



KONTINUIRANI PAD BEOGRADSKE BERZE KAO REZULTAT NEDOSTATKA KVALITETNIH KOMPANIJA U SRBIJI

CONTINUOUS FALL OF BELGRADE STOCK EXCHANGE AS A RESULT OF LACK OF QUALITY COMPANIES IN SERBIA

Radomir Šalić

Univerzitet Metropolitan, Fakultet za menadžment, Beograd, Srbija

©MESTE

JEL Category: F1, F14

Apstrakt

Sve razvijene zapadne zemlje počivaju na tržišnoj ekonomiji i prisustvu tržišta akcija i slobodnog toka kapitala, za razliku od Srbije, gde takva pravila ne prevladavaju i gde je, likvidnost gotovo presušila, a prometi hartija od vrednosti (akcija) su se sveli na mizeran nivo za koji bi bilo dovoljno samo nekoliko brokerskih kuća. Indeksi cena akcija beleže neslavne rekorde dostižući svoje istorijske minimume. Niska likvidnost, uz diskutabilan kvalitet investicionih alternativa ostavile su tržište Srbije suštinski van domašaja globalnih investitora, a domaće specifičnosti nisu podsticajno delovale na status berzanskog poslovanja u Srbiji. Beogradska berza već godinama ima tendenciju pada u pogledu: ostvarenog prometa, ostvarenog berzanskog indeksa i cena akcija na berzi. Teško je očekivati da će berza da se razvije sama od sebe u netržišnom okruženju, pa veliki deo odgovornosti snosi država koja ni najmanje nije promovisala akcionarstvo i berzansko poslovanje. Kompanije se sve više povlače sa Beogradske berze, pre svega usled činjenice da su na ovo tržište stigle putem zakonske prinude i da nisu uspele da iskoriste prednosti tržišta kapitala, poput prikupljanja kapitala, poboljšanja efikasnosti upravljanja, jačanja imidža. Rezultati istraživanja pokazuju da su prinosi gotovo svih akcija visoko zavisni od prinosa na tržištu, odnosno, da su koeficijenti linearne korelacije između prinosa na akcije i tržišne stope prinosa pozitivni, da nebankarske korporacije ostvaruju veće beta koeficijente od banaka, odnosno da su osetljivije od banaka na promene i da mogu da ostvare prinose i po osnovu beta koeficijenata i da su akcije nebankarskih korporacija ofanzivne, a akcije banaka defanzivne. Rešenja bi mogla da budu u: potrebi države da proda sva javna preduzeća i da se ta javna preduzeća pojave na berzi, da se na Beogradskoj berzi realizuje javna ponuda prodaje, na primer akcija, još uvek nekih kvalitetnih kompanija koje se još uvek ne kotiraju na berzi, da se postojećim akcionarima (vlasnicima) različitih oblika privrednih društava (najčešće, d.o.o.), te novim osnivačima, sve više sugeriše osnivanje akcionarskih društava kao

Adresa autora:

Radomir Šalić

radomir.salic@metropolitan.ac.rs

najpogodnijeg oblika privrednih društava za prikupljanje kapitala i na kraju, sugestija Vladi i Skupštini države bi bila da budućim propisima, svim kompanijama koje dođu do vlasništva privatizacijom državnih preduzeća, onemoguće napuštanje akcionarstva ili da im se utvrde takvi uslovi koji će ih naterati da odustanu od takvih namera.

Ključne reči: berza, berzanski indeks, akcije, beta koeficijent

Abstract

All developed Western countries rest on the market economy in the presence of the stock market and the free flow of capital, unlike Serbia, where such rules do not prevail and where the liquidity almost dried off at the stock exchange, while securities (shares) were reduced to a miserable level for which there would be enough only a few brokerage houses. Smaller broker companies have long since left their jobs due to lack of work, surviving probably the biggest crisis since the stock market in Serbia exists. Price indices record unsuspecting records reaching their historical minimums. Low liquidity, along with the debatable quality of investment alternatives, left Serbia's market essentially beyond the reach of global investors, and domestic specifics did not stimulate the status of stock exchange operations in Serbia. The Belgrade Stock Exchange has a tendency for years to fall in terms of turnover, realized stock exchange index and stock prices. However, it is difficult to expect that the stock market will develop itself in a non-market environment, and much of the responsibility lies with the state that has not at least promoted shareholder and stock exchange operations. Companies are increasingly withdrawing from the Belgrade Stock Exchange, primarily due to the fact that they have come to this market through legal coercion and have failed to take advantage of the capital markets, such as raising capital, improving management efficiency, strengthening the image. The results of this study show that the yields of almost all of the shares are highly dependent on the yield on the market, that is, the linear correlation coefficients between yields on the shares and market rates of return are positive, that non-banking corporations generate higher beta coefficients than banks, that is, they are more sensitive than banks on the changes and that they can make returns on the basis of beta coefficients, and that the actions of non-banking corporations are offensive, and the actions of banks are defensive. Solutions to the problem could be in: the need of the state to sell all public companies and public companies to appear on the stock exchange, that the public offering of sales is implemented on the Belgrade Stock Exchange, for example, shares, still some quality companies that are not yet quoted on that the existing shareholders (owners) of different types of companies (mostly, d.o.o.) and new founders are increasingly suggesting the founding of joint stock companies as the most suitable form of companies for the collection of capital, and ultimately, the suggestion to the Government and the State Assembly would be that future regulation, all companies that receive ownership of the privatization of state-owned enterprises make it impossible to abandon shareholding or to determine the conditions that will force them to give up such intentions.

Keywords: stock exchange, stock index, shares, liquidity, beta

1 UVOD

Ovaj rad je nastao kao rezultat opservacija i istraživanja problema akcionarstva i finansijskih tržišta u Srbiji. Zapravo, nastao je u cilju pokušaja da se iznađu modeli poslovanja berze i privrede i uspostavljanja njihove uzajamne veze kao i stepena korelacije koji utiče na ukupan rast i razvoj finansijskog sektora u Srbiji. Struktura rada sastoji se, od opisa i definicije problema Beogradske berze, utvrđivanja konstatacije u pogledu postojećeg stanja u toj oblasti, određivanja granica istraživanja, utvrđivanja ciljeva istraživanja, modela proučavanja

problema, te na kraju, od predloga nekoliko mogućih rešenja problema oživljavanja Beogradske berze, odnosno finansijskog tržišta i finansijskog sektora u zemlji uopšte.

2 OPIS PROBLEMA

Tržišna privreda je nezamisliva bez prisustva berze i bez slobodnog protoka kapitala, na čemu počivaju sve razvijene zemlje Zapada. Situacija u Srbiji, odnosno na Beogradskoj berzi danas nije takva, odnosno, likvidnost je gotovo presušila, a prometi hartija od vrednosti (akcija) su se sveli na mizeran nivo za koji bi bilo dovoljno samo nekoliko

brokerskih kuća. Manja brokersko dilerska društva su zbog nedostatka posla davno prestala sa radom a preostala, preživljavaju verovatno najveću krizu od kada berza u Srbiji postoji. Indeksi cena akcija beleže neslavne rekorde dostižući svoje istorijske minimume. No, opšte je poznato da krah berze u jednoj državi obično znači krah privrede i ekonomije te zemlje. Dakle, situacija je danas deset puta lošija u odnosu na 2006. i 2007. godinu. Mnogo je činjenica koji govore u prilog prethodnoj tvrdnji, no na ovom mestu, apostrofiramo samo neke od njih:

1. Dnevni promet Beogradske berze je u najboljem slučaju između dvesta i trista hiljada, a za 2007. godinu, iznosio je ukupno dve milijarde evra,
2. Berzansko tržište u Srbiji je veoma plitko, sa malim brojem kvalitetnih dugoročnih hartija od vrednosti i uopšte malim brojem kotiranih akcija,
3. Beogradska berza se razvijala na bazi zakona od pre 2000. godine i sam procesa privatizacije, je pomogao da je u proteklom periodu do danas sa berze nestao veći broj "blu čipova". Po mnogim mišljenjima, danas su ostale samo dve kvalitetne akcije, a to su: NIS i Aerodroma "Beograd",
4. Finansijsko tržište postaje sve nerazvijenije, i postaje nepotreban teret koji će postignute rezultate Srbije na listi Svetskog ekonomskog foruma po konkurentnosti i razvoju infrastrukture, umanjiti i obezvređiti. Kompanije listirane na Beogradskoj berzi beleže najdrastičniji pad profitabilnosti posle svetske ekonomske krize. Inače, bilo je potrebno nekoliko godina da se posledice velikih ekonomskih potresa, od kojih je poslednji Brexit, prikažu u rezultatima poslovanja kompanija,
5. Takođe, u Srbiji vlada veliki otpor prema reformama i država je svesna da postoje problemi koji vladaju na finansijskom tržištu. No, ipak je razvoj finansijskog tržišta ugrađen je u Strategiju razvoja malih i srednjih preduzeća, o čemu govori i činjenica da je Srbija na rang listi Svetskog ekonomskog foruma na 138. mestu od 140 zemalja, prema kriterijumu zaštite interesa malih akcionara,
6. U proteklom period, nije došlo do uključenja novih kvalitetnih vlasničkih hartija od vrednosti na tržišta Berze, sprovođenja procesa inicijalne javne ponude ili drugih mera oporavka tržišta kapitala iniciranih od strane države ili drugih učesnika na tržištu, bez kojih se ne može očekivati razvoj berzanskih aktivnosti u našoj zemlji.
7. U privredi je na sceni opšta netransparentnost, imajući u vidu da neka preduzeća uopšte ne objavljuju ostvarene poslovne rezultate.
8. Finansijski izveštaji državnih kompanija pokazuju da se iz godine u godinu smanjuju poslovni prihodi a povećavaju dugovi, što ukazuje na činjenicu da ih je već odavno trebalo privatizovati.
9. Na berzi ima 4,8 miliona malih akcionara, zahvaljujući deobi besplatnih akcija, međutim njihova prava nisu zaštićena, što je apsurd kojim Komisija za hartije od vrednosti slabi svoj integritet i
10. U Srbiji je država većinski vlasnik Beogradske berze i pojavljuje se kao regulator tržišta preko Komisije za hartije od vrednosti.

Izuzimajući navedena dešavanja, na Beogradskoj berzi, kao ni na drugim tržištima kapitala u regionu Jugoistočne Evrope u proteklom periodu nisu zabeležene značajnije promene, kako u pogledu prometa, tako i u pogledu kretanja tržišne kapitalizacije. Dva najznačajnija pomaka u poslovanju na domaćem tržištu kapitala u proteklom periodu, svakako su listiranje dugoročnih dužničkih hartija od vrednosti čiji je izdavalac Republika Srbija, sa rezidualnim rokovima dospeća do jedanaest godina, nominovanih u dinarima i evrima, kao i apliciranje Beogradske berze za pristupanje EBRD projektu – SEE Link, inovativnoj regionalnoj platformi za trgovanje hartijama od vrednosti listiranim na berzama članicama projekta, krajem februara 2016. Na osnovu analize aktuelnih makroekonomskih tokova i njihovog mogućeg uticaja na vezu, između razvoja tržišta kapitala i pokretanja privrede, utvrđeno je da ta veza u Srbiji još nije uspostavljena, kao što ni drugi alati tržišta kapitala u Srbiji nisu raspoloživi ili nisu dovoljno iskorišćeni. Dakle, sve prethodno nabrojano su činjenice i očigledno je da je tržište kapitala u Srbiji bremenito problemima koje bi trebalo rešavati u skoroj budućnosti, no potrebno je naći njihovu zajedničku karakteristiku, odnosno definisati problem.

3 DEFINICIJA PROBLEMA

U situacija koja je prethodno opisana, očigledno je da problem nije isključivo u tržištu kapitala i Beogradskoj berzi, nego je problem strukturne prirode. Kada to kažemo, mislimo pre svega, na strukturu privrede zemlje, odnosno problem je u nedostatku kvalitetnih privrednih kompanija uopšte i njihove kotacije na berzi, odnosno uspostavljanje veze između privrede i finansijskog tržišta. Dakle, u pitanju je nedostatak kvalitetnih kompanija iz svih sfera delovanja, a naročito kompanija iz sfere proizvodnje, mada su i kompanije iz sfere usluga sve interesantnije (sektor informacionih tehnologija), i čiji bi finalni proizvod bili toliko kvalitetni i čiji poslovni rezultati bi bili toliko pozitivni da bi mogli da zainteresuju ili da zaintrigiraju neke nove investitore. Zapravo, problem je u zaostaloj privredi i uskoj lepezi delatnosti kojima se bave postojeće kompanije. Dakle, definicija problema Beogradske berze je u nepostojanju čvršće veze između privrednih subjekata i finansijskog tržišta, kao ni uticaja privrede na stanje na finansijskom tržištu.

4 KONSTATACIJA STANJA

Niska likvidnost, uz diskutabilan kvalitet investicionih alternativa ostavile su tržište Srbije suštinski van domašaja globalnih investitora, a domaće specifičnosti nisu podsticajno delovale na status berzanskog poslovanja u Srbiji. Beogradska berza već godinama ima tendenciju pada u pogledu:

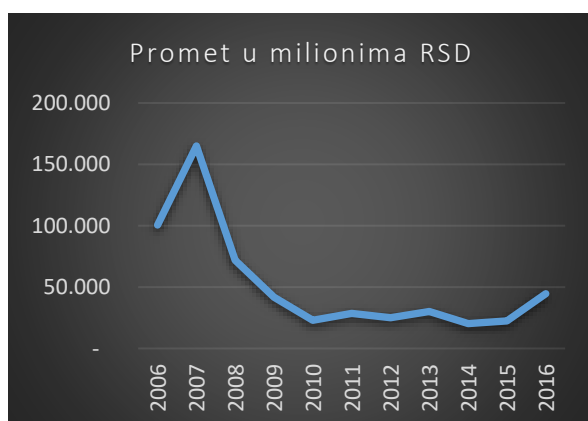
1. Ostvarenog prometa,
2. Ostvarenog berzanskog indeksa i
3. Cena akcija na berzi.

4.1 Ostvareni promet na Beogradskoj berzi u period od 2006. do 2017. godine

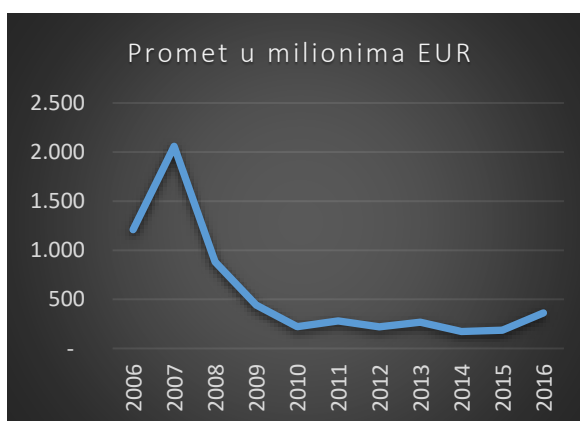
Ostvareni promet na Beogradskoj berzi je iz godine u godinu sve manji, odnosno tendencija je da je promet u konstantnom padu. U 2007. godini, godišnji promet na beogradskoj berzi je doživeo svoju kulminaciju ostvarivši dve milijarde evra, da bi se već u 2009. smanjio pet, a u 2014. godini bio je manji za gotovo dvanaest puta (Tabela 1, Grafikoni 1 i 2).

Tabela 1 Promet Beogradske berze u periodu od 2006-2016.
 (www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji, 2006-2016)

Veličina prometa na Beogradskoj berzi											
Opis	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
mio RSD	100.584	164.990	71.854	41.778	23.017	28.584	24.988	30.164	20.258	22.429	44.574
mio EUR	1.210	2.059	882	442	222	280	220	267	173	186	362



Grafikon 1 Promet na BB u dinarima



Grafikon 2 Promet na BB u evrima

4.2 Ostvareni berzanski indeksi u period od 2006. do 2017. godine

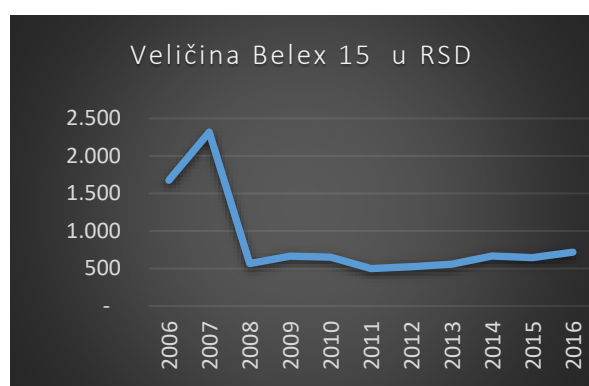
Zahvaljujući činjenici da je promet na beogradskoj berzi konstantno opadao, da se smanjivao broj

učesnika (kako posrednika, tako i investitora), opadala je i vrednost berzanskog indeksa, kako Belex-a 15, tako i Belex line-a.

Ako bismo hteli da utvrdimo prethodno uočenu zakonitost na finansijskom tržištu Srbije, složićemo se samo u delu, da trezorski ili državni zapisi nisu ostvarili gubitke nego skromne ali stabilne dobitke svake godine, a da su korporativne akcije doživele potpuni krah u 2008. godini i da se nisu oporavile za sav protekli period (Tabela 1).

Tabela 2 Vrednost Indeksa Belex 15 (<http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>)

Kretanje indeksa Belex 15 po godinama											
Opis	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
RSD	1.675	2.318	565	664	652	499	524	558	667	644	717



Grafikon 3 Vrednost Belexa 15 u dinarima

4.3 Vrednost akcija na Beogradskoj berzi

Vrednost akcija na Beogradskoj berzi (BB) 2016. godine.¹ višestruko je niža od njihove vrednosti u 2006., a naročito u 2007. godini u kojoj su doživele kulminaciju (Grafikoni 1, 2 i 3) u svom rastu i sa malim šansama da se značajnije oporave u skorije vreme.

Tabela 3 Odabrane (najlikvidnije) akcije Beogradske berze u periodu od 2006-2016.²

Simbol akcija	Cene akcija na kraju godine (u RSD)										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
AIKB	5.681	9.803	2.550	2.472	3.323	1.648	1.566	1.533	1.845	1.838	1.750
KMBN	7.430	9.790	2.600	2.875	2.605	1.700	1.399	1.507	2.201	1.624	1.738
UNBN*	27.800	39.238	11.270	7.802	4.200	2.300	1.020	550	-	-	-
JMBN	60.951	78.751	22.733	18.939	16.495	12.999	12.331	8.000	3.000	4.582	4.398
TGAS	10.600	22.000	4.400	7.196	5.860	4.300	3.550	5.040	5.451	8.700	13.006
ENHL	1.301	2.900	554	761	900	392	605	720	910	1.037	1.431
IMLK**	1.300	2.698	1.099	1.490	1.900	2.353	3.181	2.919	4.808	5.176	5.700

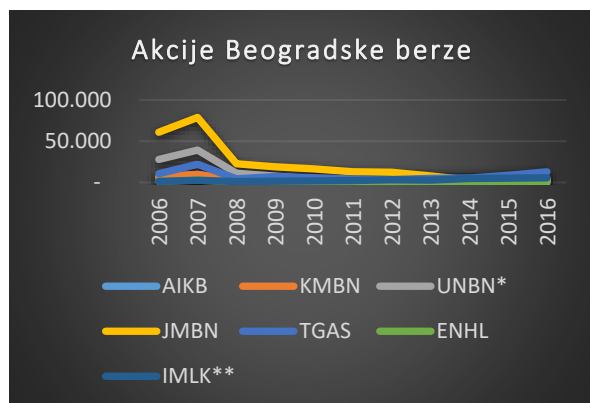
¹ AIKB – Agroindustrijska banka a.d. Niš, KMBN – Komercijalna banka a.d. Beograd, UNBN – Univerzal banka a.d. Beograd, Jubmes banka a.d. Beograd, TGAS – Messer Tehnogas a.d. Beograd, ENHL – Energoprojekt holding a.d. Beograd, IMLK – Imlek a.d. Beograd

² Akcije sa Beogradske berze u periodu od 2006-2016. godine

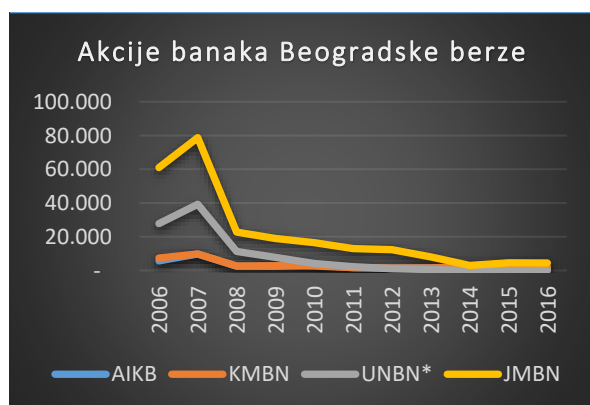
* Rešenje o isključenju akcija sa Open Market – tržišni segment Open – Market-akcije br. 01/1 br. 961/14.

**Rešenje o isključenju akcija sa Open Market – tržišni segment Open – Market-akcije br. 01/1 br. 7176/16.

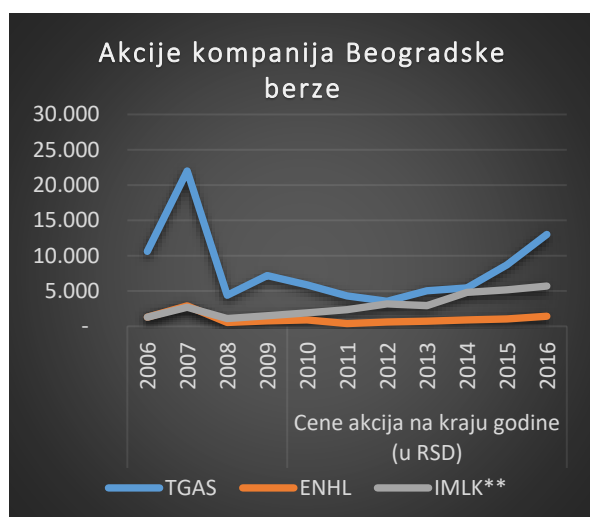
Zapravo, u Srbiji je u 2017-oj godini situacija u pogledu tržišta kapitala takva, da bi gotovo svi akcionari rado prihvatili svoje početne uloge iz 2006. i 2007. godine, i tako bili u mnogo povoljnijoj situaciji nego krajem 2017.



Grafikon 4 Najlikvidnije akcije BB



Grafikon 5 Najlikvidnije akcije banaka na BB



Grafikon 6 Najlikvidnije akcije kompanija na BB

Mnogi investitori su sve vreme na gubitku, međutim ukoliko bi usledili veći prinosi u narednom periodu, nastali bi kao rezultat troškovnog rizika iz vremena velikih gubitaka

perioda krize, koja je počela u SAD, prenela se na Evropu i nije mimoišla ni prostor Srbije i svih ostalih republika bivše SFRJ. Prethodni grafikoni pokazuju da su akcije iz uzorka u posmatranom periodu ostvarile prinos u periodu od 2006. do 2007. godine i da posle tog perioda (2007. - 2016.), nije bilo prinosa, odnosno da je taj prinos negativan i da, i dalje postoji određeni značajan stepen neizvesnosti ili rizika, ali ne znamo koliki je i do kada će da potraje. Za kvantifikaciju tog odnosa, potrebno je poznavati alate ali i potrebne serije podataka iz prošlosti, u suprotnom, to neće biti moguće, što ćemo pokazati u narednom poglavlju.

Veliki broj BDD-a je ugašen u proteklom periodu (<http://www.sec.gov.rs/index.php/sr/>), tako da je brisanje iz registra po starim zakonima iznosi 65 brokersko-dilerskih društava, a brisanje iz registra po Zakonu o tržištu hartija od vrednosti iznosi 49 brokersko-dilerskih društava. Isto tako, brisanje iz registra po Zakonu o kapitalu izbrisano je 21 brokersko-dilersko društvo, tako da je stanje, odnosno broj brokersko-dilerskih društava koji 2017-e još uvek aktivno deluju na Beogradskoj berzi iznosi 22 ili 14,5% od ukupno 158 registrovanih. Pored čistih brokersko-dilerskih društava, postoji još dvanaest poslovnih banaka koje imaju ovlašćenja za poslove trgovanja na finansijskim tržištima, što čini ukupno 34 aktivna brokersko-dilerska društva.

5 CILJ ISTRAŽIVANJA

Cilj ovog istraživanja je, ne da pokaže uzroke pada Beogradske berze, nego da pokuša da iznađe neka moguća rešenja neophodna za njeno funkcionisanje u budućnosti, tj. da utvrdi stepen zavisnost privrede i finansijskog tržišta i iznađe moguća rešenja za povećanjem broja kvalitetnih kompanija listiranih na tržištu kapitala, čime bi bilo omogućeno da stanje privrede predstavlja stanje finansijskog tržišta zemlje.

6 PROUČAVANJE PROBLEMA NA BEOGRADSKOJ BERZI

Teško je očekivati da će berza da se razvije sama od sebe u netržišnom okruženju, pa veliki deo odgovornosti snosi država koja ni najmanje nije promovisala akcionarstvo i berzansko poslovanje. Kompanije se sve više povlače sa Beogradske berze, pre svega usled činjenice da su na ovo

tržište stigle putem zakonske prinude i da nisu uspele da iskoriste prednosti tržišta kapitala, poput prikupljanja kapitala, poboljšanja efikasnosti upravljanja, jačanja imidža. Sve dok je ovakva poslovna klima na Beogradskoj berzi, čini se, da nema nijedne kompanije za koju bismo mogli da tvrdimo da će zauvek ostati na tržištu. Kada povuče kompaniju sa berze, vlasnik može da je organizuje u nižoj organizacionoj formi, pre svega kao društvo sa ograničenom odgovornošću (DOO). Kupovinom 100 odsto akcija vlasnik kompanije zarobljava veliki kapital, nema mogućnost finansiranja putem emisije akcija, nema suvlasnike koji bi pospešili efikasnost upravljanja, niti je kotiran na tržištu gde bi bio ocenjivan od investicione javnosti. Inače, da bi neko akcionarsko društvo, listirano na Beogradskoj berzi, povuklo svoje akcije sa ovog tržišta, mora da ispuni zakonom propisana dva uslova. Prvi - da ima manje od 10.000 akcionara, je lako ispuniti, jer ovoliki broj vlasnika ima tek nekolicina srpskih preduzeća. Drugi uslov se odnosi na nedovoljnu likvidnost na tržištu berze, što je definisano Zakonom o tržištu kapitala - dakle tačno je definisano koliki sme da bude ukupni i mesečni promet u periodu pre povlačenja akcija.

Teorijski i praktično gledano, različiti finansijski instrumenti imaju različite inicijalne cene, različite vrednosti ostvarene dividende kao i različite buduće prodajne cene. Da bi ovi instrumenti bili uporedivi potrebno je utvrditi njihovu uspešnost u pogledu ostvarenog prinosa. Inače, prinos pokazuje procentualno povećanje vrednosti inicijalno uloženog jednog evra u finansijske instrumente. Kada je ulaganje rizično, različiti su i prinosi koji mogu da se ostvare, odnosno, svaki mogući prinos ima odgovarajući stepen verovatnoće tog ostvarenja.

Za određivanje rasporeda (distribucije) verovatnoće potrebno je odrediti dva parametra. Prvi parametar objašnjava centralnu tendenciju skupa a drugi rizik, tj. disperziju ili odstupanja od centralne tendencije skupa. Ova dva parametra su tesno vezana za odgovor na pitanja koja zanimaju svakog investitora: Kolika je očekivana stopa ukupnog prinosa i kakva je stabilnost ili neizvesnost investicije? Odgovor racionalnog investitora bi bio da je njegov cilj da postigne što viši prinos uz što nižu neizvesnost ili uz što manji rizik (Šoškić, 2010, str. 97).

6.1 Očekivana stopa prinosa i standardna devijacija na primeru akcija BB

Prvi parametar koji određuje centralnu tendenciju skupa jeste očekivana vrednost, koja nam pokazuje gde je lociran centar rasporeda verovatnoće posmatrane slučajno promenljive, tako da bi algebarski izraz očekivane stope ukupnog prinosa (O_p) glasio:

$$O_p = \sum_{i=1}^n v_i \times R_i \quad (1)$$

gde su:

O_p – očekivana stopa prinosa,

R_i – prinos za i -to stanje u privredi,

v_i – verovatnoća da će se taj prinos ostvariti.

Znači, da se očekivana vrednost stope ukupnog prinosa dobija kao zbir prinosa R_i ponderisanih pripadajućim verovatnoćama v_i , tj. kao očekivani ili zamišljeni ponderisani prosek mogućih prinosa gde ponderi odgovaraju stepenu verovatnoće.

Drugi parametar koji određuje prirodu rasporeda verovatnoće ili njen brojčani prikaz ili zajedničku meru rizika i rasporeda verovatnoće, predstavlja varijansa ili standardna devijacija (Brealey, Myers, & Marcus, 2010, str. 295-296). One zapravo pokazuju potencijal odstupanja stope prinosa od njene očekivane vrednosti. Varijansa stope prinosa (Var_R) se izražava formulom:

$$Var_R = \sum_{i=1}^n v_i [(R_i - O_p)^2] \quad (2)$$

Varijansa dakle predstavlja zbir umnožaka verovatnoće i kvadratnih odstupanja stope prinosa od njene očekivane vrednosti, ili, to je kvadratna devijacija, tako da je standardna devijacija kvadratni koren iz varijanse, tj.:

$$SD_R = \sqrt{Var_R} \quad (3)$$

U narednom delu ovoga rada ćemo nastojati da pokažemo na koji način se izračunavaju prosečni prinosi i volatilnosti kroz istorijske podatke o hartijama od vrednosti prikupljene sa finansijskih tržišta. Podaci o rasporedu prinosa u prošlosti mogu da pomognu kada se zahtevaju procene rasporeda prinosa za investitore u budućnosti. Kako se zapravo mogu meriti već realizovani prinosi u prošlosti za određene hartije od vrednosti? Ako pretpostavimo da određene akcije

donose dividendu Div_{t+1} , u vremenu $t+1$, i da su prodate po ceni od P_{t+1} , realizovani prinos po tim akcijama može da se predstavi kao:

$$R_{t+1} = \frac{Div_{t+1} + P_{t+1}}{P_t} - 1 = \frac{Div_{t+1}}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (4)$$

No, potrebno je takođe znati da ako se akcije drže iza datuma prve dividende, onda računanje prinosa mora da se odredi i za dividende koje se dobiju u međuvremenu. U našem primeru ili odabranom portfoliju akcija sa BB (Tabela 3, 4 i 5) i ako pretpostavimo da je prinos svake pojedinačne akcije samo kapitalna dobit (razlika između cena akcija na kraju svake poslovne godine) bez isplaćenih dividendi za sav protekli period.

Tabela 4 Prinos po akcijama u dinarima na BB

Simbol akcija	Prinos na akcije po osnovu razlike u ceni po akcijama na kraju svake godine (u RSD)										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
AIKB	5.681	4.122	-7.253	-78	851	-1.675	-82	-33	312	-7	-88
KMBN	7.430	2.360	-7.190	275	-270	-905	-301	108	694	-577	114
UNBN*	27.800	11.438	-27.968	-3.468	-3.602	-1.900	-1.280	-470	-	0	0
JMBN	60.951	17.800	-56.018	-3.794	-2.444	-3.496	-668	-4.331	-5.000	1.582	-184
TGAS	10.600	11.400	-17.600	2.796	-1.336	-1.560	-750	1.490	411	3.249	4.306
ENHL	1.301	1.599	-2.346	207	139	-508	213	115	190	127	394
IMLK**	1.300	1.398	-1.599	391	410	453	828	-262	1.889	368	524

Tabela 5 Stopa prinosa po akcijama na BB

Simbol akcija	Prinos na akcije po osnovu razlike u ceni po akcijama na kraju svake godine (u RSD)										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
AIKB	5.681	4.122	-7.253	-78	851	-1.675	-82	-33	312	-7	-88
KMBN	7.430	2.360	-7.190	275	-270	-905	-301	108	694	-577	114
UNBN*	27.800	11.438	-27.968	-3.468	-3.602	-1.900	-1.280	-470	-	0	0
JMBN	60.951	17.800	-56.018	-3.794	-2.444	-3.496	-668	-4.331	-5.000	1.582	-184
TGAS	10.600	11.400	-17.600	2.796	-1.336	-1.560	-750	1.490	411	3.249	4.306
ENHL	1.301	1.599	-2.346	207	139	-508	213	115	190	127	394
IMLK**	1.300	1.398	-1.599	391	410	453	828	-262	1.889	368	524

Na primeru akcije ENHL koja je ostvarila najveću varijabilnost u proteklom periodu, obračun varijanse i standardne devijacije izgleda kao u tabeli 6.

Devijacija prinosa je utvrđena prebijanjem prosečnog prinosa sa ostvarenom stopom prinosa po godinama, odnosno:

Prosečan prinos je 19,29%, varijansa, kao prosek kvadratne devijacije, $Var = 2.849,48$, a standardna devijacija kao koren varijanse, $SD_R = 53,38\%$

Tabela 6 Devijacija prinosa i kvadratna devijacija
 akcije ENHL

ENHL				
Godina	Stopa prinosa %	Devijacija prinosa %	Varijansa Var	Standardna devijacija SDr
2006	bazna			
2007	122,91	103,62	10.737,31	
2008	-80,90	-100,19	10.037,84	
2009	37,36	18,07	326,56	
2010	18,27	-1,02	1,04	
2011	-56,44	-75,73	5.734,88	
2012	54,34	35,05	1.228,57	
2013	19,01	-0,28	0,08	
2014	26,39	7,10	50,42	
2015	13,96	-5,33	28,40	
2016	37,99	18,70	349,73	
Ukupno	192,89	-	28.494,83	SDr
Prosek	19,29	-	2.849,48	53,38%

Očigledno je da procenjena standardna devijacija (uz prethodne uslove) ove akcije značajno varira u odnosu na tržišne cene no, ako bismo pokušali da utvrdimo devijacije za ostale akcije iz odabranog uzorka, bile bi još veće i pitanje je koliko ima smisla utvrđivanje devijacija akcija za ovako kratak period. Mnogo je lakše računati devijacije za ceo portfolio akcija ili hartija od vrednosti, samo što je potrebno imati pouzdane podatke za period koji je predmet razmatranja. Inače, većina akcija značajno više varira od tržišnog portfolija, iz čega proizlazi i pitanje: ako je tržišni portfolio sastavljen od pojedinačnih akcija, zašto njegova varijabilnost nije jednaka prosečnoj njihovoj varijabilnosti? Odgovor je upravo u diversifikaciji čijim se povećanjem smanjuje varijabilnost ukupnog portfolija akcija.

Međutim, kada investitor raspolaže sa portfoliom akcija, njega interesuje koliko svaka akcija pojedinačno može da utiče na rizik ukupnog portfolija akcija. A doprinos pojedinačne akcije ukupnom riziku portfolija akcija zavisi od nivoa njene varijabilnosti u odnosu na druge akcije.

6.2 Sistemski rizik na primeru akcija BB

No, kada investitori procenjuju rizik svojih ulaganja oni brinu i razmišljaju o sistemskom riziku, koji ne mogu da eliminišu novom diversifikacijom ulaganja, tako da kao kompenzaciju, nastoje da ostvare što veći prinos, koji mogu da utvrde tek pošto ga izmere. Za merenje sistemskog rizika akcija, potrebno je utvrditi koliki je stepen varijabilnosti prinosa zbog sistemskog rizika i širine diversifikacije specifičnih rizika korporacije i trebalo bi znati koliko su akcije osetljive na sistemске šokove koji utiču na privredu u celini.

Za određivanje te osetljivosti prinosa na akcije koriste se kamatne stope, kao na primer, kada se želi saznati koliko se prinosi menjaju kada se kamatna stopa promeni svaki put za 1%. Da bi se odredila osetljivost akcija na sistemski rizik, potrebno je odrediti prosečnu promenu prinosa na svakih 1% promene prinosa portfolija isključivo zbog sistemskog rizika.

Prvi korak u merenju sistemskog rizika je u pronalaženju portfolija akcija koji sadrži isključivo sistemski rizik, i gde promene cena u ovom portfoliju odgovaraju sistemskim šokovima u privredi. Takav portfolio je tzv. efikasni portfolio, tj. portfolio koji se ne može diversifikovati, ali ni rizik smanjiti bez umanjenja njegovog očekivanog prinosa. Zapravo, ključno pitanje u modernim finansijama danas jeste, kako identifikovati takav portfolio. Efikasan portfolio treba da bude veliki portfolio sa mnogo različitih akcija, i prirodno je da je to tržišni portfolio, odnosno portfolio svih akcija i hartija od vrednosti kojima se trguje na tržištu kapitala (Berk, 2011, str. 316-320).

Svaki investitor koji raspolaže diversifikovanim portfoliom je veoma zainteresovan za efekat svake akcije na rizik celog svog portfolija i zato merenje rizika pojedinačnih redovnih akcija zavisi od njihove izloženosti makroekonomskim događajima i može da se predstavi (izmeri) kao mera osetljivosti prinosa na ulaganje u neku akciju, na fluktuacije prinosa na ukupan tržišni portfolio. Ta osetljivost se naziva beta koeficijentom akcija koji često označavamo sa grčkim simbolom β ili, beta hartija od vrednosti predstavlja očekivanu procentualnu promenu prinosa na promene prinosa tržišnog portfolija.

Tržišne fluktuacije utiču na neke akcije više, na neke manje, pa ih u teoriji neki autori dele na defanzivne akcije (nisu osetljive na tržišne fluktuacije i imaju nizak beta koeficijent manji od 1) i ofanzivne akcije (osetljive na tržišne fluktuacije i sa višim beta koeficijentom, većim od 1), tako da ako cene rastu, dobro je imati ofanzivne, za razliku od slučaja kada cene akcija padaju i kada je bolje imati defanzivne akcije. Inače, prosečan beta koeficijent za sve akcije je 1, a njegovo konkretno merenje ćemo pokazati na primeru koji bi trebalo da pokaže da akcije korporacije mogu da ostvare prinose:

- po osnovu tržišnih prinosa i beta koeficijenta (fluktuacije su rezultat tržišnog rizika) i
- po osnovu dobrih vesti specifičnih za svaku korporaciju posebno (fluktuacije su rezultat specifičnih rizika).

Beta koeficijent se naziva i indeksom za merenje sistemskog (tržišnog) rizika, odnosno stepena promene prinosa jedne akcija u odnosu na promenu stepena tržišnog prinosa. Utvrđuje se na finansijskom tržištu na osnovu odgovarajućeg portfolija akcija kao što je Standard & Poor's, Dow Jones, Nikkei i drugi. Algebarski posmatrano, beta koeficijent se utvrđuje kao odnos umnoška: standardne devijacije prinosa na akcije i koeficijenta linearne korelacije prinosa na akcije i tržište u odnosu na standardnu devijaciju tržišnog indeksa-prinosa (Kaen, 1995, str. 294):

$$\beta = \frac{\delta_j \times r_{j,m}}{\delta_m} \quad (6)$$

ili prilagođeno:

$$\beta = \frac{SD_{RCo} \times r_{TCO}}{SD_{RT}}$$

gde su:

- δ_j ili SDR_a – standardna devijacija prinosa na akcije,
- δ_m ili SDRT – standardna devijacija tržišnog indeksa-prinosa,
- r_{jm} ili r_{TCO} – koeficijent proste linearne korelacije prinosa na akciju i tržišne stope – indeksa.

Beta koeficijent se uglavnom kreće u opsegu vrednosti od 0,5 do 2, i što je on veći, veći je i sistemski rizik. Inače će korporacije koje posluju u granama koje su osetljivije na ciklična kretanja u nacionalnoj ekonomiji imati veći beta koeficijent, odnosno biće izložene većem sistemskom riziku

od onih na koje ta ciklična kretanja imaju manji uticaj (Ivanišević, 2008, str. 288).

Pošto smo u prethodnom delu ovoga rada, utvrdili algebarske izraze za; očekivani prinos, varijansu i standardnu devijaciju, za izračunavanje beta koeficijenta nam je ostao još izraz iz brojioca ovog količnika, a to je: koeficijent linearne korelacije (r), koji glasi (Žižić, 2006, str. 306).

$$r = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{\sqrt{n \sum x^2 - (\sum x)^2} \sqrt{n \sum y^2 - (\sum y)^2}} \quad (7)$$

ili prilagođeno (Šalić, 2013, str. 272):

$$r_{TCO} = \frac{n \sum R_T R_{Co} - \sum R_T \sum R_{Co}}{\sqrt{n \sum R_T^2 - (\sum R_T)^2} \sqrt{n \sum R_{Co}^2 - (\sum R_{Co})^2}}$$

gde su:

R_T – tržišna stopa prinosa,

R_{Co} – stopa prinosa akcije korporacije,

n – broj slučajeva uzetih u razmatranje.

Da bismo utvrdili beta koeficijent putem algebarskih izraza, ponovo ćemo se poslužiti primerom. Počecemo sa utvrđivanjem koeficijenta linearne korelacije (međuzavisnosti) između prinosa na akcije i tržišne stope prinosa (r_{at}), a za njegovo brže računanje formiraćemo još jednu tabelu, na osnovu dobijenih podataka utvrđujemo traženi koeficijent, potreban za utvrđivanje beta koeficijenta.

Ako je koeficijent linearne korelacije između prinosa na akcije i tržišne stope prinosa pozitivan, to govori o veoma visokom stepenu međuzavisnosti ove dve stope. U narednom delu zadatka treba utvrditi standardnu devijaciju kako za tržišnu stopu prinosa tako i za stope prinosa akcija korporacije.

Prvi korak je da se utvrde aritmetičke sredine (očekivane stope) za obe vrste prinosa, za koje je takođe potrebno sačiniti novu tabelu. Drugi korak je utvrđivanje vrednosti varijanse [(R_T-O_p)²V_i ili VarRT)] i naravno treći korak je izračunavanje standardne devijacije za tržišnu stopu prinosa (SD_{RT}) po formuli:

$$SD_{RT} = \sqrt{\sum_{i=1}^n v_i [(R_i - O_p)^2]}$$

Istom logikom, utvrđuje se i standardna devijacija za stope prinosa na akcije korporacije (SD_{RCo}),

gde može da se vidi da li je standardna devijacija stope prinosa na akcije korporacije iz našeg primera veća ili manja od standardne devijacije na tržišne prinose. Na kraju može da se zaključi koliko je korporacija osetljiva na promene tržišne stope prinosa, na šta nas upućuje dobijeni beta koeficijent.

Tabela 7 Utvrđivanje pokazatelja upotrebom MS Excela

Godina	Prinos u %		Formule
	Belex 15	ENHL	
2007	38,39	122,91	
2008	-75,62	-80,90	
2009	17,44	37,36	
2010	-1,81	18,27	
2011	-23,43	-56,44	
2012	4,98	54,34	
2013	6,51	19,01	
2014	19,54	26,39	
2015	-3,44	13,96	
2016	11,38	37,99	
SDr	29,39	53,38	=STDEV(C3:C12)
β		1,64	=SLOPE(C3:C12,B3:B12)
Korelacija		0,90	=CORREL(C3:C12,B3:B12)

Za korisnike informacija o standardnoj devijaciji, korelaciji i beta koeficijentu, koji su kroz prethodne formule u potpunosti shvatili na koji način se one utvrđuju, kao i za one koji imaju potrebu da često vrše preračun dobijenih podataka, samostalno i brzo, poželjno je da se koriste Excel-om kao elektronskim programom, sa već ugrađenim funkcijama za njihovo utvrđivanje. U programu su automatski unesene sve potrebne formule, samo što ih treba upotrebiti na pravilan način. Tako je za izračunavanje standardne devijacije, nakon unesenih podataka o prinosima, na mesto gde se želi postaviti rezultat, sasvim dovoljno, u našem primeru, uneti: = STDEV (C3:C12) i dobiti rezultat, itd. Na ovaj način se mnogo brže pretražuje, simulira i dolazi do rezultata.

Na ovom mestu su utvrđeni pomenuti pokazatelji za neke reprezentativnije akcije sa Beogradske berze u periodu od 2007. do 2016. godine, odnosno upoređeni su prinosi akcija iz uzorka (Tabela 3 i 4) sa podacima indeksa Belex 15 sa Beogradske berze, i uz pretpostavku da smo pojedinačne prinose po akcijama utvrdili isključivo kao razliku u ceni (iz godine na godinu), dakle bez obračunatih i isplaćenih dividendi. No bez obzira na tu činjenicu, rezultati koje smo dobili kroz, utvrđivanje standardne devijacije, stepena korelacije prinosa pojedinačnih akcija sa

prinosima sa tržišta i beta koeficijenata, pokazuju ili prilično verno odslikavaju stanje na pomenutom tržištu.

Na primeru akcije ENHL sa Beogradske berze i pomoću elektronske tabele, utvrđeni su pomenuti pokazatelji gde se ponovo videlo da kada prinos po akciji ostvari visok stepen korelacije sa prinosom sa tržišta, onda je i beta koeficijent visok, odnosno iznad 1 i da su u pitanju ofanzivne akcije (Tabela 7).

Tabela 8 Pokazatelji za akciju AIKB

Godina	Prinos u procentima	
	Belex 15	AIKB
2007	38,39	72,60
2008	-75,62	-74,00
2009	17,44	-3,10
2010	-1,81	34,40
2011	-23,43	-50,40
2012	4,98	-5,00
2013	6,51	-2,11
2014	19,54	20,35
2015	-3,44	-0,38
2016	11,38	-4,79
SDr	29,39	38,64
β		1,13
Korelacija		0,86

Tabela 9 Pokazatelji za akciju JMBN

Godina	Prinos u procentima	
	Belex 15	KMBN
2007	38,39	31,76
2008	-75,62	-73,44
2009	17,44	10,58
2010	-1,81	-9,39
2011	-23,43	-34,74
2012	4,98	-17,71
2013	6,51	7,72
2014	19,54	46,05
2015	-3,44	-26,22
2016	11,38	7,02
SDr	29,39	32,71
β		1,02
Korelacija		0,91

No, kao što se da primetiti, u našem uzorku, odnosno na Beogradskoj berzi i indeksu Belex 15, postoje i akcije sa nižim beta koeficijentom, odnosno, pojedine akcije su ostvarile beta koeficijent ispod prosečnog, što će reći da su posredni defanzivne akcije koje nije dobro imati u portfoliju akcija kada dođe do pada tržišnog indeksa.

Na kraju, dajemo pregled rezultata o utvrđenim pokazateljima akcija iz uzoraka upoređenih sa pokazateljima indeksa Belex 15 na kojem trguju za posmatrani period.

Tabela 10 Pokazatelji za akcije iz uzorka

Kompanija - Banka	SDr	Korelacija	β
AIKB	38,64	0,86	1,13
KMBN	32,71	0,91	1,02
UNBN	32,66	0,71	0,79
JMBN	35,61	0,48	0,58
TGAS	52,60	0,83	1,48
ENHL	53,38	0,90	1,64
IMLK	41,64	0,84	1,19

Rezultati prikazani u Tabeli 10 pokazuju:

- da su prinosi gotovo svih akcija visoko zavisni od prinosa na tržištu, odnosno, da su koeficijenti linearne korelacije između prinosa na akcije i tržišne stope prinosa pozitivni (od 0,76 do 0,91),
- da nebankarske korporacije (ENHL, TGAS, IMLK) ostvaruju veće beta koeficijente (od 1,19 do 1,48) od banaka (KMBN, JMBN, UNBN), odnosno da su osjetljivije od banaka na promene i da mogu da ostvare prinose i po osnovu beta koeficijentata (od 0,58 do 1,13),
- da su akcije nebankarskih korporacija ofanzivne ($a > 1$), a da su akcije banaka defanzivne ($a < 1$) itd.

7 MOGUĆA REŠENJA PROBLEMA

Uzimajući u obzir očigledan trend koncentracije vlasništva u nizu kompanija na Beogradskoj berzi koji je bio prisutan u prethodnim godinama, uz generalno hronične probleme nelikvidnosti, letargije investitora i sve manje kvalitetnih hartija od vrednosti na domaćoj berzi, možemo reći da perspektive razvoja ovog dela finansijskog tržišta nisu baš svetle. No rešenja u tom smislu u ovom trenutku U Srbiji, odnosno problem postojanja

kvalitetnijih hartija od vrednosti i njihove korelacije sa rastom i usponom finansijskog tržišta mogu da budu u:

1. Potrebi da država proda sva javna preduzeća i da se ta javna preduzeća pojave na berzi, jer prednost prodaje javnih preduzeća bi bila ta, što bi ona na berzi mogla da se kotiraju i da prodajom akcija prikupe nova finansijska sredstva neophodna za razvoj i dalje poslovanje,
2. Da se na Beogradskoj berzi realizuje javna ponuda prodaje, na primer akcija, još uvek nekih kvalitetnih kompanija koje još uvek ne kotiraju na berzi. Pravi primer je mogla da bude inicijalna javna ponuda prodaje akcija kompanije "Telekom Srbije" kada je kupovala telekomunikacionu kompaniju u Republici Srpskoj. Tada je država mogla da prikupi kapital za tu kupovinu od mnogo novih akcionara, umesto što je povukla značajna kreditna sredstva od konzorcijuma banaka i umesto da deo profita usmeri u dalji rast i razvoj, najpre je u obavezi da izmiruje anuitete, odnosno kamate u po tim anuitetima, čime su kompaniju učinili manje konkurentnom u odnosu na kompanije iz njene grane delatnosti,
3. Da se postojećim akcionarima (vlasnicima) različitih oblika privrednih društava (najčešće D.o.o.), te novim osnivačima, sve više sugeriše osnivanje akcionarskih društava kao najpogodnijeg oblika privrednih društava za prikupljanje kapitala. Zašto? Zato što svaka nova ali i stara kompanija bilo kog pravnog oblika ako želi da raste i da se razvija kako bi opstala na tržištu, treba uvek novi i sveži kapital. Najlakši i najekonomičniji način da se dođe do novog kapitala i do novih razvojnih projekata je prikupljanje kapitala putem raspisivanja emisija akcija u kojim će da se pojavi veliki broj malih akcionara, koji neće moći značajno uticati na upravljanje kompanijom ali će svojim novim akcijama značajno pomoći u realizaciji novih projektnih zadataka kompanije. Naravno, takva kompanija mora da ima kvalitetan i perspektivan predmet delatnosti i
4. Na kraju, sugestija Vladi i Skupštini države bi bila da budućim propisima, svim kompanijama koje dođu do vlasništva privatizacijom državnih preduzeća, onemoguće napuštanje akcionarstva ili da im se utvrde takvi uslovi koji će ih naterati da odustanu od takvih namera. Zašto? Zato što su mnoge kompanije, koje su

2007. godine imale na hiljade akcionara, danas imaju samo jednog i koji više nema interesa da posluje kao akcionarsko društvo i koji jedva čeka da napusti taj oblik privređivanja, jer on je sam i sve odluke donosi sam, i njemu su ostali akcionari višak, zapravo ne trebaju mu. On ima želju da je on isključivi vlasnik, zarobljava veliki kapital, nema mogućnost finansiranja putem emisije akcija, nema suvlasnike koji bi pospešili efikasnost upravljanja, niti je kotiran na tržištu, tako da takva kompanija ne raste stopom kojom bi rasla kao višečlano akcionarsko društvo i ne uspostavlja vezu, između razvoja tržišta kapitala i pokretanja privrede.

8 ZAKLJUČAK

Tržišna privreda je nezamisliva bez prisustva berze i bez slobodnog protoka kapitala, na čemu počivaju sve razvijene zemlje Zapada. Situacija u Srbiji, odnosno na Beogradskoj berzi danas nije takva, odnosno, likvidnost je gotovo presušila, a prometi hartija od vrednosti (akcija) su se sveli na mizeran nivo za koji bi bilo dovoljno samo nekoliko brokerskih kuća. Manja brokersko dilerska društva su zbog nedostatka posla davno prestala sa radom a preostala, preživljavaju verovatno najveću krizu od kada berza u Srbiji postoji. Indeksi cena akcija beleže neslavne rekorde dostižući svoje istorijske minimume. No, opšte je poznato da krah berze u jednoj državi obično znači krah privrede i ekonomije te zemlje. U pitanju je nedostatak kvalitetnih kompanija iz svih sfera delovanja, a naročito kompanija iz sfere proizvodnje, mada su i kompanije iz sfere usluga sve interesantnije (sektor informacionih tehnologija), čiji bi finalni proizvod bili toliko kvalitetni i čiji poslovni rezultati bi bili toliko pozitivni da bi mogli da zainteresuju ili da zaintrigiraju neke nove investitore. Niska likvidnost, uz diskutabilan kvalitet investicionih alternativa ostavile su tržište Srbije suštinski van domašaja globalnih investitora, a domaće specifičnosti nisu podsticajno delovale na status

berzanskog poslovanja u Srbiji. Beogradska berza već godinama ima tendenciju pada u pogledu: ostvarenog prometa, ostvarenog berzanskog indeksa i cena akcija na berzi. Teško je očekivati da će berza da se razvije sama od sebe u netržišnom okruženju, pa veliki deo odgovornosti snosi država koja ni najmanje nije promovisala akcionarstvo i berzansko poslovanje. Kompanije se sve više povlače sa Beogradske berze, pre svega usled činjenice da su na ovo tržište stigle putem zakonske prinude i da nisu uspele da iskoriste prednosti tržišta kapitala, poput prikupljanja kapitala, poboljšanja efikasnosti upravljanja, jačanja imidža. Rezultati istraživanja pokazuju da su prinosi gotovo svih akcija visoko zavisni od prinosa na tržištu, odnosno, da su koeficijenti linearne korelacije između prinosa na akcije i tržišne stope prinosa pozitivni, da nebankarske korporacije ostvaruju veće beta koeficijente od banaka, odnosno da su osetljivije od banaka na promene i da mogu da ostvare prinose i po osnovu beta koeficijentata i da su akcije nebankarskih korporacija ofanzivne akcije banaka defanzivne. Rešenja bi mogla da budu u: potrebi države da proda sva javna preduzeća i da se ta javna preduzeća pojave na berzi, da se na Beogradskoj berzi realizuje javna ponuda prodaje, na primer akcija, još uvek nekih kvalitetnih kompanija koje još uvek ne kotiraju na berzi, da se postojećim akcionarima (vlasnicima) različitih oblika privrednih društava (najčešće d.o.o.), te novim osnivačima, sve više sugeriše osnivanje akcionarskih društava kao najpogodnijeg oblika privrednih društava za prikupljanje kapitala i na kraju, sugestija Vladi i Skupštini države bi bila da budućim propisima, svim kompanijama koje dođu do vlasništva privatizacijom državnih preduzeća, onemogućće napuštanje akcionarstva ili da im se utvrde takvi uslovi koji će ih naterati da odustanu od takvih namera. Zašto? Zato što su mnoge kompanije, koje su 2007. godine imale na hiljade akcionara, danas imaju samo jednog i koji više nema interesa da posluje kao akcionarsko društvo.

CITIRANI RADovi

Belex (2017). *Godišnje statistike*. Beograd: Beogradska berza.
<http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>;
http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj_xml/aktivnost_godisnji_/514;
http://www.belex.rs/trgovanje/pregled_/godisnji/516;
http://www.belex.rs/trgovanje/pregled_/godisnji/518;
http://www.belex.rs/trgovanje/pregled_/godisnji/787;
http://www.belex.rs/trgovanje/pregled_/godisnji/1368;
http://www.belex.rs/trgovanje/pregled_/godisnji/1953;

<http://www.belex.rs/trgovanje/pregled/godisnji/2537>;
<http://www.belex.rs/trgovanje/pregled/godisnji/3118>;
<http://www.belex.rs/trgovanje/pregled/godisnji/3699>;
<http://www.belex.rs/trgovanje/pregled/godisnji/4279>;
<http://www.belex.rs/trgovanje/pregled/godisnji/4861>.

- Berk, J. P. (2011). *Corporate Finance* (2nd izd.). Harlow: Pearson Education Limited.
- Brealey, R. A., Myers, S. K., & Marcus, A. J. (2010). *Osnovi korporativnih finansija* (5th izd.). Beograd: MATE.
- Ivanišević, M. (2008). *Poslovne finansije*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
- Kaen, F. R. (1995). *Corporate Finance*. Cambridge: Wiley-Blackwell.
- Šalić, R. (2013). *Osnove korporativnih finansija*. Beograd: Draslar Partner.
- Šoškić, D. (2010). *Hartije od vrednosti: Upravljanje portfoliom i investicioni fondovi* (6th izd.). Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
- Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015.
- Žižić, M. M. (2006). *Metodi statističke analize* (16th izd.). Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.

Datum prve prijave: 06.09.2017.
Datum prijema korigovanog članka: 16.10.2017.
Datum prihvatanja članka: 15.03.2018.

Kako citirati ovaj rad? / How to cite this article?

Style – **APA Sixth Edition:**

Šalić, R. (2018, Apr 15). Kontinuirani pad Beogradske berze kao rezultat nedostatka kvalitetnih kompanija u Srbiji. (Z. Čekerevac, Ed.) *FBIM Transactions*, 6(1), 130-143. doi:10.12709/fbim.06.06.01.14

Style – **Chicago Sixteenth Edition:**

Šalić, Radomir. 2018. "Kontinuirani pad Beogradske berze kao rezultat nedostatka kvalitetnih kompanija u Srbiji." Edited by Zoran Čekerevac. *FBIM Transactions* (MESTE) 6 (1): 130-143. doi:10.12709/fbim.06.06.01.14.

Style – **GOST Name Sort:**

Šalić Radomir Kontinuirani pad Beogradske berze kao rezultat nedostatka kvalitetnih kompanija u Srbiji [Journal] // *FBIM Transactions* / ed. Čekerevac Zoran. - Toronto - Beograd : MESTE, Apr 15, 2018. - 1 : Vol. 6. - pp. 130-143.

Style – **Harvard Anglia:**

Šalić, R., 2018. Kontinuirani pad Beogradske berze kao rezultat nedostatka kvalitetnih kompanija u Srbiji. *FBIM Transactions*, 15 Apr, 6(1), pp. 130-143.

Style – **ISO 690 Numerical Reference:**

Kontinuirani pad Beogradske berze kao rezultat nedostatka kvalitetnih kompanija u Srbiji. **Šalić, Radomir**. [ed.] Zoran Čekerevac. 1, Toronto - Beograd : MESTE, Apr 15, 2018, *FBIM Transactions*, Vol. 6, pp. 130-143.