

STANJE I PERSPEKTIVA BEOGRADSKE BERZE NAKON GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE

STATE AND PERSPECTIVES OF BELGRADE STOCK EXCHANGE AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Dragan Stojković⁷⁴

Stevan Luković⁷⁵

DOI: <https://doi.org/10.31410/EMAN.2018.204>

Sadržaj: U radu je izvršena analiza tržišta kapitala u Srbiji deset godina nakon nastanka globalne finansijske krize i razmatrana perspektiva Beogradske berze u budućem periodu. Za razliku od razvijenih berzi koje su uglavnom uspele da se vrate na svoje razvojne puteve, Beogradska berza još uvek traga za adekvatnim rešenjima za svoje probleme. Nju karakteriše dominantna trgovina državnim obveznicama (čine oko 85% ukupnog prometa ostvarenog u 2016. i 2017. godini) i veoma niska likvidnost akcija. Imajući u vidu da listing predstavlja segment tržišta namenjen za najkvalitetnije hartije od vrednosti, u radu je razmatrana njena uloga i značaj na Beogradskoj berzi.

Ključne reči: Beogradska berza, finansijska kriza, listing, akcije, obveznice, institucionalni investitori

Abstract: The authors consider the position of the Belgrade Stock Exchange ten years after the onset of the global financial crisis and its future prospects. Unlike the developed capital markets that have mostly managed to return to their previous development paths, stock markets in the Western Balkans countries are still searching for the appropriate solutions. The Belgrade Stock Exchange is characterized by the dominant trade in government bonds (around 85% of total turnover) and very low liquidity of shares. Bearing in mind that the listing represents the market segment designated for the highest quality companies, the paper considers its role and importance on the Belgrade Stock Exchange.

Key words: Belgrade Stock Exchange, financial crisis, listing, shares, bonds, institutional investors

1. UVOD

Beogradska berza je osnovana 1894. godine, ali je imala prekid u poslovanju u trajanju od skoro pola veka. Prestala je sa radom 1941. godine, ali je formalno postojala sve do 1953. godine kada je ukinuta Odlukom Prezidijuma Vlade Srbije [5]. Do reosnivanja Beogradske berze došlo je tek 1989. godine. Međutim, sve do 2002. godine predstavljala je tržište kratkoročnih hartija od vrednosti i novca. Najveći deo prometa tokom 2000, 2001. i 2002. godine činili su komercijalni i blagajnički zapisi (isključeni su iz trgovanja 2004. godine). Iako je 1991. godine obavljeno prvo trgovanje akcijama, značajniji pomak u trgovanju akcijama na berzi ostvaren je tek 2000. godine. Tada su u sekundarno trgovanje uključene akcije iz prethodnih postupaka privatizacije. Takođe, Zakonom o privatizaciji primorana su sva javna

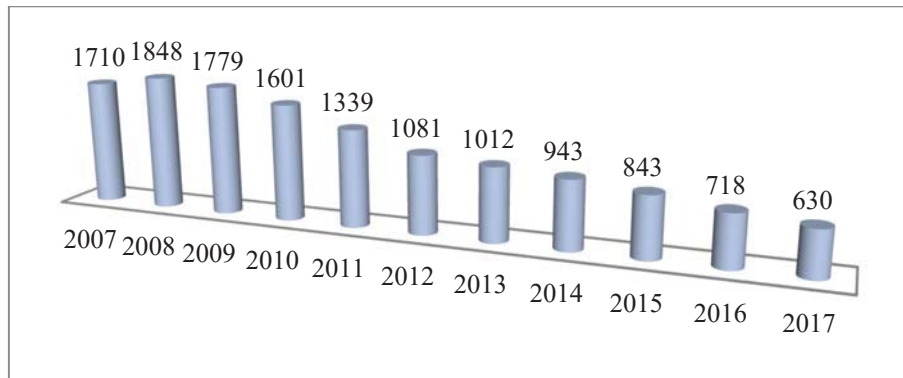
⁷⁴ Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Djure Pucara Starog 3, Srbija

⁷⁵ Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Djure Pucara Starog 3, Srbija

(otvorena) akcionarska društva da izađu na berzu. Krajem 2001. godine, u vreme emitovanja obveznica SR Jugoslavije izdatih radi izmirenja obaveza po osnovu devizne štednje građana, osnovan je i Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti a.d. Beograd. Dakle, intenzivnije trgovanje dugoročnim hartijama od vrednosti na Beogradskoj berzi počelo je od 2001. godine. Berzanski indeksi, Belexline i Belex15, objavljuju se od 2004. odnosno 2005. godine (Belexline je sredinom 2007. godine zamenio do tada važeći Belexfm). Ubrzani razvoj Beogradske berze tokom 2005, 2006 i 2007. godine presekla je globalna finansijska kriza od čijeg nastanka je prošlo deset godina.

2. UTICAJ PRIVATIZACIJE NA RAZVOJ BEOGRADSKE BERZE

Privatizacijom u Srbiji primorana su sva javna (otvorena) akcionarska društva da izađu na berzu (*Zakon o privatizaciji*, čl. 59). To je uslovalo da se tokom 2005, 2006. i 2007. godine na Beogradskoj berzi pojavi veliki broj kompanija. Početkom 2008. godine na berzi se kotiralo blizu 2000 akcija. Međutim, tim akcijama se veoma slabo trgovalo i vremenom njihov broj se smanjivao i to uglavnom iz dva razloga: započet stečajni postupak nad kompanijom ili prestanak statusa javnog akcionarskog društva. Na kraju 2017. godine broj akcija na Beogradskoj berzi smanjio se na 630 (Slika 1).



Slika 1: Broj akcija na Beogradskoj berzi u periodu 2007-2017. god. [13]

Dragan Stojković je rođen 21.12.1983. godine u Ivanjici. Osnovnu školu i Gimnaziju završio je u Ivanjici. Ekonomski fakultet, smer Berze i berzansko poslovanje, upisao je u Kragujevcu školske 2002/2003. godine, a završio ga 18.04.2008. godine. Diplomirao je najvišom ocenom na nastavnom predmetu Osnove berzanskog poslovanja. Za ostvarene rezultate tokom studija bio je nagrađivan od Beogradske berze i od Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Kragujevcu. Uspešno je završio kurs Fundamentalna i tehnička analiza cena akcija koji je održan na Beogradskoj berzi 27. i 28. januara 2011. godine.

Od 29.10.2008. godine zaposlen je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Kragujevcu, radno mesto saradnik u nastavi - nastavni predmeti Osnove berzanskog poslovanja i Finansijski posrednici.

Početkom 2011. godine bio je angažovan kao predavač na kursu Osnove berzanskog poslovanja koji je sproveden na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Kragujevcu u okviru Tempus projekta Development of Lifelong Learning Framework in Serbia.

Doktorske studije, modul Makroekonomija, upisao je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Kragujevcu školske 2008/2009. godine. Prijavio je doktorsku disertaciju pod naslovom Svetska finansijska kriza i perspektva razvoja tržišta kapitala.

Objavio je značajan broj autorskih i koautorskih radova.



Veliki broj akcija kotiranih na berzi nije od većeg značaja za razvoj tržišta kapitala ukoliko se njima ne trguje. U tom slučaju veličina tržišta je nesrazmerna potrebama trgovanja i tokom vremena dolazi do povlačenja akcija sa tržišta.

Jedan od nedostataka sprovedenog procesa privatizacije u Srbiji jeste zanemarivanje značaja inicijalne javne ponude akcija (*Initial Public Offering*). Uz adekvatne regulatorne promene kroz proces privatizacije trebalo se više uraditi na ovom polju. Broj listiranih kompanija putem *IPO* u svetu tokom 2017. godine bio je najviši od 2007. godine (oko 50% više u odnosu na 2016. godinu). Zabeleženo je 2845 novih listinga, od čega *IPO* pripada 1822 [15]. U Srbiji do sada nije bilo *IPO*.

3. ANALIZA UKUPNOG TRŽIŠTA BEOGRADSKE BERZE

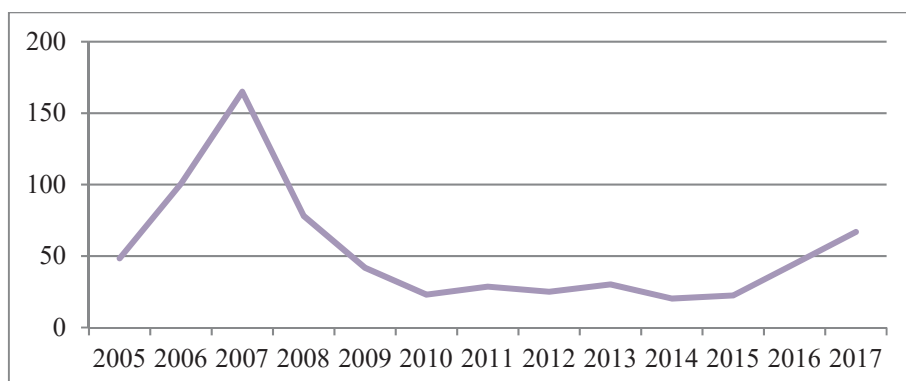
Tržište kapitala u Srbiji u periodu od 2001-2007. godine razvijalo se u uslovima visoke međunarodne likvidnosti i globalnog rasta interesovanja za investiranje u tzv. tržišta u razvoju (eng. Emerging Markets) i granična tržišta kapitala (eng. Frontier Markets) [6]. To je doprinelo da Beogradska berza tokom 2007. godine ostvari najbolje rezultate u istoriji svog poslovanja. Promene na tržištu Beogradske berze izazvane globalnom finansijskom krizom biće sagledane kroz praćenje kretanja broja zaključenih transakcija, ukupnog prometa i njegove strukture, kao i kroz aktivnosti investitora.

<i>Godina</i>	<i>Broj transakcija</i>
2004	139
2005	173
2006	142
2007	301
2008	119
2009	77
2010	726
2011	2888
2012	483
2013	344
2014	238
2015	146
2016	88
2017	67

Tabela 2: Broj transakcija na Beogradskoj berzi u periodu 2004-2017. god. [13]
*u hiljadama

Do 2007. godine broj transakcija bio je u porastu što je u skladu sa ubrzanim razvojem tržišta u tom periodu. Takođe, uočavamo da je tokom 2008. i 2009. godine, kao posledica nastanka globalne finansijske krize, došlo do značajnog pada broja transakcija na Beogradskoj berzi. Međutim, smanjenje broja transakcija dobilo je suprotan smer krajem avgusta 2010. godine uključenjem u trgovanje akcija Naftne Industrije Srbije a.d. Novi Sad (NIIS). To su ujedno i prve akcije dodeljene građanima po Zakonu o pravu na besplatne akcije, koje su uključene u sekundarno trgovanje. Efekti su razumljivo bili najveći u sferi broja transakcija. Početkom 2011. godine u trgovanje su uključene i akcije Aerodroma Nikola Tesla a.d. Beograd (AERO) što je uz već formirani uzlazni trend sa kraja prethodne godine doprinelo značajnom porastu aktivnosti na Beogradskoj berzi. Došlo je do enormnog porasta broja transakcija

prouzrokovanog porastom broja učesnika u trgovanju, pre svega prodavaca. Na kraju 2011. godine ukupan broj transakcija iznosio je rekordnih 2.887.538. U odnosu na 2010. godinu porast broja transakcija bio je 298%.

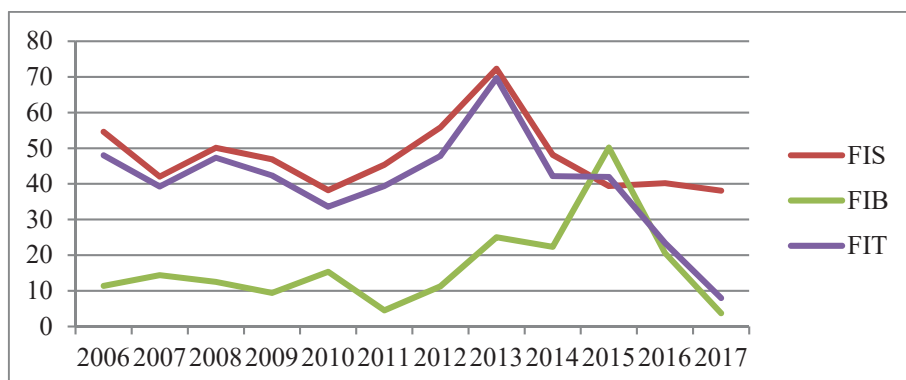


Slika 2: Ukupni godišnji promet na Beogradskoj berzi u periodu 2005-2017. god. [13]
*u mlrd RSD

Do nastanka globalne finansijske krize berza je u pogledu ukupnog prometa beležila ubrzan rast. Tokom 2007. godine berza je ostvarila rekordan promet od 165 milijardi RSD (preko 2 milijarde EUR), nakon čega je usledio drastičan pad. Pad je zaustavljen 2010. i 2011. godine što je rezultat listiranja akcija dveju prethodno pomenutih kompanija, NIIS i AERO.

Međutim, veoma je važno sagledati strukturu ukupnog prometa. Porast ukupnog prometa na Beogradskoj berzi tokom 2015, 2016 i 2017. godine uzrokovan je znatno povećanim prometom obveznica. U 2015. godini u promet je uključeno 68 emisija obveznica Republike Srbije. Na kraju 2016. godine prisutno je bilo 81 emisija obveznica Republike Srbije, a na kraju 2017. godine 68 emisija. U ukupnom prometu ostvarenom na Beogradskoj berzi tokom 2016. i 2017. godine obveznice učestvuju sa više od 85% što je najviši nivo njihovog učešća od reosnivanja Beogradske berze. Nasuprot ovom trendu, u prethodnom periodu dominantno se trgovalo akcijama. U periodu od 2005. do 2015. godine promet akcijama činio je preko 80% ukupnog prometa (2013. godine čak 95%) [9][6].

Velika povezanost Beogradske berze sa kriznim dešavanjima u svetu rezultat je prisutnosti stranih investitora u trgovini akcijama na njenom tržištu (oko 50% prometa akcijama). Međutim, značajno je primetiti da je njihovo učešće u trgovanju obveznicama dosta manje i u 2017. godine je na nivou ispod 10%.

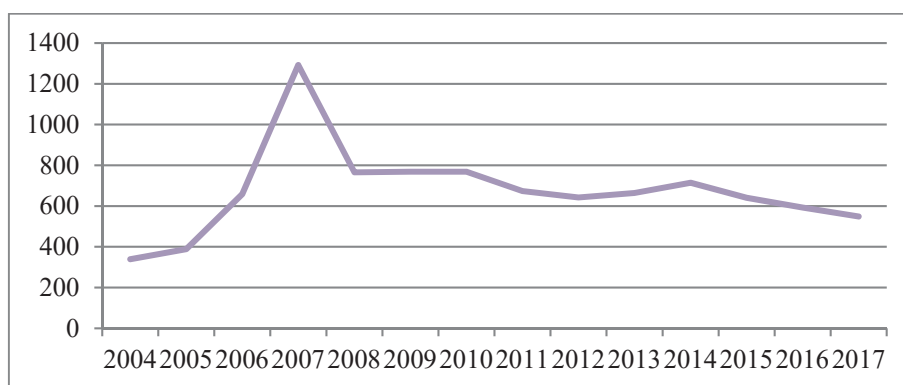


Slika 3: Učešće stranih investitora u trgovanju na Beogradskoj berzi [13]

Strani investitori su prisutni u trgovini akcijama od 2002. godine i oni su u periodu rasta berzanskih indikatora od 2002-2007. godine imali veliko učešće na strani kupovine akcija, da bi u periodu krize od 2008-2010. godine došlo do značajnog rasta učešća stranih investitora na strani prodaje akcija i njihovih povlačenja sa Beogradske berze. U 2008. godini učešće stranih investitora u prodaji akcija bilo je 48.3% što je znatno više u odnosu na 2007. godinu kada je iznosilo 29,7% [6].

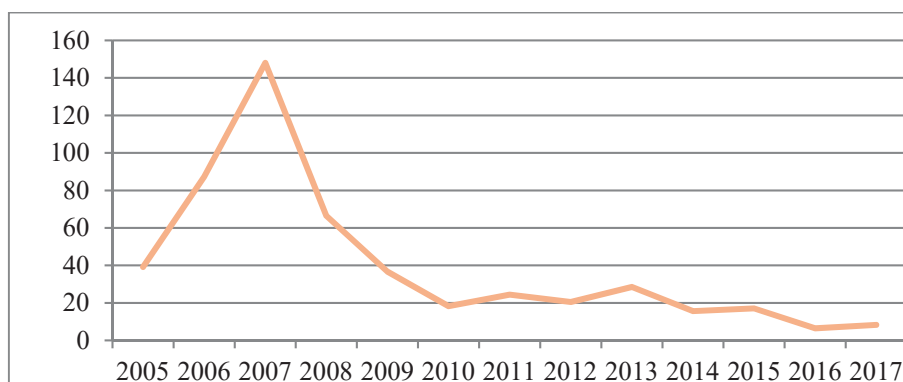
Dalja analiza tržišta biće usmerena samo na tržište akcija. Prethodno je napomenuto da je značajnije trgovanje akcijama od reosnivanja Beogradske berze počelo tek 2001. godine.

Nakon početne faze ubrzanog rasta tržišta akcija koje je dostiglo svoj vrhunac 2007. godine (u trećem kvartalu 2007. godine tržišna kapitalizacija akcija bila je 17,7 mlrd USD) usledio je veliki pad u narednom periodu. Pad tržišne kapitalizacije akcija uzrokovan svetskom finansijskom krizom nije zaustavljen ni 2010. i 2011. godine (Slika 4). Značajan razlog izostanka pozitivnog efekta listiranja akcija NIIS i AERO jeste smanjivanje ukupnog broja kotiranih akcija što je prethodno prikazano Slikom 1.



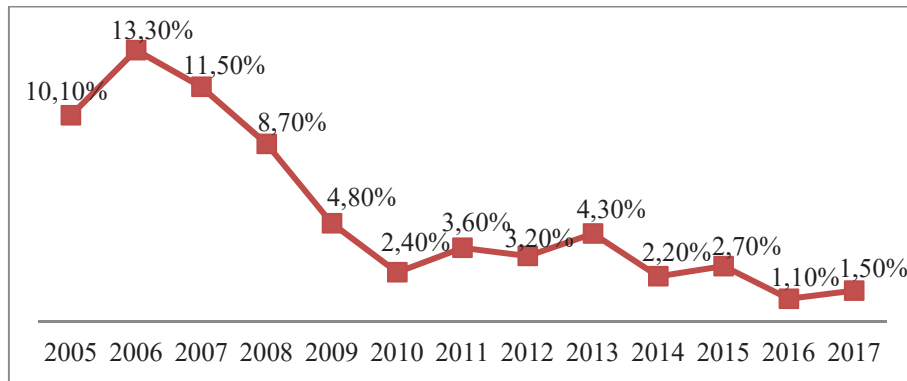
Slika 4: Tržišna kapitalizacija akcija na Beogradskoj berzi 2004-2017. god. [13]
*u mlrd RSD

U periodu 2005-2017. godina rekordni obim prometa ostvaren je 2007. godine u iznosu od 148 milijardi RSD (Slika 5). Međutim, nastankom svetske finansijske krize usledio je dramatičan pad obima trgovanja akcijama. U 2016. godini iznosio je svega 6,46 milijardi RSD što je 4,4% prometa akcijama ostvarenog tokom 2007. godine.



Slika 5: Promet akcijama na Beogradskoj berzi u periodu 2005-2017. god. [13]
*u mlrd RSD

Na osnovu podataka o tržišnoj kapitalizaciji akcija i ukupnom prometu akcijama, u cilju sagledavanja likvidnosti akcija, izračunat je racio prometa akcija (*turnover ratio*).







Slika 6: Racio prometa na Beogradskoj berzi (izražen u %) [proračun autora]

Uočava se veoma loše stanje na području likvidnosti akcija koje se kotiraju na Beogradskoj berzi. Od 2006. godine likvidnost tržišta akcija je u konstantnom padu. Kada se uporede dobijene vrednosti indikatora likvidnosti sa vrednostima koje ostvaruju na berzama unutar EU i na razvijenim svetskim berzama dolazi se do razočaravajućih rezultata. Racio prometa na razvijenim svetskim berzama u procentima izražen iznosi preko 100% (u SAD i do 400%) [14].




4. ULOGA I ZNAČAJ LISTINGA NA BEOGRADSKOJ BERZI

Listing je segment tržišta namenjen za velike i kvalitetne kompanije. Na Njujorškoj berzi na listingu nema malih kompanija, već se njihovim hartijama od vrednosti trguje na AMEX-u [7]. Zakon o tržištu kapitala koji je stupio na snagu 21. novembra 2011. godine naložio je striktno razdvajanje listinga kao najkvalitetnijeg segmenta tržišta Beogradske berze od ostalih delova tržišta. Na listingu Beogradske berze trenutno se nalazi 7 kompanija, 4 na Prime Listingu i 3 na Standard Listingu.

Početkom 2018. godine na *Prime Listing-u* nalaze se akcije četiri kompanije, a to su:

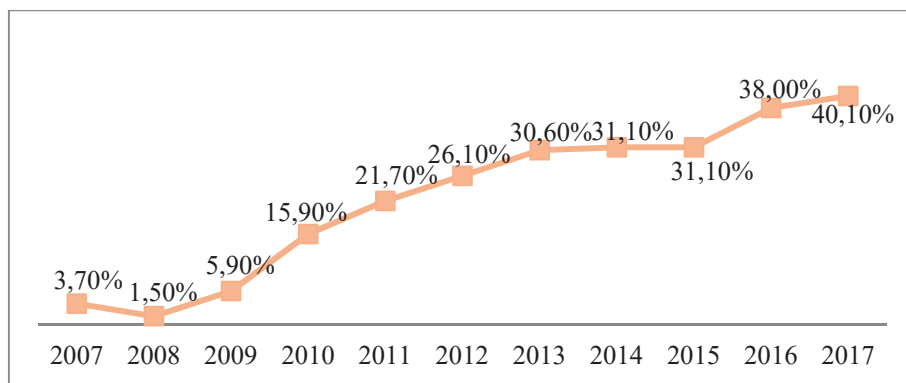
-  (NIIS) - NIS a.d. Novi Sad;
-  (AERO) - Aeorodrom Nikola Tesla a.d. Beograd;
-  (ENHL) - Energoprojekt holding a.d. Beograd; i
-  (SJPT) - Sojaprotein a.d. Bečej.

Početkom 2018. godine na *Standard Listing-u* nalaze se akcije tri kompanije, a to su:

-  (JESV) - Jedinstvo a.d. , Sevojno;
-  (KMBN) - Komercijalna banka a.d. , Beograd; i
-  (MTLC) - Metalac a.d. , Gornji Milanovac.

Uloga i značaj ovog segmenta tržišta biće sagledana kroz udeo tržišne kapitalizacije listiranih akcija u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji akcija, kroz učešće prometa listiranim akcijama u ukupnom prometu akcijama i kroz racio prometa za listirane akcije.

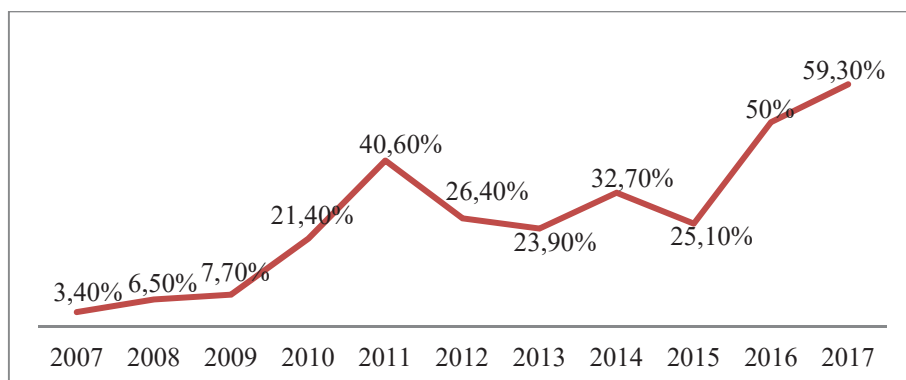
Prikaz učešća tržišne kapitalizacije listiranih akcija u ukupnoj kapitalizaciji akcija na Beogradskoj berzi ukazuje na veličinu ovog segmenta (Slika 7)



Slika 7: Učešće kapitalizacije listiranih akcija u ukupnoj kapitalizaciji akcija. [proračun autora]

Može se zaključiti da se učešće akcija sa Prime Listing-a i Standard Listing-a u ukupnom tržištu akcija Beogradske berze u posmatranom periodu neprestano povećava. Imajući u vidu da na kraju 2017. godine ovo učešće premašuje 40% zaključuje se da se radi o veoma velikom i važnom segmentu tržišta. Takođe, važno je napomenuti da polovinu tržišne kapitalizacije akcija na listinga Beogradske berze čine akcije kompanije NIS a.d. Novi Sad što je približno oko 20% ukupne tržišne kapitalizacije akcija na Beogradskoj berzi.

Udeo prometa listiranim akcijama u ukupno ostvarenom prometu akcijama (Slika 8) i rasio likvidnosti ovih akcija (Tabela 3) mogu poslužiti za sagledavanje njihove likvidnosti.



Slika 8: Učešće prometa listiranim akcijama u ukupnom prometu akcijama. [proračun autora]

Uočava se da je učešće listiranih akcija u ukupnom prometu akcijama vremenom sve veće. U 2017. godini iznosi blizu 60%. Dakle, tendencija je da se sva trgovina akcijama na Beogradskoj berzi vremenom u sve većoj meri svodi na akcije sa listinga.

Likvidnost najkvalitetnijeg segmenta tržišta Beogradske berze, listinga, sagledana je i kroz rasio prometa.

God.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
%	10,5	3,8	6,2	3,2	6,7	3,2	3,4	2,3	2,2	1,4	2,2

Tabela 3: Rasio prometa kompanija listiranih na Beogradskoj berzi. [proračun autora]

Imajući u vidu veliku tržišnu kapitalizaciju ovih kompanija promet koji se ostvaruje u trgovanju njihovim akcijama ipak nije na zadovoljavajućem nivou. Kada se sprovede detaljnija analiza dolazi se do zaključka da i najkvalitetniji segment tržišta Beogradske berze ima ozbiljne probleme u pogledu likvidnosti akcija. Tržište kapitala u Srbiji je još uvek nedovoljno razvijeno prvenstveno zbog malih obima, prometa i vrsta hartija od vrednosti kojima se trguje na tržištu [2]

ZAKLJUČAK

Značajnija trgovina akcijama na Beogradskoj berzi počela je tek 2001. godine kada je na snagu stupio Zakon o privatizaciji, a krajem iste godine osnovan i Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti a.d. Beograd. Metod kontinuiranog trgovanja, koji se koristi u trgovanju likvidnijim hartijama od vrednosti, uveden je marta 2003. godine. Svoje osnovne berzanske indekse, Beexline i Beex15, Beogradska berza objavljuje od 2004. odnosno 2005. godine. U periodu 2006-2015. godina berza je predstavljala uglavnom tržište akcija koje je činilo preko 80% ukupnog godišnjeg prometa (2013. godine čak 95%). Međutim, kao posledica emisija državnih obveznica i pada prometa akcijama poslednjih godina u značajnoj meri se izmenila struktura prometa. Preko 85% ukupnog prometa ostvarenog tokom 2016. i 2017. godine čine državne obveznice. Takođe, promet akcijama se sve više svodi na akcije sa listinga koje su tokom 2017. godine činile čak 40% ukupnog prometa akcijama. Prve akcije na listingu Beogradske berze pojavile su se tek 2007. godine. Ovo može ukazati da nisu svi uzroci trenutne krize na Beogradskoj berzi globalnog karaktera. Kratko iskustvo u berzanskom poslovanju, mladi domaći investicioni fondovi (2007. osnovan prvi), nedovoljno edukovani sitni investitori i slaba korporativna kultura kompanija samo su neki od razloga koji su doprineli da otpornost berze na nastalu krizu bude slabija. Takođe, ne treba zaboraviti da Srbija ima bankocentričan finansijski sistem i može se reći da je karakteriše nedovoljna zainteresovanost kreatora politike za oblast berzanskog poslovanja. Ni do početka 2018. godine na tržištu kapitala u Srbiji nije bilo inicijalnih javnih ponuda akcija.

Stevan Luković

Rođen 01.03.1984. godine u Kragujevcu. Školske 2003/2004. godine upisao osnovne studije Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Kragujevcu – smer Opšta ekonomija i isti završio 2008. godine.



Doktorske studije Ekonomskog fakulteta u Kragujevcu upisao školske 2008/2009. godine, na modulu Makroekonomija, gde je položio sve programom predviđene ispite. Trenutno u procesu izrade doktorske disertacije pod naslovom „Investiciona aktivnost penzijskih fondova sa definisanim naknadama i definisanim doprinosima“.

Od 2008. godine zaposlen na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Kragujevcu na radnom mestu saradnika u nastavi za užu naučnu oblast Finansije, finansijske institucije i osiguranje.

Od 2010. godine u zvanju asistenta na nastavnom predmetu Javne finansije. Počev od 2014. godine izvodi vežbe i na nastavnom predmetu Finansijska tržišta i finansijski instrumenti, na osnovnim akademskim studijama Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Kragujevcu. Počev od 2017. godine vežbe izvodi na nastavnom predmetu Finansijska tržišta na osnovnim akademskim studijama Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Kragujevcu u svojstvu saradnika u nastavi. Objavio više naučnih radova u naučnim časopisima međunarodnog i nacionalnog značaja, i imao veći broj izlaganja na naučnim konferencijama nacionalnog značaja.

Uža oblast naučnog interesovanja: penzijsko osiguranje, penzijski fondovi, finansijska tržišta.

Govori i služi se engleskim jezikom, uz poznavanje francuskog jezika. Posедуje aktivno znanje rada na računaru (Microsoft Office aplikacije i Internet komunikacije).

LITERATURA

- [1] Cecchetti, S. G., Schoenholtz, K. L. (2011) *Money, banking, and financial markets*, McGraw-Hill Education, New York, 3rd Edition;
- [2] Kršikapa-Rašajski J., Rankov Siniša G. (2016) Testiranje slabe forme efikasnosti na tržištu kapitala u Srbiji, *Megatrend revija*, vol. 13, br. 1, str. 265-278;
- [3] Marinković, S., Stojković, D., Radović O. (2013) Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Belgrade Stock Exchange in Serbia, *Actual Problems of Economics*, National Academy of Management, Kijev, Ukraina, No.5;
- [4] Marjanović M. (2004) *Proces privatizacije i tržište kapitala u Mađarskoj, Poljskoj, Češkoj i Sloveniji*, Beogradska berza, Beograd;
- [5] Mićović M. (2006) Berzanski poslovi i hartije od vrednosti, Pravni fakultet, Kragujevac;
- [6] Rakočević R. (2016) Uticaj stranih investitora na srpsko tržište akcija, *Bankarstvo*, vol. 45, br. 3, str. 14-35;
- [7] Ritter L., S., Silber W., L., & Udell G., F. (2004) *Principles of money, banking and financial markets*, Boston: Pearson Education;
- [8] Rose S. P., Marquis H. M. (2011) *Financial Institutions and Markets*, Eleventh Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, prevedeno izdanje Udruženja banaka Srbije, 2012. godina;
- [9] Stojković D., Marinković S., Size and liquidity of stock markets in former Yugoslavia's successor states, *Contemporary Issues in Economics, Business and Management*, Internacional Scientific Conference, Faculty of Economics - University of Kragujevac, Kragujevac, 2013;
- [10] *Закон о праву на бесплатне акције и новчану надокнаду коју грађани остварују у поступку приватизације*, Службени гласник РС, бр. 123/2007 и 30/2010;
- [11] *Закон о приватизацији*, Службени гласник РС, бр. 38/2001, 18/2003 и 45/2005;
- [12] *Закон о тржишту капитала*, Службени гласник РС, бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016;
- [13] http://www.belex.rs/proizvodi_i_usluge/godisnji_izvestaji
- [14] <https://data.worldbank.org/indicator>
- [15] <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/market-highlights>