

# MIKROEKONOMSKI FAKTORI U FUNKCIJI NASTANKA BERZANSKIH OSCILACIJA

Đurović Milan<sup>1</sup>, Mutibarić Jovana<sup>2</sup>

**Rezime:** Na berzanske oscilacije odnosno promene cena akcija listiranih na berzi utiče veliki broj faktora. Prilikom pokušaja predviđanja kretanja cena na tržištu – berzi, neophodno je imati u vidu stanje i tendencije globalnih pokazatelja – makroekonomskih faktora, sa jedne strane, kao i stanje i tendencije sasvim određene kompanije, koja je predmet interesovanja – mikroekonomski faktori, s druge strane, ali i stanje i tendencije u okviru manipulativnih faktora, s treće strane, kako bi se lakše donela odluka o nameravanom trgovanju na berzi. Mikroekonomski faktori uticaja su definisani, a zatim podeljeni u osam osnovnih grupa uticaja, koje su kasnije pojedinačno razmatrane: zarade, dividende, prihodi od akcija, deoba akcija i dividendi, ponuda za preuzimanje akcija, emisija mladih akcija tzv. “mladica”, poslovne informacije i izveštaj o radu akcionarskog društva i koeficijent kapitalizacije akcije odnosno “Price-Earning Ratio - PER”. Upravljanje mikroekonomskim faktorima je moguće. Reč je o nesistemskim ili specifičnim rizicima, koji su vezani za pojedinačne hartije od vrednosti i pojedinačne kompanije koje ih emituju, tako da se dobrom kombinacijom široko diverzifikovanog portfolia hartija od vrednosti mogu eliminisati. Specifični rizik se pojavljuje jer postoje mnogobrojne opasnosti koje okružuju određenu kompaniju, karakteristične za tu kompaniju i eventualno za njene direktne konkurente.

**Ključne reči:** Mikroekonomski faktori, Berzanske oscilacije, Akcije, Diverzifikovani portfolio, Predviđanje.

**JEL klasifikacija:** G11, G12, G17, G24

---

1 Docent, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvečarska 2, 021/400-484

2 Asistent, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvečarska 2, 021/400-484 (opcija 2), e-mail: jovana@fimek.edu.rs

## UVOD

Na berzanske oscilacije odnosno promene cena akcija listiranih na berzi utiče veliki broj faktora. Verovatno bi empirijska istraživanja potvrdila zakonomernost da, na duži rok, postoji čvrsta korelacija između stanja u privredi i kretanja cena akcija. Cene akcija imaju tendenciju rasta, kada je stanje opšte privredne konjunktуре povoljno, a pada kada je ekonomija slaba [Vitez, 2000:184]. Međutim, postoje bitne razlike između trendova u kretanju opšteg indeksa cena akcija ili grupe akcija, i cena pojedinačnih akcija. Zato je prilikom pokušaja predviđanja kretanja cena na tržištu – berzi, neophodno imati u vidu stanje i tendencije globalnih pokazatelja – makroekonomskih faktora, sa jedne strane, kao i stanje i tendencije sasvim određene kompanije, koja je predmet interesovanja – mikroekonomskih faktora, s druge strane, ali i stanje i tendencije u okviru manipulativnih faktora, s treće strane, kako bi se lakše donela odluka o nameravanom trgovanju na berzi [Dugalić, Štimac, 2006:209-210].

## CILJ I METOD RADA

Cilj rada je da se utvrde, klasifikuju i istraže mikroekonomski faktori koji utiču na berzanske oscilacije cena akcija, kao i da se istraže načini njihovog delovanja. Mikroekonomski faktori uticaja su definisani, a zatim podeljeni u osam osnovnih grupa uticaja, koje su kasnije pojedinačno razmatrane.

Kreirana je nova podela tzv. nesistemskih rizika [Van Horne, Wachowicz, 2007:103], pod kojim ih imenom poznaje Portfolio teorija koju je postavio Harry Markowitz 1952. god. u svom naučnom radu *Portfolio Selection* [Vunjak, 2008:247-249]. Najvažniji rezultat izveden iz Teorije Portfolia je da se pokaže da je konstruisanjem portfolia akcija, u skladu sa određenim kriterijumima, moguće smanjiti rizik, a ipak zadržati ponderisanu prosečnu stopu povrata pojedine hartije od vrednosti [Markowitz, 1959:102]. Ključ smanjenja rizika je u odabiru hartija, kod kojih povrat nije u korelaciji jer na njih deluju različiti faktori – čak je i bolje izabrati efekte koji su u negativnoj korelaciji. Povećanjem broja akcija koje nisu u korelaciji smanjuje se stepen rizika celokupnog portfolija i kada se u njemu nađe 20 različitih akcija, gotovo je sav rizik svojstven određenoj akciji eliminisan [Foley, 1998:33-34]. Dodavanjem sve više i više akcija, investitor konačno poseduje akcije sa celog tržišta, a poseban rizik svojstven određenoj akciji, biva sve manje i manje značajan i konačno će rizik portfolija jednostavno preći u rizik tržišta. Tako da je kreirana nova podela specifičnih rizika [Brealey, Myers, Marcus, 2007:284-287], s tim što je ona u mnogome obogaćena dodatnim faktorima

uticaja i iscrpno je predstavljen mehanizam dejstva svakog faktora pojedinačno. Postoji potreba da se uticaj dejstva svakog od ovih faktora ispita i u realnom, tržišnom sistemu, na berzi.

U radu je primenjeno sekundarno istraživanje ili kvalitativni metod. Pri čemu su korišćeni podaci iz dostupne stručne literature, naučni radovi, monografije i drugi izvori.

## KLASIFIKACIJA MIKROEKONOMSKIH FAKTORA UTICAJA

Pod **mikroekonomskim faktorima** podrazumevaju se faktori iz akcionarskog društva - *interni faktori* i na njih korporacija svojim rentabilnim poslovanjem i razvojem, pomoću razvijenog instrumentarija može uspešno uticati. Cilj svake korporacije mora da bude maksimalno korišćenje prednosti samog preduzeća, uz ulaganje stalnih napora radi otklanjanja svih nedostataka u budućem poslovanju.

Postoji veliki broj mikroekonomskih faktora koji manjim ili većim intenzitetom utiču na berzanske oscilacije akcija, neki od njih su sledeći:

1. *zarade,*
2. *dividende,*
3. *prihodi od akcija,*
4. *deoba akcija i dividendi,*
5. *ponuda za preuzimanje akcija,*
6. *emisija mladih akcija tzv. "mladica",*
7. *poslovne informacije i izveštaj o radu akcionarskog društva i*
8. *koeficijent kapitalizacije akcije odnosno "Price-Earning Ratio - PER".*

**Zarade** ili profiti korporacije se smatraju najvažnijim mikroekonomskim faktorom koji utiče na cenu akcija. Berzanski učesnici kupuju i prodaju akcije, uglavnom na osnovu očekivanih zarada. Kao rezultat toga, veruje se da postoji povratna sprega, odnosno da cene akcija na berzi utiču na promene zarada korporacije. Akcije se kupuju zbog:

1. očekivanog povećanja cena i
2. radi ostvarivanja prihoda.

Povećanje zarada u određenom vremenskom periodu uzrokuje povećanje cena akcija. Prihod od akcija je određen odnosom između dividendi i tržišne cene.

Akcija može doneti prihod akcionaru samo zato što kompanija plaća deo zarade u obliku dividende, tako da su povećanje cene akcije i prihod određeni veličinom zarade. Prema ovom pristupu, nije od presudnog značaja da li zaradu zadržati u kompaniji ili je isplatiti kao dividendu. I u jednom i u drugom slučaju, deoničar dobija. Ako se zadrži velika proporcija kao ponovo investirani kapital, kompanija se proširuje. Širenje kompanije obezbeđuje povećanje očekivane zarade, i zato rastu u budućnosti i zarade i cene akcija. Veliko zadržavanje zarada može biti znak da korporacija može iskoristiti fondove unosno, inače bi oni bili obezvređeni. Iako veliko reinvestiranje profita može značiti da će biti isplaćena mala dividenda, akcionar je zadovoljan jer poseduje “naprednu” akciju koja će mu doneti prihode u budućnosti, a ovakva politika se smatra dobrim pokazateljem razvoja. Uspešnost upravljanja u prošlosti se može upotrebiti za testiranje uspešnosti kompanije u sadašnjosti i budućnosti. Upotrebom određenih pokazatelja (odnosi profita i neto vrednosti i investiranog kapital i prodaje), može se izmeriti koliko je upravljanje uspešno. Sve dok je profitna stopa povoljna postoji shvatanje da je reinvestirani profit korisno upotrebljen. Međutim, cena akcija nije baš uvek u direktnoj korelaciji sa zaradom. Ponekad se zarade kreću brže nego cene, a često zaostaju za cenama. U nekim slučajevima se one čak kreću u suprotnom smeru. Stoga, čak i kada bi dobar poznavalac berzanskog poslovanja mogao da predvidi trend zarada, ne postoji garancija da će uspešno predvideti tačno kretanje berzanskih cena akcija. Iako deluje razumno zaključiti da su zarade, verovatno najvažniji dugoročni faktor koji određuje cene na berzi, ne sme se isuviše osloniti na tu korelaciju u donošenju kratkoročnih odluka. Cene akcija mogu previše ili nedovoljno smanjiti zarade na nepredvidljiv način i mogu se kretati u suprotnom pravcu u periodima različitog trajanja. To što ponekad ne postoji kauzalna veza između cena akcija i zarada, lako je objašnjivo, cene na berzi u dužem periodu, težile su da idu ispred zarada. Prema tome, objavljene promene zarada stižu isuviše kasno da bi uticale na kretanje cena akcija.

**Dividende** su konkretne i opipljive i predstavljaju pravu vrednost za deoničara. S jedne strane, sa njima ne postoji opasnost da će zarade reinvestirane u kompaniji biti izgubljene, uzaludne ili loše iskorišćene, jer ih deoničar dobija danas u gotovini. Ovo shvatanje pripada **teoriji “vrabac u ruci”**, prema kojoj je vrednost kompanije uslovljena veličinom isplaćenih dividendi, jer kretanje dividendi predstavlja signal prognoziranja zarada od strane menadžera. To sa svoje strane znači da povećanje dividendi ukazuje investitorima da je menadžment preduzeća prognozirao povećanje budućih zarada u odnosu na očekivane [Vunjak, Kovačević, 2009:84]. U slučaju smanjenja dividendi, signalizira se prognoza manjih zarada u odnosu na očekivane. Davanje prednosti dividendama u odnosu na zarade je u tome što

trenutna vrednost dividendi ima veću vrednost za akcionare nego buduće zarade isplaćene u dividendama, čak iako postoji potpuna sigurnost da će biti isplaćene [Foley, 1998:30]. Tako da primeri mnogih korporacija pokazuju da značajno povećanje dividendi utiče na porast berzanskog kursa akcija te korporacije, a smanjenje dividendi utiče u suprotnom smeru. S druge strane, prema **teoriji irelevantnosti** dividendi, čiji su utemeljivači **Modigliani i Miller**, politika dividendi kompanije nema uticaja na vrednost kompanije i cenu njenog kapitala. Vrednost kompanije određena je njenom prinosnom snagom kao i poslovnim rizikom. Odnosno, vrednost kompanije zavisi od prihoda koji se ostvaruju upotrebom njenih sredstava, a ne od toga kako je ovaj prihod podeljen između zarada i dividendi. Oni smatraju da je **suma diskontovane vrednosti po akciji, posle finansiranje i isplaćenih dividendi, jednaka tržišnoj vrednosti akcije pre isplate dividendi**. To znači da pad tržišne cene akcija kompenzuje isplatu dividende. *Modigliani i Miller* zaključuju da sadašnja vrednost kompanije zavisi od trenutne odluke o dividendi. Jer, ono što akcionari dobijaju na bazi povećanja dividende, u celini se kompenzuje padom završne cene njihovih akcija. Takođe, oni tvrde da efekat berzanskih oscilacija kursa akcija određene kompanije nije svojstven dividendi samoj po sebi, već da se radi o tzv. informacionom sadržaju dividende. Na osnovu promene dividende akcionari očekuju i buduće promene neto dobitka, pa se porast dividendi posmatra kao pozitivan signal za investitore koji će izazvati porast berzanskog kursa akcija. Negativan signal, odnosno smanjenje dividendi usloviće pad berzanskog kursa akcija. Pristalica ovog stanovišta bio je i **E. Solomon**.

Važnost dividendi je najmanje značajna kod vrednih akcija kod kojih je povećanje tržišne cene veliko, tako da one često donose veći konačan dohodak nego tekuće dividende. Razvijena kompanija može upotrebiti novac produktivnije nego akcionar, koji će morati tražiti alternativnu investiciju za dobijene dividende. Akcionar će takođe moći manje da uloži, jer će morati da plati porez i takse na bilo koju dividendu, budući da kompanija mora da obezbedi sredstva po važećoj ceni, kako bi zadržala razvojni trend. Stabilnost dividende pozitivno utiče na berzanski kurs akcije, jer stabilne dividende mogu rešiti neizvesnost koja postoji kod investitora, naročito u slučaju pada zarade po akciji. Stabilne dividende korisne su i investitorima koji su zainteresovani za tekući prihod [Vasiljević, Vasiljević, Malinić, 2008:197-200].

Dividende po akciji su se menjale tokom vremena i zato su nepouzdanе kao analitičko sredstvo. Analize potvrđuju da su dividende pokazivale neprecizan i nestabilan odnos prema akcionarskim profitima. U nekim periodima profita su se brže povećavali nego dividende, a u drugim razdobljima je bilo obrnuto.

**Prihodi od akcija** predstavljaju pokazatelj preko koga se može proučiti uticaj dividende na izbor porfelja akcija. Prihodi se dobijaju kada se podeli godišnja dividenda sa trenutnom cenom akcija na tržištu. Berzanski prihodi, omogućavaju jedan od najjednostavnijih testova za merenje vrhunca špekulativnih transakcija na tržištu. Na vrhuncu haotičnog tržišta, kada su se cene najviše povećavale, prihodi od akcija su iznosili oko 3%, a kada su cene akcija padale, prihodi su se kretali u rasponu 7–10%. Prihodi od akcija pokazuju veliku varijaciju kod industrijskih akcija. Mnogi faktori kao što su razvoj, status kompanije, dividendna politika, izvori novog kapitala, starost kompanije, popularnost kod investitora i rizik, objašnjavaju ove varijacije. Pored ovih faktora, nesigurnost u sposobnost kompanije da pruži dividende po trenutnoj stopi plaćanja, često je uzrok visokih prihoda, čak i u slučaju visoko rangiranih kompanija. Može se zaključiti da su akcijski prihodi izuzetno značajni u berzanskoj valorizaciji uspešnosti kompanije. Međutim oni pokazuju velike promene u ciklusu akcije i dosta variraju među akcijama. Ispitivanja u dužem periodu mogu biti korisna u formulisanju zaključka da li se akcije prodaju po suviše visokoj ceni ili im je cena privlačna. Ono što je značajno kod donošenja odluka pri kupovini akcija jeste da investitor ne sme da meša dividende ni prihod sa prihodom od akcija.

**Deoba akcija i dividende** često deluju kao stimulansi za određivanje tržišne cene akcija. Uprkos činjenici da akcionar nije dobio bilo šta u pogledu povećanja svog bogatstva, prilikom deobe akcija, postoje oni koji veruju da je povećanje cena opravdano. Neki daju prednost čuvanju dividendi u gotovini po akciji, na istom ili višem nivou nego što je prethodni iznos, ali isplaćen povećanim brojem akcija. Oni koji ovo poriču ističu da bi trebalo više da se isplaćuje u dividendama, a da se veća vrednost dobija od uvećane gotovine, a ne od povećanog broja akcija. Prema drugom shvatanju, deoba akcija i akcijske dividende smanjuju cenu akcija do nivoa na kome se te akcije više traže i to ima uticaja na podizanje njihovih cena. Postoji i mišljenje da niža cena dovodi do većeg širenja i povećanja troškova transakcija, tako da zapravo nema prave neto dobiti. Deoba akcija može da rezultira višim cenama, jer se veruje da je praćena dobrom zaradom ili vestima o dividendi. Ako je to tačno, uvećane cene su opravdane očekivanim uvećanjem zarada, a ne deobom akcija.

Ako je jedna korporacija u ekspanziji i ostvaruje velike zarade, a započela je svoju aktivnost sa malim brojem akcija, tada dolazi do velikog rasta tržišne cene ovih akcija i one su dostupne za kupovinu malom broju kupaca. Ovo ograničenje tražnje utiče na smanjenje tržišne vrednosti korporacije ispod nivoa, što nije slučaj ako bi se emitovalo više akcija po nižoj ceni. Zbog toga se vrši razdvajanje akcija,

kako bi se ovakva situacija prevazišla. Razdvajanje akcija dovodi do povećanja broja emitovanih akcija, što se manifestuje u davanju dve akcije za jednu staru akciju. To povećava broj akcija, a njihova cena se smanjuje. Akcijska dividenda je dividenda isplaćena u vidu dodatnih akcija, ali ne u formi gotovine. Usitnjavanje, odnosno razdvajanje akcija se sprovodi u slučajevima kada kompanija želi da postigne znatno smanjenje tržišne cene akcije.

S druge strane, postoje situacije u kojima kompanija proceni da je bolje da smanji broj emitovanih akcija, to se može postići postupkom **okrupnjavanja**. Okrupnjavanje se koristi da bi se povećala tržišna cena po akciji, kada se smatra da se akcija prodaje po previše niskoj ceni. U slučaju okrupnjavanja pojaviće se informacionjski ili signalizacionjski efekat, slično kao i u slučaju usitnjavanja. Taj signal obično je negativan, kao prilikom priznanja kompanije da je u finansijskim teškoćama. Međutim, u pozadini okrupnjavanja ne mora biti ispoljena negativnost, jer kompanija može da poželi da premesti akciju u više područje trgovanja u kojem su troškovi usluge niži.

**Ponuda za preuzimanje akcija** igra značajnu ulogu pri “dokapitalizaciji”, kada neko teži da stekne kontrolni paket akcija, a postojeći akcionari nemaju mogućnost da prodaju svoje akcije. To znači da se na taj način neće smanjiti udeo postojećih akcionara u glasačkoj strukturi, jer kupac akcija daje novac i dobija akcije sa suspendovanim pravom glasa. Pri tom je veoma bitno da svi potencijalni kupci (ponudioci) imaju ravnopravne uslove u kojima se najčešće bore za tzv. “kontrolni paket” akcija. Ukoliko su svi kupci ravnopravni i ukoliko je prisutna zdrava konkurencija, cena akcija koje su predmet preuzimanja značajno raste, a najveću korist od toga imaju upravo akcionari.

**Emisija mladih akcija** tzv. “**mladica**” ima velikog uticaja na kretanje tržišne cene emitovanih i plasiranih akcija na tržištu. Pod mladicama se podrazumevaju one akcije koje se emituju u cilju povećanja akcionarskog kapitala i od posebnog su značaja za primarno tržište efekata zbog:

1. *posedovanja prava preče kupovine i*
2. *postojanja mogućnosti utvrđivanja znatno veće razlike između prodajne cene stare akcije i emisijonog kursa nove akcije.*

*Pravo preče kupovine* omogućava starim akcionarima da korišćenjem tog prava ostvare jedan broj akcija sa određenim popustom, jer na ovaj način stari akcionari ostvaruju nižu kupovnu cenu mladica od njihove tržišne cene.

**Vrednost prava preče kupovine** [Ristić, 1990:139-140] je moguće izračunati putem sledeće formule:

$$V = (K_s - K_m) : \left(\frac{s}{n} - 1\right)$$

gde je:

V- vrednost prava preče kupovine

$K_s$  – kurs, cena koštanja stare akcije

$K_m$  – kurs, cena koštanja mladice

s – saldo, tj. iznos osnivačkog kapitala pre emisije mladica

n – iznos za koji se povećava osnivački kapital emisijom mladica

Na **dan puštanja** u promet **mladica sa pravom preče kupovine, stare akcije se kotiraju sa umanjenim kursom za vrednost prava preče kupovine**, odnosno **stare akcije se prodaju po svom kursu umanjenom za vrednost prava prečeg upisa**.

**Poslovne informacije i izveštaj o radu akcionarskog društva** imaće određeni uticaj na oscilacije kursa akcija. Svaki uspešan poslovni rezultat emitenta akcija i svaka informacija o tome, kao i mogućnost ostvarivanja dobiti – *dividende* imaće pozitivan uticaj na kretanje kursa akcije, odnosno tržišna vrednost akcije će rasti i imaće u očima investitora tendenciju rasta u budućnosti. Informacije druge prirode dovešće do suprotne situacije, gde će tržišna vrednost akcija opadati, sa slabom zainteresovanosti investitora za kupovinu istih. Iz tih razloga izuzetno je značajno da emitent u okviru svog društva ima dobro organizovanu službu za odnose sa javnošću, kao i informacione sisteme koji će plasirati tačne, realne i ažurne podatke o poslovanju tog društva i na taj način omogućiti investitorima da analiziraju i donesu definitivnu poslovnu odluku o kupovini. U tom smislu kada se objavi neka nova informacija o emitentu, može se očekivati da će doći do promene cene njegove akcije u onoj meri u kojoj se kupuju ili prodaju te akcije kao odgovor na novu informaciju.

U trenutku kada investitori odlučuju o kupovini ili prodaji akcija po trenutnoj ceni, prvo moraju da razmotre **finansijsko stanje kompanije** čije akcije žele da kupe ili prodaju. Ukoliko je stanje kompanije takvo da će izgubiti novac – ukoliko je na primer *kompanija objavila slabu zaradu* – tada njene akcije vrede manje. Investitori se odlučuju da plate više za akcije kada kompanija ima stabilnu profitnu istoriju i redovnu isplatu dividende. Mnogo važnija od prethodnog



poslovanja je **buduća slika i planovi**. Kod kompanije koja nije imala dobre poslovne rezultate, može doći do promene ili obrta, bilo pod vođstvom novog menadžmenta ili nakon porasta efikasnosti, ili nakon razvoja novog proizvoda. S druge strane, ukoliko je kompanija dobro poslovala ne mora da znači da će tako biti i u budućnosti. Na primer, ukoliko se generalni menadžer penzionise, kompanija zapadne u parnicu, radnici prete štrajkom ili se konkurencija poboljša. Oglašavanje ovakvih stanja ili nekih sličnih znači da će budućnost kompanije biti promenjena. Izveštaj da fizičko lice ili kompanija žele da kupe neko preduzeće, obično doprinosi porastu akcija tog preduzeća. To se dešava iz tog razloga što investitor mora da kupi većinski udeo akcija, kako bi imao kontrolu upravljanja. Da bi uradio tako nešto, on mora da ubedi vlasnike akcija da mu prodaju njihove delove nudeći im atraktivnu cenu za njihove akcije.

**Koeficijent kapitalizacije akcije** odnosno “**Price-Earning Ratio - PER**” je metoda utvrđivanja tržišne vrednosti akcije na osnovu sagledavanja prihoda.

**PER** je metoda koja pokazuje koliko godišnjih dividendi po akciji, daju ukupnu i aktuelnu tržišnu vrednost akcije [Ristić, 1990:232-233].

Ako na primer, aktuelna sadašnja vrednost akcije iznosi 80.000 dinara, a isplaćena godišnja dividenda 4.000 dinara, *PER* je  $80.000 : 4.000 = 20$ . To znači da 20 godišnjih dividendi daje aktuelnu tržišnu vrednost akcije.

Bitno je da se ovaj metod bazira na istinitim podacima, odnosno na zaista ostvarenim godišnjim prihodima. *PER* ima značaj samo kod poređenja jedne konkretne akcije sa drugim akcijama iste branše. Ukoliko jedan *PER* leži iznad proseka grane, to daje pretpostavku da su kod formiranja cene, odnosno tržišnog kursa te akcije bili od uticaja specijalni tržišni i drugi faktori, pa se kod ovih akcija očekuje veći prihod u budućnosti. Ukoliko nema pokazatelja za takvu tendenciju (povećanje prihoda), smatra se da te akcije imaju “naduvanu vrednost” i te akcije treba što pre prodati.

*PER* predstavlja meru kapitalizacije akcije i pokazuje koliko se puta dividenda sadrži u njenoj tržišnoj vrednosti. *PER* je za investitora neka vrsta pokazatelja o prokapitalizaciji njegovog investiranog kapitala. Akcije sa visokim *PER*-om, preko 20, su najčešće akcije mladih kompanija, koje imaju brz razvoj. Sa ovakvim akcijama daleko je riskantnije trgovati nego sa onima sa niskim *PER*-om, npr. 5, to su najčešće akcije iz važnih industrijskih grana ili grana sa niskom stopom privrednog rasta, iz sektora koji su postali manje interesantni za investitore, ili iz

starijih opšte poznatih i velikih kompanija sa dugom tradicijom stabilnog razvoja, kao i ostvarivanjem stabilne profitne stope i redovnom isplatom dividendi. To su akcije koje donose prihode dugoročno posmatrano, dok one sa visokim *PER*-om često i ne isplaćuju dividendu. Visoke vrednosti *PER*-a izgledaju opravdano za umereno razvijene kompanije koje imaju stabilne zarade, kao što su kompanije iz oblasti prehrambene industrije, mada su ovde odnosi cena-zarada tradicionalno niži nego kod akcija sa spektakularnim rastom. *PER* 15 bi se mogao smatrati zadovoljavajućim kod ovih kompanija. S druge strane, kompanije koje su podložne velikim cikličnim fluktuacijama, slučaj u automobilskoj industriji i crnoj metalurgiji, imaju *PER* 10, što je bio dobar pokazatelj u davnoj prošlosti.

Generalni zaključak bi mogao biti:

1. *PER* pokazuje velike fluktuacije između visokih i niskih tačaka u ciklusu životnog veka akcija i
2. postoje velike razlike između odnosa cena i zarada zbog rastućeg značaja faktora veličine kompanije, upravljanja, trenda zarada, finansijske moći i trenutne popularnosti.

## ZAKLJUČAK

Pokušaji da se predvide tokovi kretanja cena akcija su najčešće bezuspešni. Bez obzira na mnogobrojna nastojanja da se otkrije tajna alhemije na berzi, i da se bez rizika utvrdi stepen i smer promene cena akcija, cene ipak ostaju van kontrole. Cene akcija su nepredvidive, bar u onoj meri u kojoj su nepredvidivi faktori koji utiču na njih, a broj tih faktora je veliki. Naizgled može se steći utisak da je lako proniknuti u skriveni svet cenovnih promena akcija na berzama, ali to je samo privid. Iskustva pokazuju da se cene akcija vrlo često kreću sasvim suprotno od očekivanja i tako nadanja investitora ostaju neostvarena. Mnogo puta se dogodilo i da cene pojedinačnih kompanija imaju sasvim drugačiju logiku promena u odnosu na opšti trend. U takvim situacijama, čak i ozbiljni analitičari postaju nemoćni da pruže zadovoljavajuće objašnjenje.

Zbog svih ovih razloga, savet velikog američkog finansijera **Bernard Baruch**-a može biti dragocen, posebno za one koji od trgovine akcijama očekuju brzu i veliku zaradu:

“Ako ste spremni da se odreknete svega ostalog – da biste proučili ceo istorijat i pozadinu tržišta i sve glavne kompanije čije su akcije na listi, tako pažljivo kao

što student medicine proučava anatomiju – ako možete da uradite sve to, i pored toga imate dobre živce kao veliki kockar, šesto čulo poput vidovnjaka i hrabrost lava – imate malu šansu”.

Organizovani podaci mogu dobro da posluže samo da opišu ono što su tržišta učinila, a ne ono što će učiniti. Ako je dugoročno uspešno prognoziranje stvarno moguće, uspeh je možda rezultat procene investitora, a ne tehničkih podataka, kako god oni bili dobro organizovani. Najvažnija stvar je imati plan kako ući na tržište. Dobar plan pomoći će da se maksimalno poveća dobitak i što je moguće više smanji gubitak.

Upravljanje mikroekonomskim faktorima uticaja oscilacija na berzama je moguće. Reč je o nesistemskim ili specifičnim rizicima, koji su vezani za pojedinačne hartije od vrednosti i pojedinačne kompanije koje ih emituju, tako da se dobrom kombinacijom široko diverzifikovanog portfolia hartija od vrednosti mogu eliminisati. Specifični rizik se pojavljuje jer postoje mnogobrojne opasnosti koje okružuju određenu kompaniju karakteristične za tu kompaniju i eventualno za njene direktne konkurente. Za većinu akcija nesistemski rizik iznosi oko 50% ukupnog rizika akcija ili standardne devijacije. Samim tim, celokupan rizik investiranja nije relevantan, obzirom da se ovaj deo rizika može diverzifikovati.

## **BIBLIOGRAFIJA**

1. Brealey, R.A., Myers, S.C., Marcus, A.J. (2007). *Osnove korporativnih financija* (5. izd.), Zagreb, Mate d.o.o.
2. Dugalić, Veroljub, Štimac, Milko (2006). *Osnove berzanskog poslovanja* (2. izd.), Beograd, Stubovi kulture.
3. Eun, Cheol S., Resnick, Bruce G. (2007). *International Financial Management* (fourth edition), New York, Mc Graw-Hill Irwin
4. Foley, Bernard J. (1998). *Tržišta kapitala*, Zagreb, Mate d.o.o. Zagreb.
5. Markowitz, Harry M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, New York, John Wiley & Sons.
6. Ristić, Života (1990). *Tržište kapitala: teorija i praksa*, Beograd, Čigoja štampa.
7. Ristić, Života (2002). *Tržište novca: teorija i praksa*, Beograd, Čigoja štampa.
8. Van Horne, James C., Wachowicz, John M. (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta* (12. izd.), Beograd, DATA STATUS.
9. Vasiljević, Mirko, Vasiljević, Branko, Malinić, Dejan (2008). *Finansijska tržišta*, Beograd,

Čugura print, Komisija za hartije od vrednosti

10. Vitez, Miroslav (2000). *Berže hartija od vrednosti i beržanski poslovi teorija i praksa*, Bački Petrovac, D.D. štamparija "Kultura" Bački Petrovac, Ekonomski fakultet Subotica
11. Vunjak, Nenad M., Kovačević, Ljubomir D. (2009). *Finansijska tržišta i berže*, Subotica, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica
12. Vunjak, Nenad M. (2008). *Finansijski menadžment (Knj. 6), Poslovne finansije (7. izmenjeno izd.)*, Subotica, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica

## MICROECONOMIC FACTORS THAT CONTRIBUTE TO STOCK MARKET OSCILLATIONS

Đurović Milan<sup>3</sup>, Mutibarić Jovana<sup>4</sup>

**Summary:** *Stock market oscillations and the price fluctuations of listed securities are caused by many factors. When someone tries to forecast price oscillations on the market - stock exchange, it is necessary to think about all the conditions and tendencies of global indicators – the macroeconomic factors on one side, and state and tendencies of the certain company, which is the subject of interest – the microeconomic factors, on the other side, as well as state and tendencies of the manipulative factors, on the third side, in order to make the right decision about the trading. Microeconomic factors are defined, and then divided into eight main groups, which were later individually discussed: earnings, dividends, yields, division of shares and dividends, over bid, the new emission, business information and reports about the company and the ratio of capitalization of shares or "Price-Earning Ratio - PER". Management of the microeconomic factors is possible. It is a non-systemic or specific risk related to individual securities and companies that issue them, and with good combination of widely diversified portfolio it may be eliminated. The specific risk occurs because there are many threats around certain company, that are connected to the company itself or its main competitors.*

**Key words:** *Microeconomic factors, Stock Market Oscillations, Stocks, Diversified Portfolio, Forecasting*

**JEL classification:** *G11, G12, G17, G24*

---

3 University Business Academy in Novi Sad, Faculty of Economics and Engineering Management in Novi Sad, Novi Sad, Cvećarska 2, Teaching Professor, 021/400-484

4 University Business Academy in Novi Sad, Faculty of Economics and Engineering Management in Novi Sad, Novi Sad, Cvećarska 2, Teaching Assistant, 021/400-484 (option 2), e-mail: jovana@fmek.edu.rs