

## **UTICAJ LISTIRANJA VELIKIH JAVNIH KOMPANIJA NA NIVO LIKVIDNOSTI TRŽIŠTA AKCIJA U REPUBLICI SRBIJI**

**Sažetak:** Nivo likvidnosti tržišta akcija, sa teorijskog i praktičnog aspekta, može predstavljati opredeljujući faktor pri donošenju investicionih odluka. Literatura koja se bavi problematikom finansijskih tržišta zemalja u razvoju, ističe transformaciju i listiranje velikih javnih kompanija kao jednu od neophodnih mera za podizanje nivoa likvidnosti sekundarnog tržišta akcija. Prvi proces transformacije i listiranja velike javne kompanije u Republici Srbiji, okončan je krajem avgusta 2010. godine. Efekti sprovedenih mera posmatraće se kroz promene u obimu prometa domaćeg tržišta akcija, kao pouzdanim indikatorom nivoa njegove likvidnosti i dostignutom broju zaključenih transakcija. U radu će biti prikazana struktura jedinog organizovanog tržišta hartija od vrednosti u Republici Srbiji u funkciji pozicioniranja novog tržišnog materijala – akcija velikih javnih kompanija. Komparativnom analizom istorijskih podataka razmatraće se signifikantnost uticaja listiranja javnih kompanija na nivo likvidnosti sekundarnog tržišta akcija u našoj državi. Na osnovu zaključnih razmatranja izvedene su preporuke za delovanje u pravcu kreiranja povoljnijeg investicionog ambijenta, što bi u krajnjoj instanci vodilo ka postizanju višeg nivoa likvidnosti domaćeg tržišta kapitala.

**Ključne reči:** akcionarska društva, tržište kapitala, berzansko poslovanje

## **THE INFLUENCE OF THE LISTING OF LARGE PUBLIC COMPANIES ON THE STOCK MARKET LEVEL OF LIQUIDITY IN THE REPUBLIC OF SERBIA**

**Abstract:** The level of stock market liquidity can – both in theory and in practice – be a decisive factor when making investment decisions. Literature dealing with the problem of financial markets in developing countries highlights the transformation and listing of large public companies as one of the necessary measures to raise the liquidity of secondary stock market. The first process of transformation and listing of a large public company in Serbia was completed in late August 2010. The effects of the implemented measures on domestic stock market will be observed with the regard to turnover changes (as a reliable indicator of its liquidity level) and accomplished number of transactions. The paper will present the structure of the only existing stock exchange in Serbia that acts for the positioning of the new securities markets – large public companies' shares. Using comparative analysis of historical data, we will consider the significance of

\* Mr Aleksandar Simić, Vojvodjanska banka AD, Novi Sad, sektor kastodi poslova, e-mail: aleksandar.simic@voban.groupnbg.com

*the impact that listing of the public companies have on the secondary stock market level of liquidity in our country. Based on the final analysis, recommendations for further action were made with the goal to create a more favourable investment environment, which finally would improve the liquidity level of domestic capital markets.*

**Key words:** joint stock companies, capital market, stock exchange operations

## 1. UVOD

Izgradnja tržišta kapitala za bivše socijalističke države predstavlja veliki izazov. Ono mora biti uskladeno sa nizom drugih mera kao što su: promena vlasničke strukture privrede, podizanje performansi nacionalne ekonomije, obezbeđivanje makroekonomske stabilnosti, održavanje socijalnog mira itd. Svojinska transformacija je glavni faktor i moćan katalizator za dalji ekonomski rast, i od suštinskog je značaja za formiranje početnih performansi finansijskog tržišta, kao i investicione logike ovlašćenih učesnika. Širenje „narodnog kapitalizma“, odnosno prelaska javne svojine u ruke sve većeg broja građana, vodi ka naglom porastu broja učesnika na tržištu akcija. Prijemom akcija velikih javnih kompanija na listing berze omogućeno je organizovano i uređeno trgovanje ovim oblikom finansijske aktive. Svrha ovog rada jeste identifikovanje efekata listiranja velikih javnih kompanija u Republici Srbiji na domaće tržište akcija, sa ciljem iznalaženja mera koje bi vodile ka unapređenju nivoa njegove likvidnosti i kreiranju povoljnog investicionog ambijenta.

## 2. BEOGRADSKA BERZA – SINONIM ZA TRŽIŠTE AKCIJA U REPUBLICI SRBIJI

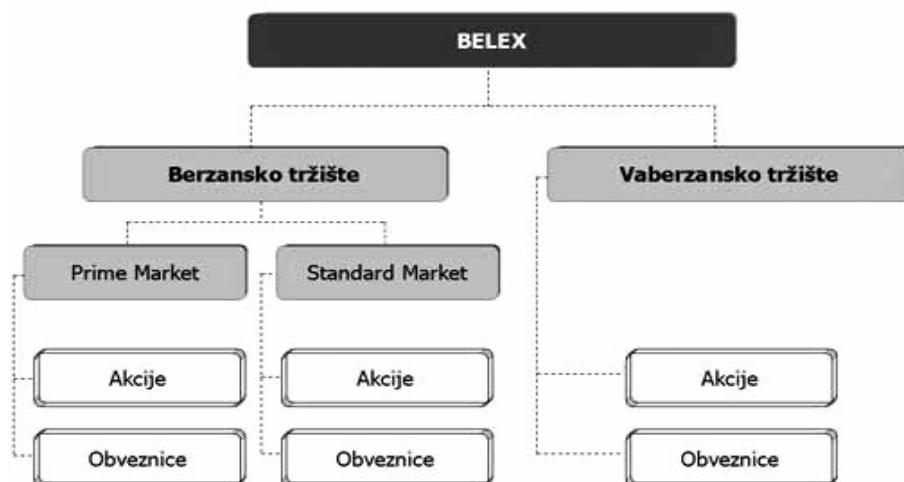
Investitorи u Republici Srbiji akcije javnih kompanija mogu sticati kupovinom neposredno od emitenta (na primarnom tržištu) ili od postojećih vlasnika na sekundarnom tržištu. Primarno tržište akcija u Republici Srbiji nije atraktivno široj investicionoj javnosti, pretežno usled izostanka *inicijalnih javnih ponuda* (*Initial Public Offer*) koje su karakteristične za svako razvijeno tržište kapitala. Najveći broj investitora, akcije domicilnih kompanija stiče, uglavnom, kupovinom na jedinom organizovanom sekundarnom tržištu hartija od vrednosti u Republici Srbiji – Beogradskoj berzi.

U ekonomskom smislu, berzu definišemo kao poseban tip tržišta na kome se različitim tipovima aukcije koncentriše ponuda i potražnja kapitala, odnosno tržište na kome se u određeno vreme i na određenom mestu (berzanski sastanak) okupljaju trgovci radi kupoprodaje hartija od vrednosti. Razvojem moderne tehnologije ovlašćenim trgovcima je omogućeno da umesto tradicionalnog okupljanja na „parketu“ poslove zaključuju iz svojih kancelarija, preko kompjuterizovanog informacionog sistema (tzv. daljinsko

upravljanje). Beogradska berza je tržište čije su aktivnosti precizno definisane zakonom<sup>1</sup> i podzakonskim aktima.

## 2.1. STRUKTURA BEOGRADSKE BERZE

Iako je regulativa<sup>2</sup> predvidela da se na Beogradskoj berzi može organizovati trgovanje brojnim finansijskim instrumentima: akcijama, dužničkim hartijama od vrednosti, varantima za kupovinu akcija ili obveznica, derivatima, depozitnim potvrdoma itd., u praksi se za sada trguje samo akcijama i dugoročnim obveznicama Republike Srbije. Ovi finansijski instrumenti ponuđeni su investicionej javnosti na jednom od postojećih tržišta Beogradske berze.



Slika 1: Shema strukture tržišta Beogradske berze

*Izvor:* Beogradska berza

**Vanberzansko tržište** nudi najveći broj vlasničkih instrumenata na berzi. Na tom tržištu su se, uglavnom po sili zakona,<sup>3</sup> našle deonice većine privrednih subjekata organizovanih kao otvoreno akcionarsko društvo. Tu su, takođe, svrstane i sve akcije kompanija koje po svojim karakteristikama (obim trgovanja, visina kapitala, *free float*, vreme poslovanja, izveštavanje akcionara itd.) ne zadovoljavaju strogo propisane kriterijume utvrđene pravilnikom o listingu i kotaciji. Ukoliko se deonice neke kompanije nude na ovom

<sup>1</sup> Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, član 78. i 79, „Službeni glasnik RS“, br. 47/2006.

<sup>2</sup> Pravila poslovanja Beogradske berze, decembar 2009, 04/2, br. 3043-1/09, član 22.

<sup>3</sup> Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, član 49, „Službeni glasnik RS“, br. 47/2006.

tržištu, to ne znači da je ta kompanija apriori lošija u odnosu na neku sa A listinga, već samo ne zadovoljava propisane kriterijume, od kojih na pojedine i ne može da utiče (npr. *free float* ili minimalno vreme poslovanja). Nelikvidnost je glavna odlika ovog tržišta, s obzirom na to da se na njemu aktivno trguje akcijama tek nekoliko desetina kompanija, od preko 1.700 kotiranih. To je uglavnom posledica tekućeg nepoverenja i uzdržanosti domaćih investitora, dok inostrani investitori uglavnom preferiraju akcije kompanija koje redovno obaveštavaju svoje akcionare i ispunjavaju stroge kriterijume transparentnosti.

Visoke oscilacije cena na ovom tržištu uglavnom su posledica pomenute nelikvidnosti. Ukoliko se, recimo, u toku trgovackog dana na strani prodaje pojavi veća količina ovih akcija, usled oskudne tražnje, cena će gotovo po pravilu zabeležiti drastičan pad. Prevenciju drastičnih dnevних oscilacija obezbeđuju isključivo zone fluktuacije, propisane od strane berze.<sup>4</sup>

**Berzansko tržište** investitorima nudi akcije kompanija koje ispunjavaju stroge kriterijume propisane pravilnikom o listingu i kotaciji. To je praktično tržište domaćih *blue-chip* hartija od vrednosti<sup>5</sup> koje čine *prime* i *standard market*. Često se u praksi koriste i nazivi *A* i *B listing*.

Za prijem finansijskih instrumenata na **prime market**-u uslovi su najstrožiji. Na ovom tržišnom segmentu trenutno su listirane obveznice stare devizne štednje i akcije kompanija: *Tigar AD* Pirot, *Sojaprotein AD* Bečeji, *Energoprojekt Holding*, *Naftna industrija Srbije* i *Aerodrom „Nikola Tesla“*. Treba napomenuti da su na Beogradskoj berzi prve akcije uvrštene na A listing tek 10. aprila 2007. godine. Reč je o deonicama kompanije *Tigar* iz Pirot-a. Poslednje obogaćivanje ponude finansijske aktive na **prime market**-u izvršeno je dana 7. 2. 2011. godine, kada je, na osnovu rešenja Komisije za listing i kotaciju, organizovano prvo trgovanje akcijama *Aerodroma „Nikola Tesla“*.

Na **standard market**-u listirane su akcije kompanija: *Metalac* Gornji Milanovac, *Alfaplam* Vranje i *Komercijalne banke*. Interesantna je činjenica da su prethodnih godina akcije bankarskog sektora smatrane izuzetno atraktivnima, iako nisu bile svrstane na takozvani A listing (*prime market*) berze. Izuzetak su bile akcije *Metals Banke* (danas *Razvojna banka Vojvodine*), koje su nakon kratkog perioda skinute sa A listinga. Akcije sa ovog tržišta, po pravilu, najinteresantnije su institucionalnim investitorima – penzionim i investicionim fondovima. Na svim razvijenim tržištima gotovo da nema investicionog fonda bez takozvanih *blue chip* akcija u portfoliu. Međutim, sagledavanjem ponude Beogradske berze, uočljivo je da su investitori suočeni sa pravom oskudicom listiranih hartija od vrednosti. Samim tim, nameće se zaključak da je izuzetno teško postići efekte

<sup>4</sup> Pravila poslovanja Beogradske berze, decembar 2009, 04/2 br. 3043-1/09, član 59. i 61.

<sup>5</sup> U praksi se tim imenom nazivaju akcije renomiranih kompanija koje dobro posluju, redovno isplaćuju dividende, i čije akcije beleži umeren ali kontinuirani rast vrednosti. Naziv potiče iz ruleta gde plavi čip predstavlja najveću vrednost uloga.

diversifikacije portfolia pod uslovima postojeće ponude *prime* i *standard marketa*, dok se listing berze ne obogati novom i kvalitetnom finansijskom aktivom.

### 3. OBIM PROMETA KAO INDIKATOR NIVOA LIKVIDNOSTI TRŽIŠTA AKCIJA

Nivo likvidnosti tržišta akcija može da se posmatra kroz mogućnosti koje nudi svojim učesnicima pri prelasku iz jednog oblika finansijske aktive u drugi. Najlikvidnije svetske berze akcija pružaju gotovo neograničenu mogućnost konverzije vlasničkih hartija od vrednosti u novac i obrnuto. Sa druge strane, tzv. plitka tržišta nisu u mogućnosti da apsorbuju značajnije promene na strani ponude ili tražnje finansijskih instrumenata. Na taj način se investitori, naročito institucionalni, na plitkom tržištu hartija od vrednosti suočavaju sa problemom pronalaska druge strane u transakciji. Njihove mogućnosti da u toku jednog trgovačkog dana unovče veću količinu akcija iz svog portfelja, veoma su ograničene. Ukoliko se i ukaže prilika za to, najčešće su uslovi nepovoljni po prodavca usled nedostatka tražnje. Ovakva nelikvidnost finansijskih instrumenata posledica je male vrednosti njihovog prometa na organizovanom tržištu.

Nemerljiva je vrednost kapitala inostranih investitora (naročito institucionalnih) koji su, usled skromne ponude kvalitetnih finansijskih instrumenata i niskog nivoa likvidnosti, zaobilazili Republiku Srbiju kao destinaciju za investiranje. Portfeljni investitori iz ponude berze mogu birati između 1.700 i 1.800 akcija kompanija i svega dve dužničke hartije od vrednosti. Na prvi pogled, broj vlasničkih hartija od vrednosti u ponudi berze uliva optimizam. Ukoliko se, ipak, napomene činjenica da je tek osam kompanija listirano na zvaničnom tržištu, dok se učestalo trguje sa akcijama nekoliko desetina njih, onda istina o siromašnoj ponudi za vlasnike hartije od vrednosti postaje očigledna.

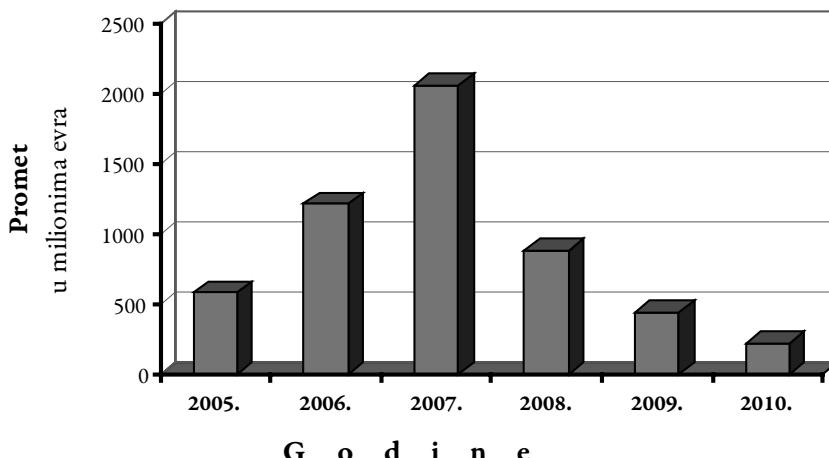
**Tabela 1.** Prosečan dnevni promet akcijama na pet najrazvijenih berzi u svetu

BERZA	PROSEČAN DNEVNI PROMET U MILIONIMA (GODINA 2007.)	
NYSE Euonext (US)	119.163,30 USD	81.650,69 EUR
NASDAQ	61.036,40 USD	41.822,14 EUR
London SE	40.683,80 USD	27.876,54 EUR
Tokyo SE Group	26.433,30 USD	18.112,10 EUR
Deutsche Börse	17.162,40 USD	11.759,68 EUR

*Izvor:* World federation of exchanges

Koliko je Beogradska berza po obimu prometa udaljena od vodećih svetskih berzi najbolje ilustruju podaci iz Tabele 1 i Slike 2. Vrednosti ostvarenih prometa na najvećim svetskim berzama akcija objavljene su u američkim dolarima. Radi jednostavnije

komparacije podataka, vrednosti su izražene i u zvaničnoj valuti Evropske monetarne unije.



**Slika 2.** Obim prometa hartijama od vrednosti na Beogradskoj berzi u periodu 2005–2010.

Izvor: Beogradska berza

Uporednom analizom vrednosti prometa Beogradske berze iz 2007. godine sa prometom najrazvijenijih svetskih berzi, uočava se da je ukupan *godišnji* promet svih finansijskih instrumenata na domaćem tržištu višestruko niži od prosečnog *dnevног* prometa na Njutorškoj ili Londonskoj berzi akcija, ostvarenog iste godine.<sup>6</sup>

Obim prometa na Beogradskoj berzi u prethodnih šest godina beležio je značajne promene. Tokom 2005. godine ostvaren je promet u vrednosti od 581.000.000 evra, da bi se godinu dana kasnije udvostručio. Najveći obim prometa od preko 2.000.000.000 evra ostvaren je tokom 2007. godine. Od tada, obim prometa svake godine se prepolovi u odnosu na prethodnu. Ovakve varijacije ne karakterišu razvijena tržišta, dok su u Republici Srbiji realnost. Nizak obim prometa osnovni je problem koji udaljava brojne institucionalne investitore, velike finansijske moći, od Beogradske berze. Na primer, pojedini investicioni fondovi u svom prospektu imaju odredbe koje se odnose na minimalnu vrednost transakcije (neretko milion dolara). Nesmetano zaključivanje transakcija velikih vrednosti pod povoljnim uslovima, ovakvi investitori mogu ostvarivati isključivo na tržištu sa visokim obimom prometa.

<sup>6</sup> 2007. godina uzeta za primer, kao jedna od najuspešnijih u novijoj istoriji Beogradske berze.

#### 4. ZNAČAJ LISTIRANJA AKCIJA VELIKIH KOMPANIJA

Listiranje podrazumeva proceduru kojom kompanija emitent prijavljuje i kvalificuje akciju za trgovanje na nekoj berzi. Korporacije listiraju svoje akcije iz više razloga. Prvo, listiranje pruža mogućnost da se neka hartija od vrednosti na jednostavan način pretvori u novac. Berza obezbeđuje spremno i neprekidno tržište, a time doprinosi da ta hartija od vrednosti bude privlačnija za investitore. Sledеće, listiranje pomaže da se smanje troškovi finansiranja korporacije, ako se u budućnosti planira prikupljanje dodatnog kapitala. Ono afirmaše alternativne oblike finansiranja u odnosu na bankarski kredit. Konačno, listiranje nastoji da obezbedi veću likvidnost, kao što teži da podstakne veći tok naloga i bliže kupoprodajne cene (spredove, tj. razlike). Ipak, odluku o samom prijemu akcija kompanija na listing organizovanog tržišta donosi Komisija za listing i kotaciju.

##### 4.1. UTICAJ LISTIRANJA JAVNIH KOMPANIJA NA TRGOVANJE AKCIJAMA U REPUBLICI SRBIJI

Obogaćivanje ponude Beogradske berze novim – kvalitetnim tržišnim materijalom, izvršeno je krajem osmog meseca 2010. godine kada je na *prime market-u* počelo trgovanje akcijama *Naftne industrije Srbije*. Nekoliko meseci kasnije, tačnije 7. februara 2011. godine, počelo je i trgovanje akcijama *Aerodroma „Nikola Tesla“*. Tako je ponuda domaćeg tržišta kapitala pojačana za dve kompanije sa višemilionskim brojem akcionara.

Listiranje akcija kompanija *Naftne industrije Srbije* i *Aerodroma „Nikola Tesla“*, okončalo je apatiju koja je duže vreme vladala među učesnicima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti. Posledice listiranja akcija ove dve velike javne kompanije, najbolje se mogu sagledati pomoću zvaničnih podataka<sup>7</sup> Beogradske berze, prikazanih u Tabeli 2.

**Tabela 2.** Mesečni promet akcijama po tržišnim segmentima i ukupan broj zaključenih transakcija na Beogradskoj berzi

PERIOD	Promet akcijama po tržišnim segmentima u hiljadama dinara				Ukupan broj zaključenih transakcija na berzi akcija
	PRIME MARKET	STANDARD MARKET	VANBER-ZANSKO TRŽIŠTE	UKUPNO	
jun '11.	521.347,67	66.661,05	2.033.044,73	2.621.053,44	79.658
maj '11.	1.132.852,00	77.643,18	620.151,58	1.830.646,76	211.288
apr. '11.	898.907,37	137.139,99	532.664,97	1.568.712,33	513.997
mart '11.	1.405.495,12	509.368,35	846.848,34	2.761.711,81	856.941
feb. '11.	1.335.857,83	245.353,25	1.512.420,65	3.093.631,73	619.705
jan. '11.	752.581,96	384.296,03	1.308.995,25	2.445.873,23	224.636

<sup>7</sup> Bez podatka iz trgovanja metodom minimalne cene i blok trgovanja.

PERIOD	Promet akcijama po tržišnim segmentima u hiljadama dinara				Ukupan broj zaključenih transakcija na berzi akcija
	PRIME MARKET	STANDARD MARKET	VANBER-ZANSKO TRŽIŠTE	UKUPNO	
dec. '10.	815.593,97	57.207,31	1.351.917,01	2.224.718,29	224.271
nov. '10.	557.708,59	29.715,54	1.128.950,80	1.716.374,93	151.664
okt. '10.	493.242,97	351.052,53	2.185.011,28	3.029.306,79	149.279
sept. '10.	360.089,97	25.090,25	552.546,32	937.726,54	91.950
avg. '10.	181.596,32	19.060,82	541.096,66	741.753,80	37.015
jul '10.	58.769,17	28.728,23	803.800,08	891.297,48	2.873
jun '10.	79.281,70	295.110,03	683.901,07	1.058.292,80	3.635
maj '10.	48.127,86	35.781,64	839.504,82	923.414,32	3.587
apr. '10.	119.422,98	72.168,10	1.162.914,14	1.354.505,22	5.064
mart '10.	70.495,81	26.580,13	1.275.697,86	1.372.773,79	4.386
feb. '10.	74.865,27	25.906,62	1.039.679,69	1.140.451,58	4.049
jan. '10.	54.537,61	34.033,08	452.308,22	540.878,91	3.044

Izvor: Bilten Beogradske berze 171/2010–188/2011.

Već na prvi pogled vidljivo je značajno povećanje obima prometa, a naročito broja zaključenih transakcija na Beogradskoj berzi. Ovako visok broj transakcija rezultat je, između ostalog, i odluke velikog broja akcionara da unovče ovaj vid svoje imovine. Visok broj transakcija može se objasniti malim lotovima, koji su bili predmet trgovanja. Najveći broj akcionara imao je u svom vlasništvu svega jednu akciju *Aerodroma „Nikola Tesla“* i pet akcija *NIS-a*. Samim tim trgovanje se moglo odvijati isključivo putem većeg broja malih transakcija. Porast u obimu prometa objašnjava se kao posledica velikog interesovanja investitora za svežim i kvalitetnim berzanskim materijalom. Promet akcijama, ostvaren u nekoliko završnih meseci 2010. godine, predstavljao je bezmalo polovinu ukupnog prometa tih finansijskih instrumenata tokom cele godine. Od septembra 2010. godine, prosečan mesečni promet akcijama se praktično udvostručio, što se može videti u Tabeli 3.

**Tabela 3.** Prosečna vrednost mesečnog prometa pre i nakon prvog listiranja akcija velikih javnih kompanija u Republici Srbiji

Vremenski period	Prosečan mesečni promet akcijama na berzi
septembar 2010 – jun 2011.	2.222.975,58 din.
januar 2010 – avgust 2010.	1.002.920,99 din.

Izvor: Obračun autora

Ovi podaci nedvosmisleno potvrđuju pozitivno dejstvo listiranja akcija velikih javnih kompanija na likvidnost tržišta. Iako se akcijama velikih javnih kompanija trguje samo na jednom segmentu tržišta akcija (*prime market*), porast obima zabeležen je i na vanberzanskom tržištu. Neophodno je napomenuti da pojedine institucionalne investitore regulativa primorava da u svom portfelju drže hartije od vrednosti sa listinga berze. Samim tim, nastavak postupka listiranja velikih javnih kompanija garantovao bi pozitivne implikacije na najlikvidniji segment tržišta akcija.

Uprkos značajnom povećanju obima prometa utvrđenog komparativnom analizom u odnosu na prethodni period, nivo likvidnosti domicilnog tržišta akcija ostaje na niskom nivou karakterističnom za plitka i nerazvijena tržišta.

## 5. ZAKLJUČAK

Iako je finansijska kriza došla u najnepovoljnijem trenutku po domaće tržište akcija, neophodno je kontinuirano delovati u pravcu poboljšavanja investicionog ambijenta kako bi se maksimizovali pozitivni efekti faze oporavka. Stručna literatura navodi veći broj faktora od kojih zavisi razvoj tržišta akcija. Među pomenutim faktorima, izdvajaju se:

- ekonomski razvijenost države
- stepen uključenosti države u ekonomski tokove
- stabilnost nacionalne valute
- svojinska struktura i bonitet potencijalnih učesnika na tržištu kapitala
- razvijenost finansijske strukture, finansijskih institucija i finansijskih instrumenata
- stabilnost pravnog sistema
- kadrovski potencijal.

Za ispunjavanje navedenih preduslova, po svemu sudeći, neophodan je duži vremenski period. Dosadašnja iskustva u Republici Srbiji pokazala su da je inertnost učesnika u prilagođavanju tržišnim okolnostima jedan od najvećih problema. Iz tog razloga preporuka učesnicima na tržištu je da preduzimaju mera koje bi već u kratkom roku obezbedile pozitivne efekte.

Privremeno ukidanje poreza na kapitalni dobitak mera je koju bi država morala preduzeti u cilju privlačenja investitora. Korisnost ove mera prevazilazi iznos propuštenih prihoda države do faze tržišnog oporavka. Objasnjenje ove ad hoc mera je u malom broju investitora, koji realizuju kapitalni dobitak, naročito nakon početka krize iz druge

polovine 2008. godine. S druge strane, značajan broj investitora destimulisan je ovako visokim poreskim stopama. Posmatrajući period od 2001. godine do danas, može se zaključiti da je zakonodavac postepeno smanjivao broj i stope poreza, tako da je porez na kamate i dividende sa 20% smanjen na 10%, stopa poreza na kapitalnu dobit (fizička lica) sa 20% smanjena je na 10%, a stopa poreza na dobit pravnih lica postepeno je smanjivana sa 20% na 14% i sada iznosi 10%. Međutim, nerezidentna pravna lica su u obavezi da plaćaju porez po stopi od 20% i na dividendu (po odbitku) i na kapitalnu dobit (po rešenju), osim ukoliko nisu rezidenti države sa kojom je zaključen ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, što svakako nije podsticaj stranim investitorima da ulažu u hartije od vrednosti na domaćem tržištu.

Unapređivanje odnosa sa investitorima preporuka je domaćim kompanijama. Poznato je da pri negativnim tržišnim kretanjima raste interesovanje investitora za korporativne aktivnosti. Formiranje posebne IR (Invesor Relations) službe jedan je od načina kako bi velike kompanije mogle obezbediti kvalitetniju razmenu informacija sa investitorima. Time bi doprineli i porastu transparentnosti, kao osnovu poverenja u tržište akcija. Beogradska berza je u cilju podsticanja zdrave konkurenциje među emitentima već pokrenula promovisanje kompanija sa najboljim odnosom prema investitorima.

Berzanski posrednici trebalo bi da prilagode tarife za usluge korporativne agencije na način na koji bi kompanijama pojednostavio emitovanje akcija, kao alternativni izvor finansiranja, u odnosu na bankarski kredit. Prihod od usluga korporativne agencije za berzanske posrednike je dragocen, naročito pri recessionim kretanjima. Ipak, njihova egzistencija, kao učesnika, vezana je za sudbinu samog tržišta i tom činjenicom bi se morali rukovoditi prilikom definisanja politike cena.

Pomenute mere predstavljaju praktično *trade-off* između nužne žrtve sada i prosperiteta tržišta kapitala u budućnosti. Da bi se nivo likvidnosti tržišta akcija unapredio, država mora okončati proces privatizacije i listiranja preostalih velikih javnih kompanija. Uz brojne mere, koje daju efekte sa odloženim rokom, svi učesnici na tržištu kapitala moraju kontinuirano delovati u pravcu generisanja povoljnijeg investicionog ambijenta i veće sigurnosti, što bi u konačnici vodilo ka postizanju višeg nivoa likvidnosti domaćeg tržišta.

## LITERATURA

- [1] Dugalić, V., Štimac M., (2005) *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, Stubovi kulture
- [2] Eric, D., Andjelic, G., Redzepagic, S., (2009) *Application of MACD and RVI indicators as functions of investment strategy optimization on the financial market*, „Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci“, br. 27(1), str. 171–196

- [3] Fabozzi, F. J., Modigliani, F., (1996) *Capital Markets: Institutions and Instruments*, New Jersey, Englewood Cliffs, Prentice Hall
- [4] Mishkin, F., (2002) *Financijal Markets and Institutions*, Harper Collins.
- [5] Paunović, S. B., (2006) *Priuatzacija, akcionarstvo i razvoj finansijskih tržišta*, Beograd, Savremena administracija
- [6] Ristić, Z., (2004) *Tržište kapitala*, Beograd, Čigoja štampa
- [7] Van Horne, C., (1993) *Finansijsko upravljanje i politika*, Zagreb, MATE

Ostali izvori:

- [8] Bilten Beogradske Berze, (2011) godina XIII, br. 182
- [9] Pravila poslovanja Beogradske berze, (2009) 04/2, br. 3043-1/09
- [10] Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, „Službeni glasnik RS“, br. 47/2006

Web stranice:

- [11] Beogradska berza ([www.belex.rs](http://www.belex.rs))
- [12] Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije ([www.sec.gov.rs](http://www.sec.gov.rs))
- [13] World federation of exchanges ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org))

Primljeno: 16.09.2011.

Odobreno: 28.09.2011.