

## УЛОГА ФИНАНСИЈСКИХ БЕРЗИ У РАЗВОЈУ ТРЖИШТА КАПИТАЛА У СРБИЈИ И ЗЕМЉАМА РЕГИОНА

### THE ROLE OF STOCK EXCHANGE MARKETS IN DEVELOPMENT OF CAPITAL MARKET IN SERBIA AND THE REGION

Александра Ракита<sup>1</sup>

Универзитет у Новом Саду, Економски факултет Суботица, Р.Србија

**Сажетак:** Успешан развој привреде једне земље условљен је, између осталог, развојем њеног тржишта капитала. Један део тржишта капитала су финансијске берзе на којима се одвија куповина и продаја хартија од вредности. Предмет овог рада је анализа кључних показатеља развијености тржишта капитала у Србији и земљама региона, са акцентом на финансијске берзе. Његов циљ је да пружи увид у факторе који су довели до тренутног стања на поменутиим тржиштима, као и да предложи мере за превазилажење актуелних потешкоћа. У првом делу рада је дата табеларна и графичка анализа главних показатеља развоја тржишта капитала. Други део представља преглед тренутног стања и актуелних проблема који потресају тржишта капитала у овим земљама. Закључни део представља разматрања мера за превазилажење проблема.

**Кључне речи:** тржишна капитализација, промет, ликвидност

**Abstract:** The successful development of the economy of a country is conditioned, among other things, by development of its capital market. One part of the capital market is the stock exchange where are securities purchased and sold. The subject of this paper is to analyze key indicators of capital market development in Serbia and the region, with emphasis on stock exchanges. Its aim is to provide insight into the factors that led to the current situation on those markets and to propose measures to overcome the current difficulties. The first part of the paper is tabular and graphical analysis of the main indicators of capital market development. The second part presents overview of the current situation and current problems that shakes capital markets in these countries. The conclusion is consideration of measures to overcome the problem.

**Key words:** market capitalization, turnover, liquidity

## 1. УВОД

За финансијске берзе као тржиште капитала је карактеристично да се задаци трговања хартијама од вредности могу успешно реализовати само у зависности од нивоа развоја националне привреде. Уколико су присутни развојни подстицаји националне привреде, тада тржиште капитала омогућава ефикасно и организовано сусретање понуде и тражње берзанских ефеката, емитовање хартија од вредности јавним и приватним друштвима као

---

<sup>1</sup> [aleksandra.rakita91@gmail.com](mailto:aleksandra.rakita91@gmail.com)

и локалним управама, ефикасно улагање вишка новца, већу транспарентност пословања листираних акционарских друштава, укључивање националне економије у међународне токове и брже привлачење страних инвеститора. Власници капитала, захваљујући својој позицији на тржишту, могу стицати још веће богатство, а корисници могу постати још сиромашнији, што се најбоље види на примеру земаља у транзицији. На тржиштима капитала ових земаља је присутна могућност шпекулације од стране правних лица, институција и агенција, присуство недовољне заштите од манипулације и преваре, као и разједињавање финансијских средстава неопходних за веће инвестиционе пројекте. (Вуњак Н. и др. (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 399)

У раду ће детаљније бити анализирани:

- Београдска берза, чија је пуна афирмација наступила 1989. године;
- Бањалучка берза, основана 2001. године;
- Сарајевска берза која је такође основана 2001. године;
- Монтенегро берза, основана 1993. године;
- Загребачка берза која је покренула свој рад 1991. године;
- Љубљанска берза, основана 1989. године и
- Македонска берза, која је основана 1995. године. (Вуњак Н. и др. (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 399-400)

## **2. НАЈЗНАЧАЈНИЈИ ПОКАЗАТЕЉИ ТРЖИШТА КАПИТАЛА**

Један од најзначајнијих показатеља развијености тржишта капитала једне земље је тржишна капитализација. Овај показатељ, познат и под називом тржишна вредност, се добија када се цена акције помножи са бројем емитованих акција. На овај показатељ се надовезује индикатор тржишне ликвидности који се добија када се укупна вредност акција којима се трговало током одређеног временског периода подели са бруто домаћим производом. Овај индикатор је значајан јер показује способност да се лако купе или продају одређене хартије од вредности, док показатељ тржишне капитализације показује величину тржишта, односно тржишни потенцијал једне земље. (World Bank (2012) *World development indicators 2012*, International Bank, Washington, стр. 299) Наредни табела илуструје кретање показатеља тржишне капитализације:

**Табела 1.: Показатељ тржишне капитализације у берзама у региону у периоду од 2012 – 2015 (у мил. EUR)**

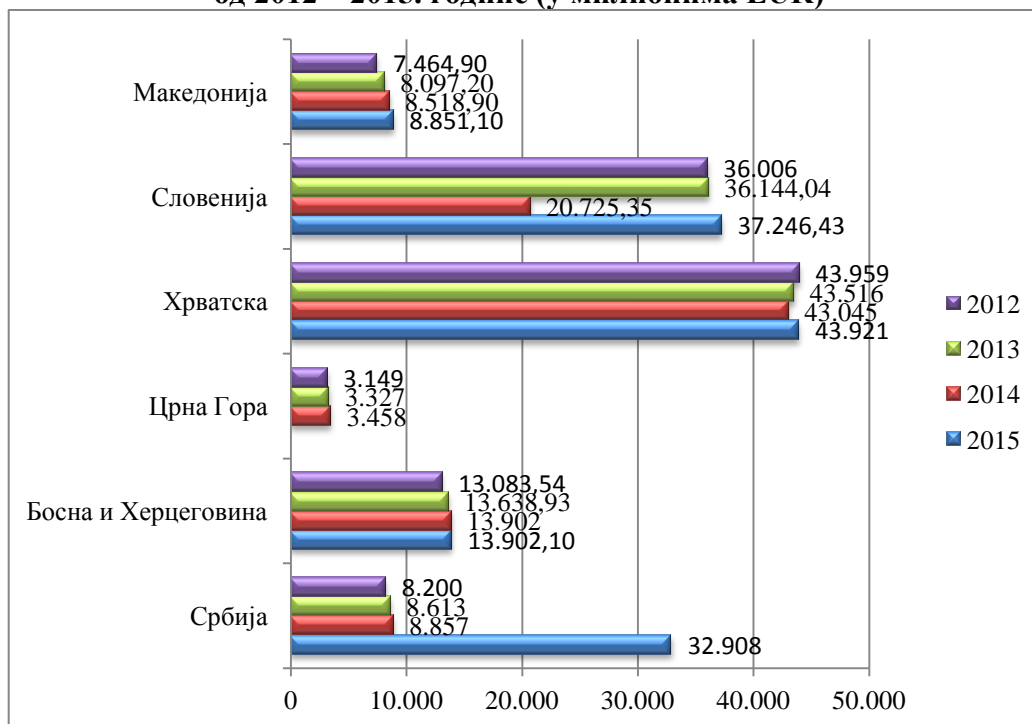
Берза	2012	2013	2014	2015
Београдска берза	6.321,7	5.886,3	6.232,2	5.562,5
Бањалучка берза	2.008,7	2.112,6	2.271,1	2.186,3
Сарајевска берза	2.297,3	2.413,5	2.441,2	2.902,7
Монтенегро берза	2.902,8	2,838,9	2.960,7	2.980,9
Загребачка берза	25.568,4	24.438,5	27.017,2	27.914,3
Љубљанска берза	17.663,7	19.143,2	23.734	24.169
Македонска берза	1.950,9	1.772,03	2.917,1	1.746,1

Извор: Аутор на основу података са: <http://www.belex.rs/trgovanje/kapitalizacija>, <https://www.blberza.com/Pages/marketcapitalization.aspx>, <http://www.sase.ba/v1/Izvještaji/Stanje-na-trzistu>, <http://www.montenegroberza.com/code/navigate.asp?Id=58>, [http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8333&tab=4\\_2](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8333&tab=4_2), <http://www.mse.mk/en/>, <http://zse.hr/default.aspx?id=44325>, 04.05.2016.

На основу горе презентираних графичког приказа, јасно се уочава да највишу тржишну капитализацију, међу земљама региона, имају Хрватска и Словенија, док је код осталих земаља овај показатељ знатно мањи, а најмањи је у Македонији. Наведена кретања су разумљива када се има у виду да су, од посматраних земаља, управо само Хрватска и Словенија чланице Европске Уније, што их чини више интегрисаним у токове капитала на овом високоразвијеном тржишту. Поред тога, ове земље имају виши ниво бруто друштвеног производа у односу на земље региона, што илуструје слика 1.

Посматрајући графички приказ, уочавамо да је највећи БДП у протеклом периоду имала Хрватска, а нешто мањи Словенија, с тим што је у Словенији био знатно нижи у 2014. години у односу на претходни период, али је већ у 2015. години поново забележен његов раст. Србија је забележила значајан пораст бруто домаћег производа у 2015. години, који значајно одступа од дугогодишњег просека, док остале земље региона и даље имају низак БДП.

**Слика 1.: Бруто друштвени период у земљама региона у периоду од 2012 – 2015. године (у милионима EUR)**



Извор: Аутор на основу података са:

<http://www.nbs.rs/internet/latinica/80/index.html>, <http://www.bhas.ba/?lang=sr>,  
[http://www.privrednakomora.me/sites/pkcg.org/files/multimedia/main\\_pages/files/2012/09/bdp1.pdf](http://www.privrednakomora.me/sites/pkcg.org/files/multimedia/main_pages/files/2012/09/bdp1.pdf), <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori>,  
<http://www.tradingeconomics.com/slovenia/gross-national-product>,  
[http://www.stat.gov.mk/KlucniIndikatori\\_en.aspx](http://www.stat.gov.mk/KlucniIndikatori_en.aspx), 06.05.2016.

Однос тржишне капитализације у земљама у транзицији и земљама региона је релативно висок. Разлог оваквог кретања налази се у чињеници котирања великог броја акција у региону, који потичу из поступка приватизације. (Вуњак Н. и др. (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 401)

**Табела 2.: Укупан промет на берзама региона у периоду од 2012-2015. године (у милионима EUR):**

Берзе	2012	2013	2014	2015
Београдска берза	219,8	267,0	173,5	185,7
Бањалучка берза	257,5	129,8	199,4	285,9
Сарајевска берза	190,5	125,1	315,7	621,9
Монтенегро берза	32,7	30,8	5,3	65,4

Загребачка берза	513,3	506,8	519,3	471,1
Љубљанска берза	360,4	391,8	686,3	393,1
Македонска берза	88,8	48,8	136,8	42,8

Извор: Аутор на основу података са: <http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>,  
<https://www.blberza.com/Pages/periodicalstatereports.aspx>,  
<http://www.sase.ba/v1/Izvještaji/Ostali-izvještaji/Godišnji-izvještaji?newsid=6897&type=5>,  
<http://www.montenegroberza.com/code/navigate.asp?Id=18>,  
<http://zse.hr/default.aspx?id=44325>, <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1520>,  
<http://www.mse.mk/en/stats/turnover-by-market-segments/160>, 07.05.2016.

**Табела 3.: Број трансакција на берзама региона у периоду од 2012 – 2015. године:**

Берзе	2012	2013	2014	2015
Београдска берза	483.013	344.109	238.028	146.232
Бањалучка берза	53.618	60.974	45.004	17.006
Сарајевска берза	11.643	9.200	7.717	7.015
Монтенегро берза	7.202	6.447	419	5.090
Загребачка берза	280.990	255.046	221.933	172.190
Љубљанска берза	56.620	52.570	74.759	49.667
Македонска берза	14.899	13.485	13.363	11.842

Извор: Аутор на основу података са: <http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>,  
<https://www.blberza.com/Pages/periodicalstatereports.aspx>,  
<http://www.sase.ba/v1/Izvještaji/Ostali-izvještaji/Godišnji-izvještaji?newsid=6897&type=5>,  
<http://www.montenegroberza.com/code/navigate.asp?Id=18>,  
<http://zse.hr/default.aspx?id=44325>, <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1520>,  
<http://www.mse.mk/en/stats/turnover-by-market-segments/160>, 07.05.2016.

На основу напред приказаних табела, јасно се уочава да је обим трговања на берзама региона усклађен са величином њихове тржишне капитализације. Према томе, највиши обим трговања у посматраном периоду, забележиле су Загребачка и Љубљанска берза, док су очекивано најнижи промет имале Монтенегро и Македонска берза. У периоду од 2012-2014, промет на Београдској берзи је имао опадајући тренд да би у 2015. порастао, док се број трансакција константно смањивало, што значи да је у 2015. години дошло до пораста њихове вредности. Изузев Љубљанске и Македонске берзе, које су у 2015. години забележиле осетан пад промета, све друге берзе су имале већи промет у односу на претходни период.

Свако регионално тржиште има своје специфичности међу којима су: политичке тензије, процес приватизације, застоји у вези регионалних интеграција и др. Захваљујући централним банкама и њиховој докапитализацији банака, повећано је поверење у

финансијске берзе што је утицало на оживљавање промета на регионалним финансијским берзама. (Вуњак Н. и др. (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 402)

### **3. ОЧЕКИВАНИ ПРАВЦИ РАЗВОЈА ТРЖИШТА КАПИТАЛА У СРБИЈИ И ЗЕМЉАМА РЕГИОНА**

Тржиште капитала Србије и земаља региона спада у тржишта у развоју. Пошто инвестирање у земље у развоју са собом носи виши ризик, оно нуди и већи профит инвеститорима. Они инвеститори који су склони нижим приходима у стабилнијим условима, инвестирају у „blue chips“ или ликвидније хартије на развијеним тржиштима. Они који више воле да се „коцкају“ имају на располагању тржишта у развоју. Тржишта капитала у земљама региона нису постојала током социјализма (осим незваничних „сивих“), а после пада социјализма, у периоду транзиције, доживела су велику експанзију. (Преузето са: [https://pescanik.net/wp-content/PDF/trziste\\_kapitala\\_u\\_srbiji.pdf](https://pescanik.net/wp-content/PDF/trziste_kapitala_u_srbiji.pdf), 10.05.2016.)

Са обновљеном Београдском берзом 1989., оснивањем Комисије за хартије од вредности 1990. и Централног регистра 2000. године, као и са доношењем закон о предузећима, хартијама од вредности, акцијском фонду, приватизацији, обезбеђен је почетни институционални оквир за операције на финансијском тржишту у Србији. У овој почетној фази развоја тржишта капитала, био је присутан мали обим трговине хартијама од вредности због тога што се већи прилив капитала не појављује док мали износи капитала не тестирају тржиште. Другим речима, и домаћи и страни инвеститори су улагали мање суме капитала у регионална тржишта због чињеницу да су то била тржишта у зачетку. (Преузето са: [https://pescanik.net/wp-content/PDF/trziste\\_kapitala\\_u\\_srbiji.pdf](https://pescanik.net/wp-content/PDF/trziste_kapitala_u_srbiji.pdf), 10.05.2016.)

Битна одредница која је утицала на даљи развој тржишта капитала у Србији и земљама региона је свакако и глобална финансијска криза које је зачета 2007. године у САД-у, а већ током 2008. се проширила на остатак света. Иницирана је колапсом тржишта некретнина и захватила је цео финансијски, а затим и реални сектор развијених земаља и земаља у развоју. У Србији је ова криза више погодила реални него финансијски сектор. (Бошњак М. (2011) *Глобална финансијска и економска криза и њен утицај на развој привреду Србије*, Министарство финансија Републике Србије, Београд, стр. 36) Потом се 2011. године појавио други талас финансијске кризе, под називом „дужничка криза“. Овај талас је,

осим Грчке која је њиме била највише погођена, захватио и европске земље у развоју, пре свега Србију и друге земље у региону. Овај талас је, уз дејство глобалне финансијске кризе, додатно уздрмао неразвијено финансијско тржиште ових земаља. У последње време, присутан је и проблем висине јавног дуга, као и дуга који се користи за покриће текуће ликвидности. Као могуће решење намеће се емитовање државних записа и државних обвезница са роком доспећа од 10 година, уз стимулативну каматну стопу од 7,25% ради финансирања ликвидности буџета. (Вуњак Н. и др. (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 119-120)

На тржишту капитала Србије и земаља региона, присутан је низак ниво транспарентности и примене стандарда корпоративног управљања. Такође, за све регионалне берзе је карактеристично присуство неликвидности што утиче на повећани ризик улагања, а управо тај ризик утиче на смањено присуство страних инвеститора на њима. Поред тога, повећан ризик ликвидности дестимулише и домаће инвеститоре, што за последицу има пад обима трговања. Према томе, одржавање задовољавајућег нивоа ликвидности је један од главних предуслова за успешно функционисање финансијске берзе, па тиме и за развој тржишта капитала. (Вуњак Н. и др. (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 407)

Један од могућих начина превазилажења проблема неликвидности тржишта капитала у земљама региона је стављање нагласка на краткорочне хартије од вредности које могу покренути промтне, терминске и репо послове. Проблем неликвидности се може решити и већом стимулацијом за укључивање у поступак трговања домаћих и страних институционалних инвеститора (инвестициони фондови, пензиони фондови, осигуравајући фондови и сл.). Развој тржишта капитала у земљама региона могуће је убрзати међусобним повезивањем берзанских трговачких платформи. (Вуњак Н. и др. (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 407) У том циљу, покренут је SEE Link пројекат. Овај пројекат је покренула EBRD, а он представља иновативну регионалну платформу за трговање хартијама од вредности листираним на берзама у Бугарској, Македонији и Хрватској. Пројекту су се прикључиле Београдска и Љубљанска берза 22. фебруара 2016. године. Очекује се увођење blue chip индекса SEE LinkX који ће помоћи у побољшању видљивости тржишта региона, а један од приоритета EBRD на западном Балкану је оснаживање локалних тржишта и подстицање трговања у домаћој валути како би се смањила зависност од иностраних извора финансирања и подржао локални раст. Регионално проширивање SEE Link пројекта,

допринеће интегрисању тржишта капитала из региона како би се инвеститорима и локалним брокерима обезбедио ефикаснији приступ истима уз истовремено задржавање независности берзи учесница. Свака држава чланица од овог пројекта очекује ширење своје инвестиционе базе чиме би могле да задовоље потребе домаће економије за финансирање раста и развоја домаћих компанија прикупљањем капитала на тржишту иницијалним јавним понудама и то у оквиру инвестиционо снажнијег окружења. Очекује се да ће се у наредном периоду и друге земље региона придружити овом пројекту. (Преузето са: <http://www.belex.rs/trgovanje/vesti/61515>, 12.05.2016.)

Недовољна информисаност потенцијалних инвеститора налази се у асиметричности информација, с обзиром да се највредније информације налазе код менаџмента и акционара. Проблеми су присутни и у делу скромне дистрибуције информација, које могу имати утицаја на цене хартија од вредности, како на примарном тако и на секундарном тржишту. Ради боље информисаности инвеститора, на финансијској берзи је уведено правило обавезног информисања инвеститора, продаваца, берзанских посредника, одређених државних надзорних и регулаторних тела, као и шире јавности о свим финансијским трансакцијама и дешавањима на берзи. Ово је учињено првенствено због тога што ефикасно функционисање тржишта капитала зависи од равноправности његових учесника, а та равноправност се заснива на чињеници потпуне информисаности свих учесника и елиминацији могућности манипулације повлашћеним информацијама. (Вуњак Н. и др. (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј, стр. 408-409)

#### **4. ЗАКЉУЧАК**

Однос тржишне капитализације и бруто домаћег производа у Србији и у земљама региона је висок због котирања великог броја акција које потичу из процеса приватизације. Обим трговања је у свим посматраним земљама низак, а једини изузетак би могле бити Хрватска и Словенија које су, с обзиром на чињеницу да су чланице Европске Уније, више интегрисане у међународне токове капитала. У наредном периоду, настоји се да се повећа улога финансијских берзи у развоју тржишта капитала ових земаља, пре свега путем заједничког пројекта под називом SEE Link. Овај пројекат би требао да обезбеди ширење инвестиционе базе за сваку од држава чланица.



При анализи тржишта капитала Србије и земаља у региону, неопходно је поћи од чињенице да су у питању тржишта у фази развоја, с обзиром да су њихове берзе почеле са радом тек од 90-тих година прошлог века (изузев Босне и Херцеговине где су берзе почеле да раде почетком 2000-тих). Уз то, развој ових тржишта ометало је дејство глобалне финансијске кризе из 2007. године и дужничке кризе из 2011. које су, у комбинацији са домаћим потресима и нестабилностима са којима се свака од ових држава суочава, знатно успориле развој тржишта капитала.

Један од главних проблема тржишта капитала у Србији и земљама региона је висок ниво неликвидности. То је одлучујући фактор због којег се инвеститори, како домаћи тако и инострани, ређе одлучују да инвестирају у ове земље. У циљу превазилажења неликвидности, неопходно је ставити нагласак на краткорочне хартије од вредности. Поред тога, проблем са финансијским тржиштима у оним земљама је у томе што су она банкоцентрична, а већина банака се налази у страном власништву. У наредном периоду је неопходно створити такав тржишни амбијент у којем ће берза играти значајнију улогу, јер се оне тренутно налазе у „подређеном“ положају у односу на банке.

#### **ЛИТЕРАТУРА:**

1. Вуњак Н. и др. (2014) *Финансијске берзе*, Пролетер а.д. Бечеј, Бечеј
2. World Bank (2012) *World development indicators 2012*, International Bank, Washington
3. [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са: <http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>)
4. [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са: <http://www.belex.rs/trgovanje/kapitalizacija>)
5. [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (Преузето са: <http://www.belex.rs/trgovanje/vesti/61515>)
6. [www.bhas.ba](http://www.bhas.ba) (Преузето са: <http://www.bhas.ba/?lang=sr>)
7. [www.blberza.com](http://www.blberza.com) (Преузето са: <https://www.blberza.com/Pages/marketcapitalization.aspx>)
8. [www.blberza.com](http://www.blberza.com) (Преузето са: <https://www.blberza.com/Pages/periodicalstatereports.aspx>)
9. [www.hbn.hr](http://www.hbn.hr) (Преузето са: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori>)
10. [www.ljse.si](http://www.ljse.si) (Преузето са: [http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8333&tab=4\\_2](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8333&tab=4_2))

11. [www.ljse.si](http://www.ljse.si) (Преузето са: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1520>)
12. [www.montenegroberza.com](http://www.montenegroberza.com) (Преузето са: <http://www.montenegroberza.com/code/navigate.asp?Id=58>)
13. [www.montenegroberza.com](http://www.montenegroberza.com) (Преузето са: <http://www.montenegroberza.com/code/navigate.asp?Id=18>)
14. [www.mse.mk](http://www.mse.mk) (Преузето са: <http://www.mse.mk/en/>)
15. [www.mse.mk](http://www.mse.mk) (Преузето са: <http://www.mse.mk/en/stats/turnover-by-market-segments/160>)
16. [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs) (Преузето са: <http://www.nbs.rs/internet/latinica/80/index.html>)
17. [www.pescanik.net](http://www.pescanik.net) (Преузето са: [https://pescanik.net/wp-content/PDF/trziste\\_kapitala\\_u\\_srbiji.pdf](https://pescanik.net/wp-content/PDF/trziste_kapitala_u_srbiji.pdf))
18. [www.privrednakomora.me](http://www.privrednakomora.me) (Преузето са: [http://www.privrednakomora.me/sites/pkcg.org/files/multimedia/main\\_pages/files/2012/09/bdp1.pdf](http://www.privrednakomora.me/sites/pkcg.org/files/multimedia/main_pages/files/2012/09/bdp1.pdf))
19. [www.sase.ba](http://www.sase.ba) (Преузето са: <http://www.sase.ba/v1/Izvještaji/Ostali-izvještaji/Godišnji-izvještaji?newsid=6897&type=5>)
20. [www.sase.ba](http://www.sase.ba) (Преузето са: <http://www.sase.ba/v1/Izvještaji/Stanje-na-trzistu>)
21. [www.stat.gov.mk](http://www.stat.gov.mk) (Преузето са: [http://www.stat.gov.mk/KlucniIndikatori\\_en.aspx](http://www.stat.gov.mk/KlucniIndikatori_en.aspx))
22. [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com) (Преузето са: <http://www.tradingeconomics.com/slovenia/gross-national-product>)
23. [www.zse.hr](http://www.zse.hr) (Преузето са: <http://zse.hr/default.aspx?id=44325>)
24. [www.zse.hr](http://www.zse.hr) (Преузето са: <http://zse.hr/default.aspx?id=44325>)

*Рад је примљен: 13.05.2016.*

*Рад је прихваћен за штампање: 13.09.2016.*