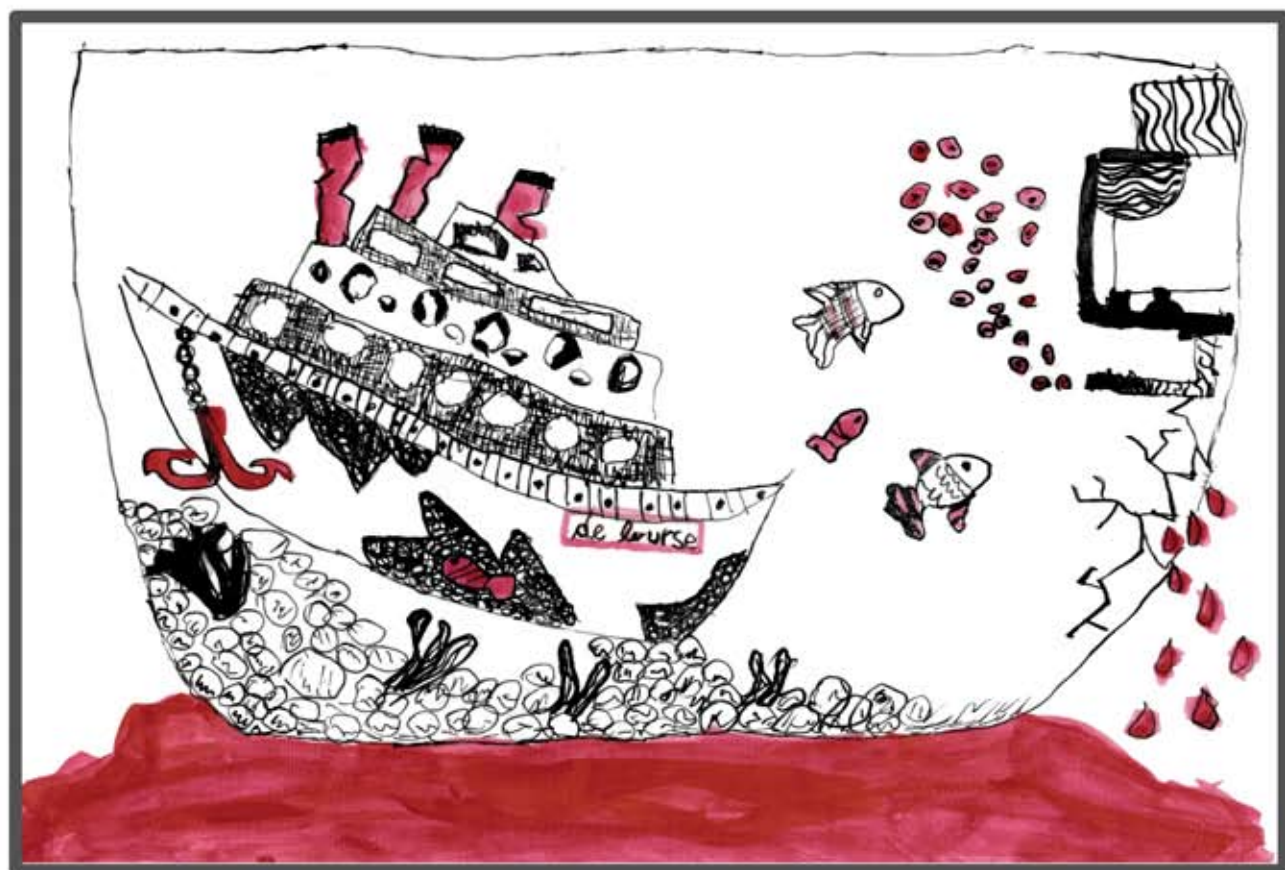
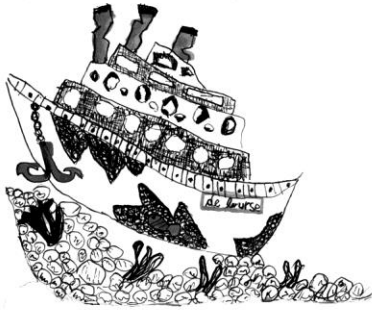


Јелена З.
Миновић

КОНТИНУУМ НЕЛИКВИДНОСТИ





Јелена З. Миновић

КОНТИНУУМ НЕЛИКВИДНОСТИ

Београд, 2017.



Издавач:

Институт економских наука

Змај Јовина 12, Београд

Тел. (011) 2622-357, 2623-055

Факс: (011) 2181-471

www.ien.bg.ac.rs

office@ien.bg.ac.rs

За издавача:

Јован Зубовић, директор

Рецензенти:

Бошко Живковић, Економски факултет, Универзитет у Београду

Наташа Крејић, Природно-математички факултет, Универзитет у НС

Бранко Васиљевић, Факултет политичких наука, Универзитет у Београду

Божо Драшковић, Институт економских наука

Илустрација на корицама:

Ленка Миновић, полазник Атељеа за ликовну уметност Дечјег културног центра Београд

Лектор и коректор:

Александра Антић

Компјутерска обрада:

Зорица Божић

Штампа: ДонатГраф, Београд

Тираж: 500 примерака

ISBN: 978-86-89465-30-3

© Институт економских наука 2017. Сва права задржана. Без писмене сагласности издавача није дозвољен ниједан облик репродукције, копирања или преношења како целине, тако и посебних делова ове публикације.

У знак сећања на мога оца Зорана Беатовића

Садржај

ПРЕДГОВОР	11
ЗАХВАЛНИЦА	17
1. ПОГЛАВЉЕ: ИСТОРИЈСКИ ПРЕГЛЕД РАЗВОЈА БЕРЗИ НА БАЛКАНУ	19
1.1. Београдска берза од постанка до Првог светског рата	20
1.2. Београдска берза у периоду између два светска рата	23
1.3. Утицај страног капитала на привреду и берзу у Краљевини Југославији	27
1.4. Прилике за пословање на југословенским берзама пре Велике депресије	28
1.5. Пословање на Загребачкој берзи двадесетих година XX века	32
1.6. Велика депресија и прилике на домаћим берзама	34
1.7. Начин пословања на југословенским берзама тридесетих година XX века	36
1.8. Шпекулације и ратна штета	38
1.9. Прилике на југословенским берзама од Другог светског рата до краја XX века	44
1.10. Приватизационо тржиште: Београдска берза у првим деценијама XXI века	46
2. ПОГЛАВЉЕ: ТЕОРИЈСКА ПОСТАВКА КОНЦЕПТА НЕЛИКВИДНОСТИ НА НЕРАЗВИЈЕНИМ ТРЖИШТИМА	55
2.1. Појам и дефиниција ликвидности тржишта капитала	55
2.2. Креатори тржишта и ликвидност	57
2.3. Врсте ликвидности (егзогена и ендогена)	61
2.4. Димензије тржишне ликвидности	64
2.5. Одлике граничних и новонасталих тржишта капитала	66
2.6. Неразвијена тржишта наспрам развијених: сличности и разлике	68

- 2.7. Истраживања новонасталих тржишта 71
- 2.8. Појам несинхроног трговања и његове одлике..... 73

**3. ПОГЛАВЉЕ: МЕРЕЊЕ НЕЛИКВИДНОСТИ – ТЕОРИЈСКА
ПОСТАВКА 77**

- 3.1. Мере повезане са величином фирме 78
- 3.2. Мере засноване на обиму трговања..... 79
- 3.3. Мере засноване на времену између трговања 89
- 3.4. Мере засноване на распонима..... 91
- 3.5. Мере засноване на ценовном утицају 103
- 3.6. Мере засноване на информацијама..... 109
- 3.7. Мере нагиба квоте 114
- 3.8. Мере ликвидности за развијена и неразвијена тржишта..... 116
- 3.9. Предности и мане мерења ликвидности на неразвијеним тржиштима 118

**4. ПОГЛАВЉЕ: МЕТОДОЛОШКИ ОКВИР – ОЧЕКИВАНИ
ПРИНОСИ И НЕЛИКВИДНОСТ 129**

- 4.1. О подацима: проблеми и ограничења..... 129
- 4.2. Неликвидност и очекивани приноси 136
- 4.3. Методологија израчунавања приноса 138
- 4.4. Очекивани приноси и ризик у земљама Балкана 140
- 4.5. Методологија израчунавања неликвидности 142
- 4.6. Теоријска поставка векторских ауторегресивних модела 143
- 4.7. Различите примене VAR модела у литератури..... 146
- 4.8. Корелациона анализа: Pearson-ов коефицијент 149
- 4.9. Тестирање узрочности: Granger-ова каузалност 151

**5. ПОГЛАВЉЕ: ЕМПИРИЈСКИ РЕЗУЛТАТИ – УЗРОЧНА
РЕЛАЦИЈА НЕЛИКВИДНОСТИ И ОЧЕКИВАНИХ ПРИНОСА
НА БАЛКАНУ 155**

- 5.1. Ниво неликвидности у земљама Балкана 155
- 5.2. Перзистенција неликвидности..... 159

5.3.	Емпиријски резултати утицаја неликвидности на очекиване приносе: случај Балкана	163
5.4.	Емпиријски резултати VAR модела: преливање неликвидности дуж Балкана	167
5.5.	Стране портфолио инвестиције у Србију	170
5.6.	Утицај инвеститора на тржишну ликвидност у Србији	176
5.7.	Политичка стабилност Србије и стране инвестиције	180
6. ПОГЛАВЉЕ: ЗАКЉУЧАНА РАЗМАТРАЊА И ПРЕПОРУКЕ		187
6.1.	Резиме: о узроцима континуалне неликвидности	187
6.2.	Закључци из емпиријских резултата	190
6.3.	Савети директора балканских берзи	194
6.4.	Савети из прошлости за „садашњост”	197
БИБЛИОГРАФИЈА		201
ДОДАТАК Д1: Програм за израчунавање тржишне неликвидности		217
ДОДАТАК Д2: Листа ознака		231
ДОДАТАК Д3: Листа скраћеница		237
БЕЛЕШКА О АУТОРУ		241

Листа табела

Табела 5.1.	Измерени нивои неликвидности за балканске земље.....	155
Табела 5.2.	Ниво неликвидности за балканске земље у појединачним годинама посматраног периода (2005–2012).	160
Табела 5.3.	Мерење утицаја неликвидности на очекиване приносе у балканским земљама (период 2005–2012).	165
Табела 5.4.	Прва мера корелације између промена у вредности следећих променљивих: промету акција, укупним страним портфолио инвестицијама, берзанским индексима и БДП, за период 2005–2016....	177

Табела 5.5. Тест Granger-ове узрочности између промета акција/укупних портфолио инвестиција и економског раста.....	178
Табела 5.6. Прва мера корелације између различитих променљивих у периоду 2005–2016.....	181
Табела 5.7. Тест Granger-ове узрочности између политичке стабилности/контроле корупције и економског раста	182

Листа графикана и слика

Графикон 1.1. Укупан промет (у милионима динара) пословања Београдске берзе у периоду 1895–1913.	22
Графикон 1.2. Укупан промет (у милионима динара) пословања Београдске берзе у периоду 1919–1939.	24
Графикон 1.3. Послератни зајмови (у %) у Краљевини Југославији, у периоду 1925–1930.....	30
Графикон 1.4. Кретање курса државних хартија од вредности у Краљевини Југославији (1925–1930), представљеног у проценту од номиналне вредности.	31
Графикон 1.5. Промет у акцијама новчаних завода и индустријских предузећа на Загребачкој берзи у милионима динара.....	33
Графикон 1.6. Промет у државним папирима на Загребачкој берзи у милионима динара.....	34
Графикон 1.7. Просечни курсеви обвезница ратне штете у периоду 1923–1939.	39
Графикон 1.8. Стопа раста националног дохотка (%) у Југославији за период 1923–1939.....	41
Графикон 1.9. Промет на Београдској берзи у милијардама динара за период 1996–2000.....	45
Графикон 1.10. Промет на Београдској берзи у милијардама динара за период 2001–2016.....	47
Графикон 1.11. Процентуална промена вредности BELEX15 индекса у периоду 2006–2016.....	49

Графикон 1.12. Стопа привредног раста у Србији за период 2005–2016.	51
Графикон 2.1. Егзогена и ендогена ликвидност	62
Графикон 2.2. Димензије тржишне ликвидности	65
Графикон 3.1. Дијаграм процеса трговања	110
Графикон 4.1. Однос очекиваног приноса и ризика (на годишњем нивоу) на балканским тржиштима у периоду јун 2005–октобар 2012..	141
Графикон 5.1. Просечна тржишна неликвидност балканских земаља у периоду јун 2005–октобар 2012.....	156
Графикон 5.2. Неликвидност српског тржишта мерена ZR мером у поређењу са максималном вредношћу ZR мере, у периоду 2005–2009.	157
Графикон 5.3. Ниво неликвидности у појединим годинама на целом Балкану.	161
Графикон 5.4. Ниво неликвидности у појединим годинама у балканским земљама које нису биле у саставу бивше Југославије.....	161
Графикон 5.5. Ниво неликвидности у појединим годинама у земљама бивше Југославије.....	162
Слика 5.1. Преливање неликвидности дуж Балкана	168
Графикон 5.6. Укупна вредност страних портфолио инвестиција, на годишњем нивоу, у Србију у периоду 2005–2015.	171
Графикон 5.7. Највеће вредности портфолио инвестиција из страних земаља у Србију, на годишњем нивоу, у периоду 2001–2015.....	173
Графикон 5.8. Вредности портфолио инвестиција (до 2%) из страних земаља у Србију у периоду 2001–2015.	174
Графикон 5.9. Најмање вредности портфолио инвестиција (до 0,1%) из страних земаља у Србију у периоду 2001–2015.	175
Слика Д1. Форма за израчунавање ZR мере.....	218
Слика Д2. Форма за израчунавање PP мере.....	229

ПРЕДГОВОР

Насловом монографије „Континуум неликвидности” жели се истаћи главни проблем српског тржишта капитала, од оснивања берзе па све до данас. Наиме, неликвидност је недостатак понуде и тражње на тржишту, у исто време. Ликвидна тржишта су она где постоје брзи и ревносни купци и продавци у свако време, те ликвидност представља лакоћу трговања неком хартијом од вредности. На граничним тржиштима не само да постоји ниска ликвидност хартија од вредности већ је ликвидност, уколико постоји, дисконтинуална. Неликвидност се, пре свега, огледа у ниском обиму промета трговања неком хартијом и неправилном учесталости периода трговања. Реч континуум (на латинском *continuum*) означава у физици непрекидну величину. Анализирањем и изучавањем архивске грађе и историјских прилика од постанка берзе у Београду, па све до аналитичког мерења нивоа неликвидности свих балканских тржишта у новије време, идеја за назив монографије се сама наметнула на основу добијених резултата. Наиме, како је аутор монографије по основној вокацији дипломирани физичар, било је природно да при раду са променљивима прво изврши њихову класификацију на континуалне и дискретне величине. За разлику од физике, у економији би требало да већина променљивих има дискретан карактер. Међутим, резултати ове монографије показују да је примећен континуитет у понашању тржишних учесника, начину њиховог пословања на тржишту, што се све одражава на неликвидност тржишта као на недостатак „крвотока” целог „организма”, у овом случају тржишта као система. Дакле, у дугом року, опажена је перзистенција неликвидности, па отуда и ауторово сврставање неликвидности у непрекидне величине, односно у континуум. Илустрација на корицама је инспирисана књигом Љубомира Симовића¹ (2013) „Титаник” у акваријуму, затим мишљу да је *ликвидност крвоток финансијских тржишта*, коју је изрекао Fernandez (1999), и цртежом под насловом „*Dreams about the Sea*” који је насликао Ergibaev Kantai.² Наслов монографије, илустрација на корицама и добијени емпиријски резултати су у сагласју са доживљајем српског друштва и економије, али и света у

¹ Симовић, Љ. (2013), „Титаник” у акваријуму. Матица српска, Нови Сад: 203.

² Цртеж (ID: 1700071) са дечјег такмичења у Јапану одржаног 2013. године, тј. *The 17th Kanagawa Biennial World Children's Art Exhibition*, у секцији: *Collection of Works from Around the World*. Налази се на страни: <https://www.earthplaza.jp/biennial/English/reference-times/times-selectsub.php?data=17>, којој је приступљено јануара 2017. године.

целини. Наиме, аутор сматра да цео свет има фракталну структуру,³ па тиме и друштвено-финансијски систем у Србији пати од понављајуће односно непрекидне неликвидности.

Научни допринос монографије се огледа у свеобухватном теоријском и емпиријском прилазу области неликвидности. Основни методолошки допринос монографије јесте нумеричко израчунавање мера неликвидности помоћу написаног програма. Дакле, развијено је методолошко решење за мерење неликвидности граничних и новонасталих балканских тржишта, на дневном и месечном нивоу.

Монографија се састоји од шест поглавља, листе релевантне литературе и три додатка – написани програм за израчунавање тржишне неликвидности, листа скраћеница и листа ознака. Поглавља монографије су:

- Историјски преглед развоја берзи на Балкану,
- Теоријска поставка концепта неликвидности на неразвијеним тржиштима,
- Мерење неликвидности – теоријска поставка,
- Методолошки оквир – очекивани приноси и неликвидност,
- Емпиријски резултати – узрочна релација неликвидности и очекиваних приноса на Балкану,
- Закључана разматрања и препоруке.

У оквиру сваког поглавља су на систематичан начин обрађени поједини карактеристични проблеми и питања везана за сваку тему. Прво поглавље приказује историјски развој и прилике на балканским берзама. Поред сталних проблема са којима се суочавају мала гранична тржишта – недостатак транспарентности извештаја, недостатак државне регулације, кратка историја трговања, појава несинхроног трговања и невидљивих ризика, мала капитализација, мали број ликвидних акција, слаба учестаност трансакција, изражена информативна асиметрија и непоузданост информација, велика ризичност акција и честа појава екстремних приноса – анализом је опажен још један битан узрок неликвидности – неетично понашање појединих тржишних учесника. Наиме, испоставља се, кроз историјско гледиште и развој берзе, да је на повећање неликвидности српског тржишта значајно утицало неетично

³ Примера ради, песма *Наши дани* Владислава Петковића Диса из 1910. године чини се веома актуелном и сведочи о фракталној структури српског друштва, која је непроменљива у времену.

понашање појединаца на берзи: 30-их година XX века шпекулацијама са, у то време водећом хартијом од вредности, обвезницама ратне штете, а крајем XX, нарочито прве деценије XXI века, сумњивим (шпекулантским) приватизацијама. Због таквог немарног односа појединих „моћника” према народно-државној имовини, берза губи смисао постојања и неликвидност тржишта се продубљује. Стога су у другом поглављу описане карактеристике граничних и новонасталих тржишта. Представљен је општи појам неликвидности, као и појам неликвидности граничних и новонасталих тржишта. Презентоване су особине и извори неликвидности. Треће поглавље је посвећено мерењу ликвидности и различитим особинама ликвидности. Свака од мера ликвидности, које рефлектују различите аспекте ликвидности, детаљно је анализирана и наведене су предности и недостаци за коришћење сваке од описаних мера. У оквиру овог поглавља извршено је разврставање мера погодних за развијена одн. неразвијена тржишта. У четвртном поглављу је представљена коришћена методологија за израчунавање приноса, неликвидности, преливање неликвидности и утицај неликвидности на очекиване приносе. Представљена је и корелациона анализа, којом се испитује значај постојања везе између следећих фактора: страних портфолио инвестиција у Србију, привредног раста (раст БДП), политичке нестабилности, корупције и промета акција на берзи (неликвидности). Урађено је и тестирање узрочности између поменутих променљивих и добијено је да већи промет акција на берзи (боља ликвидност) узрокује економски раст Србије. Додатно, у овом поглављу су описани коришћени подаци, као и проблеми и ограничења која се јављају приликом тестирања модела на неразвијеним балканским тржиштима. У петом поглављу је представљена измерена неликвидност свих балканских тржишта. Резултати су показали да је ниво ликвидности српског тржишта капитала веома низак, тако да је неликвидност стална (перзистентна). Штавише, српско тржиште спада у групу најнеликвиднијих балканских тржишта. Управо је низак ниво ликвидности један од кључних проблема са којим се суочавају сва мала гранична тржишта Балкана. Показано је да политичка нестабилност и повишена корупција утичу на смањење прилива страних инвестиција у Србију, што доводи до повећања неликвидности тржишта. Шесто поглавље садржи закључна разматрања и препоруке. У њему су сумирани закључци из добијених теоријско-емпиријских резултата, а обједињени су и савети садашњих директора балканских берзи са саветима из прошлости, који су примењиви и данас.

Монографија, дакле, почиње и завршава се економском историјом. Најпре зато што је из историје могуће извући битне поуке и „лекове“, те их применити и данас ради оживљавања тржишта капитала, а самим тим и привреде сваке појединачне балканске земље. Циљ би био достизање идеала да српско тржиште буде економски независно, што је била идеја водиља умних економиста кроз историју: Вујић⁴ (1886), Белин⁵ (1930) и Зебић⁶ (1937). Наравно, тај идеал би било могуће достићи уколико би држава увела тржишну регулацију и уколико би стимулисала домаћу штедњу и инвестиције тако што би домаће компаније свој развој могле да финансирају иницијалним понудама на берзи, уместо да се задужују кредитима. У дневном листу *Политика* из јануара 1930. године стоји: „Каже се да су берзе концентрациона тачка привредне делатности једне нације и да се по развоју промета и прилика на берзама добија добар преглед економских прилика појединих држава. Додуше то не вреди у пуној мери за сваку државу, али у сваком случају берзански живот даје добар преглед и динамику привредног живота поједине државе” (А), 38-581-751). Зебић (1937) истиче да је „берза барометар привредног, друштвеног и политичког живота земље”, и да је стога Србији потребно регулисано и развијено тржиште капитала (јака берза), да би достигла више стопе економског раста. Чини се да је потребно имати стално на уму следеће речи: „[...] моћ државе почива на благостању народа, а благостање народа извире из добро уређене трговине и лепо развијене народне привреде” (Штимац, 1998). С обзиром на претходно речено, види се да је разматрање, израчунавање и анализа ликвидности тржишта капитала од круцијалног значаја не само за берзу већ и за целокупну привреду земље. Отуда је и тема ове монографије од изузетног значаја за научну и стручну јавност Србије, али и целог балканског региона.

Монографија је настала као резултат истраживања на макропројектима које финансира Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије, а чији је носилац Институт економских наука: *Изазови*

⁴ О Михаилу Вујићу и његовом раду могуће је видети у Матић (2008). Михаило Вујић је био министар финансија у Влади у периоду: 1887–1897. године. За десет година, пет различитих мандатара је бирало Михаила Вујића за министра финансија, а идеје водиље су му биле да Србија буде финансијски стабилна и економски независна (Матић, 2008). Чињеница да је за десет година, пред крај XIX века, пет пута састављана Влада доказ је континуиране политичке нестабилности у Србији.

⁵ Иво Белин је био секретар Загребачке берзе.

⁶ Милорад Зебић је био главни секретар Београдске берзе и међународно признат стручњак за берзанско пословање (Штимац, 1998).

и перспективе структурних промена у Србији: стратешки правци економског развоја и усклађивања са захтевима ЕУ (шифра: 179015) и Европске интеграције и друштвено – економске промене привреде Србије на путу ка ЕУ (шифра: 47009). Монографија задовољава обим и начин цитирања предвиђен правилником о научноистраживачкој делатности. Додатно, монографија је подвргнута контроли оригиналности (помоћу програма *iThenticate*) и прошла је тест на плагијат.⁷

Ауторка се нада да ће представљена монографија подстаћи снажан интерес у научној јавности за даља истраживања ове изузетно значајне и увек актуелне теме. Жеља аутора је да ова монографија има континуирану вредност, односно да буде на корист будућим генерацијама, како би оне могле да се упознају са феноменолошким особинама и начинима функционисања берзи на Балкану. Делови монографије могу да се користе и самостално за област мерења ликвидности финансијских тржишта. Додатно, садржај може да буде од користи и студентима докторских студија на економским факултетима из области економетрије финансијских тржишта.

У Београду,

маја 2017. године

Ауторка



⁷ Посебне напомене

- Формуле, табеле, слике су означени са два броја. Први број означава редни број главе, а други редни број формуле или табеле или слике.
- Вектори и матрице су означени масним словима (болд).
- Имена страних аутора су наведена у енглеској транскрипцији, имена аутора из Хрватске су латинична, а имена аутора из Србије су ћирилична.
- Скраћенице и ознаке у монографији су формиране од првих слова датог појма у енглеској транскрипцији.
- У списку литературе аутори су поређани по абецедном реду по презименима аутора.
- Литература из области у којој је рађена монографија веома је екстензивна, те није било могуће све ауторе и сву доступну литературу цитирати.
- За све евентуалне грешке и пропусте у монографији одговорна је ауторка.

ЗАХВАЛНИЦА

Велико ми је задовољство да се захвалим рецензентима ове монографије, професорима Бошку Живковићу, Наташи Крејић, Божи Драшковићу и Бранку Васиљевићу, чије су драгоцене сугестије, идеје и коментари значајно допринели повећању њеног квалитета. Посебно се захваљујем професору Бошку Живковићу на охрабривању, моралној подршци и увек инспиративним разговорима пуним идеја, као и на пажљивом читању текста током процеса писања. Специјалну захвалност дугујем и професору Божи Драшковићу на пријатељским, добронамерним саветима, конструктивним разговорима и очинској топлини док сам га опседала различитим питањима. Захваљујем се и колегиници Весни Алексић, вишем научном сараднику Института економских наука, на свим сугестијама, помоћи и неопходним упутствима за разумевање научне области економске историје, којој је посвећен први део монографије. Посебну захвалност дугујем кћерки Ленки Миновић, која је нацртала илустрацију на корицама и, на моје захтеве, цртала више цртежа у различитим сликарским техникама. Захваљујем се супругу Мирославу Миновићу, чија ми је експертиза у програмирању била драгоцене за писање програма за мерење тржишне неликвидности. Такође, захвалност дугујем и господину Милку Штимцу, консултанту за финансијска тржишта, због давања на коришћење разних историјских берзанских података. Задовољство ми је да се захвалим пријатељици Александри Антић, професору Филолошке гимназије у Београду, која је радила лектуру и коректуру, помогавши ми да монографија буде написана у духу српског језика. Захвална сам и госпођи Сузани Срдновић, библиотекару Архива Југославије, која ми је помогла приликом прикупљања стручне литературе и архивске грађе. Посебно се захваљујем пријатељици Зорици Божић из Института економских наука за компјутерско-техничку обраду текста монографије. Иако ме је месецима заокупљало писање ове монографије, оно ми је поред стваралачких мука донело и необично много радости и уживања у новим сазнањима. Захвалност дугујем целој својој породици, супругу Мирославу, кћеркама Ленки и Јулији, мајци Љиљани, јер без њихове подршке, љубави, топлине и помоћи не бих могла завршити темељно истраживање које је представљено у овој монографији.

CIP - Каталогизација у публикацији -
Народна библиотека Србије, Београд

336.76

МИНОВИЋ, Јелена З., 1977-
Континуум неликвидности / Јелена З. Миновић. - Београд : Институт
економских наука, 2017 (Београд : Донат граф). - граф. прикази, табеле. -
241 стр. ; 24 см

Тираж 500. - Белешка о аутору: стр. 241. - Напомене и библиографске
референце уз текст. - Библиографија: стр. 201-216.

ISBN 978-86-89465-30-3

а) Капитал - Тржиште - Ликвидност
COBISS.SR-ID 234971404

„Монографија др Јелене Миновић јесте прво и успешно целовито истраживање проблема ликвидности тзв. граничних тржишта капитала на Балкану, на српском и сродним јужнословенским језицима. [...] Посебно важним сматрам налаз о перзистентној неликвидности граничних тржишта. Консеквенце налаза о перзистентној неликвидности су нов и добро потврђен оригиналан налаз аутора, који може бити снажна мотивација за даља истраживања. Резултати ове монографије могу значајно утицати на развој истраживања овог проблема у националним размерама.“

др Бошко Живковић
редовни професор Економског факултета Универзитета у Београду

„У представљеној монографији [...] констатована је и документована стално присутна слаба ликвидност на граничним тржиштима, од њиховог настанка до данас. Квантитативне мере неликвидности коришћене у монографији су конзистентне и добро дефинисане, а добијени резултати указују на перманентну присутност проблема слабе ликвидности на граничним тржиштима на Балкану. Изведени закључци су оригинални и значајни јер указују на последице ученог проблема у смислу отежаног функционисања посматраних финансијских тржишта.“

др Наташа Крејић
редовни професор Природно-математичког факултета Универзитета у Новом Саду

„Монографија Континуум неликвидности пружа нове аспекте везане за питања и проблеме функционисања берзе у Србији након њеног обнављања деведесетих година прошлог века. [...] Монографија садржи и посебну историјску синтезу искуства из прошлости који могу бити од велике користи у садашњости, нарочито у развијању институционалних решења и регулативе за смањивање простора шпекулативним операцијама, које на дуг рок дестабилизују и умањују поверење у берзу као једног од значајних чинилаца који обезбеђују ефикаснију алокацију финансијских ресурса.“

др Бранко Васиљевић
редовни професор Факултета политичких наука Универзитета у Београду

„[...] На дискретан начин ауторка у монографији развејава илузије у вези са улогом берзе које су у научним круговима оптимистички доминирале почетком овог века, а које су игнорисале потенцијални проблем неликвидности берзи у бившим југословенским земљама. [...] Монографија има суштински допринос науци, а то је, поред синтезе историјских са савременим токовима неликвидности берзи на маргиналним тржиштима, да се бави разјашњењима модела и метода неликвидности берзи на неразвијеним тржиштима. Додатно, вредан допринос представља и опис модела и приложени програм за прорачун неликвидности.“

др Божо Драшковић
редовни професор, Институт економских наука у Београду

