на тржишту капитала РС. На страни тражње, доминантно се појављују инвеститори заинтересовани за стицање контроле над компанијама. Знатно је мање присутно индивидуалних инвеститора који желе да пласирају вишкове средстава и остваре принос. Евидентно је недовољно присуство на тржишту капитала тзв. средњег слоја становништва, који тржишту даје масовност. Разлог томе је одсуство инвестиционог амбијента какав влада у земљама са развијеним тржиштем капитала, са једне, и неповерење у институције тржишта, са друге стране. Указали смо на бројне ризике присутне на српском тржишту капитала. Неоспорно је да држава мора да се озбиљно позабави следећим ризицима: макроекономски ризици (посебно висина јавног дуга), (не)стабилност девизног курса, ликвидносни ризик (који је условљен развојем и величином берзе мерено тржишном капитализацијом), ризик промене каматних стопа, и што је врло изражено, ризици повезани са непотпуним информацијама о пословању предузећа и самим бонитетом предузећа.

Недостатак ликвидних акција и даље представља највећи недостатак Београдске берзе. За даљи развој Београдске берзе, од пресудног значаја је реструктурирање јавних предузећа и излазак акција НИС-а, ЕПС-а и Телекома на берзу, што је, према најавама из Владе, сасвим извесно. Београдска берза је једина берза у региону на којој се не тргује акцијама јавних предузећа, и упркос томе, бележи раст индекса већи од раста индекса на берзама у Источној Европи, а по учешћу тржишта капитала у ГДП значајно премашује Румунску и Софијску берзу. Тржишна капитализација берзе је за годину дана повећана за 220%. Раст тржишне капитализације је последица раста цена акција листираних компанија, али је пре свега последица донетих прописа који су обавезали велики број предузећа да "изађу" на берзу. У другим државама у региону, показало се да је раст тржишне капитализације праћен растом друштвеног производа и треба очекивати да листирање јавних предузећа на берзи допринесе расту БДП-а. Све док се осталим акцијама тргује на ванберзанском тржишту, пред српском берзом је и даље дуг развојни пут.

Већа понуда разноврсне финансијске активе, одговарајућа правна заштита, јавност рада, адекватно информисање и едукација могли би да доведу до повратка поверења у финансијски систем, а самим тим и до већег присуства индивидуалних инвеститора на тржишту капитала. Иностранци инвеститори појављују се најчешће кроз један од видова: позајмљивањем на кредитној основи, кроз директне инвестиције, путем портфолио инвестиција. Присуство инвеститора из иностранства, посебно стратешких инвеститора, може представљати значајан подстицај тржишту капитала у РС.

## Литература

1. Bernard J. Foley: Capital market, Macmillan Education Ltd London, 1991.
2. Брзаковић, Т: Детерминанте избора инвестиционих стратегија банака на тржишту капитала, Економски факултет, Ниш, 2006.
3. Васиљевић, Бранко: Основи финансијског тржишта, ДХ, Београд, 1997.
4. Група аутора: Тржиште новца и тржиште капитала у Југославији, Удружење банака Југославије, Београд, 1990.
5. Ерић, Дејан: Финансијска тржишта и инструменти, Научна књига, 1997.
6. Robinson, J.: Economic Philosophy, Pelican Books, London, 1964.



7. Ристић, Живота: Тржиште капитала - теорија и пракса, Београд, 1990.
8. Ђировић, Милутин: Финансијска тржишта и њихови закони, Финансинг центар, 1997.

**Научни и стручни радови објављени у одговарајућим часописима:**

9. Corporate Finance, Euromoney Institutional Investor, October 2001.
10. Денчић, Ксенија: Процена, истраживање и управљање политичким ризиком у процесу међународног инвестирања капитала, Берза 79/1999.
11. Марковић, Борис; Живковић, Небојша: Транзиција југословенског тржишта осигурања и могућност приближавања земљама Европске заједнице, Финансијска тржишта у условима закаснеле транзиције, Милочер, 2001.
12. Симонети, М., Петровић, Н.: Тржиште капитала у земљама у развоју, Деоничарски капитал у Југославији, Економски институт, Београд, 1990.
13. Живковић, Бошко: Квалитет корпоративног управљања и тржиште корпоративне контроле у условима транзиције, Трећа међународна конференција београдске берзе, 2004.
14. Ћосић, Б; Јоргић, Б; Пујић, Д: Берза хартија од вредности и берзанско пословање, Југословенско тржиште капитала, Београд, 1991.
15. Београдска берза, Годишњи извештај, 2008.

**Интернет извори**

[www.nbs.yu](http://www.nbs.yu)

[www.ekonomist.co.yu](http://www.ekonomist.co.yu)

[www.belex.yu](http://www.belex.yu)

<http://portal.komora.net>