РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА
УНИВЕРЗИТЕТ "Св. КИРИЛ И МЕТОДИЈ"-СКОПЈЕ
ЕКОНОМСКИ ИНСТИТУТ - СКОПЈЕ

МОЖНОСТИ И ПЕРСПЕКТИВИ ЗА РАЗВОЈ НА МАКЕДОНСКАТА БЕРЗА НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ ВО УСЛОВИ НА КРИЗА ОД ГЛОБАЛЕН И РЕГИОНАЛЕН КАРАКТЕР

OPPORTUNITIES AND PERPECTIVES FOR MACEDONIAN STOCK EXCANGE DEVELOPMENT IN TERMS OF GLOBAL AND REGIONAL CRISIS

Скопје 2017

Раководители:

- д-р Диана Бошковска
- д-р Весна Георгиева Свртинов

Соработници:

- д-р Билјана Ангелова
- д-р Снежана Костадиноска-Милошеска
- д-р Климентина Попоска
- д-р Неда Петроска-Ангеловска
- д-р Елизабета Џамбаска
- д-р Владимир Петковски
- д-р Елена Давитковска

Проектот е финансиран од страна на Економскиот институт-Скопје од средствата за финансирање на научно-истражувачки проекти за 2015/2016 година

РЕЗИМЕ

Во трудот предмет на истражување претставува Македонската берза за хартии од вредност. За таа цел во трудот се прави детална студија за состојбите и трендовите на Македонската берза за хартии од вредност, како и идентификување на причините за се уште недоволната развиеност на овој вид финансиски пазар кај нас. Имено, пазарот на капитал организиран преку Македонската берза за хартии од вредност иако функционира над 20 години, сеуште главен извор за обезбедување на долгорочни финансиски средства претставуваат банките, кои остваруваат учество околу 90 % во финансискиот систем во Република Македонија.

Со оглед на тоа дека економскиот раст претставува еден од најзначајните предуслови за развој на пазарот на капитал, во трудот преку соодветен економетриски модел се испитуваи влијанието на факторите кои го детерминираат пазарот на капитал во Република Македонија. Регресионата анализа се базира на проширување на основниот Калдерон-Росел (Calderon-Rossell) бихејвиористички структурен модел, во кој се вклучени неколку макроекономски фактори за кои теоретските и емпириските анализи потврдуваат силна детерминираност со пазарот на капитал. Пазарната капитализација на Македонската Берза изразена како % од БДП го изразува степенот на развој на пазарот на капитал во Република Македонија и е зависна променлива во регресионите модели. Независни променливи се стапката на економски раст, штедењето, каматната стапка на депозитите и стапката на инфлација. Посебен придонес на истражувањето претставува вклученоста на институционални индикатори во регресиониот модел и определувањето на нивното влијание и значење за развојот на Македонската Берза.

Од направените анализи се согледа дека по економскиот бум во 2007 година, прометот во сите пазарни сегменти оди во надолна линија, а истото се случува и со вредноста на берзанскиот индекс на акции, пазарната капитализација, ликвидноста на пазарот, како и приливот на странски капитал. Во поглед на цената на капиталот се забележува постоење на инверзен однос гледано во релација со ризикот на акциите, што е пред се условено од повисокото ниво на стапката на принос на безризичните хартии од вредност (благајничките записи) во споредба со просечната стапка на принос на пазарното портфолио (МБИ 10 индексот). Споредбената анализа на пасивните каматни стапки и дивидентниот принос на акциите на берзата, укажуваат на тоа дека намалувањето на пасивните каматни стапки на банките не го дадоа очекуваниот ефект, односно заживување на берзанскиот промет преку пренамена на депозитите во хартии од вредност на македонската берза.

Со цел да се стекне пореална слика за состојбите на македонскиот пазар на капитал во трудот е направена и компаративна анализа со движењата на пазарите на капитал во регионот, преку неколку показатели, како што се: учеството на пазарната капитализација во БДП, вредноста на безранските индекси и степенот на корелација меѓу индексот МБИ 10 и индексите на одредени берзи од регионот, со која се потврдуваат неповолните трендови на македонската берза. Исто така во трудот се

анализира берзата во Франкфурт и во САД, како и современите трендови на пазарот на капитал гледано во глобални рамки се со цел да се дадат поиздржани насоки и мерки за развој на македонската берза во услови на бројни ограничувачки фактори од екстерен и интерен карактер.

SUMMARY

In the paper the topic of research is the Macedonian Stock Exchange. For this purpose a detailed study of the situation and trends of the Macedonian Stock Exchange is conducted in the paper, as well as identifying the reasons for the insufficient development of this type of financial market in our economy. The capital market organized by the Macedonian Stock Exchange operates more than 20 years, but the main source of providing long-term financial are banks, participating with around 90% in the financial system in the country.

Given that economic growth is one of the most important prerequisites for the development of the capital market, the paper examines the impact of the factors that determine the capital market in the country using an appropriate econometric model. Regression analysis is based on expansion of basic Rosell-Calderon (Calderon-Rossell) behavioral structural model, which includes several macroeconomic factors whose strong determination with the capital market is confirmed by the theoretical and empirical analysis. The market capitalization of MSE expressed as % of GDP reflects the level of development of the capital market in the country and is dependent variable in the regression models. Independent variables are the rate of economic growth, savings, interest rate on deposits and the rate of inflation. Special contribution of the research is the inclusion of institutional indicators in the regression model and determining their impact and importance for the development of the Macedonian Stock Exchange.

The analysis shows that after the economic boom in 2007, trading in all market segments declines, and the same happens with the value of share market index, market capitalization, market liquidity, and the inflow of foreign capital. The price of capital notes an inverse relationship related to the risk of shares which is primarily caused by the higher level of the return on risk-free securities (treasury bills) compared with the average rate of return of market portfolio (MBI-10 index). The comparative analysis of deposit interest rates and dividend yield of the market suggests that the decrease in deposit interest rates of banks doesn't give the expected effect, i.e. the revival of the stock market through conversion of deposits to the securities on the Macedonian Stock Exchange.

In order to obtain a more realistic picture of the situation of the Macedonian capital market the paper includes the comparative analysis of the movements on the capital markets in the region, through several indicators such as: the share of market capitalization in GDP, the value of market indexes and the degree of correlation between the MBI-10 index and indexes of certain capital markets in the region, that confirms the unfavorable trend on the Macedonian stock exchange. Also the paper analyzes the Frankfurt stock exchange and stock exchange in the US, as well as current trends in the capital market seen globally in order to provide measures for the development of the Macedonian Stock Exchange in terms of number of limiting factors from external and internal character.

СОДРЖИНА

ВОВЕД 4

I. ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО ГЛОБАЛНИ УСЛОВИ 7

1. ТРЕНДОВИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО СВЕТСКИ РАМКИ 7
1.1.Состојбата на пазарот на капитал во глобални рамки 7
1.2. Влијание на глобалните макротрендови врз пазарот на капитал 8
2. АНАЛИЗА НА СЕЛЕКТИРАНИ БЕРЗИ И ВЛИЈАНИЕТО НА ЕВРОПСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА ВО УСЛОВИ НА КРИЗА 15
2.1. Влијанието на финансиската криза врз тргувањето на селектирани берзи во светот 16
2.1.1. Влијанието на финансиската криза врз тргувањето во САД 16
2.2.2.Влијанието на финансиската криза врз тргувањето на Франкфуртската берза 20
2.2. Мерките на Европската централна банка во услови на криза 22

II. МАКЕДОНСКИОТ ПАЗАР НА КАПИТАЛ 26

1. Состојби и трендови на македонскиот пазар на капитал 26
1.1 Значењето на финансискиот пазар и на пазарот на капитал како негов составен дел 26
1.2. Историски осврт на досегашниот развој на Македонската берза 33
1.3. Анализа на состојбите и трендовите на Македонската берза 37
1.3.1. Примарен пазар на хартии од вредност 38
1.3.2. Структура и движење на берзанскиот промет на Македонската берза 41
1.3.3. Учеството на одделни пазарни сегменти во вкупниот берзански промет 48
1.3.4. Ликвидноста на македонскиот пазар на капитал 51
1.3.5. Пазарната капитализација како показател за состојбата на македонскиот пазар на капитал 55
1.3.6. Анализа на македонските берзански индекси 58

1.4. Детерминанти на прометот на Македонската берза 63

1.4.1. Реалната економска активност, кредитирањето и домашните заштеди како детерминанти на берзанскиот промет 63

1.4.2. Дивиденден принос наспроти каматни стапки 67

1.4.2. Цената на капитал на македонскиот пазар на капитал 69

1.4.3. Влијанието на странските директни и портфолио--инвестициите на берзанскиот промет 74

1.5. Споредбена анализа на движењата на пазарите на капитал во регионот 79

2. Правна поставеност и карактеристики на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија 82

2.1. Правна рамка за хартиите од вредност во Република Македонија 82

2.2. Издавање, понуда и продажба на хартии од вредност 84

2.3. Депозитар за хартии од вредност, регистрирање на хартии од вредност, нетрговски преноси 86

2.4. Тргување со хартии од вредност – Берза 88

2.5. Комисија за хартии од вредност 91

2.6. Регулаторни предизвици 94

3. Примена на економетриски модел за анализа на влијанието на макроекономските и институционалните индикатори врз пазарот на капитал 104

3.1. Преглед на литература и теоретска основа за истражувањето 104

3.2. Детерминанти на развојот на пазарот на капитал (податоци, методологија и резултати од емпириската анализа) 108

Заклучни согледувања и препораки 120

Литература 128

Прилози 132

ВОВЕД

Од почетокот на 90-тите години, во Р. Македонија започна нова ера во севкупниот развој на земјата. Гледано од економски аспект, тоа меѓу другото подразбираше и потреба од функционирање на интегриран пазарен механизам, пазар концепиран во сите сегменти. Споредено со минатиот период, новиот период од развојот на економијата меѓу другото, вклучува и изградба и функционирање на пазарот на пари и капитал[1] врз пазарни принципи, што е и услов за негово ефикасно функционирање.

Развојот на ваков тип пазар на капитал којшто од 1995 година функционира преку организирана форма на пазар на капитал-берза за долгорочни хартии од вредност, создаде можност за функционирање на нов тип инвестиции во Р. Македонија, финансиските инвестиции.

Побрзиот економски развој на македонската економија, како основ за побрз интегративен процес во европската и светската заедница, ја истакнува и потребата од развој и функционирање на ваквиот тип инвестиции. Земајќи ја предвид зголемената свест не само кај деловните субјекти, туку и кај граѓаните за остварување заработувачка преку ваквиот тип инвестиции, паралелно се создава можноста за поголема мобилизација на домашното штедење и негово ставање во функција на реалниот сектор за реализација на ефикасни инвестициони проекти. Значењето на хартиите од вредност како финансиски инструмент уште повеќе се нагласува, доколку, се има предвид дека ваквиот тип на вложување претставува и начин за влез на странски капитал во националната економија.

Имајќи го предвид ваквото значење на Македонската берза за хартии од вредност како синоним за организираниот пазар на капитал во Република Македонија, во трудот се прави детална студија за состојбите и трендовите на Македонската берза за хартии од вредност, како и идентификување на причините за сè уште недоволната развиеност на овој вид финансиски пазар кај нас. Имено, пазарот на капитал организиран преку Македонската берза за хартии од вредност иако функционира околу 20 години, сè уште главен извор за обезбедување на долгорочни финансиски

[1] Пазарот на капитал во трудот се разгледува во потесна смисла, што подразбира дека предмет на истражување во трудот е само пазарот на долгорочни хартии од вредност.

средства претставуваат банките, кои остваруваат учество околу 90 % во финансискиот систем во Република Македонија. Оттука се отвораат бројни прашања и делеми за ваквата диспропорционалност на финансискиот систем, потоа недоволното користење на одредени финансиски инструменти на пазарот на капитал, но и самиот факт дека кај нас сè уште не се развиени одредени финансиски средства кои се вообичаена пракса кај другите економии, особено кај земјите од развиениот западен свет. Имено, намерата е да се дојде до релевантни заклучоци и препораки за подобрување на ефикасноста во функционирањето на пазарот на капитал во Република Македонија. Тоа претставува голем предизвик во услови кога светот сè уште се опоравува од последната светска финансиска криза, но и кога постојано се јавуваат нови кризи од регионален и поширок карактер, како и од национален карактер, кои имаат исто така големо влијание врз работењето и развојот на пазарот на капитал.

Со цел да се стекне пореална слика за состојбите на македонскиот пазар на капитал, во трудот се прави и компаративна анализа на движењата на пазарите на капитал во регионот, но и пошироко, како што е случајот со берзата во Франкфурт и во САД. Исто така, направен е и осврт на современите трендови на пазарот на капитал, гледано во глобални рамки, сè со цел да се дадат поиздржани насоки и мерки за развој на Македонската берза во иднина.

Главна цел на предложеното истражување е да се утврдат клучните причини заради недоволното користење на пазарот на капитал како извор на долгорочни финансиски средства во изминатиот период, како начин за остварување на дополнителна заработувачка преку вложување во хартии од вредност (финансиски средства). Во таа насока се анализираат бројни прашања кои се поврзани со функционирањето на берзата, како што е движењето на пазарните индекси, прометот по одделни пазарни сегменти, пазарната капитализација, цената на капиталот на компаниите вклучени во МБИ 10, и сето тоа надополнето со компаративна анализа за работењето на некои берзи од регионот и пошироко.

Ваквата анализа води кон остварување и на втората цел на предложениот проект, а тоа е идентификување на можностите за подобрување на функционирањето на пазарот на капитал во Републиика Македонија, што во денешни услови претставува уште поголем предизвик заради неповолното влијание на последната финансиска криза во светот, како и влијанието на кризата од национален и регионален карактер.

Очекуваните резултати се во насока на согледување на:

- Постоење на неповолна состојба и тренд на пазарот на капитал во Република Македонија што е резултат на светската финансиска криза, а во последниот период и домашната политичка криза, како и должничката криза во еврозоната.
- Недоволно користење на пазарот на капитал, односно берзата како извор за обезбедување дополнителни финансиски средства од страна на компаниите.
- Недоволно користење на пазарот на капитал, односно берзата како можност за инвестирање и остварување на соодветна добивка од страна на правните и физичките лица.
- Ефектите од законската обврска за задолжителна котација на македонските компании на берзата, врз соодветни показатели за берзанското работење.
- Ефектите од интеграцијата на Македонската берза со одредни берзи од регионот.
- Влијанието на макроекомските фактори врз пазарот на капитал и сл.

За потребите на проектот се користени повеќе методи и тоа: индуктивно-дедуктивната метода, потоа историската и компаративната метода, како и статистички, математички и економетриски модели врз основа на кои се доаѓа до сознание за движењето на бројни појави поврзани со функционирањето на Македонската берза, како во изминатиот период, но и за согледување на состојбите на Македонската берза во однос на состојбите кај некои берзи во регионот. Преку примена на економетриски модел се согледува и релацијата меѓу економскиот развој и развојот на пазарот на капитал во Република Македонија. Исто така за појасна презентација на податоците и за движењата на појавите се користи табеларен и графички приказ.

I ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО ГЛОБАЛНИ УСЛОВИ

1. ТРЕНДОВИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО СВЕТСКИ РАМКИ

1.1. Состојбата на пазарот на капитал во глобални рамки

На пазарот на капитал главно се тргува со хартии од вредност, како акции, обврзници и неколку вида на деривати. Преку овој пазар компаниите и владите обезбедуваат потребни средства, од една страна, а инвеститорите регуларен приход. Условите на пазарот на капитал зависат од цените на стоките на овие продукти (акции и обврзници). Но, постојат разни ризици при инвестирањето што влијаат на условите на пазарот на капитал. Ризиците на пазарот на капитал, познати под терминот системски ризици, можат да бидат пазарни, финансиски или деловни. Ризиците можат да влијаат сериозно на цените на акциите и обврзниците. Инвеститорите на пазарот на капитал секогаш треба да бидат свесни за разните фактори што влијаат на пазарните услови.

И обратно, однесувањето на инвеститорите влијае на пазарните услови. Инвеститорите можат времено да влијаат на растот на цените на акциите како резултат на претераната акција на финансиските пазари. Прекумерен оптимизам, познат како еуфорија, може да има ефект на цените на акциите, исто така, прекумерно. И прекумерен песимизам може да ги намали цените и да ги сведе на најниско ниво.

Глобалниот пазар на капитал секојдневно се продлабочува. Заедно со неговиот развој, ликвидноста, исто така, расте многу брзо. Многу извештаи покажуваат дека финансиските резерви во светот се зголемуваат и нивната стапка на раст е многу поголема од стапката на раст на БДП. Со појавата на финансиската глобализација, светскиот пазар на капитал се унифицира. Благодарение на тоа има невиден раст на обемот и капиталните текови, во кои само САД, Европа и Велика Британија учествуваат со речиси 90%. Во овие констелации, САД игра клучна улога во развојот на глобалниот пазар на капитал, а е дестинација на 85% од нето-капиталните текови од целиот свет. Иако економскиот раст е малку „придушен“, а корпоративните приходи се пониски отколку што се очекуваше поради цените на енергијата и силниот долар, основните фундаменти, особено потрошувачката на САД, останаа во многу добра состојба. Велика Британија, исто така, игра значајна улога на пазарот. Од друга страна,

поради брзата трансформација на еврозоната, таа се оддели како финансиски центар и предизвика позитивни промени. Инаку, индексот ФТСЕ во Лондон, кој ги мери цените на акциите на 100 највредни компании кои се тргуваат на таа берза, бележи благ раст.

На трета страна е еврозоната, како дел од истата финансиска платформа. Ова се столбовите на светската економија и светските пазари на капитал. Акциите на европските банки паднаа за 20% од почетокот на годината. Индексот STOXX Europe 600 којшто ги вклучува акциите на најголемите европски банки паѓа веќе шеста недела по ред, што не се случило уште од глобалната финансиска криза од 2008 година. Само од почетокот на 2016 до средината на оваа година овој индекс падна 20%. Во исто време, силно растат трошоците за осигурување на долговите на европските банки поради можен банкрот, и истите достигнаа највисоко ниво кон крајот на 2013 година. Цената на акциите на Deutsche bank од почетокот на годината паднаа за 35%, на Credit Suisse за 33%. Во Италија падот на финансискиот сектор е толку остар што дури и министрите пробаа да ја смират јавноста со тврдења дека банките се стабилни. Притисокот врз банките е последица на загриженоста на инвеститорите поради неколку причини, а најголема е остриот пад на цената на нафтата и на другите суровини поради намалената побарувачка во услови кога глобалната економија забавува.

1.2. Влијание на глобалните макротрендови врз пазарот на капитал

За развојот на капиталните пазари четири глобални макротрендови се од клучно значење, и тоа: глобалната нестабилност, зајакнувањето на државниот интервенционизам, технологијата и војната за ресурси. Освен тоа, треба да се напомене дека овие трендови се раководени од регулативата, фискалните притисоци, и политички и социјални немири и, како такви, имаат големо влијание врз пазарните учесници.

1. Глобалната нестабилност се смета за силен фактор на промени. Неизвесноста и нестабилноста се главни карактеристики и на пазарот на капитал и на светот пошироко. Оваа нестабилност главно произлегува од светската финансиска криза која започна во 2008-2009 година и сè уште трае и заради големиот пад на цената на нафтата од почетокот на 2015 година. Оттука, макрогеополитичките трендови и зголеменото користењето на финансиските пазари како политички инструмент, долеваат сегашна и идна нестабилност. Преочигледни се геополитичките тензии во

земјите, како Русија, Иран, Сирија и Средниот исток, кои претставуваат регион со висок глобален ризик. При анализата на ваквата глобална нестабилност како клучни би се издвоиле четири структурни фактори.

Прво, тоа се континуираните геополитички тензии и конфликти, кои го зголемуваат ризикот одредени земји да немаат пристап до пазарите на капитал или финансиската инфраструктура. **Второ,** тоа е развивањето на регулацијата во дивергентни регионални насоки. **Трето,** по значење се смета развојот на фискалната политика. Заради сите овие состојби, многу влади се принудени да се откажат од фискалните стимулации, а со тоа да ја поткопуваат кревката стабилност на финансиските пазари. И, **последно**, но не и најважно во оваа насока се смета дека се политичките и социјалните немири во светот кои произлегуваат од голем број на фактори, вклучувајќи фискално штедење, недостаток на ресурси, корупција, социјални медиумии верски конфликти, а кои евидентно е дека ќе продолжат да ги предизвикуваат постоечките политички структури и да придонесуваат за глобалната економска и пазарна нестабилност.

Ниските просечни стапки на раст и ниските каматни стапки ги принудуваат инвеститорите (институционалните и малопродажните) очајно да бараат алтернативи за инвестирање и да се изложуваат на ризици. Сè предходно наведеното упатува на веројатност дека на среден и долг рок нема да има стабилност на пазарите и дека учесниците треба да бидат многу претпазливи, особено во однос на sovereign risks/владините ризици (примерите на Грција и САД) кои се на историски највисоко ниво.

Зголемената банкарска регулација, исто така, влијае врз зголемување на цената на капиталот и до регулаторни рестрикции. Трендовите одат во насока на редуцирање на обемот на трансакциите и воведување продажни иновации, како дилерски трговски платформи ("Ebay-ification" или тргување на шалтери), вкрстени конзорциуми и оптимални колатерали, главно безопасни, преку оптимизација на тековните глобални залихи. Ефектот на овие промени ќе биде преголем и ќе има поголемо влијание од едноставна банкарска регулација, креирајќи можности за појава на нови пазарни учесници (како на пр., финансиско-информатички компании и пазарни корисници). Слично сценарио се одвива и во финансирањето. Континуирано се намалува зајмувачкиот капацитет на неприоритетните клиенти. За сметка на тоа се појавуваат нови алтернативи на пазарот на капитал. Така, банкарските кредити се заменуваат со

зголемена употреба на секјуритизацијата и директен пристап до пазарот. Корисниците на пазарот на капитал, како што се пензиските фондови, хеџ-фондовите, приватните акционерски фирми, како и другите небанкарски финансиски институции ќе играат сè поголема улога. Ќе се зголемува улогата и на регионалните и националните банки.

На краток рок, макроекономското окружување ќе ги диктира правците на промени. И покрај значајното намалување на трошоците на големите компании (агресивниот аутсорсинг, супериорната технологија и организационите модели), финансиската индустрија не може да се врати во истата форма од пред кризата. Ќе се отворат можности за други финансиски институции, како клириншки куќи, електронски трговски платформи, финансиски технолошки компании, нови банки во сенка(shadow banking)/сиво банкарство. Хеџ-фондовите и друштвата за управување со фондови ќе бидат сè покритични извори на капитал и ќе бараат патишта за директни врски со корисниците на капитал без банки и други посредници, односно директно на берзите, по пониски трошоци и зголемувајќи ја вкупната ликвидност. Оттука, може да се очекува зголемен обем на финансиски можности кои ќе доаѓаат од традиционалните и новите извори на капитал (разни финансиски партнерства, приноси од секјуритизацијата и владини камати, хеџ-фондови, приватен капитал, компании за развој на бизниси, инвестициски фондови и сл.).

2. **Јакнењето на државниот капитализам** првенствено ќе резултира со јакнење на контролата над домашните финансиски системи и институции. Регулацијата ќе биде насочена кон промовирање на домашната политичка агенда (како, борба со тероризмот и надворешните геополитички сили, поддршка на домашниот пазар на недвижности, обезбедување раст на одредени сегменти од економијата и сл.) и заштита на суверенитетот, пред обезбедување мобилност на глобалните капитални текови. Полето на делување ќе се помести од глобално, на локално ниво**. Националните и регионалните институции ќе бидат доминантни.** Пристапот до локалните финансиски пазари ќе се ограничува за прекуграничните институции. Класичен пример за тоа е еврозоната, која спротивно на глобалните трендови, со воспоставувањето на Единствениот супервизорски механизам и други чекори нотирани во Европската зелена книга, гради единствен пазар на капитал. Потоа, големината на банкарскиот сектор ќе биде корелирана со БДП. Финансиските перформанси на учесниците на пазарот на капитал ќе бидат поврзани во поголем обем со домашната побарувачка и динамиката на домашниот раст.

Државно поддржаните банки ќе го достигнат својот врв преку владините политики. Минатите три децении имаше подем на појава на државни банки, посебно во новопојавените економии каде, врз основа на политичките цели, се канализираа кредитите. Се смета дека финансиската криза ја зголеми државната сопственост, па дури и во развиените економии. Се очекува овој тренд да продолжи во комбинација со мерки за сузбивање на нефункционалните кредити, капитални ограничувања и други ограничувања за деловните банки. Амбициите на глобалните играчи на пазарот на капитал ќе се стават под контрола на државно поддржаните банки и под притисок на локалните актери. Лидерските институции ќе бидат во позиција да практицираат повеќе проактивен регулаторен менаџмент.

3. За последните 50 години **технологијата** го промени општеството во голема мера. Овие промени имаа силно влијание на самиот пазар на капитал, но и на технолошката платформа на пазарните учесници и корисници. Во однос на самиот пазар на капитал, како што е веќе истакнато погоре во текстот технологијата имаше силно влијание врз креирањето нови компании, финансиски инструменти и на цените на основните стоки. На страната на пазарните корисници и учесници, технологијата исто така имаше силно влијание. За да опстојат, финансиските институции ќе мора да се приспособат на овие промени и да поттикнуваат иновации, особено на пазарот на капитал. Сè уште не е познато како ќе се движат промените, како на пример, каков ефект врз финансиките пазари ќе има масовната употреба на биткоинот и електронските пари. За таа цел се разгледуваат следниве сценарија:

- Операциите и технологијата да ја формираат основата на следната генерација главни, наспроти споредни функции; Виртуелизацијата широко ќе се прифати како начин за намалување на оперативните трошоци и примена на ИТ;
- Појава на нови платформи за едновремено тргување со повеќе средства кои на пазарните учесници ќе им обезбедат единствен извор за финансирање за различни трговски транскации или потреби за управување со ризици;
- Технолошките иновации ќе ја нарушат конкурентната предност на учесниците на пазарот на капитал;
- Искористувањето на масовни податоци ќе биде првенствено во функција на одржување на конкурентноста на пазарот на капитал;
- Технолошкиот ризик ќе се помести од оперативниот менаџмент кон контрола на сајбер-ризици итн.

4. Недостигот на ресурси и влијанието на климатските промени имаат првенствена важност. Повеќе од очигледно е дека растот на популацијата и рапидната урбанизација прават неодржлив притисок врз глобалните ресурси. „Војната за ресурси“ (како на пр., за вода, храна, минерали и капитал) ќе ја зголеми пазарната нестабилност, генерирајќи нова регулатива и јакнење на протекционистичко однесување во многу земји и региони. Можностите на финансискиот сектор за поддршка на транзицијата ќе бидат значителни и тоа во насока на:

- Обезбедување масовни финансии преку пазарите на капитал за невидена серија на инфраструктурни проекти прејавени заради растечката урбанизација (главно од транспортен карактер, но и од природните ресурси).Според одредени проценки на ОЕЦД[2] до 2030 година, само за светската инфраструктура ќе бидат потребни околу 50 трилиони американски долари. Притоа, имајќи предвид дека јавните финансии по последната светска финансиска криза се насекаде во лоша состојба, ќе се создаваат големи јазови кои ќе се пополнуваат од страна на институционалните инвеститори.
- Ќе се креираат ефективни пазари за олеснување на размената на климатски врзани инструменти. Заради зголемениот владин притисок преку оданочување и други иницијативи, се јавува потреба од нови финансиски пазари поврзани со продлабочената трговија на јагленородни кредити и деривати за тргување со вода. Затоа се смета дека климатско поврзаните пазари и инструменти ќе останат во голема мерка неефикасни и неефективни со податоци.
- Пазарот на капитал ќе нуди иновации за цените и алокација на ретките стоки, посебно за храна и вода. Евидентно е дека наспроти нестабилноста, светските цени на храната постојано растат. Водата е сè пооскудна - се проценува дека побарувачката на вода во 2030 година ќе се дуплира во однос на 2015 година, што е значително повеќе во однос на постоечкото снабдување. Притоа, се има предвид дека и тековните водоснабдувачки и потошувачки методи придонесуваат за огромен губиток на водени ресурси. Во таа насока, имајќи ја предвид ургентноста од овие два вида на стоки, пазарот на капитал треба да најде решение: прво, со олеснување на

[2]Capital Markets 2020 Will it change for good?www.pwc.com/banking, пристапено во мај 2016.

инвестициите во земјоделството и нови технологии, и второ, со олеснување на трговијата за реалоцирање на овие ресурси таму каде што се најпотребни.

И на крај, голема група на фактори кои исто така доведуваат до значителни промени кои имаат глобален одраз врз пазарот на капитал претставуваат, т.н. **потенцијални пореметувања.** Тие настануваат заради поместувања на глобалните ресурси, војните, технологијата, владини кризи, покачување на каматните стапки, регулативата и финансиските кризи. Секој од овие фактори станува сè поизразен. Па така, сè попроблематично е, на пример, снабдувањето со потребните ресурси на најголемите светски економии или опстанокот на земјите богати со нафта и гас ако тие не се продаваат. Прашање е како финансиските пазари ќе реагираат и ќе се развиваат. Уште поголема загриженост предизвикуваат терористичките напади. Финансиските и економските санкции се користат сè повеќе како глобално политичко оружје. Па оттука, легитимни се прашањата од типот: како ќе работат финансиските институции во двополарен свет или блоковска поделеност; што ќе дозволуваат националните власти во вакви констелации; дали тие можат да се изолираат од финансиските пазари во време на глобално непријателство; дали ќе се определат да бидат дел од глобалната безбедност на финансиските пазари, дали големите финансиски институции се изложени на сајбер напади итн.

Од останатите фактори, со исклучок на факторите за кои предходно веќе беше елаборирано, како технологијата, регулативата и владините кризи, се очекува значајни пореметувања и проблеми на пазарот на капитал да се појават заради покачување на каматните стапки и инфлацијата. Оправдано се стравува дека тоа може да се случи во блиска перспектива и дека тоа ќе биде проблем за централните банки, дека властите не ќе можат да ги сервисираат презадолжените економии и прашање е што ќе се случи во такви ситуации со глобалната економија и со финансискиот сектор. Какви ќе бидат изгледите за глобалното закрепнување? И најпосле, заради бројните потенцијални ризици (од потенцијалните владини кризи во еврозоната до повторна појава на должничката криза во новопојавените пазари), прашањето е: дали е на повидок нова финансиска криза. Таа би била посилна од сите предходни, вистински предизвик и не само за финансиските институции низ целиот свет, туку и за седумдеценискиот поствоен геополитички поредок.

Оттука, час поскоро е императивно да се пристапи кон промени. Главната опомена доаѓа од актуелните состојби на пазарот на капитал кои во голем дел се

последица на последната светска финансиска криза. Таа стивна благодарение на силните тактички напори на пазарните учесници, како одговор на глобалната битка за гаснење на пожари. Сега, треба да се види како посткризно ќе се обликува пазарот на капитал. Новата регулација, далекусежна и нападна, е главен белег на новиот лик на пазарот на капитал. Глобалниот економски раст останува непостојан и во одредени региони неостварлив. Пазарите на капитал ги зголемуваат производите и услугите. Напорите за намалување на трошоците се краткорочно успешни, но не се одржливо профитабилни за банките. Како кулминација на овие трендови, банкарските приноси се зголемуваат, но, сепак остануваат под цената на капиталот во поголем дел од светот. На пример, од 2009 година најголемите 13 банки фокусирани на пазарот на капитал во САД и ЕУ до 2016 година имаа планирано намалување на трошоците (главно преку намалување на вработените и користење аутсорсинг и офшор) за над 50 милијарди САД долари[3]. Овие заштеди во индустријата се едвај над нејзините капитални трошоци, затоа тие мора да имплементираат нови иницијативи кон суштински реинженеринг и стратешко обновување на дејноста. Пазарните ученици треба да гледаат поинаку на нивната дејност и да ги усогласат трошковните заштеди и развојните агенди со нивните корпоративни стратегии и оперативни способности. Ова, воедно е повик за промени. Финансиските институции ќе треба симултано да го следат развојот на регулацијата, барањата на клиентите, интерните оперативни барања, стагнантниот раст и императивите за иновации, за да останат конкурентни подолг временски период.

Очекувањата од пазарот се огромни. **Перспективно**, успехот на пазарните ученици ќе зависи од нивната јасна определба-дали да се преобликуваат или да го следат развојот на лидерите. Лидерите мораат да имаат јасна стратегија за справување со сите погоренаведени предизвици и приоритети. За такви се сметаат следниве шест, на кои треба да се фокусираат финансиските институции во иднина:

1) проактивно менаџирање на ризикот, регулативата и капиталот;
2) воведување построга култура и однесување;
3) редефинирање на деловниот модел;
4) стратешко обновување на оперативниот модел;
5) овозможување иновации и способности за нивно поттикнување; и
6) стекнување информациони предности.

[3] Capital Markets 2020 Will it change for good?www.pwc.com/banking, пристапено во мај 2016.

Со оглед на фактот што посткризно светската економска состојба е во транзиција во потрага по нов еквилибриум, вниманието треба да се сврти повеќе кон корисниците на пазарот на капитал (корпорациите, пензиските фондови, друштвата за управување со средства, небанкарските финансиски институции). Овие субјекти имаат голема улога во обезбедување на стабилност и ефикасност како на пазарот на капитал така и на реалната економија.

За таа цел тие, исто така, треба јасно да ги постават своите приоритети, наспроти перспективите на пазарот на капитал. Освен безбедност и стабилност, на корисниците ќе им требаат извори за финансирање, како неопходна поддршка на реалната економија. Пазарните ученици, особено прекуграничните, ќе бараат конзистентност и пристап до широк спектар на производи од кој ќе го прават изборот за финансирање. Но, во посткризниот период, трендовите се движат во обратна насока. Како резултат на национализациите, државната помош и регулацијата, имаме зголемена фрагментираност на финансискиот систем и само неколку небанкарски институции кои можат да обезбедат глобална покриеност на корпаративните и институционалните клиенти. Оттука, се чини дека заради ваквиот економски амбиент формирањето глобални алијанси и партнерства меѓу различни финансиски институции ќе биде императив за лесно обезбедување на прекугранични услуги.

Притоа, евидентно е дека нема праведни цени, туку пазарот на капитал е постојано под ценовен притисок. Благодарение на зголемената регулација и трошоци, како и намалената конкуренција, цените на капиталот растат. Ова, понатаму има големи импликации во економијата. Самото поскапување на капиталот ја доведува во прашање исплатливоста на многу бизниси ако нема можност за контрола на основните трошоци и за нови производи и партнерства за опстојување. Со тоа, уште еднаш се потврдува предходната констатација дека глобалниот пазар на капитал станува прекомплексен.

2. Анализа на селектирани берзи и влијанието на Европската централна банка во услови на криза

Движењата на берзите се под непосредно влијание на случувањата во реалниот сектор, а особено кризите кои се појавуваат на различни пазари. Еклатантен пример е остриот пад на берзите во Кина во текот на 2015 и почетокот на 2016 година, кое

доведе до значителни варијации на берзите на глобално ниво[4]. Имено, депресијацијата на валутата во Кина ја разниша довербата на инвеститорите и предизвика силна корекција на пазарот, а сето тоа се одрази и врз движењата на светската берза. Кон ова, особено на европско тло, големо влијание имаше и должничката криза на Грција која предизвика значителни варијации на берзите во Европа.

Без оглед на причините за кризите, ниту по старата литература, ниту по новиот модел на „само регулираање“ на кризите не се обрнува посебно внимание на интеракција помеѓу банкарските и валутните проблеми. Секој сигнал дадени во рамките на 24-месечен период пред почетокот на кризата е означен како добар сигнал, а кој било друг сигнал надвор од 24-месеци се прифаќа како предмет на неверување. Но сепак, доколку има веродостојни индикатори за предупредување за таквата идна состојба, секако се земаат предвид и се постапува по истите со цел за ублажување на кризата[5].

Монетарните одлуки на ЕЦБ по кризата предизвикаа бројни реакции и дебати, особено во однос на фактот што монетарната политика е во линија со Монетарната економска теорија според која главен детерминирачки фактор за бизнис флуктуација е понудата на пари. Сепак, за време на кризата, се зголеми влијанието на Кензијанскиот економски модел преку зголемување на јавната потрошувачка и мерките на фискалната политика со цел да се стимулира економската активност[6]. ЕЦБ за време на кризата покажа поголем практицизам од времето пред кризата, јасно демонстрирајќи дека само со комбинација на монетарните и фискалните мерки може да се стави крај на рецесијата во рамките на Европската монетарна унија (ЕМУ).

2.1. Влијанието на финансиската криза врз тргувањето на селектирани берзи

2.1.1. Влијанието на финансиската криза врз тргувањето на берзата во САД

Американската економиија беше првата економија од каде започна домино ефектотот на финансиската криза во 2007 година. Главните и основни причини за избувнувањето на финансиската криза се лоцирани во САД. Пред сè, како

[4] http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000131, пристапено на 10.6.2016.
[5] Ghost N. B. Global Financial Crises and Reforms, Routledge, 2001, p. 21-22, 58, пристепено на 10.6.2016.
[6] http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/565876/EPRS_BRI(2015)565876_EN.pdf, пристепно на 15.06.2016.

предиспозиција се споменуваат цените на недвижностите, но тука заземаат место и други релевантни фактори како што се: 1) Непромисленото хипотекарно кредитирање; 2) Недостиг на транспарентност и одговорност кај хипотекарното кредитирање; 3) Однесувањето на рејтинг агенциите; 4) Секјуритизацијата; 5) Глобалните неурамнотежности; 6) Многубројните меури; 7) Законодавството; 8) Неуспехот во управувањето со ризикот; 9) Банкарскиот систем во сенка; 10) Финансиските иновации и други.

Ниските каматни стапки, порастот на цените на недвижностите, како и ниските стандарди за одобрување на кредити овозможија многу луѓе да купат куќи кои реално не можеа да си ги дозволат. Банките беа сигурни во своите пласмани бидејќи цената на заложените хипотеки постојано растеше. Во борба за профит банките заборавија на ризикот. Се даваа кредити на лица кои не поседуваат никаков имот и без никакви приходи, кои во банкарството се среќаваат под името „NINJA“ кредити (no income, no job, and assets =ninja). Кога цените на куќите и становите почнаа нагло да паѓаат, заемите станаа нефункционални и се случи вистински шок на финансискиот систем. Банките во паника почнаа нагло да ги продаваат хипотеките, со што ја зголемија понудата без речиси никаква побарувачка, а сето тоа ја забрза дефлационата спирала.Токму во такви услови паралелно почнаа да опаѓаат и цените на акциите на банките, осигурителните компании и инвестиционите фондови. Во периодот на финансирањето на домовите, голем број од учесниците во таквите акции придонесоа да се создадат лоши хипотеки и истовремено продажба на лоши хартии од вредност, изгледајќи безбедно дека тие нема да сносат одговорност за нивните акции.

Дополнително на ваквата состојба допринесе и однесувањето на водечките реномирани рејтинг агенции: „Standard and Poor’s“, „Moodys“ и „Fitch“. Овие рејтинг агенции се одликуваа со многу високо реноме, а нивните оценки и извештаи, било за земја или за банка, фонд или друга финансиска институција, претставуваа основен барометар за инвеститорите да одлучат дали ќе ги инвестираат своите пари во некоја земја или не, дали ќе купат некоја хартија од вредност или не.Тие целосно потфрлија со своите оценки и буквално ги излажаа инвеститорите при донесувањето на нивните одлуки во однос на инвестирањето. Тука би можеле да го споменеме примерот со „Lehman Brothers“. Имено, само месец дена пред да пропадне оваа голема банка тие ја имаа рангирано со изразито висока оценка „А“. Или пак најголемата осигурителна

компанија A.I.G за кои американската влада издвојуваше стотици милијарди долари само за да ја спаси од банкрот.

Буквално сите пазарни учесници го потценија ризикот, не само рејтинг агенциите. Токму купувачите на хипотекарни покриени хартии од вредност, кои главно беа софистицирани институции, беа оние кои би требало да имаат направено свое сопствено истражување за квалитетот на овие инструменти.

Процесот на секјуритизацијата претставува и една од главните причини за избувнување на финансиската криза. Таа всушност го намалува мотивот на инвеститорите да бидат внимателни, особено заради големата побарувачка за заеми пакувани во хартии од вредност чиј рејтинг беше оценет со оцена „ААА“ рејтинг. За разлика од нив хепотикарните кредити коишто не се секјуритизирани, односно оние коишто се држат кај заемодавателот, се оскудни. Последиците во глобалниот систем кога се влоши наплатата на заемите во 2008 беа огромни, затоа што сопственоста на хипотекарните хартии од вредност беше широко распространета.

Имено, на финансиската криза којашто го зафати светот во 2008 година му претходеше еден период од 5 – 6 години, кога главно во најмоќната економија во светот се водеше експанзивна политика, како во монетарната, така и во финансиската сфера. Централната банка на САД одобруваше кредити на банките по многу ниски каматни стапки, додека Министерството за финансии водеше постојана буџетска политика со висок буџетски дефицит. Високата домашна потрошувачка на САД се одрази на зголемувањето на увозот и на високиот дефицит на тековната сметка. Само позицијата на доларот што сè уште ја има како доминантна резервна валута во светот, овозможуваше и сè уште овозможува САД релативно лесно да го сервисира речиси перманентниот дефицит на тековната сметка.Големата побарувачка за финансиски средства емитирани во САД, заедно со експанзивната монетарна политика, придонесоа за ниски каматни стапки ширум светот, а сето тоа предизвика значајно преземање на ризик без постоење на кредитен развој.

Прекумерниот леверџ уште повеќе го зголемува ударот на падот на цените на недвижностите. Во 2000 година кога поради постоењето на ниски каматни стапки и обемен капитал, фиксните приноси беа ниски, многу од инвеститорите почнаа да користат позајмени средства сè со цел да го зголемат приносот на нивниот капитал и на некој начин да извршат компензација. Како што растеше побарувачката за високо приносните хартии од вредност со рејтинг ААА, така емитувачите на овие хартии од

вредност беа приморани да посегнат по нискоквалитетни заеми со кои би ја задоволиле оваа побарувачка. Голем број на пензиски фондови, осигурителни компании, инвестициони фондови и помали банки вложуваа во овие високо рангирани хартии од вредност. Во тој период постоеше стабилно финансиско окружување, со изобилство на ликвидност, а сето тоа ги привлекуваше инвеститорите да вложат во високо ризични финансиски инструменти без притоа да обрнат внимание на последиците кои можат да настанат. Преголемо внимание се обрнуваше на рејтинзите, а премало на документацијата за производите или неразвиеното истражување.

Влијанието на кризата врз берзата беше директна, но со индирекни ефекти врз сите останати берзи. Берзата за хартии од вредност во Њујорк е една од водечките берзи во светот за хартии од вредност која го диктира трендот на тргување на дневна основа. Индексот Dow Jones Industrials го претставува движењето на обемот на трансакции на берзата, односно активноста на берзата. Тоа е индекс кој ги опфаќа 30 најголеми јавно поседувани компании како: American Express, Coca-Cola, AT&T, General Electric, ExxonMobil, IBM, Johnson & Johnson, JPMorgan Chase, McDonald's, Microsoft, Nike, Procter & Ganble, Wal-Mart и други со седиште во САД, кои тргуваат на берзата. Во продолжение графички е прикажано движењето на Dow Jones Industrials индексот на Њујоршката берза за хартии од вредност од 1920 до 2013 година.

Графикон 1. Движењето на Dow Jones Industrials индексот на Њујоршката берза за хартии од вредност (1920 -2013)

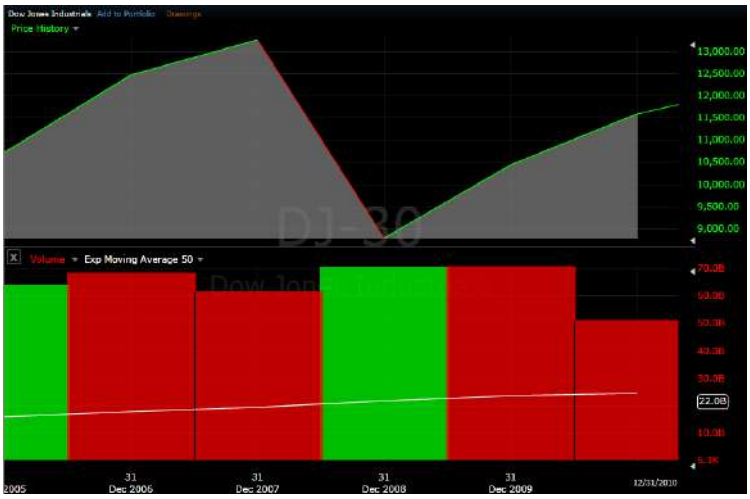
Извор:http://www.freestockcharts.com/?gclid=CKzUu6yl-KwCFcO9zAoduWBIRw, пристапено на 15.6.2016.

Она што се забележува од Графиконот број 1 е трендот на континуиран раст со умерени падови, а воочливо е и зголемувањето на волуменот на тргување од 2000

година. Тоа се должи на големиот замав кој го зема процесот на глобализација во последниве неколку децении.

Финансиската криза од 2007 година значително се одрази на движењето на индексот Dow Jones Industrials. Имено, движењето на овој индекс за време на финансиската криза од 2008 до 2010 година е прикажано на Графикон 2.

Графикон 2. Dow Jones Industrials индексот за време на финансиска криза (2008-2010)



Извор: http://www.freestockcharts.com/?gclid=CKzUu6yl-KwCFcO9zAoduWBIRw, пристапено на 15.6.2016.

Како што може да се забележи на Графиконот 2 во 2008 година постои драстичен пад на индексот Dow Jones Industrials. Тоа значи драстично намалување на обемот на трансакции, односно изгубена верба во берзата што резултира со намалена вредност на цената на акцијата, а преку тоа и со намалено инвестирање во истата. Овој драматичен пад ги врати цените на акциите некаде во март 2009 до ниво кое не постоело повеќе од една деценија.

1.2. Влијанието на финансиската криза врз тргувањето на Франкфуртската берза

Франкфуртската берза е една од најзначајните во Европа и таа го диктира темпото на тргување со хартии од вредност во овој дел од светот. Берзанскиот индекс FDAC-X е индекс кој се состои од 30 најголеми германски компании што тргуваат на Франкфуртската берза за хартии од вредност. Дел од тие компании се: BMW, Adidas, Deutsche Bank, Henkel, Siemens итн. Цените се земени од електронскиот трговски

систем Xetra. Движењето на FDAC-Хиндексот на Франкфуртската берза за хартии од вредност во периодот 1991-2013 година е прикажано на Графикон 3.

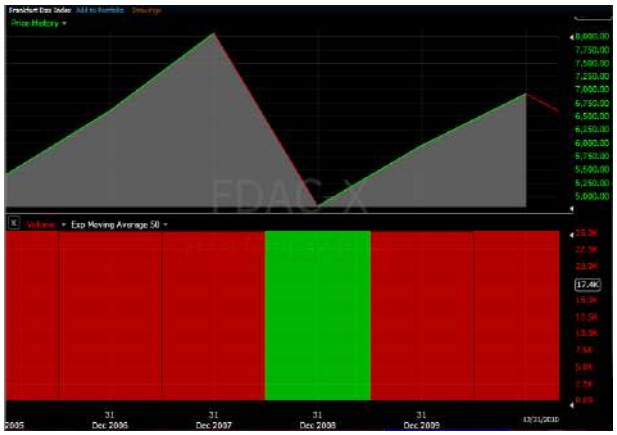
Графикон 3. FDAC-X индексот на Франкфуртската берза за хартии од вредност во (1991-2013)

Извор: http://www.freestockcharts.com/?gclid=CKzUu6yl-KwCFcO9zAoduWBIRw 10.9.2013, пристапено на 16.6.2016.

Графиконот 3 јасно го покажува трендот на континуиран раст на FDAC-X индексот проследен со пад во одредени временски интервали, заради појави кои се случувале во економијата на глобално ниво. Од 1996 година па сè до 2000 година индексот на Франкфуртската берза бележи рапиден раст.

Во продолжение е Графиконот 4 на кој е прикажан пресек на движењето на индексот FDAC-X за време на економската криза во 2008, односно 2010 година.

Графикон 4. Движењето на индексот FDAC-X за време на финансиската криза (2008-2010)



Извор: http://www.freestockcharts.com/?gclid=CKzUu6yl-KwCFcO9zAoduWBIRw 10.9.2013, пристапено на 16.6.2016.

На Графиконот 4 е претставен падот на движењето на индексот FDAC-X на Франкфуртската берза за хартии од вредност во периодот на економската криза 2008-2010 година. Германската економија се смета за релативно имуна на кризата во поединечни пазарни сегменти. Компании кои се водечки за производство на машини за градба, исто така сектори во медицината и инженерството се неприкосновени лидери на светскиот пазар во своите индустрии. Бидејќи нивните стоки се во побарувачка насекаде, германските компании чувствуваа сигурност дека ако продажбата во САД или во други европски земји опаѓа, тие можат да ги надоместат недостатоците со зголемување на продажбата во Кина, Индија и Русија. Сепак, кризата од 2007/2008 година влијаеше врз обемот на продажба предизвикана од страна на потрошувачите и другите компании со потреба од помалку производи. Тоа, исто така, беше и криза на финансирање, бидејќи клиентите кои беа заинтересирани за купување на стоки го немаа потребниот капитал, а банките имаа ограничено кредитирање, и со тоа оние кои би можеле да купат стоки веќе не беа заинтересирани за тоа[7]. По кризата од 2008, односно 2010 година, веќе во 2011 година почнува тренд на пад, односно намалување на обемот на трансакции на Франкфуртската берза за хартии од вредност. Како што е и прикажано на графиконот воочлив е рапидниот пад на индексот на безата во 2008 година, каде за околу 50 % е намален обемот на тргување, што се должи на финансиската криза.

2.2. Мерките на Европската централна банка во услови на криза

Кризата од 2007 година ја покажа слабоста во еврозоната и напорот на Европската централна банка да се соочи со деликатните задачи кои се сведоа на стабилноста на еврото и стабилност на финансиските институции. Како резултат на економската и политичката нестабилност, Европската централна банка, де факто, доби многу повеќе моќ од која било европска институција.

Мерките и инструментите на централните банки за време на последната финансиска криза се карактеризираат во невообичаени интервенции во монетарната политика во насока на стабилизирање на финансиските пазари. За остварување на основната цел на монетарната политика, односно стабилноста на цените како годишна

[7]http://www.businessweek.com/stories/2008-10-15/the-financial-crisis-hits-german-economybusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice, пристапено на 17.06.2016.

промена на хармонизираниот индекс на потрошувачки цени во еврозоната да е под, но близу до 2% на среден рок, ЕЦБ користи три инструменти на монетарна политика. Станува збор за класичните инструменти на ЕЦБ, како операции на отворен пазар, задолжителна резерва и расположливи кредити и депозити. Од 2009 година, ЕЦБ имплементираше и нестандардни мерки на монетарната полиитика, со цел да служат како дополнување на основните инструменти на монетарната политика кои ги користи ЕЦБ, а со цел да се засили влијанието на ЕЦБ во насока на надминување на последиците од финансиската криза[8].

Во услови на криза ЕЦБ имаше експлицитна забрана за одобрување на кредити во крајна инстанца, како класичен механизам на ЕЦБ за сервисирање на долгот од страна на земјите членки. Ваквиот пристап делуваше на дестимулирање на екстерното финансирање на земјите и продлабочување на должничката криза. Падот на цените на берзите беше сосема очекуван, а доминантното учество на банките во финансирањето на економијата допринесе во одредени земји, како на пример во Ирска, настојувањата за санирање на банкарскиот систем да прерасне во државна должничка криза.

Во октомври 2008 година основната каматна стапка за рефинансирање изнесуваше 3.75[9]. Со стандардните мерки на ЕЦБ за време на финансиската криза, ЕЦБ ги намали каматните стапки, па во мај 2009 година каматната стапка на основните операции за рефинансирање беше намалена и изнесуваше 1%[10]. Сепак должничката криза и забавениот економски раст придонесоа ЕЦБ и понатаму да ги намалува каматните стапки, па на крајот на 2015 година, каматната стапка на основните операции изнесуваше 0.05%[11]. Номиналните каматни стапки се на најниско историско ниво, со каматна стапка на основните операции за рефинансирање близу до 0%[12] и стапка на депозити на негативно ниво. Во последните години оваа стапка се намалува и стана рамна. Ваквите невообичаено ниски каматни стапки се само делумно резултат на одлуките на централните банки, а претставуваат резултат и на специфичните фактори кои, пред сè, од долгорочна природа, додека другите се поврзани со ефектите од финансиската криза.Очекувањата за 2016 година се дека ЕЦБ ќе постигне најниско ниво на каматната стапка, а тоа ќе значи и врв при откупот на обврзниците[13].

[8] http://www.ecb.europa.eu/mopo/ela/html/index.en.html, пристапено на 1.6.2016.
[9] http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000131 пристапено 31.5.2016.
[10] http://www.ecb.europa.eu/stats/keyind/html/index.en.html пристапено 15.5.2016.
[11] Ibid.
[12] https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2015.en.html#IDofChapter2_1_4.
[13] http://www.kdfondovi.mk/?subpageid=2740 1/6/2016.

Движењето на каматните стапки на ЕЦБ во периодот 2008-2016 година е прикажано на Графикон 5.

Графикон 5. Каматни стапки на ЕЦБ во периодот 2008-2016

Извор: Врз основа на податоци од http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html.

Како што може да се забележи од Графикон 5, каматните стапки бележат континуирано намалување. Намалувањето на каматната стапка го намали влијанието на стандардните мерки на монетарната политика на ЕЦБ, па оттука се појави потребата за примена на нестандардните мерки на монетарна политика. Нестандардните мерки од групата на квантитативни и квалитативни олеснувања подразбираат промени на големината и структурата на билансот на централната банка. Мерките од кванитативните олеснувања предизвикуваат експанзија на билансот, но не влијаат врз структурата на средствата и обврските на централната банка. Мерките од групата на квалитативните олеснувања, влијаат во насока на промена на структурата на средствата и обврските во билансот на централната банка. Така, ЕЦБ започна да применува инструмент на операции на отворен пазар со неограничен износ и фиксна каматна стапка.

Со цел да се надминат проблемите со финансирањето и финансиската фрагментација во доменот на евро областа, следниот чекор беше директната интервенција на пазарот на хартии од вредност со цел да се корегираат огромните деформации во одредени сегменти[14]. Така во 2010 година сè започна со Програмата на пазарите на хартии од вредност (Securities Markets Programme), која беше следена од

[14]https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130417.en.html, 2/6/2016.

програма за купување на обврзници издадени од банките која започна да се спроведува во октомври 2011 година.

Мерките на Европската централна банка во спроведувањето на монетарната политика има големо влијание врз фукнционирањето на берзите. Резултатите од истражувањата покажуваат дека Европската централна банка со нејзината експанзивна монетарна политика доведува до зголемена ликвидност на берзите, особено на пазарите во Германија, Франција и Италија[15]. Покрај влијанието на кризата, врз нејзино проширување големо влијание имаат и структурните разлики меѓу земјите членки и отсуството на капитални приливи за време на кризата насочени кон периферните земји-членки. Така, зголемувањето на јавниот долг доведе до поостри критериуми за издавачите на јавен и приватен долг.

Новата улога на Европската централна банка во новата финансиска архитектура, поттикнува оддредени бројни дискусии и дилеми[16]. Дали улогата на ЕЦБ треба да се прошири со цел да се вклучи макроекономската стабилност? Дали регулативата треба да се прошири во насока да се обезбеди поголема можност за дискрециони интервенции на ЕЦБ кои би се имплементирале во услови на кризи и невообичаени состојби? Доказ за ваквите потреби се и употребата на неконвенционалните инструменти за монетарно регулирање кои беа дополнување на класичните инструменти за монетарно регулирање за време на финансиските кризи.

[15]Octavio Fern´andez-Amador, Martin G¨achter, Martin Larch, Georg Peter. Monetary policy and its impact on stock market liquidity: Evidence from the euro zone. Working Papers in Economics and Statistics. University of Innsbruck http://eeecon.uibk.ac.at.

[16] Види поопширно: http://www.globalmcarshallplan.org/sites/default/files/media/ecb_report_by_weed.pdf.

II МАКЕДОНСКИОТ ПАЗАР НА КАПИТАЛ

1. Состојби и трендови на македонскиот пазар на капитал

1.1. Значењето на финансискиот пазар и на пазарот на капитал како негов составен дел

Финансискиот систем е еден од најважните компоненти на глобалната економија. Тој нуди бројни услуги без кои модерниот економски систем не би можел да функционира. Така, преку финансискиот систем се обезбедуваат кредити, со кои се овозможува да се купат добра и услуги или да се финансираат капиталните инвестиции, со што се зголемува продуктивноста во општеството и стандардот на живеење на индивидуите и на семејствата. Од друга страна, финансискиот систем овозможува на физичките и на правните лица да трошат повеќе отколку што заработуваат.

Здравата и динамична економија бара финансиски систем што ќе ги придвижува фондовите од луѓето коишто штедат, кон луѓето кои имаат продуктивни инвестициски можности. Всушност, основната функција на финансискиот систем е спојување на заемодавателите (луѓето кои трошат помалку отколку што заработуваат-суфицитни економски единици) и заемопримателите (луѓето кои трошат повеќе отколку што заработуваат-дефицитни економски единици).Кога суфицитните економски единици ги позајмуваат своите фнансиски средства на дефицитните, се откажуваат од нивната сегашна потрошувачка на реални добра, со цел да ја зголемат својата потрошувачка во иднина, при што тие прават финансиски инвестиции и имаат побарувања спрема доходот или богатството на дефицитните економски единици.

Главни дефицитни економски единици се нефинансиските фирми, на кои најчесто им се потребни големи финансиски средства најпрвин за да започнат да работат, но и во текот на работењето заради модернизација, проширување на бизнисот и разни видови инвестициони проекти. Главни суфицитни единици пак се домаќинствата, кои штедат со цел да имаат средства за разни непредвидени ситуации, но и за деновите по пензионирањето. Секторот држава најчесто е дефицитна економска единица, бидејќи најголем број земји имаат буџетски дефицит, кој го покриваат со тоа што позајмуваат средства преку финансискиот систем. Сепак, ниту една од овие економски единици не е само суфицитна или дефицитна единица. Така на пример,

домаќинствата често се јавуваат и како заемоприматели, прават заеми за да купат разни видови на потрошни добра. Исто така, и фирмите и државите некогаш се во улога на суфицитни економски единици кога располагаат со вишоци на средства, кои сакаат да ги пласираат во форма на заеми и да заработат.

Финансискиот систем се состои од два главни дела: финансиски пазари и финансиски институции.

Финансиските пазари, како еден дел од финансискиот систем, вршат трансмисија на финансиски средства помеѓу штедачите и позајмувачите. Тие се физички или виртуелни места, на кои финансиските средства се пренесуваат од луѓе кои имаат вишок на расположливи средства кон оние кои имаат недостаток на вакви средства. Преку различни видови механизми и инструменти, финансиските пазари ги мобилизираат заштедите и ги канализираат кај оние на кои им се потребни повеќе финансиски средства отколку што имаат на располагање. Оние кои зајмуваат добиваат средства потребни за замислените инвестициони проекти, додека пак штедачите, т.е. заемодавателите остваруваат корист, бидејќи заработуваат камата или дивиденда на своите фондови. Канализирањето на фондовите ја подобрува економската состојба на сите во општеството.Наместо да чуваат пари во кеш, кои не носат камата, финансиските пазари на штедачите им даваат можност со парите да купат хартии од вредност. На оние пак кои сакаат да земат заем, финансиските пазари им нудат можност да продадат хартии од вредност[17]. Според тоа, доброто функционирање на финансиските пазари е клучен фактор за продуцирање на висок економски раст, додека лошите перформанси на финансиските пазари се една од причините зошто многу земји во светот остануваат сиромашни. Активностите на финансиските пазари имаат влијание и врз богатството на поединците, однесувањето на потрошувачите, однесувањето на бизнис секторот, како и на цикличните перформанси на економијата[18].

Според критериумот рок на доспевање**,** разликуваме пазар на пари и пазар на капитал. На пазарот на пари се тргува со краткорочни финансиски инструменти со рок на достасување до една година, додека на пазарот на капитал се тргува со долгорочни инструменти со рок на достасување подолг од една година.

---

[17]Ritter S. L., Silber L. W., Udell F. G.: Principles of money, banking & financial markets, 12th edition, Pearson, 2009, p. 20.
[18]Mishkin F.:The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 9th edition, Pearson, 2009, p. 25.

Со цел да се согледаат какви се карактеристиките на финансискиот систем во Република Македонија во овој дел од трудот се прави истражување при што како период на анализа се зема периодот пред и после светската финансиска криза, што овозможува да се согледаат и ефектите од светската финансиска криза врз финансискиот сектор (систем) во Република Македонија. Во Табела 1 е дадена структурата на финансискиот систем во Република Македонија.

Табела 1. Структура на финансискиот систем во Република Македонија за период 2005-2014

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Банки	88,4	88,91	90,5	89,25	88,6	89	88,5	88,5	87,6	86,8
Штедилници	1,2	1,19	1,17	1,23	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
Осигурителни компании	8,6	7,46	4,48	4,24	4	3,7	3,5	3,3	3,3	3,6
Лизинг друштва	1,4	1,4	2,02	3,07	3	2,5	2,5	1,7	1,4	0,9
Пензиски фондови	0	0,63	1,26	1,79	2,9	3,6	4,3	5,3	6,4	7,3
Друштва за управување со пензиски фондови	0,1	0,1	0,08	0,09	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Брокерски куќи	0,2	0,31	0,44	0,29	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-
Инвестициски фондови	-	0	0,03	0,03	0,1	0	0,1	0,1	0,2	0,4
Друштва за управување со инвестициски фондови	-	0	0,01	0,01	-	-	0	0,003	-	-
Финансиски друштва	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2	0,2	0,2

Извор: Адаптирано според податоци од Извештаи за финансиска стабилност во Република Македонија за период 2006-2014, Народна банка на Република Македонија.

Врз основа на податоците од Табела 1 се согледува дека од сите финансиски институции во државата (банки, штедилници, осигурителни компании, лизинг друштва и сл.) најголемо е учеството на депозитните финансиски институции и тоа, пред сè, на банките. Имено, во 2007 година нивното учество достигнува до 90,5 % за да потоа секоја година се забележува благо намалување и во 2014 година да се достигне ниво од 86,8 %. Ваквата состојба ја потврдува констатација за општите карактеристики кои ги

имаат финансиските системи гледано генерално. Имено, и кај нас индирекното финансирање доминира во однос на директното финансирање, а банките како финансиски посредници претставуваат најзначаен екстерен извор за финансирање на фирмите. Исто така, тоа наведува и на фактот дека финансирањето преку хартии од вредност (должнички и сопственички) не претставува примарен начин на финансирање на фирмите[19].

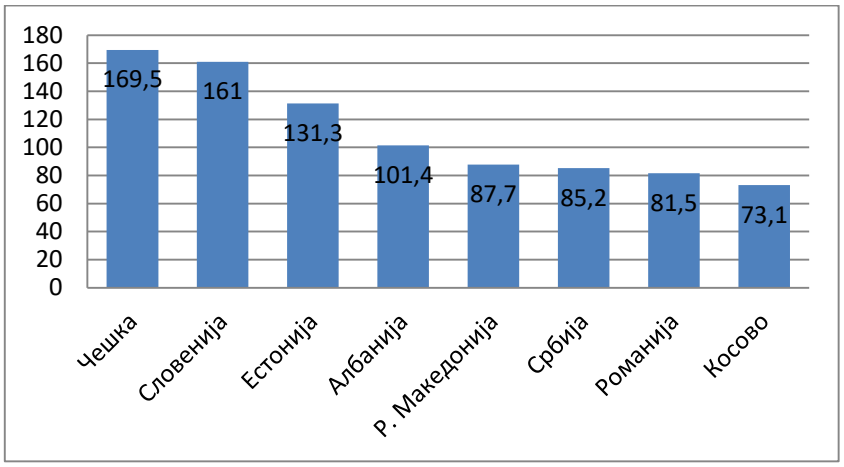
За развојот на пазарот на капитал големо значење има развојот на институционалните инвеститори. За разлика од останатите земји кај нас се забележува релативно мало учество на ваквиот тип инвеститори во финансискиот систем. Имено, во анализираниот период кај пензиските фондови се забележува перманентно зголемување, така што од 0 % учество во 2005 година, во 2014 година достигнува до 7,3 %, додека друштвата за управување со пензиски фондови имаат учество од 0,1 %. Што се однесува до инвестициските фондови од податоците се согледува дека тие имаат занемарливо учество во финансискиот систем, при што најголемо учество од 0,4 % остариле во 2014 година. Уште помало е учеството на друштвата за управување со инвестициски фондови кое изнесува 0,01 %, а во одредени години дури и пониско. Кај осигурителните компании се забележува перманентен пад на нивното учество во структурата на финансискиот систем. Имено, од учество од 8,6 % во 2005 година, во 2014 година тоа достигна 3,6 %.

За да се согледа значењето на финансискиот систем за економијата, значаен показател претставува учеството на средствата на финансискиот сектор во БДП. За издвојување од оваа анализа е фактот дека за овој период учеството на средствата на финансискиот систем во БДП е во перманентен раст. Имено, учеството на средствата на финансискиот систем во БДП во 2006 година изнесува 63 %, а истото тоа во 2014 година се зголемува на 87,7 %[20]. Но, и при зголемувањето на учеството на финансискиот систем во економијата за 24,7 процентни поени, споредбената анализа со земјите во регионот и Европската унија покажува дека домашниот финансиски сектор сè уште заостанува во однос на финансискиот сектор кај овие земји. За пример можат да послужат податоците дадени во Графикон 6.

[19]Мишкин Ф.: Економија на пари, банкарство и финансиски пазари, (преводи од Влада на РМ), МАГОР, 2010, стр.182-184.

[20]Адаптирано според податоци од Извештаи за финансиска стабилност во Република Македонија во период 2006-2014, Народна банка на Република Македонија.

Графикон 6. Учеството на вкупните средства на финансискиот сектор во однос на БДП, по одделни земји (во %)



Извор: Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2014, НБРМ, 2015, стр.78.

Од податоците се потврдува дека степенот на финансиско посредување во домашниот финансиски сектор е меѓу пониските.

Во поглед на концентарцијата кај одделните сектори во финансискиот систем за показател се зема Херфиндаловиот индекс. Според овој индекс се констатира висока концентрација кај повеќето сектори во финансискиот систем, како што е случајот со друштвата за управување со инвестициските фондови и брокерските куќи, а особено ова е потенцирано кај штедилниците[21], што упатува на низок степен на конкуренција кај повеќето сектори во финансискиот систем.

Со оглед на предметот на истражување на трудот, во фокусот на интерес, пред сè, е пазарот на капитал. Пазарот на капитал е институционално организиран простор, на кој по прецизно утврдени правила и во точно одредено време се сретнуваат понудата и побарувачката на хартии од вредност. Преку финансиските инструменти со кои се тргува на пазарот на капитал, се мобилизира штедењето, што претставува предуслов за зголемување на квантитетот и квалитетот на инвестициите и на развојот на финансискиот систем во целина и следствено на економскиот раст. Развиениот пазар на капитал им овозможува на економските агенти алтернативен извор за финансирање на своите инвестиции, со што тие стануваат помалку зависни од банкарските кредити. Всушност, за постигнување на долгорочен развој, покрај банкарски, потребно е финансирање и од небанкарски извори. Покрај тоа, поради конкурентскиот притисок,

[21] Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2014, НБРМ, 2015, стр.78-80.

доаѓа до намалување на каматните стапки во економијата, со што се создаваат потенцијали за повисок економски раст. Всушност, финансирањето преку пазарот на капитал често може да биде поефтино отколку да се обезбедат средства преку банкарски кредити. Заемите бараат исплата на камата сè додека не се отплати долгот во целост, а финансирањето преку пазарот на капитал може и да не вклучува такви камати. На пример, компанијата може да исплати дивиденди, но тоа не е задолжително.

Добро развиените пазари на капитал генерираат многу економски бенефициии, вклучувајќи поголем раст на продуктивноста, поголеми можности за вработување, подобрување на макроекономската стабилност. Поради тоа, денес сè повеќе се настојува пазарот на капитал да се направи поатрактивен за сите економски субјекти кои имаат вишок или недостиг на капитал, т.е. да се поттикнат економските субјекти да земат активно учество на пазарот на капитал и да ги искористат неговите придобивки.

Според критериумот нови или веќе емитувани хартии од вредност, пазарот на капитал може да биде примарен и секундарен. Примарниот пазар служи за првична продажба на хартиите од вредност. Приходите од продажбата на примарниот пазар ги добива еминтентот на финансиските инструменти, со што се зголемува неговиот имот. Примарните пазари не ѝ се добро познати на јавноста, бидејќи продажбата на хартии од вредност на иницијалните купувачи, вообичаено, се одвива зад затворени врати.

На секундарниот пазар се тргува со хартии од вредност кои веќе еднаш се емитувале на примарниот пазар, односно се врши препродавање на веќе емитуваните хартии од вредност. Тука не се врши собирање на капитал за еминтентот на хартијата од вредност, туку само се менува нејзиниот сопственик. Всушност, трансакциите на секундарните пазари вклучуваат продажба од еден сопственик или кредитор на друг. Оттаму, секундарните пазари овозможуваат пренос на сопственоста на хартиите од вредност. Овие пазари имаат две значајни функции. Прво, тие овозможуваат полесно и побрзо да се продаваат финансиските инструменти, т.е. ги прават финансиските инструменти поликвидни. Зголемената ликвидност на овие инструменти ги прави поатрактивни, бидејќи инвеститорите се многу порасположени да купат хартија од вредност на примарниот пазар кога знаат дека истата можат доколку сакаат да ја препродадат на секундарниот пазар. Второ, секундарните пазари ја детерминираат цената на хартиите од вредност по која еминтентот ги продава на примарниот пазар. Инвеститорите кои купуваат хартии од вредност на примарниот пазар за нив нема да платат повеќе од цената по која тие сметаат дека би можеле да ги продадат на

секундарниот пазар. Според тоа, колку е повисока цената на хартиите од вредност на секундарниот пазар, толку повисока цена еминтентот ќе постигне за исти такви нови хартии од вредност на примарниот пазар и ќе прибере поголем финансиски капитал.

Оттука, може да заклучиме дека пазарот на капитал ги има следниве цели:

- да обезбеди капитал кој е неоходен за развој на целото општество и за просперитетот на националната економија;
- да изврши алокација на капиталот во најпродуктивните инвестициони проекти;
- да ги зголеми паричните заштеди во економијата.

Доброто функционирање на пазарот на капитал придонесува не само јакнење на националната економија, туку и на светската, глобалната економија. Пазарот на хартии од вредност е дел од пазарот на капитал кој како интегрален дел од финансискиот пазар, од институционална гледна точка претставува организирано сретнување на понудата и побарувачката на слободни долгорочни финансиски средства, односно купување и продавање на долгорочни парични средства и долгорочни хартии од вредност (ефекти). Берзата претставува организиран пазар на капитал. Таа е физички и деловно организиран простор, на кој по строго утврдени правила се тргува со хартии од вредност, пари и странски средства за плаќање. Таа е институција на финансискиот пазар, која поседува сопствен деловен простор, членство и деловни правила. Треба да се има предвид дека сите промени кои се случуваат во општеството и економијата на една земја се отсликуваат и врз работата на берзата.

Клучна функција на берзите е да обезбеди континуиран пазар на хартии од вредност, по цени кои не отстапуваат од оние по кои претходно хартиите од вредност биле продадени. Континуитетот на тргувањето е од големо значење за обезбедување на ликвидноста на берзата, но и за намалување на флуктуациите во цените на хартиите од вредност. Котацијата на берзата ѝ овозможува бесплатна реклама на компанијата, пазарно утврдување на нејзината вредност, како и полесен пристап до различни други извори на финансирање. Денес, најголемите компании во светот својот успех го постигнаа токму преку котација на берза.

Во своето работење, берзата е должна да обезбеди:

- континуиран (ликвиден) пазар;
- услови за формирање објективни пазарни цени;
- законско работење, т.е. тргување;
- заштита на интересите на учесниците;

- точен и постојан извештај за цените и количините на хартиите од вредност.

Најголемите берзи во светот се Њујоршката, Лондонската и Токиската берза на хартии од вредност. Берзата во Њујорк претставува една од најпознатите светски институции, на која се тргуваат акциите на најпознатите и најголемите американски, но и светски корпорации. Лондонската берза се вбројува во групата на најпознатите и најзначајните не само европски, туку и светски берзи. Тоа ја вбројува во групата на четирите најголеми берзи во светот и ја прави најголема берза во Европа, на која котираат акции на околу 3.000 компании на повеќе од 60 земји од светот. Токиската берза е најголема и најзначајна финансиска берза во Јапонија, но и пошироко на територијата на цела Азија и трета најголема берза во светот.

1.2. Историски осврт на досегашниот развој на Македонската берза

По политичкото и монетарно осамостојување од поранешната СФР Југославија, Р.Македонија во процесот на транзиција кон пазарна економија, меѓу другото, своите погледи ги фокусираше и кон отворање на македонското стопанство кон светските економски текови. Ова значеше и изградба на македонски пазар на капитал, кој пак директно ја иницираше потребата за институционално оформување на Македонската берза на хартии од вредност, како институција својствена за земјите со пазарна економија.

Така, во јуни 1992 година, започна со работа Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија, која врши регулирање и контрола на сите учесници во работењето со долгорочни хартии од вредност.

На 13 септември 1995 година се основаше првата ефективна берза, која на почетокот беше формирана како акционерско друштво, кое треба да работи на непрофитна основа, со основачки капитал од 1 милион германски марки. Македонската берза беше основана од 19 правни лица (13 банки, 3 осигурителни друштва и 3 штедилници). Сепак, официјален почеток на тргување е следната година, поточно на 28.3.1996[22]. Со тоа заживува еден од основните пазари во рамките на финансискиот систем, кој игра клучна улога во секоја модерна капиталистичка економија, пазарот на капитал.

[22] Македонската берза/Историја http://www.mse.mk/mk/content/22/1/2008/history, пристапено на 10.3.2016.

Мисија на Македонската берза е да обезбеди ефикасно, транспарентно и сигурно функционирање на организираниот секундарен пазар на хартии од вредност, обезбедувајќи им на сите инвеститори влез, односно излез од финансиските инструменти, по фер цена. Исто така, Македонската берза настојува да им помогне на трговските друштва да привлечат нов капитал за финансирање на нивниот развој, но и да придонесе за градење на доверба во македонскиот пазар на хартии од вредност. Нејзината визија е да се позиционира во атрактивен и препознатлив секундарен пазар на хартии од вредност во Југоисточна Европа[23].

Во 1997 година, се донесе новиот Закон за издавање и тргување со хартии од вредност[24], според кој сите трансакции со хартии од вредност во Република Македонија треба се реализираат на берзата. Оваа година берзата креираше и своја веб-страница, преку која сите заинтересирани можеа да ги добијат основните информации за берзата, како и дневните листи од тргувањето.

Во првите години берзата претставуваше пазарна инфраструктура за доприватизација на државниот капитал, како и место за консолидација на сопственичките структури. Прометот на берзата воглавно го сочинуваа блок- - трансакциите и државните аукции. На почетокот, склучувањето на трансакциите се извршуваше преку методот на континуирано наддавање и моделот придвижуван од налози. Но, од Април 2001 година се воведе електронско тргување на хартиите од вредност со помош на Берзански електронски систем на тргување БЕСТ, со што се зголеми обемот и ликвидноста во тргувањето. Преку овој систем, тргувањето се одвива далечински, така што сите брокери од своите деловни простории се поврзани електронски со централниот комјутерски систем лоциран во берзата. Од јуни 2001 година, берзата започна да работи на профитна основа, а акционер може да биде секое домашно и странско правно и физичко лице. Новитет е тоа што оваа година беше промовиран и првиот официјален берзански индекс- Македонски берзански индекс (МБИ), во чиј состав влегоа најликвидните акции на пет компании. Од јануари 2005 година беше воведен новиот Македонски берзански индекс (МБИ-10) кој го прикажува движењето на десетте најрепрезентативни компании, со чии акции се тргува на официјалниот пазар. Најголем успех Македонската берза доживува во 2006 и 2007 година. Зголемениот обем на берзанско тргување во 2006 година воглавно произлегува

[23]http://www.mse.mk/Repository/UserFiles/File/ZABERZATA/Publikacii/brosura-mse-2013.pdf, пристапено на 10.3.2016.

[24]Закон за хартии од вредност, Сл. Весник 25/2007.

од реализацијата на приватизационите процеси, кои ги зафатија поголемите македонски компании, односно влегувањето на странски портфолио- -инвестиции, кои воглавно беа од регионот. Во текот на 2006 година се приватизираше ЕСМ, а имаше и нагласена присутност на државата на пазарот на хартии од вредност. Од значење за зголемениот обем на тргување е и тоа што на домашниот пазар на хартии од вредност во улога на нови институционални инвеститори се појавија и приватни пензиски фондови. Следната 2007 година беше најуспешната година во историјата на Македонската берза. Притоа, оваа година беше остварен промет од 41,7 милијарди денари, а Македонскиот берзански индекс МБИ-10 ја достигна својата највисока вредност, пробивајќи ја границата од 10.000 индексни поени[25]. Големиот пораст на прометот се објаснува со економската и политичката стабилизација на земјата, очекувањата за прием на земјата во НАТО и приближувањата кон ЕУ, појавата на институционални инвеститори и влез на странските инвеститори. Но, следната година се случи пресврт на состојбата на Македонската берза, т.е. дојде до огромен пад на цените на акциите и на берзанскиот промет. Недобивањето на посакуваниот кандидатски статус за земја-членка на НАТО, во април 2008 година, негативно се одрази и имаше силни имликации врз очекувањата на инвеститорите на берзата, а со тоа и на нивните деловни одлуки околу инвестирањето во македонските хартии од вредност. Покрај тоа, ефектите од глобалната финансиска криза силно беа почуствувани и на Македонската берза, резултирајќи со остар пад на цените на хартиите од вредност и значително намалување на берзанското тргување. Надолната ценовна корекција на и онака преценетите акции изразена преку пад на берзанските индекси и пазарната капитализација се должеше на глобалниот надолен тренд на цените на меѓународните пазари, а пред сè, на регионалните берзи, зголемената неизвесност, лошите прогнози за идниот економски раст, како и релативно ниската ликвидност на македонскиот пазар на капитал.

И во текот на целата 2009 година на берзата беше евидентна воздржаноста кај инвеститорите, која негативно се одрази врз остварениот обем на тргување. Стабилизирањето на светската економија во 2010 година имаше свој одраз и врз македонската економија, која постепено закрепнуваше од последиците кои настанаа од светската економска криза. Спроведените мерки за постепено релаксирање на монетарната политика од страна на НБРМ, предизвикаа намалување на каматните

[25] http://www.mse.mk/mk/content/22/1/2008/history, пристапено на 10.3.2016.

стапки на благајничките записи, а тоа пак ги натера банките да ги намалат активните и пасивните каматни стапки, што резултираше со релативно нивелирање на приносите на инвестициски најсигурните вложувања со приносите на пазарот на капитал. Сепак, позитивните влијанија кои произлегуваа од постепеното закрепнување на светската економија во 2010 година, не се рефлектираа позитивно на берзата и на ниво на цени. И оваа година не се забележа значајното присуство на странските инвеститори.

Во следните години се чувствуваа последиците од должничката криза во еврозоната, што пак повторно негативно се одрази на прометот, на ценовното ниво, но беше и причина да продолжи воздржаноста на странските инвеститори на нашата берза[26].

Во последниве години актуелно е настојувањето да се оди кон склучување на меѓусебна соработка со берзите од регионов, што значи и поедноставни процедури при тргувањето со хартии од вредност и на тие берзи. Целта е да се зголеми ликвидноста на берзите, да се зголеми обемот на тргување, и да се врати довербата на инвеститорите. Во продолжение ќе ги споменеме позначајните склучени соработки и договори кои се во насока на привлекување на странски инвеститори на Македонската берза, но и поголема меѓународна визибилност на македонскиот пазар на хартии од вредност.

Македонската берза потпиша меморандуми за соработка со: Љубљанската берза (2001 година); Атинската берза (2002 година); Белградската берза (2003 година); Загребската берза (2003 година); Бугарска берза (2003 година); Албанската берза (2005 година) и Виенска берза (2006 година). Во 2007 година, се потпиша Меморандумот за партнерство меѓу берзите на Скопје, Белград, Загреб и Љубљана. Целта на партнерството е потесна соработка помеѓу овие берзи, меѓународна промоција на меѓународните издавачи на хартии од вредност, како и развој на регионален индекс, кој ќе ги следи општите ценовни движења на сите потписнички на Меморандумот, понатаму регионално, но и меѓународно претставување на определени котирани компании пред инвеститорската јавност и заедничко претставување преку регионална веб-страница. Следната година кон овој Меморандум за партнерство се приклучија и берзите од Сараево, Бања Лука и Црна Гора, а во 2015 година и Истанбулска берза[27].

[26]http://faktor.mk/2015/9/14/makedonska-berza-20-godini-od-pochetotsite-do-denes-shto-nauchivme-i-shto-n-ochekuva, пристапено на 20.3.2016.
[27]http://www.mse.mk/Repository/UserFiles/File/ZABERZATA/Publikacii/brosura-mse-2013.pdf, пристапено на 20.3.2016.

Во 2010 година Македонската, Белградската и Бугарската берза потпишаа Договор за размена на податоци од тргувањето и нивно тековно објавување на веб-страниците на трите берзи, со цел понатамошен развој на националните пазари на капитал и поттикнување на регионалните портфолио-инвеститори на трите пазари. Истата година, Македонската и Виенската берза потпишаа Договор за соработка во доменот на дистрибуција на берзански податоци. Согласно Договорот, податоците од тргувањето на Македонската берза во реално време ќе се дистрибуираат преку посебна апликација за дистрибуција на податоци, развиена од Виенската берза.Следната 2011 година се потпиша анекс кон Меморандум за партнерство помеѓу Берзите од Љубљана, Загреб, Белград и Скопје, на кој се утврдија заедничките активности, кои треба да водат кон создавање на услови и инфраструктура за реализација на прекугранични трансакции, хармонизација на критериумите за котација на најстрогиот пазарен сегмент, воспоставување на регионален примарен пазар, како и заеднички проекти за едукација во доменот на нови производи. Во 2015 година, со финансиска помош од Европската банка за обнова и развој, Македонската берза го реализирала проектот за поврзување на македонските брокери со брокерите на берзите во Загреб и Софија[28]. На овој начин се создава заедничката платформа СЕЕ Линк, преку која инвеститорите од трите земји ќе може да купуваат или продаваат акции на компании кои котираат на локалните пазари на капитал, односно се создава значаен пазар во кој понудата ја сочинуваат респектибилни речиси 400 акции и обврзници.

1.3. Анализа на состојбите и трендовите на Македонската берза

Развојот на берзата се смета за мултидимензионален концепт, кој најчесто се мери преку разиеноста на примарниот пазар, остварениот берзански промет, пазарната капитализација, ликвидноста, волатилноста, концентрацијата, интеграцијата со светските пазари на капитал, но и со степенот на правната регулација. На развојот на берзите можат да влијаат бројни фактори како што се: БДП, реалниот доход, кредитите доделени од страна на банкарскиот сектор, стапката на заштеди, странските инвестиции итн. Во понатамошниот дел од трудот се елаборираат подетално овие елементи.

[28]Извештаи за работата на Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија, различни години, Комисија за хартии од вредност.

1.3.1. Примарен пазар на хартии од вредност

Имајќи предвид дека на секундарниот пазар на капитал не се врши мобилизирање на нов капитал, туку само тргување со веќе емитирани хартии од вредност, за да може една берза да расте, да се обновува, значаен е примарниот пазар на капитал. На примарниот пазар се издаваат нови хартии од вредност, од корпорациите и од Владата, директно на инвеститорите. Овој пазар има за цел да ги трансферира финансиските заштеди обезбедувајќи ефикасна алокација на крајните корисници. Овој пазар е многу значаен и од национална перспектива, бидејќи помага во создавањето на капитал.

Примарниот пазар на капитал во Р.Македонија се карактеризира со мал број на јавни понуди на хартии од вредност. Најголем издавач на хартии од вредност е државата, врз основа на издадените структурни обврзници за денационализација и за старото девизно штедење. Континуираните државни обврзници започнаа да се емитуваат од 2005 година.

Како што на почетокот истакнавме, приватниот сектор помалку е заинтересиран да ги финансира своите активности преку пазарот на капитал, а повеќе е насочен кон финансиска помош од банките. Исто така, треба да се има предвид дека кога акционерските друштва се јавуваат како емитенти на хартии од вредност, тоа најчесто го прават преку приватна, а не преку јавна понуда.

Во Табела 2 е дадена вредноста на примарната емисија на хартиите од вредност. Врз основа на податоците може да се констатира дека во периодот 2007 -2014 година се забележува раст на примарната емисија на хартиите од вредност, така што во 2014 година споредбено со 2007 година, истата се зголемува за повеќе од 5 пати. Притоа, зголемувањето кај долгорочните државни хартии од вредност е 563 %, додека кај долгорочните недржавни хартии од вредност тоа изнесува 266 %. Ваквата состојба резултира од фактот што односот меѓу долгорочните државни хартии од вредност и долгорочните недржавни хартии од вредност во 2007 година изнесува 1.12, а во 2014 година 2,1.

Табела 2. Примарна емисија на државни и недржавни хартии од вредност (2007-2014) година (во милиони денари)

Емисии на хартии од вредност	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Долгорочни државни хартии од вредност	**2.016**	**2.284**	**1.423**	**1.848**	**1.845**	**10.466**	**12.359**	**13.362**
Континуирани обврзници	915	449	10	0	1.168	9850	11.557	12.747
Обврзници за денационализација	1.101	1.835	1.413	1.848	677	616	802	615
Долгорочни недржавни хартии од вредност	**1.728**	**3.381**	**5.395**	**3.327**	**3.531**	**10.032**	**121**	**6.325**
Корпоративни обврзници	300	653	0	0	0	0	0	0
Акции	1.428	2.728	5.395	3.327	3.531	10.032	121	6.325
Акции од банки	1.108	1.275	0	414	3.314	2.546	0	0
Акции од други финансиски институции	155	914	226	17	217	191	111	267
Акции од нефинансиски институции	164	539	5.170	2.897	0	7.295	10	6.059
Вкупно	**3.744**	**5.665**	**6.818**	**5.175**	**5.376**	**20.497**	**12.481**	**19.687**

Извор: Годишни извештаи на НБРМ за 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007.

При анализа на примарниот пазар на капитал во Р.Македонија, битен момент е одлуката за котација на Континуирана државна обврзница во 2005 година, донесена од страна на Одборот на директори на Македонската берза, бидејќи таа претставува прва класична државна обврзница. Карактеристично за првите години од изградбата на пазарот на капитал во Р. Македонија, е тоа што сите емисии на хартии од вредност беа наменети за познати купувачи, т.е. беа реализирани како приватни пласмани. Всушност, за сите емисии на хартии од вредност запишувањето и уплатата се одвиваше во седиштата на друштвата, а не на Берзата. Од значење за развој на домашниот пазар на капитал за овој период се обврзниците за денационализација, имајќи го предвид недостатокот на корпоративни обврзници и други должнички хартии од вредност.

Во 2007 година за прв пат финансиска институција издаде долгорочни обврзници по пат на јавна понуда. Станува збор за обврзницата издадена од страна на Прокредит банка АД Скопје, со купонска камата од 8,4% и со рок на достасување три години.

Од Табелата 2 може да забележиме дека вредноста на новите емисии на хартии од вредност издадени од државниот и од недржавниот сектор во 2008 година забележаа пораст во однос на 2007 година, за 51,3%, пред сè, заради зголемениот интерес на приватниот сектор за емисија на нови хартии од вредност. За разлика од 2008 година, во претходните години, најактивен издавач на долгорочни хартии од вредност беше Министерството за финансии, во име на Р. Македонија. Во 2008 година беше издадена седмата обврзница за денационализација.

И следната 2009 година, вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност се зголеми во однос на претходната година. Ова најмногу се должеше на зголемениот износ на акции издадени од нефинансиски друштва. Во 2009 година беа спроведени девет нови емисии на долгорочни хартии од вредност во вкупен износ од 6.818 милиони денари или за 20,35% во споредба со вредноста на новите емисии на хартии од вредност во 2008 година. Сепак, треба да истакнеме дека сите емисии на хартии од вредност на нефинансиските друштва беа остварени по пат на приватна понуда.

Во 2010 година, постоеше намален интерес на приватниот сектор за остварување нови емисии на акции, поради што вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност забележа намалување во однос на претходната година. Ваквата состојба на примарниот пазар се должеше на надолните ценовни движења на секундарниот пазар на капитал, намалениот обем на берзанското тргување и намалувањето на вкупниот берзански промет. Оваа година немаше нови емисии на корпоративни обврзници во Република Македонија, во најголем дел како последица на слабиот интерес на компаниите за издавање корпоративни обврзници и недостатокот на експертиза за структурирање и промовирање на овој вид хартии од вредност.

Од табелата забележуваме дека вредноста на издадените долгорочни хартии од вредност, како државни, така и недржавни, во 2011 година се задржа на приближно ниво, како и претходната година. Но, веќе следната година забележуваме значителен пораст на вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност од 5.376 милиони денари во 2011 година на 20.497 милиони денари во 2012 година. Ваквата состојба најмногу е резултат на остварените емисии на државни хартии од вредност и на зголемениот износ на акции издадени од нефинансиски друштва. Оваа година беше остварена и единаесеттата емисија на обврзници за денационализација во вкупен износ од 11 милиони евра. Сепак, треба да се има предвид дека во сите нови

емисии на акции, државата се јавуваше како единствен купувач, поради што поголемата раздвиженост на овој пазарен сегмент во 2012 година не може да се протолкува како влез на нов, „свеж“ капитал.

Во текот на 2013 година, повторно се случи намален обем на емисија на хартии од вредност на примарниот пазар. Ваквата состојба во целост се должи на намален износ на емитирани долгорочни недржавни хартии од вредност, кој изнесуваа само 121 милион денари. Оваа година беше реализирана и дванаесеттата емисија на обврзници за денационализација во вкупен износ од 13 милиони евра.

Во последната година од анализираниот период има благо позитивно раздвижување на примарниот пазар на капитал. Притоа, најголем дел од издадените долгорочни хартии од вредност се континуирани државни обврзници, а помал дел акции издадени од нефинансиски друштва.

1.3.2. Структура и движење на берзанскиот промет на Македонската берза

Во овој дел се анализира состојбата и трендовите на тргување на Македонскиот пазар на хартии од вредност, односно на Македонската берза како негов претставник преку одредени показатели (берзанскиот промет, анализа на движењето на берзанските индекси, пазарна капитализација, како и степенот на ликвидност). Најпрво го анализираме вкупниот берзански промет, но и структурата на берзанскиот промет, кој е остварен во последниве години.

Пред да преминеме кон анализа на остварениот промет по години, прво правиме појаснување на одделни видови компоненти, кои го сочинуваат берзанскиот промет.

Класичното тргување на Берзата се однесува на тргувањето со акции и обврзници и не го вклучува прометот остварен од јавните берзански аукции, пријавените блок-трансакции и јавните понуди на хартии од вредност.

Блок-трансакцијата е неконкурентна, приватно-преговарачка трансакција со утврден минимален праг на количина на акции, која се извршува далеку од отворени или електронски пазари. Блок трансакциите се склучени надвор од континуираното тргување, во билатерален договор помеѓу најмногу 30 купувачи и 30 продавачи и по јасно дефинирани правила во процедурите за тргување на Македонската берза. Овие трансакции имаат релативно голема номинална вредност (минимум 5 милиони денари) и со нив се откупува значаен дел од акционерската главнина на друштвото (минимум

10 %). Поради тоа што станува збор за големи трансакции, тие само се пријавуваат на берзата и се исклучуваат од другите трансакции за да не ги „искриват“ цените на берзата. Блок-трансакциите можат да се вршат само со акции.

Оттука, забележуваме дека класичното тргување се разликува од блок-трансакциите. Додека класичното тргување се одвива јавно, преку истакнување на сите информации и дава можност за инвестирање во конкретната акција на секој потенцијален инвеститор, блок-трансакциите најчесто се однесуваат на однапред договорени, билатерални спогодби помеѓу емитентот на хартиите од вредност и потенцијалниот инвеститор, односно зад затворени врати од јавноста.

За разлика од големите јавни понуди за коишто се потребни неколку месеци за да се подготви потребната документација, блок-трансакциите обично се одвиваат во краток временски период. Треба да се има предвид дека зголемувањето на овие трансакции, не значи и позитивна стапка на раст и зголемена ликвидност на берзата.

Јавна берзанска аукција е постапка, во која продавачот според однапред утврдени услови дава понуда за склучување на договор, со кој стекнува сопственост врз удели кои се предмет на аукцијата, при што учесниците во аукцијата, согласно правилата на аукцијата меѓусебно се надаваат за прифаќање на таа понуда. Овие аукции се одвиваат во рамките на електронскиот систем на тргување БЕСТ.

Јавната понуда на хартии од вредност е јавен повик за запишување и купување на хартии од вредност, при што издавачот изготвува Проспект, преку кој ја запознава јавноста со сите податоци и информации за неговото работење и за понудата на хартии од вредност. Со тоа се обезбедува целосна информираност на сите заинтересирани инвеститори, при донесување на одлука дали да инвестираат во понудените хартии од вредност.

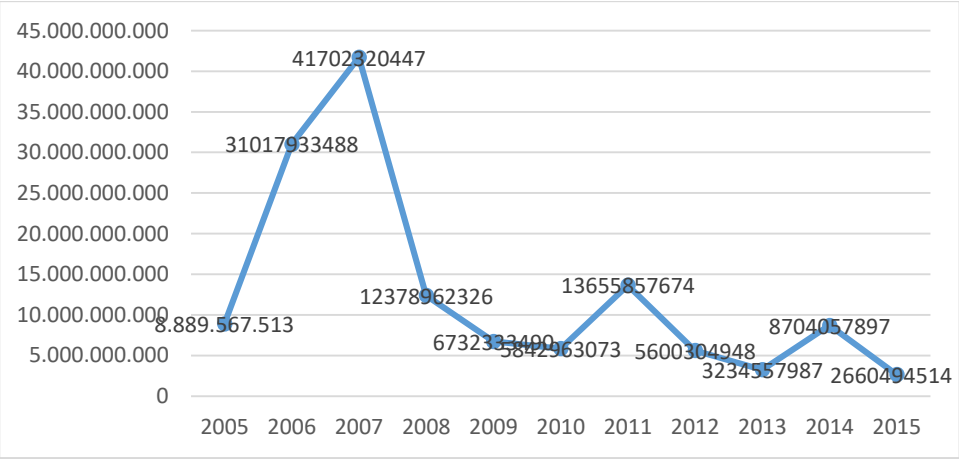
Во Табела 3 и Графикон 7 претставен е вкупниот берзански промет за период 2005-2015 година.

Табела 3. Структура на берзанскиот промет во периодот 2005-2015 година

Години на	Акции	Обврзници	Вкупно класично тргување	Блок--трансакции	Јавни берзански аукции	Јавни понуди на хартии од вредност	Вкупно промет
2005	4.625.430.914	2.076.251.501	6.701.682.415	1.744.277.253			8.889.567.513
2006	8.564.838.251	2.229.977.502	10.794.815.753	13.970.939.088			31.017.933.488
2007	28.844.638.931	1.559.840.963	30.404.479.894	11.201.514.029	96.326.524		41.702.320.447
2008	6.675.087.769	1.454.493.638	8.129.581.407	4.153.651.424	95.729.496		12.378.962.326
2009	2.794.489.319	1.304.416.395	4.098.905.714	2.609.499.924	23.927.852		6.732.333.490
2010	2.017.360.721	1.252.178.889	3.269.539.610	2.539.650.767	40.772.697		5.842.963.073
2011	2.147.134.623	1.292.461.902	3.439.596.525	8.964.076.592	321.522.557	930.662.000	13.655.857.674
2012	1.553.185.005	1.202.286.029	2.755.471.034	2.399.890.440	347.082.916	97.860.558	5.600.304.948
2013	1.394.585.615	728.185.116	2.122.770.731	819.559.599	274.712.773	17.514.884	3.234.557.987
2014	1.985.368.182	541.153.799	2.526.521.981	1.568.007.940	280.343.084	4.329.184.892	8.704.057.897
2015	1.436.513.948	645.437.041	2.081.950.989	548.522.150	15.847.214	14.174.160	2.660.494.514

Извор: Годишни извештаи за работа на Македонска берза АД Скопје за: 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 и 2014 и Годишен статистички билтен за 2015 година, Македонска берза.

Графикон 7. Вкупен берзански промет по сите основи, во периодот од 2005-2015 година



За да може подобро да го анализираме движењето на берзанскиот промет по години, во Табела 4 претставена е процентуалната промена на прометот помеѓу две години.

Табела 4. Процентуална промена на берзанскиот промет во периодот од 2005-2015 година

Година	Акции	Обврзници	Вкупно класично тргување	Блок-трансакции	Вкупно промет
2005	262,22	42,30	143,52	-66,25	6,90
2006	85,17	7,40	61,08	700,96	248,92
2007	236,78	-30,05	181,66	-19,82	34,45
2008	-76,86	-6,75	-274,01	-169,70	-70,31
2009	-58,14	-10,32	-49,58	-37,18	-45,61
2010	-27,81	-4,00	-20,23	-2,94	-13,21
2011	6,43	3,22	5,20	253,94	133,71
2012	-27,66	-6,98	-19,89	-73,23	-58,99
2013	-10,21	-39,43	-22,96	-65,85	- 42,24
2014	42,36	-25,68	19,02	91,32	169,10
2015	-27,64	19,27	-17,59	- 65,02	-69,43

Извор: Сопствени пресметки.

Преку движењето на вкупниот промет може да видиме како постепено тој се зголемувал во годините од основање на Берзата, како и да ја согледаме разликата во активноста на овој пазар во текот на економскиот бум во 2007 година, во споредба со периодот од економската криза, па сè до денес.

Првите години од работењето на Македонската берза за хартии од вредност се карактеризираа со мал промет и со релативно мало учество на акциите во вкупното тргување. Всушност, сите нови емисии на акции беа реализирани во форма на приватен пласман, наменет за познати купувачи. Најголемата берзанска транскација од основањето на берзата, беше во јануари 2001 година, кога се случи продажбата на Телеком на странски стратешки инвеститор. Со тоа, остварениот берзански промет во 2001 година го надмина вкупниот кумулативен промет на берзата од нејзиното основање. Но, доколку би се исклучила оваа трансакција, остварениот промет би бил на исто ниво, како и во 2000 година. Исто така, треба да се има превид и безбедносната криза во земјата во 2001 година, која меѓу другото предизвика намалена економска

активност, намалена ликвидност на банките, и намалена понуда на финансиски инструменти[29].

Вкупниот промет на долгорочни хартии од вредност во 2002 во однос на 2001 година и покрај намалените тензии околу безбедносната криза, забележа значаен пад. Треба да се има предвид дека високиот пад на берзанскиот промет се должеше на високата споредбена основа во 2001 година, кога се случи најголемата берзанска трансакција – продажбата на Телеком[30]. Во 2003 и во 2004 година, берзанскиот промет забележа раст од 23,5 % и 19,2%, соодветно[31].

Кон крајот на 2005 година дојде до интензивирање на тргувањето со акции кое, пред сè, беше предизвикано од најавените промени во законската регулатива, кои се однесуваат на оданочувањето на капиталната добивка. Всушност, капиталната добивка до крајот на 2005 година беше ослободена од оданочување, со цел поттикнување на развојот на пазарот на хартии од вредност. Берзанскиот промет во 2006 година се зголеми по сите основи, а особено се забележа пораст за 85,17% на прометот со акции и дури 700,96% на прометот со блок-трансакции. Најголемо учество во прометот со блок-трансакциите имаа реализираните блок-трансакции со акциите на ЕСМ АД Скопје, во вредност од 10.722.774.012 денари, што претставува 76,7% од вкупниот промет со блок-трансакции. Значаен фактор кој придонесе за пораст на прометот оваа година, беше официјалниот почеток со работа на приватните пензиски фондови, што влеа оптимизам како кај домашните, така и кај странските инвеститори дека пензиските фондови ќе бидат нови инвеститори на пазарот на хартии од вредност. Исто така, во оваа година се направи значајно усогласување на легислативата и на пазарниот амбиент, во функција на отпочнатите процеси за интеграција на земјата во ЕУ, кои произлегуваат од добиениот статус на земја- кандидат за членка.

Најуспешна година во историјата на Македонската берза беше 2007 година. Значаен фактор кој придонесе за оваа состојба е функционирањето на приватните пензиски фондови, кои оваа година забележаа позначајно пристуство на пазарот на хартии од вредност. Покрај тоа, оваа година официјално започнаа со работа првите

[29] http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_2001.PDF, пристапено 15 март, 2016.

[30]http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_2002_Finansiski_Izvestai.pdf, пристапено 15 март, 2016.

[31]http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/AI_Godisen_Izvestaj_2003.pdf. http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen%20izvestaj%20i%20Finansiki%20izvestaj%20_2004%20finalna%20sodrzina.pdf, пристапено 15 март, 2016.

инвестициони фондови во Р. Македонија. Оваа година се оствари промет од 41,7 милијарди денари. Сепак, како што може да се види од Табела 3, најголем дел од прометот се должи само на остварениот промет со акции од 28, 8 милијарди денари, што е за 236,78 % повеќе од претходната година. Најголемо учество во прометот со блок-трансакции оваа година имаше продажбата на 462.263 акции на Комерцијална банка АД Скопје, во вредност од 3.240.629.660,00 денари, реализиран преку 34 блок- -трансакции, како и блок-трансакцијата со акциите на ЕВН Македонија со остварен промет од 3.043.537.577,00 денари.

По врвот достигнат во 2007 година, следува голем пад на берзанскиот промет и трансакциите кои се реализираат на берзата. Само во 2011 и 2014 година направен е позитивен скок во берзанскиот промет. Имено, во 2008 година поради глобалната финансиска криза, се случи пресврт на Македонската берза. Оваа година имаше пад на берзанскиот промет по сите основи, а особено се забележа пад кај блок- -трансакциите и прометот со акции. По големата надолна корекција на прометот на Македонската берза во 2008 година, падот на берзанското тргување продолжи и следната 2009 година. Значителното намалување на берзанскиот промет, пред сè, беше последица на значителниот пад на прометот со акции. Дополнителен удар за ликвидноста на берзанското тргување беше и рестриктивната монетарна политика, која ја спроведуваше НБРМ во овој период, заради заштита на девизниот курс на денарот. Позитивните влијанија од постепеното закрепнување на светската економија, како и подобрувањето на економската клима во домашната економија во 2010 година, не се рефлектираа врз прометот на берзата, т.е. надолната корекција на прометот на Македонската берза продолжи и оваа година.

Во текот на 2011 година, македонската економија функционираше во состојба на постепено закрепнување од последиците од светската економска криза. Позитивно влијание имаше и благиот економски раст на развиените економии, кои се главни партнери на македонските компании. Вкупниот промет забележа годишен раст од 7.813 милиони денари или 133,7 %, но ова во најголем дел се должеше на порастот на прометот со две блок-трансакции: Скопска пивара АД Скопје, со вредност од 4.867.790.104,10 денари, и зголемување на мнозинскиот пакет на акции на „Хајнекен“ и „Кока-Кола Хеленик“. Покрај закрепнувањето на земјите од еврозоната од последиците на глобалната криза, значаен фактор за пораст на берзанскиот промет во 2011 година имаше и новата оперативна рамка на монетарната политика на Народната банка.

Всушност, НБРМ започна да спроведува експанзивна монетарна политика, којашто овозможи ослободување ликвидност во системот, со што се даде поддршка и на пазарот на капитал, преку обезбедување повисок проток на средства за задоволување на ликвидносните потреби на пазарните субјекти, преку долгорочното инвестирање. Меѓутоа, во следните две години, македонската економија забележа стагнација на растот и повторно пад на берзанскиот промет. Падот на берзанскиот промет, пред сè, се должеше на забавениот раст на повеќето земји во развој, и намалувањето на БДП на земјите од еврозоната, како и зголемената недоверба во пазарот на капитал.

Сепак, во 2014 година повторно се забележува пораст на вкупниот промет. Од Табела 4 може да се согледа дека вкупниот промет по сите основи во 2014 година беше за 169,10% повисок во споредба со 2013 година. Оваа година НБРМ водеше релаксирана монетарна политика со ограничување на понудениот износ на благајничките записи, како и намалување на активните каматни стапки на кредитите преку ноќ и на благајничките записи, со што дополнително се намалија приносите на најсигурните финаниски инструменти. Овој фактор веројатно имаше свое влијание на берзанскиот промет оваа година. Во последната година од анализата, т.е. во 2015 година, повторно се забележува пад на вкупниот берзански промет. Пораст има само кај прометот со обврзници.

1.3.3. Учеството на одделни пазарни сегменти во вкупниот берзански промет

Тргувањето со хартиите од вредност кои котираат на берзата се врши преку официјалниот и преку редовниот пазар. Официјалниот пазар претставува пазар на котирани хартии од вредност, кој нуди високо ниво на транспарентност. За високата транспарентност која ја нуди овој пазар укажува обврската која треба да ја исполнат компаниите со чии акции се тргува на овој пазарен сегмент, а таа се однесува на целосно и редовно објавување на сите ценовно чуствителни информации и податоци во јавноста. Податоците се однесуваат на нивното деловно работење, состојбата на капиталот и неговата промена, промената на финансиската состојба, како и објавување на сите финансиски извештаи. Така, компаниите имаат обврска да ги објавуваат сите ценовно чувствителни информации преку интернет-апликацијата за известување од страна на котираните друштва СЕИ-НЕТ, кои преку интернет- страницата на берзата се достапни за јавноста. Со самата котација на овој пазарен сегмент управата на

компанијата испраќа јасна порака до потенцијалните инвеститори дека е транспарентна.

За да може одредена хартија од вредност да биде воведена на официјалниот пазар и да биде предмет на купопродажба, треба да задоволи одредени општи и посебни услови, кои се дефинирани со Правилникот за котација на хартии од вредност на Македонската берза[32].

Треба да се има предвид дека на сите берзи во светот котацијата на официјалниот пазар е престиж за компаниите кои имаат добри перформанси, изградени развојни цели и држат до својот имиџ. Преку зголемената транспарентност се зголемува рејтингот на компанијата во рамките на економијата. Покрај тоа, реномето што друштвото го има стекнато на домашниот пазар му обезбедува можност за котација и на некои од странските пазари на капитал.

При котацијата на официјалниот пазар на берзата, компаниите стекнуваат и некои поволности кои се важни за нивното натамошно функционирање и развој. Така, компаниите кои котираат на берзата полесно доаѓаат до дополнителен капитал потребен за долгорочни инвестиции, што, главно, се остварува преку издавање на обврзници и емисија на сопственички акции.

На неофицијалниот, односно редовениот пазар се тргува со хартии од вредност кои немаат котација на официјалниот пазар и се карактеризираат со значително помала транспарентност.

Во Табела 5 претставено е процентуалното учество на одделни пазарни сегменти во вкупниот берзански промет.

Во првите години од основањето на Македонската берза најголем дел од остварениот промет се одвиваше на неофицијалниот пазар. Во 1998 година започна тргувањето преку блок-трансакции, со кое се обезбеди јавно и транспарентно окрупнување на сопственоста во компаниите. Всушност, тоа е нов начин на берзанско окрупнување на сопственоста во компаниите, кој обезбедува јавно и транспарентно тргување преку блок-трансакции. И во следните години најголем дел од промет се реализираше на неофицијалниот пазар, а берзата и понатаму претставуваше место на кое, главно, се вршеше концентрација на сопственоста во акционерските друштва, т.е. доминираа блок-трансакциите поврзани со приватизација на претпријатијата.

[32]http://www.mse.mk/Repository/UserFiles/File/Pravila%20za%20kotacija/Pravila_za_kotacija_19.11.2014_posledno.pdf, пристапено 15 март, 2016.

На официјалниот пазар се тргуваше само со обврзниците врз основа на старото девизно штедење. Во 2003 година има пресврт на ситуацијата, така што најголем дел

Табела 5. Процентуално учество на одделните пазарни сегменти во вкупниот берзански промет (2005-2015 година)

Година	Официјален пазар	Неофицијален пазар	Редовен пазар	Блок-трансакции	Јавни берзански аукции	Јавна понуда на ХВ
2005[33]	69,74	5,65		19,62		
2006[34]	29,58	5,22		45,04		
2007	48,15		24,76	26,86	0,23	
2008	55,61		10,06	33,55	0,77	
2009	49,28		11,60	38,76	0,36	
2010	46,39		9,56	43,35	0,70	
2011	22,03		3,16	65,64	2,35	6,82
2012	38,64		10,56	42,85	6,20	1,75
2013	57,17		8,45	25,34	8,5	0,54
2014	27,06		1,97	18,01	3,22	49,74
2015	76,11		2,14	20,62	0,60	0,53

Извор: Годишни извештаи за работа на Македонска берза АД Скопје за: 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 и 2014 и Годишен статистички билтен на Македонска берза АД Скопје за 2015 година.

од берзанскиот промет се одвива на официјалниот пазар. Истиот тренд продолжува и следната година[35]. Од горната табела може да забележиме дека во 2005 година прометот остварен на официјалниот пазар далеку го надминува прометот остварен на неофицијалниот пазар, па дури и прометот остварен по основ на блок-трансакции. Во 2006 година најголемо учество во берзанскиот промет имаа блок-трансакциите што, пред сè, се должеше на продажбата на 10.467.268 акции (или 70,1% од друштвото) на АД ЕСМ Скопје на австриската фирма ЕВН. Така, вредноста на блок-трансакциите е дури за осум пати поголема од вредноста во 2005 година.

Во 2007 година за прв пат се одржаа јавни берзански аукции. На нив се продаваа акции и удели во сопственост на ПИОМ. Од оваа година прометот на берзата се одвива на официјалниот и на редовниот пазар.

[33]Во структурата на вкупниот промет во 2006 година, остварен е и 20,11% промет на државниот сегмент и 0,05 промет по основ на други хартии од вредност.
[34]Во структурата на вкупниот промет во 2005 година, остварен е и 4,99% промет на државниот сегмент.
[35] Годишни извештаи на НБРМ за 2000, 2001, 2002, 2003 и 2004 година, НБРМ.

Редовниот пазар е вториот пазарен сегмент на Македонската берза и тој е поделен на Пазар на акционерски друштва со посебни обврски за известување[36] и Слободен пазар[37]. Прометот остварен преку Официјалниот пазар во сите години кои следат, го надминува прометот остварен на редовниот пазар. Сепак, значаен промет се остварува и преку блок-трансакциите.

Во 2008 година најголемо учество во блок-трансакции имаше продажбата на 29.449 акции на Извозно кредитна банка Скопје, во вредност од 1.437.469.253 денари, реализиран преку шест блок-трансакции, како и прометот во вредност од 1.178.666.846 денари, остварен преку една блок-трансакција на НЛБ Тутунска банка АД Скопје. Во 2009 година пак, најголемо учество во прометот со блок-трансакции имаше продажбата на Мермерен комбинат АД Прилеп, во вредност од 1.172.860.066 денари, реализиран преку една блок-трансакција. Во 2010 година, најголемо учество во прометот со блок-трансакции имаше продажбата на 3.771.720 акции на Стопанска банка АД Скопје, во вредност од 2.161.459.580 денари, реализиран преку две блок-трансакции. Во тек на овие години, на Јавните берзански аукции се продаваа акции и удели во сопственост на Фондот на ПИОМ.

Во 2011 година успешно се спроведоа првите две јавни понуди на хартии од вредност преку берзата. Првата јавна понуда се однесуваше на шестата емисија на акции на Комерцијална банка АД Скопје, а втората јавна понуда се однесуваше на втората емисија на акции на Еурохаус АД Скопје. Во текот на 2012 година, на берзата се одржаа вкупно 12 јавни берзански аукции, на коишто се понудија акции и удели во сопственост на Фондот на ПИОМ, Народна банка на Република Македонија и Агенцијата со одземен имот. Во текот на 2013 година на берзата се одржаа вкупно девет јавни берзански аукции, на коишто се понудија акции и удели во сопственост на Фондот на ПИОМ, Народна банка на Република Македонија, Министерство за финасии на Република Македонија и Агенцијата за управување со одземен имот.Во текот на 2013 година, преку берзата беше спроведена една јавна понуда на хартии од вредност, која се однесуваше на акции на издавачот ТТК банка АД Скопје. Во 2013 година, а

[36]**Пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување** (друштва поседувани од јавноста, т.е. друштва кои не се во доминантна сосптвеност на еден или двајца акционери) - е пазарниот сегмент на берзата на кој се тргува со некотираните хартии од вредност издадени од акционерски друштва со посебни обврски за известување, согласно Законот за хартии од вредност.

[37]**Слободен пазар** е пазарниот сегмент на кој се тргува со сите други хартии од вредност освен оние што се тргуваат на Официјалниот пазар и на Пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување (теоретски, сите останати акционерски друштва во Република Македонија).

особено во 2014 и 2015 година, се забележа значителен пад на прометот остварен на Редовниот пазар.

1.3.4. Ликвидноста на македонскиот пазар на капитал

Развојот на пазарот на капитал вообичаено се разгледува преку неговата големина и длабочина. Показател за големина на пазарот на капитал е пазарна капитализација во однос на бруто-домашен производ, а длабочината на пазарот на капитал која, всушност, се однесува на неговата ликвидност, се мери преку берзански промет во однос на БДП и берзански промет во однос на пазарна капитализација. Повисоки бројки од овие показатели, укажуваат на повисок развој на пазарот на капитал.

Под ликвиден, односно континуиран пазар подразбираме пазар кај кој инвеститорите во хартии од вредност можат да извршат конверзија, односно претворање на хартиите од вредност во готовина и обратно, со минимални трошоци и без загуба во време. Всушност, ликвидноста се однесува на брзината со која некоја хартија од вредност може да биде купена, продадена на пазарот, без значително да се промени нејзината цена. Така, доколку пазарот е поликвиден економските агенти можат полесно да ги претвораат своите пари во финансиски инструменти и обратно, со што им се овозможува да си ја зачуваат или да претрпат мали флуктуации на сумата на пари која ја вложиле на пазарот.Поради тоа, колку е поголема ликвидноста на пазарот на капитал толку е поголем износот на заштеди кои се канализирани преку берзата.

Со цел пазарот да биде ликвиден, мора да постои континуитет во тргувањето. За да се утврди пак, дали постои континуиран пазар на одредена хартија од вредност, потребно е најпрво да се утврди дали хартијата ги исполнува следниве услови:

- дали е мала разликата помеѓу куповната и продажната цена. Помал распон помеѓу куповната и продажната цена на хартијата од вредност значи поголема ликвидност,
- дали налозите за купување и продавање брзо се извршуваат. Овој услов се однесува на брзината со која нарачките за одредена големина на хартиите од вредност можат да се реализираат при дадена цена,
- дали често се тргува со хартијата од вредност.

Доколку се исполнети овие услови може да се каже дека станува збор за ликвидна хартија од вредност. Обезбедувањето континуиран пазар е значајно за инвеститорите на хартии од вредност, бидејќи ликвидноста им овозможува да ги држат инвестираните средства цело време, а да ги повлечат во оној момент кога ќе им затребаат. Ликвидноста е битна и за самите емитенти, бидејќи колку е повисока ликвидноста толку е помала бараната стапка на принос, односно цената на капиталот.

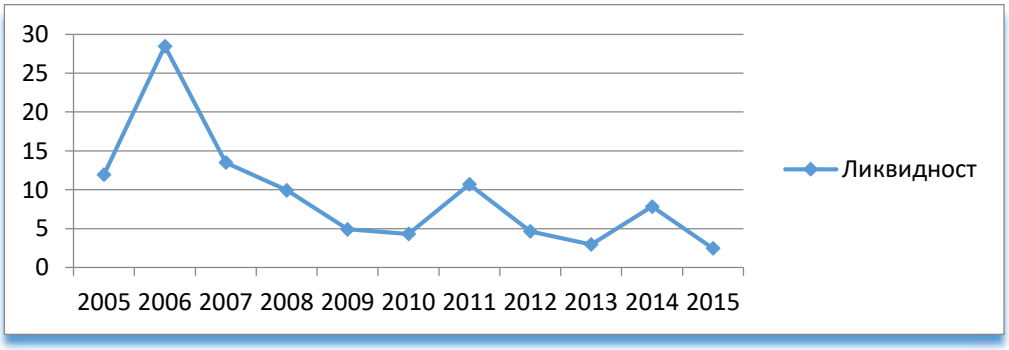
Македонската берза, перманентно настојува на сите инвеститори да им обезбеди влез, односно излез од сите финансиски инструменти со кои се тргува, по фер пазарна цена. На Табела 6 претставен е степенот на ликвидност како однос помеѓу вкупниот промет и пазарната капитализација во периодот од 2005-2015 година.

Табела 6. Степен на ликвидност, како однос помеѓу вкупниот промет и пазарната капитализација (во %) (2005-2015 година)

Година	Ликвидност
2005	11,95
2006	28,48
2007	13,49
2008	9,94
2009	4,91
2010	4,32
2011	10,7
2012	4,65
2013	2,96
2014	7,84
2015	2,47

Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од http://www.mse.mk/mk/reports.

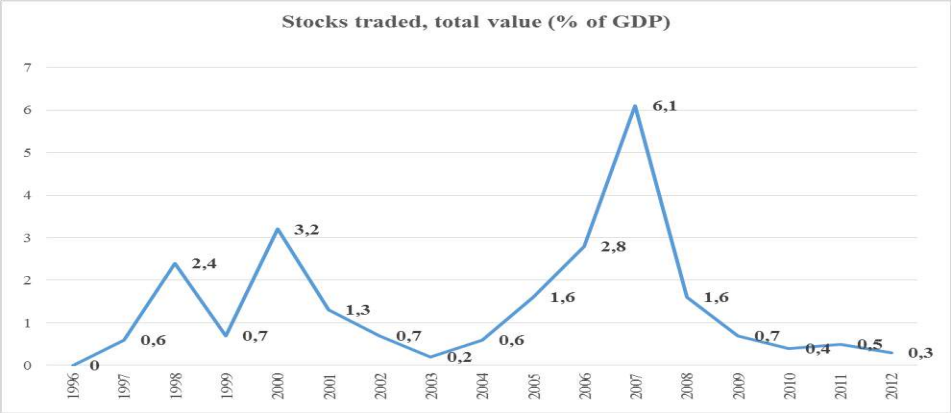
Графикон 8. Степен на ликвидност, како однос помеѓу вкупниот промет и пазарната капитализација (2005 – 2015 година)



Од табелата/графиконот можеме да забележиме дека ликвидноста на пазарот на хартии од вредност, мерена преку овој индикатор, е ниска. Сепак, треба да се има предвид дека овие показатели би биле повисоки ако се изземе ефектот од остварените блок- трансакции, коишто имаат значително влијание врз вкупниот обем на тргување. Високата застапеност на блок-трансакциите на Македонската берза, во однос на трансакциите од редовното тргување е фактор, којшто придонесува за ниската ликвидност на пазарот, со оглед на тоа дека овие трансакции се од инцидентен карактер и не се показател за ликвидноста на пазарот.

Податоците за ликвидноста на пазарот на капитал врз основа на показателот берзански промет изразен како процент од БДП се дадени во Графикон 9.

Графикон 9. Берзански промет, вкупен износ (% од БДП) во Република Македонија (1996-2012)



Source: http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/MK?display=default (Пристапено на 12.2.2016).

Врз основ на овие податоции се согледува дека берзанскиот промет на Македонската берза во периодот од 1996 до 2012 година покажува осцилации во однесувањето од пораст кон намалување. Во почетокот на анализираниот период постои благ пораст (во 1997 од 0,6% на 2,4% во 1998 година), потоа намалување на 0,7% во 1999 година, пораст од 2,5 процентни поени во 2000 година (3,2 %) и постепено намалување кое во 2003 година бележи најниска вредност од 0,2%. Трендот на пораст продолжува во 2004 до 2007 година, која е забележана како година на најголема ликвидност на пазарот на капитал на Република Македонија. Индексот на берзанскиот промет како % од БДП во 2007 година е 6,1 процент. Ова е логичен показател на состојбата на пазарот на капитал со оглед на високата пазарна

капитализација во 2007 година. Берзанскиот промет во 2007 година е зголемен од зголемениот промет на акции на официјалниот и на редовниот пазар во споредба со 2006 година. Во 2008 година берзанскиот промет се намалува на 1,6% (за 4,5 процентни поени). Трендот на намалување е евидентен и во следните години.

Покрај тоа, показател за ниската ликвидност на берзата е високото учество во прометот со десетте најтргувани хартии од вредност. Всушност, тоа ни покажува дека станува збор за пазар со релативно мала ширина, т.е. слаба понуда на хартии од вредност со различни карактеристики.Најголемата ликвидност на нашиот пазар на капитал е забележана во периодот 2005-2007 година, а особено во 2006 година. Ваквата состојба, како што напоменавме погоре се должи на повеќе активности кои се преземени во тој период, како што се спроведените реформи насочени кон унапредување на берзанското работење, ослободувањето од данокот на капитална добивка со цел да се поттикне поголема динамика во тргувањето со акции, влез на странски инвеститори, учество на двата домашни пензиски фонда во тргувањето на берзата, приватизацијата на државниот капитал, како и стабилното макроекономско окружување.

Во годините кога највеќе се чувствуваа ефектите од глобалната економска криза, стапките на ликвидност на хартиите од вредност беа многу ниски. Покрај тоа, за време на економската криза, во 2008 година, НБРМ водеше рестриктивна монетарна политика, што предизвика банките во борбата за поголема ликвидност да ги зголемат каматните стапки на штедните влогови. Ова значеше апсорбирање на значајна маса од слободните парични средства за инвестирање во банкарскиот сектор, и дополнителен удар за ликвидноста на тргувањето со хартии од вредност на берзата. Ниската ликвидност, продолжи и во следните години, со исклучок на благ пораст во 2011 и 2014 година.

Ограничената ликвидност на Македонската берза, го оневозможува лесниот излез од пазарот, што негативно влијае врз вредноста на финансискиот имот на домашните инвеститори.

1.3.5. Пазарната капитализација како показател за состојбата на македонскиот пазар на капитал

Големината на пазарот на капитал вообичаено се отсликува преку пазарната капитализација во однос на бруто-домашниот производ. Пазарната капитализација е вредноста по која инвеститорите вреднуваат едно акционерско друштво на одреден ден. Таа вредност се добива со множење на вкупниот број издадени акции и просечната цена на акциите на одреден датум. На ваков начин проценуваме колку вреди компанијата на пазарот, односно колку се капитализира. На пример, доколку компанијата X има издадено 20.000.000 акции, а нивната тековна вредност е 10 евра по акција, тогаш пазарната капитализација е 20.000.000 * 10 = 200.000.000 евра.

Во продолжение ја прикажуваме вкупната пазарна капитализација, капитализацијата на акциите и на обврзниците во нашата земја, како и процентуалната промена, за периодот од 2005-2015 година (Табела 7) .

Анализата на пазарната капитализација на акциите и на обврзниците е за периодот од 2005 до 2015 година. Од Табелата 7 може да се забележи дека во периодот од 2005 до 2007 година, постојано се зголемува вкупната пазарна капитализација. Овој пораст се должи на економскиот и финансискиот бум во Македонија, кој беше карактеристичен за тие години. Сепак, ова се должи на зголемување на пазарната капитализација на акциите, додека кај обврзниците во 2006 и 2007 година забележуваме намалување што е резултат на достасаните ануитети на обврзниците, но и на предвременио откуп на континуираната државна обврзница и Обврзницата за санација на Стопанска банка АД Скопје, што се случи во 2007 година[38].

После неколкугодишниот пораст на пазарната капитализација, таа значајно се намали во 2008 година, како резултат на последиците од глобалната економска криза. Сепак, треба да имаме предвид дека поради општата аверзија на инвеститорите за преземање ризик, намалената ликвидност и стравувањата од забавување на домашните економии, намалување на пазарната капитализација не се забележува само кај нашата берза, туку и кај речиси сите берзи во светот и секако и кај берзите во регионот.

[38] Агенцијата за санација на банки, во 1995 година, издала обврзница за санација и реконструкција на Стопанска банка АД Скопје, бидејќи таа имала висока концентрација на лошите кредити . Обврзницата имала рок на достасување од 15 години, гласела на доносител и била со месечна исплата на каматата, а годишна исплата на главницата.

Табела 7. Пазарна капитализација (во вкупен износ и како процентуална промена) за период 2005-2015 година

	Акции		Обврзници		Вкупно	
Година	Пазарна капитализација	% промена	Пазарна капитализација	%	Пазарна капитализација	% промена
2005	50.425.546.869	52,16	23.972.382.237	12,66	74.397.929.106	36,71
2006	86.482.150.528	71,50	22.436.317.815	-6,41	108.918.468.343	46,40
2007	288.765.400.791	233,90	20.309.065.558	-9,48	309.074.466.349	183,77
2008	106.290.316.076	-63,2	18.212.904.677	-10,32	124.503.220.753	-59,7
2009	122.080.076.689	14,86	14.883.330.348	-18,28	136.963.407.038	10,01
2010	122.577.939.865	0,41	12.511.677.891	-15,93	135.089.617.756	-1,37
2011	119.041.270.716	-2,89	8.563.567.068	-31,56	127.640.837.784	-5,54
2012	113.016.985.122	-5,06	7.353.535.935	-14,13	120.370.521.057	-5,67
2013	102.718.163.286	-9,11	6.616.404.276	-10,02	109.334.567.562	-9,17
2014	105.370.997.921	2,58	5.680.322.013	-14,15	111.051.319.934	1,57
2015	102.850.635.856	-2,39	4.881.457.420	-14,06	107.732.093.276	-2,99

Извор: Годишни извештаи за работа на Македонска берза АД Скопје за: 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 и 2014 и Годишен статистички билтен на Македонска берза АД Скопје за 2015 година.

Следната 2009 година, пазарната капитализација на обврзниците во однос на претходната година повторно бележи пад, но, има пораст на пазарната капитализација на акциите и пораст на вкупната пазарна капитализација. Во 2010 и 2011 година, се намали вкупната пазарна капитализација и на акциите и на обврзниците. Во однос на намалената пазарна капитализација на обврзниците треба да се имаат предвид достасаните ануитети на обврзниците за денационализација во 2010 и 2011 година и достасувањето на обврзницата за намирување на побарувањата на граѓаните по основ на депонирани девизни влогови во 2011 година. Кога станува збор за намалување на пазарната капитализација на акциите, во 2011 година, треба да се имаат предвид намалениот број друштва кои котирале на берзата оваа година во споредба со 2010 година.

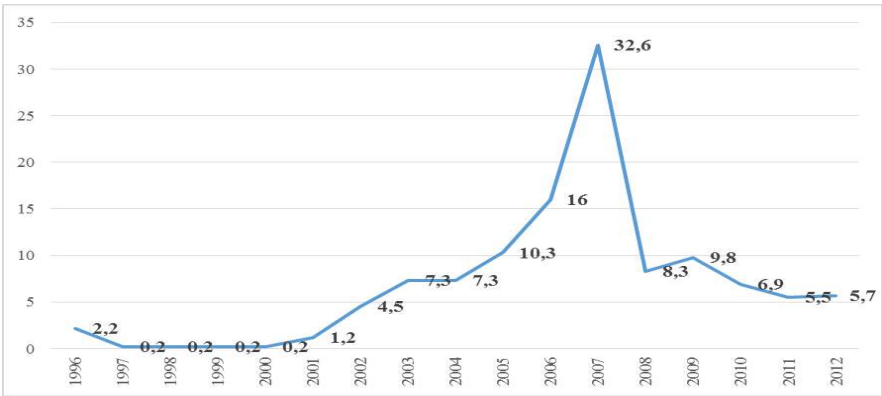
Слична беше состојбата и во 2012 година, кога пазарна капитализација се намали за 5,67% во однос на минатата година. Притоа, и оваа година треба да се имаат предвид достасаните ануитети на обврзниците за денационализација и достасувањето на обврзницата за денационализација од првата емисија. Во текот на 2012 година беше

котирана Единаесетата емисија на обврзници за денационализација издадена од Република Македонија во вкупна номинална вреност од 10 милиони евра.

Во анализата на пазарната капитализација на акциите значаен момент во 2013 година беше воведувањето на новиот пазарен потсегмент на официјалниот пазар на берзата – задолжителната котација, со што се предизвикаа значителни промени во движењата на пазарната капитализација на котираните друштва. За разлика од благиот пад на пазарната капитализација на котираните друштва во првите неколку месеци од годината, по воведувањето на задолжителната котација дојде до енормно зголемување на пазарната капитализација на котираните друштва на крајот на првата половина од годината. Овој тренд продолжи и следната 2014 година, кога пазарна капитализација на акциите забележа благ пораст, но пазарната капитализација на обврзниците се намали за 14,15% во однос на минатата година, иако бројот на котирани државни обврзници остана ист. Вкупната пазарна капитализација се зголеми за 1,57%. И во последната година од анализата, повторно забележуваме пад и на пазарната капитализација на акциите и на пазарната капитализација на обврзниците.

За анализа на развиеноста на пазарот на капитал како што и веќе беше претходно кажано порелевантен индикатор претставува пазарната капитализација изразена како процент од БДП. Во Графикон 10 се дадени вредностите на овој индикатор, но кој се однесува за акциите и тоа за период 1996 – 2012 година[39].

Графикон 10. Пазарна капитализација на домашните компании кои котираат на берзата изразена како процент од БДП во Република Македонија (1996-2012)



Source: http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/MK?display=default (Пристапено на 12.2.2016).

[39] За анализа на индикаторот пазарна капитализација како процент од БДП се зема поголема временска серија заради поголема релевантност на овој индикатор во регресиониот модел.

Индикаторот за пазарната капитализација изразена како процент од БДП во презентираните години покажува големи осцилации. Така, во 1997, 1998 и 1999 година изнесувал 0,2% од БДП. Потоа пазарната капитализација бележи пораст. Ова е резултат, пред сè, на реформите кои во Република Македонија се преземаа во овој период за развој на берзата, како и присуството на двата инвестициски фонда од вториот пензиски столб и стабилната макроекономска состојба во анализираниот период. Во овој период се случија и неколку поголеми продажби кои се реализираа на Македонската берза со приватизацијата на државните претпријатија. Посебно значајна во 2006 е приватизацијата на ЕСМ и влегувањето на ЕВН Македонија како дел од групацијата на EVN во дистрибуција и снабдување на електрична енергија во Република Македонија. Пазарната капитализација како % од реалниот БДП во Република Македонија својата најголема вредност во анализираниот период ја достигнува во 2007 година. Високиот коефициент на пазарна капитализација во 2007 година се надоврзува и на високата стапка на економски раст во истата година. Во периодот на глобалната економска и финансиска криза, поточно веќе од 2008 година пазарната капитализација како индикатор на големината на пазарот на капитал бележи нагло опаѓање. Со оваа анализа се потврдуваат наодите од претходната анализа на пазарната капитализација земена како апсолутна вредност.

1.3.6. Анализа на Македонските берзански индекси

За утврдување на динамиката на пазарот на хартии од вредност, како и за донесување заклучоци за неговото движење, како основа се користат берзанските индекси.

Берзанскиот индекс претставува просек на цените на хартиите од вредност, изразен во однос на претходно утврдена базична вредност. Всушност, берзанските индекси се индикатори на дневните промени на пазарните цени на хартиите од вредност во однос на базичниот период. Берзите во светот подготвуваат сопствени индекси, а како најстар и најпознат берзански индекс е Dow Jones Average составен од просеците на 65 компании, чии акции котираат на Њујоршката берза, потоа Nasdag во САД, TOXXAKKVVB 50, кој ја претставува средната вредност на 50 најголеми

компании на европските берзи, EURO STOXX 50, кој се однесува на 50 компани, но на подрачјето на еврозоната, Indeks FTSE Eurotop 100, кој ги претставува 100-те најкапитализирани компании во Европа, потоа TOPIX и Nikkei индексот на Токиската берза и многу други.

Од 1.11.2001 година Македонската берза АД Скопје започна со пресметката на **Македонскиот берзански индекс (МБИ)**, кој беше составен од петте најликвидни акции на Македонската берза: Алкалоид АД Скопје, Европа АД Скопје, Комерцијална банка АД Скопје, Макпетрол АД Скопје и Топлификација АД Скопје. МБИ беше ценовен, непондериран индекс, кој како прв берзански индекс во Република Македонија ја изврши својата функција на воведување на агрегатниот показател за квантифицирање на берзанските движења.

Но, со развојот на Македонската берза се наметна и потребата од воведување на нов, пондериран индекс на Македонската берза. Од тие причини на 4.1.2005 година беше воведен новиот **Македонски берзански индекс (МБИ-10)**, со чија пондерација преку пазарната капитализација се овозможува пореално прикажување на движењата на цените на Македонската берза. Тој го прикажува движењето на десетте најрепрезентативни компании, со чии акции се тргува на официјалниот пазар. Пресметувањето на МБИ-10 се врши согласно Методологијата за пресметување на Македонски берзански индекс МБИ-10. МБИ-10 се состои од најмногу 10 котирани акции на Официјалниот пазар на Македонската берза, избрани од страна на Комисијата за берзански индекс. Комисијата за берзански индекс редовно (два пати годишно) и вонредно (во случај на вонредни околности) врши усогласување на структурата на МБИ-10 со состојбата на пазарот. Неговата базична вредност е 1000 индексни поени. Во 2015 година во неговиот состав влегуваат акциите на следниве компании: Алкалоид АД Скопје, Стопанска банка АД Скопје, Гранит АД Скопје, Комерцијална банка АД Скопје, Макпетрол АД Скопје, Стопанска банка АД Битола, Македонски Телеком АД Скопје, Македонија турист АД Скопје, НЛБ Тутунска банка АД Скопје и Скопски пазар АД Скопје. Со отпочнувањето на пресметувањето на МБИ-10, Македонската берза престана да го пресметува МБИ.

Индексот на јавно поседувани друштва (МБИД) постоеше до 29.7.2013 година, кога поради воведувањето на Законот за задолжителна котација се донесе одлука да престане да се пресметува овој индекс. Всушност, со постапката на Задолжителна котација, најголемиот дел од друштвата чии акции претходно се тргуваа

на Редовниот пазар на потсегментот Пазар на акционерски друштва со посебни обврски за известување, се префрлија на новиот потсегмент на официјалниот пазар – Задолжителна котација, со што значително се намали листата на акции за формирање на индексот МБИД, при што останаа само 18 друштва со исклучително ниска ликвидност, што придонесе пресметувањето на овој индекс да ја изгуби својата вредност како показател на пазарните движења на Македонската берза .

ОМБ (Индекс на обврзници на Македонската берза) воведен на 30.6.2006 година, е индекс кој е составен од котираните обврзници на Македонската берза, со кои се тргувало најмалку 30 дена пред нивното внесување во индексот и кои имаат најмалку една година до достасувањето. Почетната вредност на ОМБ е 100 индексни поени. Тој е ценовен индекс пондериран со прометот, со ограничување дека ниту една обврзница во состав на индексот не смее да надминува 30%. Ревизија на индексот се врши два пати годишно, на 15-ти јуни и 15-ти декември.

Во продолжение се дава табеларен приказ на движењето на Македонските берзански индекси МБИ 10, ОМБ и МБИД, процентуалната промена во периодот од 2002 до 2015 година, како и достигнатата максимална, минимална и просечна вредност, за време на овој период (Табела 8).

Табела 8. Движење на Македонските берзански индекси и нивната процентуална промена во периодот 2002-2015 година

				процентуална промена		
Година	**МБИ**	**ОМБ**	**МБИД**	**МБИ**	**ОМБ**	**МБИД**
2002	1.094,70			9,5		
2003	1.178,70			7,7		
2004	1.351,63			14,7		
2005	2.292,04			69,7		
2006	3.702,54	99,06		61,54		
2007	7.740,79	105,58	8.413,56	109,07	6,58	
2008	2.096,16	107,6	2.213,89	-72,9	1,91	-73,69
2009	2.751,88	110,06	3.035,58	31,28	2,29	37,13
2010	2.278,92	116,13	2.458,58	-17,19	5,52	-19,02
2011	1.974,86	121,16	2.084,01	-13,34	4,33	-15,24
2012	1.731,18	118,61	1.734,87	-12,3	-2,1	-16,7
2013	1.738,86	124,13		0,44	4,65	
2014	1.844,20	126,15		6,06	1,63	
2015	1.833,26	128,38		-0,59	1,77	
максимална вредност	**7.740,79**	**128,38**	**8.413,56**			
минимална вредност	**1.094,70**	**99,06**	**1.734,87**			
просечна вредност	**2.400,69**	**115,686**	**3.323,42**			

Извор: Годишни извештаи за работа на Македонска берза АД Скопје за: 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 и 2014, Годишен статистички билтен на Македонска берза АД Скопје за 2015 година и Годишни извештаи на НБРМ за 2002,2003,2004 година.

По најголемиот раст, забележан во периодот пред финансиската криза, во 2007 година, кога МБИ-10, како главен репрезент на ценовните нивоа на најликвидните компании котирани на официјалниот пазар го достигна своето рекордно ниво од 7.740,79 индексни поени, во последниве осум години овој берзански индекс бележи пад, а само три пати пораст – еднаш во 2009 година, со позначајни 31,28%, 2013 година со незначителни 0,44% и 2014 со 6,06%. Силниот пад на вредностите на МБИ-10, но и на МБИД, во периодот додека овој индекс сè уште се пресметуваше, претставуваат потврда за присуство на „мечкин пазар“ на Македонската берза.

Во услови на континуирано намалување на цените на акциите дојде до делумно пренасочување на побарувачката од акции кон обврзници, кои како посигурен и поликвиден финансиски инструмент обезбедија одредена заштита на вредноста на имотот на инвеститорите. Ова доведе до постепено зголемување на учеството на прометот со обврзници во вкупниот берзански промет при едновремено намалување на учеството на тргување со акции.

Сепак, треба да имаме предевид дека Македонија во минатото нема традиција на пазарни изданија на државни обврзници. Во социјалистичкиот период, државата издавала обврзници, кои населението практично присилно ги купувало, со оглед на тоа што уписот за купување се вршел на работните места на поединците. Обврзниците вообичаено биле издавани за конкретни цели - вработување, изградба на патишта итн. Каматните стапки на обврзниците биле далеку под нивото на инфлацијата, така што тие биле длабоко обезвреднети при нивното достасување[40].

Како предмет на тргување во изминативе години најчесто се среќаваа таканаречените *структурни обврзници*, односно обврзниците за денационализација, обврзниците за старо девизно штедење, обврзници за селективни кредити. Обврзници за денационализација, се издаваат како надоместок за имот кој во периодот од 1945 до 1990 година бил национализиран од страна на државата. Обврзниците за старо девизно штедење се познати како обврзници за намирување на побарувањата на граѓаните по основ на депонираните девизни влогови. Овие обврзници беа еднократно издадени во септември 2000 година. Обврзницата за селективни кредити на НБРМ е издадена на 16

[40]Петковски, М. „Финансиски пазари и институции - второ изменето и дополнето издание“, Економски факултет, Скопје, 2009, стр. 221.

март 1995 година од страна на Република Македонија, врз основа на Законот за санација и реконструирање на дел од банките во Р. Македонија. Номиналниот износ на обврзниците за надоместување на селективни кредити на НБРМ треба да се исплати одеднаш на 1 април 2020 година и притоа не се пресметува камата.

Континуираните обврзници се класични обврзници за прибирање на потребни парични средства, а не за надоместување на определени физички и правни лица. На крајот на 2005 година, Република Македонија ја издаде својата прва континуирана обврзница. Тоа беше двегодишна обврзница со купонска стапка од 10% годишно и номинална вредност од 100 милиони денари. Меѓутоа, до ден-денес, овие обврзници не се предмет на тргување на секундарниот пазар на капитал, така што нивните купувачи мора да ги чуваат обврзниците до рокот на достасување. Тоа се должи на малите буџетски дефицити и ниските каматни стапки по кои државата ги нудеше на јавноста.

Емитувањето на корпоративни обврзници, слично, како и емисијата на општински обврзници, како алтернативен начин да се обезбеди нов капитал на фирмите е практично во сферата на сива зона. Досегашната практика се сведува на емисија на неколку обврзници, кои никогаш не се најдоа на берзата. Во 2005 година се реализираше една емисија на краткорочни обврзници во корист на странска фирма. Најновото искуство е со емисијата на обврзници од страна на Прокредит банка, со купонска стапка од 8,4%, која ја откупи Тутунска банка. Тргувањето со оваа обврзница е минимално и е ограничено помеѓу Тутунска банка и нејзиниот приватен пензиски фонд. Првата јавна понуда на корпоративни обврзници во Република Македонија беше реализирана во 2008 година, а издавач беше НЛБ Тутунска банка.

1.4. Детерминанти на прометот на Македонската берза

1.4.1. Реалната економска активност, кредитирањето и домашните заштеди, како детерминанти на берзанскиот промет

Врз степенот на развој на пазарот на капитал влијаат повеќе фактори. Во анализата предвид се зема нивото на реална економска активност, потоа банкарските кредити и бруто-домашното штедење. Во овој дел од трудот се прави само анализа на трендот на движење на овие варијабли, а во економетрискиот модел кој се дава

подоцна се истражува степенот на корелација меѓу овие варијабли и пазарот на капитал.

Нивото на реалната економска активност е една од клучните макроекономски детерминанти на тргувањето на пазарот на хартии од вредност. Притоа, врската помеѓу овие две големини, е пропорционална, бидејќи зголемената економска активност во земјата значи и зголемен обем на работа на компаниите, што доведува до позитивно, нагорно движење на берзата. Всушност, во согласност со хипотезата базирана на побарувачката, експанзијата на економијата ќе создаде нова побарувачка за финансиски услуги. Притоа, како фактори за економски раст генерално се прифатени вредоста на БДП и неговата стапка на раст.

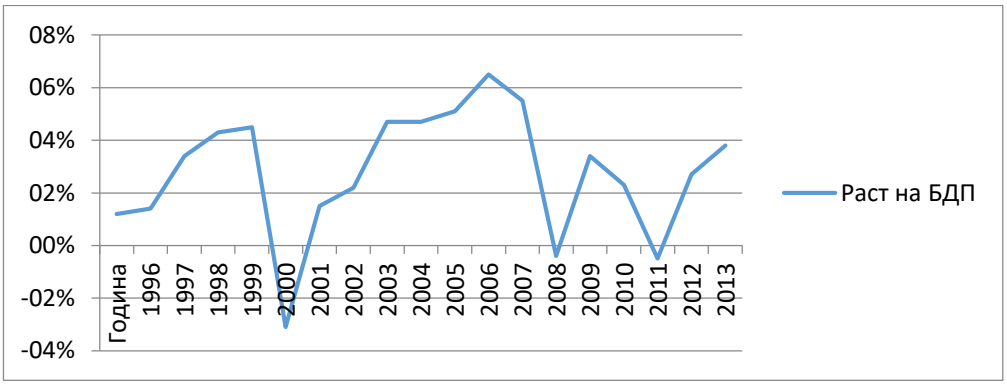
Банкарскиот сектор е значаен за развојот на берзата, бидејќи преку кредитирањето банките ги обезбедуваат инвеститорите со ликвидност. Но, сепак доколку банкарскиот сектор е многу развиен, може да има негативни последици на берзата, бидејќи берзата и банките се конкуренти во обезбедувањето на финансиски услуги. Така, развиениот банкарски сектор може да го стави во сенка пазарот на капитал и да го намали неговиот развој.

Од друга страна пак, банкарските институции се најстарите учесници на пазарот на капитал и имаат голем удел во активноста на овој финансиски сегмент. Будно го следат секое движење и случување на пазарот на капитал, бидејќи покрај тоа што расположливите средства во најголем дел ги пласираат во вид на кредити на своите клиенти, тие се значајни учесници во емисијата и пласманот на долгорочни хартии од вредност.

Домашните заштеди по дефиниција се еднакви на заштедите од домаќинствата и претпријатијата, кои како депозити се наоѓаат кај комерцијалните банки. Берзите како финансиски посредници ги насочуваат заштедите кон инвестиционите проекти. Обично, колку се поголеми заштедите, толку е поголема сумата на капиталните текови низ берзата. Имено, за да можат потенцијалните инвеститори да тргуваат на берзата, неопходно е да располагаат со одреден износ на капитал, односно заштеди, кои ќе можат да ги канализираат и на овој пазар. Доколку тие не постојат или се мали, тогаш не можеме да зборуваме за развој на пазарот на капитал. Оваа детерминанта ни кажува дека колку се поголеми заштедите на домашните субјекти, толку изгледите за развој на берза ќе бидат поголеми.

За да видиме како е движењето на погореспоменатите фактори, подолу графички ја претставуваме стапката на раст на БДП (како индикатор за стапката на економски раст), банкарските кредити доделени на приватниот сектор и бруто-домашното штедење. Тоа пак од своја страна овозможува да се направи компарација на движењето на вредностите на овие варијабли (индикатори) со трендот на движење на вкупниот берзански промет, којшто беше прикажан предходно.

Графикон 11. Стапка на економски раст (стапка на раст на БДП) (1996-2013)



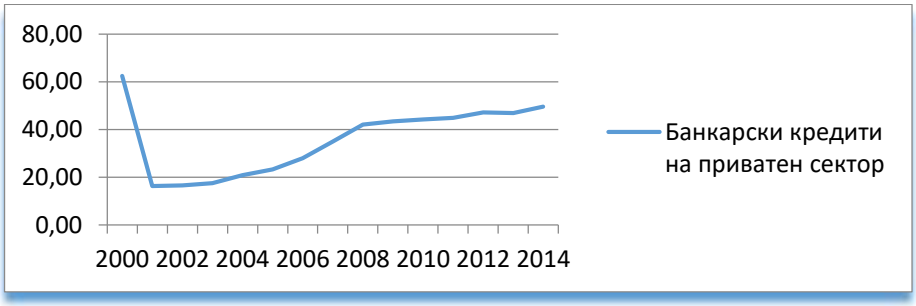
Извор:http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/MK?display=default (пристапено на 7.2.2016 година).

Од Графиконот 11 може да се согледа дека растот на БДП на Република Македонија е проследен со осцилации, но сепак просечниот раст на БДП на Република Македонија е позитивен.

Се забележува драстичен пад на овој индикатор во 2001 година, што се должи на безбедносната криза во земјата. Сепак, падот на стапката на раст на БДП не придонесе и за пад на берзанскиот промет, напротив тој во 2001 година доживеа пораст. Сепак, ова можеме да го препишеме на најголемата берзанска транскација од основањето на берзата, која се случи оваа година, продажбата на Телеком на странски инвеститор. Во периодот од 2002-2007 година стапката на раст на БДП бележи пораст, а својот врв го доживува во 2007 година. Истиот тренд го забележуваме и кај вкупниот промет остварен на Македонската берза. Во 2008, а особено во 2009 година и стапката на раст на БДП и берзанскиот промет забележуваат значителен пад, што се должи на глобалната светска економска криза. Во последните 3 години растот на БДП е генерално стабилен и условен од активирање нови производни објекти, воглавно во

зоните за развој, кои допринесуваат за зголемување на производството и извозот. Дополнителен стимул за растот на БДП во последните три години претставуваат и јавните инвестиции во инфраструктурата и градежништвото.

Графикон 12. Банкарски кредити дадени на приватниот сектор (% од БДП)



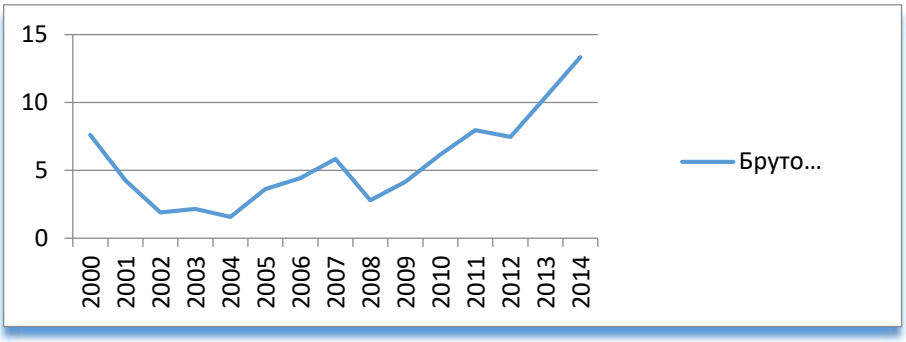
Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/MK?display=default (пристапено на 7.2.2016 година).

Доколку го анализираме Графиконот 12 кој се однесува на доделените банкарски кредити на приватниот сектор, можеме да забележиме дека после падот во 2001 година, тие во следните години бележат континуиран пораст, што не соодвествува со движењето на берзанскиот промет. Ваквата појава е разбирлива бидејќи во нашата земја банкарските производи и хартиите од вредност кои се нудат на нашата берза не претставуваат супститути едни на други. Всушност, кај нас правните лица за финансирање на своите деловни активности, покрај сопствени извори се потпираат на банкарски кредити, додека процентот на користење на пазарот на капитал, преку емисија на хартии од вредност како алтернатива за финансирање е незначителен. И покрај тоа што фирмите се жалат на високите каматни стапки на банкарските кредити, сепак, претпочитаат финансирање преку задолжување наспроти емисија на хартии од вредност. Банките кај нас сè уште се наоѓаат во монополска позиција во однос на финансирањето. Тие сè уште претставуваат најрелевантен извор на финансирање на приватниот сектор. Исто така, економските субјекти се ориентирани и кон депонирање на својот вишок на капитал во банкарските институции. Ваквата состојба, пред сè, се должи на недоволното знаење од страна на менаџментот за пазарот на капитал, сложеноста на процедурата за издавање на хартии од вредност, но и на тоа што

фирмите најчесто не сакаат да ги обелоденуваат информациите за своето работење и за финансиската состојба.

Сепак, фирмите треба да имаат предвид дека доколку котираат на Берзата, кај банките ќе бидат оценети како потранспарентни и со помал ризик, и со самата помала задолженост ќе можат истовремено, освен берзански капитал да добијат и банкарски капитал по пониска цена.

Графикон 13. Бруто-домашно штедење како % од БДП



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/MK?display=default (пристапено на 7.2.2016 година).

Од Графиконот 13 кој се однесува на бруто-домашното штедење може да забележиме дека после цикличното движење во првите години од анализата, тоа бележи пораст во периодот од 2005-2007 година. Најголемото намалување на бруто-домашното штедење е забележано во 2008 година поради глобалната економска криза која предизвика значителен пад на економската активност, а според тоа и на можноста на економските субјекти за штедење. Таков значителен пад е забележан и во 2001 година, во периодот на воениот конфликт во нашата земја. Во периодот од 2009 до 2014 година, т.е. до крајот на периодот на анализа, бруто-штедењето бележи континуиран раст. Според тоа, бруто-домашното штедење целосно не соодветствува со берзанскиот промет, особено во периодот после кризата. Ова се должи на тоа што правните, а особено физичките лица, заштедите ги пласираат во банкарски депозити, или „чуваат пари под перница“ наместо да ги вложат во инструменти на пазарот на капитал. Исто така, треба да имаме предвид дека кај нас вкупното домашно штедење е пониско од вкупните домашни инвестиции, што значи дека тоа не е доволно за финансирање на инвестициите, поради што Р. Македонија сè уште е зависна од странското штедење.

1.4.2. Дивиденден принос наспроти каматни стапки

Во овој дел анализираме уште еден од факторите кој може да влијае на берзанскиот промет - каматните стапки кои ги нудат банките за вложените средства.

Каматите на банкарските депозити во Република Македонија во изминативе неколку години се во постојан пад. Последнава година како резултат на политиката на Народна банка, која неколку пати ги намалуваше каматите на благајничките записи и референтната камата, и банките направија неколку корекции на каматите за штедење. Така, во 2015 година каматните стапки на домаќинствата на денарските депозити без валутна клаузула изнесуваа 3%, а на нефинансиските институции 2,6%. Каматните стапки на денарските депозити со валутна клаузула изнесуваа 2,6% на домаќинствата и 1,7% на нефинансиските институции. Додека каматните стапки на девизните депозити изнесуваа 1,3 на домаќинствата и 1,5 на нефинансиските институции[41].

Табела 9. Дивидендни приноси наспроти каматни стапки на депозити (во % на годишна основа)

Компанија	Дивиденден принос	Просечна цена 30.12.2015	Нето-дивиденда	Вкупна каматна стапка на депозити (денарски и девизни)
Алкалоид АД Скопје	3,88%	5.444,71	211,25	2,2
Гранит АД Скопје	3,27%	490,00	16,02	2,2
Комерцијална банка АД Скопје	/	2.295,34		2,2
Макпетрол АД Скопје	/	18.500,00		2,2
Македонија турист АД Скопје	4,83%	3.850,00	185,95	2,2
Реплек АД Скопје	8,46%	41.000,00	3,468,6	2,2
Стопанска банка АД Битола	/	1.111,38		2,2
Македонски Телеком АД Скопје	14,01%	289,84	40,6	2,2
Скопски пазар АД Скопје	1,50%	8,244,00	123,66	2,2
НЛБ Тутунска банка АД Скопје	7,34%	7.505,72	550,92	2,2

Извор: http://www.mse.mk/Repository/Reports/MK/ReportMK_10_20150101_20151231.pdf, пристапено на 20 март, 2016.

[41]http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=75861540F6B1F84DA0F0817697B49AA6, пристапено на 20 март, 2016.

Имајќи ги предвид ниските пасивни каматни стапки, нормално е штедачите да почнат да бараат алтернатива за штедење на пазарите на капитал. Треба да се има предвид дека некои од акциите кои котираат на берзата носат дивидендни приноси кои се значително повисоки од каматните стапки на банкарските депозити. Во продолжение ги претставуваме дивидендните приноси на компаниите чиишто акции го сочинуваат МБИ 10 и вкупната каматна стапка на денарските и девизните депозити (Табела 9).

Преку едноставен пример, ќе видиме дека вложувањето во акции може да биде поисплатливо отколку во банкарски депозити. Највисок дивиденден принос во 2015 година носеле акциите на Македонски Телеком АД Скопје од 14,01%. Нето-дивидендата која се исплаќа по една акција која се продавала по просечна цена од 289,84 е 40,6 денари така, доколку некое лице би купило 100 акции на Македонски Телеком во 2015 година би платило 28.984 денари, а би добило нето-дивиденда од 4.060,66 денари. Доколу сумата од 28.984 денари ја вложи во банка по каматна стапка од 2,2 би добило 637,65 денари. Но, и покрај очигледната привилегија да се инвестира на пазарот на капитал, тој сè уште „тапка во место“.

1.4.3. Цената на капитал на македонскиот пазар на капитал

Покрај дивидендниот принос, исто така значајно влијание врз донесувањето на купопродажни одлуки за пазарот на капитал има и бараната стапка на принос на инвестициите, односно цената на капиталот. За таа цел во овој дел од трудот се анализира влијанието на стапката на принос, односно цената на капиталот врз пазарот на капитал.

За утврдување на цената на капиталот на македонскиот пазар на капитал се користи МБИ 10 индексот. Индексот МБИ 10 е составен од обичните акции на најмногу 10 котирани компании, кои се избрани според критериумите на Методологијата за пресметување на МБИ 10. Македонскиот берзански индекс претставува ценовен индекс, пондериран со пазарната капитализација која се наоѓа во слободниот промет (free float), неприлагоден за дивидендните исплати, со ограничување дека на денот на ревизијата уделот на ниту една акција во составот на индексот не смее да надминува 20 проценти.

Според ревизија на Македонскиот берзански индекс спроведена на 27.12.2013 во составот на овој индекс влегуваат следниве компании:

- Алкалоид АД Скопје
- Реплек АД Скопје
- Гранит АД Скопје
- Комерцијална банка АД Скопје
- Макпетрол АД Скопје
- Стопанска банка АД Битола
- Македонски Телеком АД Скопје
- Македонија турист АД Скопје
- Топлификација АД Скопје

За пресметка на цената на капиталот се користи CAPM моделот. Врз основа на овој модел приносот, односно цената на капитал се утврдува според следната равенка:

$$E(Ri) = Rfr + \beta i(Rm - Rfr)$$

Врз основа на оваа равенка се согледува дека стапката на принос, односно цената на капиталот се утврдува врз основа на три елементи и тоа: безризичната стапка на принос (Rfr), бета коефициентот (β) и просечниот пазарен принос (односно премијата за пазарен ризик, Rm- Rfr).

Во моделот каматната стапка на државните записи на Народната банка на Република Македонија се користи како безризична стапка на принос, која во 2014 година изнесуваше 3.35%[42].

За пресметка на бета коефициентот се користи следното равенство:

$$\beta = \frac{Cov_{i,m}}{\sigma_m^2} = \frac{(Ri - \overline{Ri})(Rm - \overline{Rm})}{(Rm - \overline{Rm})^2}$$

при што:

- Covi,m е коваријанса на приносите на определена акција и приносите на пазарното портфолио (односно пазарниот индекс);

[42] www.nbrm.mk, пристапено на 5.5.2014.

- Ri – месечен принос на акција i;
- Ri – просечен принос на акција i;
- Rm – месечен принос на МБИ10;
- $\overline{Rm}$ - просечен принос на МБИ 10;
- $\sigma^2 m$ -варијанса на приносите на пазарното портфолио (пазарниот индекс).

За пресметка на коваријанса и варијансата врз основа на кои би се утврдил бета коефициентот се користат месечните приноси на пооделните акции кои влегуваат во МБИ 10, како и месечниот принос на самиот индекс МБИ 10 за периодот 31.1.2005 до 31.3.2014. Притоа, овие месечни приноси се пресметуваат врз основа на следното равенство:

$$\text{Принос} = \frac{\text{Продажна цена} - \text{куповна цена} + \text{дивиденда}}{\text{Куповна цена}}$$

Пресметаните податоци за просечниот принос на индивидуалните акции се дадени во Табела 10[43]. Исто така во оваа табела е прикажана и вредноста на коваријансата на индивидуалните акции.

Но, за да се утврди бета коефициентот потребно е да се утврди и просечниот принос на пазарниот индекс МБИ 10 кој врз основа на пресметките изнесува 1,1794 %, како и варијансата која е со вредност 1,1556. Вредноста на бета коефициентот за одделните акции вклучени во МБИ 10, се дадени во Табела 10, врз основа на кои се согледува дека бета коефициентот е најголем за компанијата Гранит АД Скопје со вредност 1,33, за компанијата Македонски Телеком неговата вредност е најмала и изнесува 0,345. Врз основа на овие податоци се согледува дека најризична е акцијата на компанијата Гранит АД Скопје, додека најмалку ризична е акцијата на компанијата Македонски Телеком. Тоа, всушност, би значело дека при промена на бета коефициентот за 1 процент, стапката на принос на компанијата Гранит АД Скопје ќе се промени за 1,33 %, додека на компанијата Македонски Телеком АД Скопје за 0,34%.

[43] Во пресметките не се земени предвид дивидендите.

Табела 10. Просечен принос, коваријанса и бета коефициент на индивидуалните акции вклучени во МБИ 10

Компанија/МБИ 10	***Просечна стапка на принос (%)*** $(\overline{Ri}, \overline{Rm})$	***Коваријанса*** $(Ri-\overline{Ri})(Rm-\overline{Rm})$	***Бета коефициент*** $(Ri-\overline{Ri})(Rm-\overline{Rm})/(Rm-\overline{Rm})^2$
Гранит АД Скопје	2,81	21,809	13,356,335
Алкалоид АД Скопје	1,50	1,5738	0,9638008
Комерцијална банка АД Скопје	0,18	0,8877	0,5436135
Реплек АД Скопје	2,4	0,6917	0,423584
Макпетрол АД Скопје	1,77	16,341	1,000,734
Стопанска банка АД Битола	0,01	0,9531	0,583666
Македонски телеком АД Скопје	0,17	0,3988	0,345089
Македонија турист АД Скопје	1,42	0,9245	0,566162
Топлификација АД Скопје	0,94	17,676	1,082,503

Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци добиени од www.mse.org.mk.

Со утврдување на сите потребни елементи се овозможува и примена на CAPM моделот којшто беше претставен погоре, врз основа на кој се утврдува цената на капиталот за компаниите вклучени во МБИ 10. Пресметаната вредност на цената на капиталот за акциите, односно на компаниите кои се вклучени во МБИ10 е дадена во Табела 11[44].

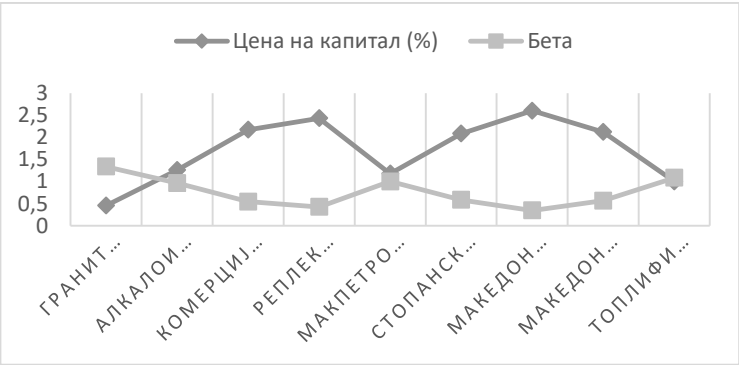
[44] Во пресметката на цената на капиталот не е земен предвид ризикот на земјата.

Табела 11. Цена на капитал на компании вклучени во МБИ 10

Компанија	**Цена на капитал (%)**
Гранит АД Скопје	0,451675
Алкалоид АД Скопје	1,258552
Комерцијална банка АД Скопје	2,170359
Реплек АД Скопје	2,430823
Макпетрол АД Скопје	1,178407
Стопанска банка АД Битола	2,083445
Македонски Телеком АД Скопје	2,601157
Македонија турист АД Скопје	2,121428
Топлификација АД Скопје	1,000968

Извор: Сопствени пресметки

Графикон 14. Бета коефициент и цена на капитал за компании вклучени во МБИ 10



Врз основа на податоците дадени во Табела 11 се согледува дека цената на капиталот е највисока за компанијата Македонски Телеком АД Скопје која изнесува

2,6%, додека најниска е за компанијата Гранит АД Скопје од 0,45 %. Тргнувајќи од ваквите податоци, се согледува дека постои обратна релација меѓу бета коефициентот и цената на капиталот, односно таа компанија која има најризична акција има и најниска цена на капитал и обратно (види Графикон 14), што е контрадикторно со економската логика на инвестирањето кое подразбира повисокиот ризик да носи и повисок принос. Ваквата состојба при утврдувањето на цената на капитал е резултат на понискиот просечен принос кој го остварува акциите во МБИ 10 кој изнесува 1,1794% од безризичниот принос, односно од приносот којшто може да се оствари од купувањето благајнички записи од 3,35%, кои како помалку ризични хартии од вредност по правило треба да имаат понизок принос од акциите кои претставуваат поризична инвестиција. Но, сепак ваквите констатации треба да се земат предвид со резерва со оглед на тоа дека во пресметките за цената на капитал не се земени предвид дивидендите, како и ризикот на земјата кои секако би ја зголемиле стапката на принос на акциите, односно цената на капитал.

Ваквите пресметки само уште еднаш ја потврдуваат констатацијата дека во Република Македонија вложувањата на пазарот на капитал, односно македонската берза не се атрактивни. Односно, купувањето на државни хартии од вредност, како и депонирањето пари во банки на самите инвеститори им овозможуваат повисоки стапки на принос, од вложувањата во акции на Македонската берза. Исто така, релативно ниската барана стапка на принос, односно цена на капитал на сопствениците на капитал, укажува и на фактот за потценетост на вредноста на акциите на Македонската берза што претставува и причина повеќе за поголем поттик за купување акции со очекување за остварување идна заработувачка од нив, при повторен раст на цената на акциите. Но, и покрај овој факт, освен за време на бумот на Македонската берза во 2007 година, вложувањата во акции остануваат и понатаму недоволно атрактивни вложувања што, пред сè, резултура од непостоењето доволно знаење кај нас за ваквиот тип на вложувања, но и непобитниот факт дека постојат алтернативи на вложувања кои се помалку ризични, а сепак овоможуваат задоволително ниво на принос.

1.4.4. Влијанието на странските директни и портфолио-инвестициите на берзанскиот промет

Во овој дел се анализира уште еден фактор кој влијае на прометот на Македонската берза – уделот на странските инвестиции во куповната и во продажната страна на берзанскиот промет. Приватните капитални текови се значајна детерминанта за развојот на берзата и за берзанскиот промет. Всушност, вкупниот берзански промет во голема мера зависи и од инвестициите од странство, така што во периодот кога се намалува учеството на странските инвеститори на берзата, се намалува и вкупниот берзански промет, и обратно. Покрај тоа, странските инвестиции доведуваат до нагорен тренд на цените на домашниот пазар на капитал.

Поради ваквите придобивки, земјите во развој и економиите во транзиција ги насочија своите напори кон либерализација на надворешно-трговската политика, девизната политика и кон развој на финансиските пазари, а сè со цел привлекување на што повеќе странски инвестиции. Покрај тоа, приливот на странски инвестиции во голема мера зависи и од институционалното и регулаторното опкружување. Така, зголемувањето на информационата и оперативната ефикасност ја зголемува довербата во локалните пазари и влијае на пораст на бројот на инвеститори.

Во продолжение се прикажува процентуалното учество на странските и на домашните инвеститори во куповната и во продажната страна на берзанскиот промет (Табела 12).

Како и другите економии во транзиција и Република Македонија уште од своето осамостојување постојано прави напори за зголемување на приливот на странски капитал преку странските инвестиции. За таа цел преземени се низа различни мерки и реформи, кои имаат за задача да ја подобрат инвестициската клима во земјава. Во периодот од осамостојувањето на нашата земја, па сè до 2000 година, не се забележани некои позначителни износи на странските инвестиции. Првите портфолио-инвестиции се остварени во 1995 година. Со оглед на фактот дека портфолио-инвестициите се реализираат со купување на хартии од вредност на берзата и тие не овозможуваат доминација во управувањето на фирмите, односно единствен мотив за купување на акциите е остварување на дивиденда, па така можеме да го разбереме слабиот интерес за овој вид на инвестиции и нивното ниско учество во вкупните инвестиции во земјава.

Табела 12. Учество на странските и на домашните инвеститори во куповната и во продажната страна на берзанскиот промет (во %)

Година	Учество на странски инвеститори		Учество на резидентни (правни и физички) инвеститори	
	Куповна страна на прометот	Продажна страна на прометот	Куповна страна на прометот	Продажна страна на прометот
2005	32,65	10,00	67.35	90
2006	34,1	9,9	65,9	89,1
2007	51,1	21,0	48,9	79
2008	33,8	38,8	66,2	61,2
2009	15,6	26,2	84,4	73,8
2010	23,1	27,9	76,9	72,1
2011	18,7	26.5	81,3	73,5
2012	10,1	20	89,9	80
2013	10	15,4	90	84,6
2014	23,4	28	76.6	72

Извор: Годишни извештаи на НБРМ за 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 и 2014 година.

И покрај политичката криза, во 2001 година, остварен е поголем прилив на странски инвестиции како резултат на продажбата на Македонски телекомуникации, ЕМО – Охрид, Скопски саем – Скопје, Жито Лукс – Скопје и други. Но, во наредните години повторно настапи пад на странските инвестиции. Овој низок тренд на движење на странските директни инвестиции е прекинат дури во 2005 година. Оваа година се случи нагласен прилив на портфолио-инвестиции во однос на минатите години. Тоа предизвика и пораст на локалната побарувачка за хартии од вредност и секако, пореално вреднување на пазарните цени. Значаен фактор кој го поттикна приливот на странски инвестиции, но и на домашни, беше започнатата реформа во пензискиот систем и очекувањето на инвеститорите за официјален почеток со работа на приватните пензиски фондови и нивно активно учество на пазарот на капитал на страната на побарувачката.

И во следната, 2006 година, се забележа зголемен прилив на странски портфолио-инвестиции, пред сè, од земјите на поранешна Југославија, што позитивно влијаеше и на локалната побарувачка на хартии од вредност. За зголемениот прилив на

странски инвеститори најголем придонес имаше Законот за хартии од вредност, кој се донесе оваа година, според кој треба да се обезбеди поголема заштита на акционерските права, поголема транспарентност и обврски на издавачите на хартии од вредност за обелоденување на финансиските извештаи.

Својот максимум странските директни инвестиции го достигнаа во 2007 година. Така, од вкупниот промет остварен на берзата оваа година 19.588.531.415 денари припаѓаат на прометот остварен од купување на хартии од вредност од страна на странски инвеститори, додека 7.313.287.684 денари се остварени преку продавање на хартии од вредност на странски инвеститори[45]. Зголемениот прилив на странски инвеститори предизвика зголемување и на локалната побарувачка на хартии од вредност, не само од правни, туку и од физички лица. Во овој контекст битно е да го истакнеме значењето на присуството на физичките резидентни лица на куповната страна на берзанскиот промет, бидејќи тие влијаат на зголемување на дисперзираноста на акционерската структура на компаниите. Сепак, треба да имаме предвид дека физичките лица може да предизвикаат поголеми осцилации на цените, поради тоа што тие важат за панични инвеститори со шпекулативен инвестициски мотив.

Глобалната финансиска криза во 2008 година, имаше големо влијание врз македонскиот пазар на хартии од вредност. Ова дотолку повеќе, што во изминатите години беше забележан прилив на странски инвестиции, а кои поради соочување со ефектите од глобалната криза во матичните земји, се воздржаа од инвестирање на македонскиот пазар на капитал. Така, просечното учество на странските инвеститори во куповната страна на берзанскиот промет значајно се намали во однос на минатата година, а се зголеми нивното учество во продажната страна на прометот. Странските инвеститори во 2008 година имаа улога на нето-продавачи на хартии од вредност, додека во 2007 година беа нето-купувачи. Ова придонесе за нето-продажба на хартии од вредност во износ од 175,5 милиони денари[46]. Нареден значаен фактор кој придонесе за ваквата состојба на пазарот на капитал е тоа што оваа година Р.Македонија не доби статус на земја-членка на НАТО Алијансата.

Ако го имаме предвид фактот дека во изминатите неколку години на македонскиот пазар на хартии од вредност беше забележан прилив на странски институционални инвеститори кои во борбата за одржување на својата ликвидност и

[45]Вкупниот промет не ја вклучува блок трансакцијата на ЕСМ, Извештај за работа на Македонската берза за 2007 година, Македонска берза АД.
[46]http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_20085.pdf, пристапено на 25 март, 2016.

солвентност беа принудени да ги продаваат претходно купените хартии можеме да заклучиме дека силниот пад на цените на акциите на Македонската берза беше диктиран од одливот на капитал врз основа на странските портфолио-инвестиции.

Трендот на масовно напуштање на берзата од страна на регионалните инвеститори придонесе добиените средства од извршените продажби на хартии од вредност да бидат главно пренасочени кон купување на странски валути и аналогно масовна продажба на домашната валута, што создаде опасност од депрецијација на девизниот курс на денарот.

Ефектите и последиците од глобалната економска криза и во 2009 година негативно се одразија на светските пазари на капитал, но и на македонскиот пазар на хартии од вредност. Поради зголемената неизвесност, проследена со низа ризици, потенцијалните инвеститори покажаа нешто понагласена претпазливост и поголем интерес за вложување на расположливите средства во помалку ризични инструменти. Во овој контекст, привлечните стапки на принос на државните записи и на депозитите кај банките во 2009 година, дополнително ја поттикнаа распределбата на расположливите средства кон овие инвестициски алтернативи.

Значителното намалување на учеството на странските инвеститори на куповната страна од берзанскиот промет, наспроти помалиот пад на нивното учество на продажната страна, услови нето-продажба на хартии од вредност од странските инвеститори во вкупен износ од 519 милиони денари[47].

И покрај тоа што светската економија во 2010 година постепено се стабилизираше, а Германија која е наш најголем извозен партнер оствари раст, бавното опоравување на македонската економија и нестабилното геополитичко окружување, во голема мера влијаеше на воздржаност на инвеститорите од вложување на Македонската берза. Слабата активност на инвеститорите на Македонската берза укажува на нивна претпазливост во преземањето ризици. И покрај благото зголемување на учеството на странските инвеститори во куповната страна на берзанскиот промет, и во 2010 година продолжи трендот на намалување на нивниот интерес за вложување во хартии од вредност на Македонската берза, што може да се види и од Табелата 12. Намалениот интерес и воздржаноста од инвестирање на Македонската берза од страна на странски инвеститори продолжи и следната 2011 година. Учеството на странските

[47]http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Godisenizvestaj2009kon0.pdf, пристапено на 25 март, 2016.

инвеститори во куповната страна на прометот оваа година беше мало, 18,7%. Домашните правни лица ја задржаа улогата на единствени нето-купувачи на хартии од вредност, со што ја зајакнаа позицијата на главни носители на долгорочното инвестирање на пазарот на капитал во Република Македонија. И оваа година, како и минатите, претпријатијата повеќе беа ориентирани кон добивање на финансиска поддршка од банките, во однос на обезбедувањето капитал преку нови емисии хартии од вредност на пазарот на капитал.

Сличен тренд продолжи и следните две години, но како резултат на должничката криза на дел од земјите од еврозоната. Со тоа може да забележиме дека интересот на странските инвеститори се намалува од година во година. Во отсуството на нето-прилив на странски портфолио-инвеститори, главни учесници на пазарот на капитал се домашните инвеститори.

Сепак, во 2014 година, просечно учество на странски инвеститори на куповната страна на прометот забележа пораст во однос на 2013 година. Ова се должеше на подобрените трендови во светската економија, благото закрепнување во ЕУ, како и на порастот на македонската економија. Сепак, учеството на странските инвеститори и на продажната страна на берзанскиот промет забележа пораст во однос на минатата година.

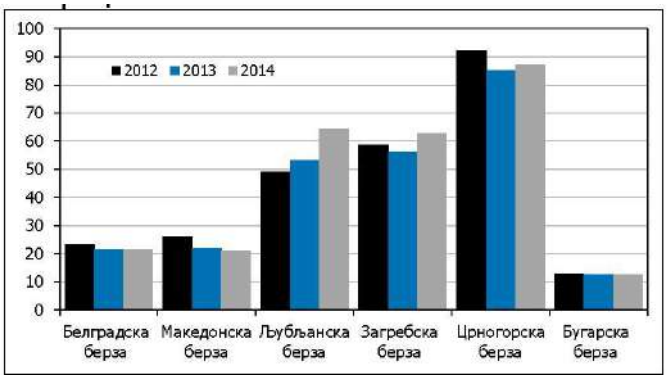
1.5. Споредбена анализа на движењата на пазарите на капитал во регионот

За да може да се добие пореална слика за развиеноста на Македонската берза на хартии од вредност, потребно е да се направи и компаративна анализа со одредени берзи во регионот. Во споредбената анализа се зема предвид учеството на вкупната пазарна капитализација во БДП кај одделни берзи во регионот, потоа движењата на индексите на соодветните берзи, како и коефициентот на корелација меѓу индексот МБИ-10 и индексите на одредени берзи од регионот.

Анализата е за период 2012, 2013 и 2014 година. Постои исклучок при анализата на движењата на индексите на соодветните берзи каде земени се предвид 2013 и 2014 година и првиот квартал од 2015 година и тоа врз база на месечни податоци (како базна година се зема 2008 година).

Во Графикон 15 е дадено учеството на вкупната пазарна капитализација во БДП на македонската и на останатите берзи од регионот.

Графикон 15. Учество на вкупната пазарна капитализација на регионалните берзи во БДП (во %)

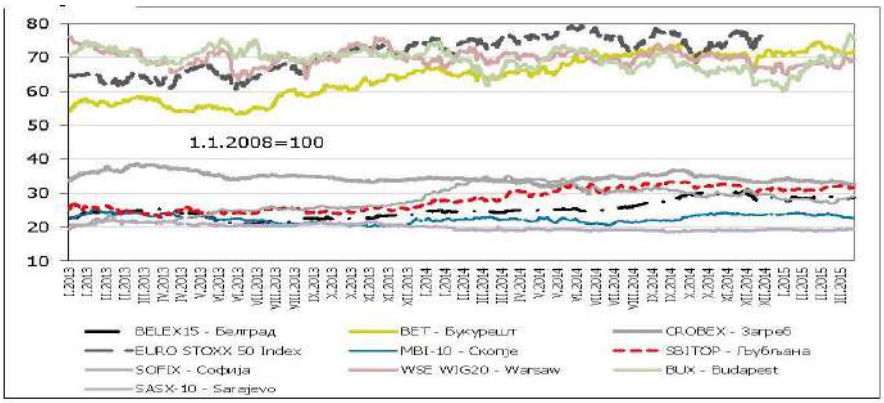


Извор: Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2014, НБРМ, 2015, стр, 150.

Врз основа на податоците од Графикон 15 се забележува дека учеството на пазарната капитализација во БДП на Македонската берза е помала во однос на другите берзи во регионот, освен во однос на Бугарската берза кај која учеството на пазарната капитализација во БДП е на пониско ниво во споредба со другите берзи во регионот.

Иако периодот на анализа е релативно краток за согледување на движењата на индексите на одделните берзи, врз основа на податоците од Графиконот 16 може да се констатира дека вредноста на индексот на Македонската берза МБИ-10 споредбено со останатите индекси е меѓу најниските, единствено помала вредност има индексот на Сараевската берза, што повторно укажува на ниското ниво на развиеност на пазарот на капитал кај нас.

Графикон 16. Движењата на индексите на одбрани регионални берзи



Извор: Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2014, НБРМ, 2015, стр, 150.

Табела 13. Коефициентот на корелација на МБИ-10 со индекси на берзите од регионот за период 2012- 2014

	МБИ - 10 Скопје		
Берзански индекс	**2012**	**2013**	**2014**
BELEX15 - Белград	60,9	57,1	69,6
BET - Букурешт	41,9	-64,8	5,5
CROBEX - Загреб	36,2	83,1	-4,6
EURO STOXX 50 Index	-20,7	-76,3	-31,9
SBITOP - Љубљана	0,8	-14,9	10,5
SOFIX - Софија	-53,2	-87,3	-25,5
WSE WIG20 - Варшава	-41,2	-6,3	-12,8
BUX - Будимпешта	12,4	18,9	-52,1
SASX-10 – Сараево	42,6	45,4	-24,2

Извор: Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2014, НБРМ, 2015, стр, 147.

Неповолната состојба во која се наоѓа Македонската берза за хартии од вредност се потврдува и преку анализата на степенот на корелација на индексот на Македонската берза со индексите на одредени берзи од регионот (види Табела 13).

Како што може да се види од Табела 13 во овој тригодишен период на анализа се зголемува бројот на берзи со кои МБИ 10 индексот има негативна корелација, односно ако во 2012 година МБИ-10 индексот е во негативна корелација со индексите на три берзи во регионот, во 2014 година тој број се зголемува на 6 берзи. Со ова се потврдува уште еднаш претходно дадената констатација за неповолните движења и состојби на Македонската берза.

2. ПРАВНА ПОСТАВЕНОСТ И КАРАКТЕРИСТИКИ НА ПАЗАРОТ НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

2.1. Правна рамка за хартиите од вредност во Република Македонија

Од времето на започнувањето на приватизацијата (1991 година), Република Македонија вложува големи напори со цел да се создаде соодветен амбиент за работењето на деловните субјекти. Се чини дека во еден релативно кус временски

период од дваесеттина години, е постигнат значаен напредок во однос на креирањето правна рамка, која на деловните субјекти треба да им овозможи да се реорганизираат, консолидираат и да ја зголемат својата конкурентност за натпреварот на домашниот и на странските пазари. Во рамките на овие напори, а со крајна цел пазарно ориентирано стопанство, беше создавана и правната рамка за пазарот на капитал. Според мислењата на домашните и странските експерти, правната рамка за хартиите од вредност (ХВ) во висок степен е усогласена со соодветната регулатива во Европската унија, а во неа се вградени и принципи и стандарди прифатени и во поширокиме ѓународни рамки[48]. Основен закон со кој се уредува работењето со хартии од вредност во Република Македонија е Законот за хартии од вредност. Покрај Законот за хартии од вредност (во понатамошниот текст: ЗХВ), правната рамка во областа на хартиите од вредност во Македонија ја сочинуваат и Законот за преземање на акционерските друштва (во понатамошниот текст ЗПАД), Законот за инвестициски фондови (во понатамошниот текст ЗИФ), како и Законот за трговски друштва, Законот за банки, Законот за девизно работење, Законот за спречување на перење на пари и други приноси од казниво дело, регулативата од областа на оданочувањето на хартии од вредност и др. Законот за хартии од вредност датира од ноември 2005 година и на повеќе наврати е менуван. Законот е хармонизиран со релевантните директиви на Европската унија, како и со стандардите и принципите на Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност (IOSCO), во којашто од 1994 година полноправна членка е и македонската Комисија за хартии од вредност[49]. Со Законот за хартии од вредност се уредуваат: - начинот и условите на издавање и тргување со хартии од вредност; - начинот и условите за регистрирање на хартиите од вредност, утврдување и порамнување на трговските трансакции и нетрговските преноси со хартии од вредност, како и ограничувањата на правата од сопственоста на хартиите од вредност; - начинот и условите за функционирање на пазарот на хартии од вредност и на овластените учесници на пазарот[50]. Законот за хартии од вредност се темели на принципите на законитост, транспарентност, недискриминација, конкуренција, заштита на

[48] Беличанец, Т. : Банки, инвестициски фондови, берзи, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“- Скопје, Правен факултет- Скопје, 2010, стр. 23.

[49]Прирачник за обука и полагање на стручен испит за работа со хартии од вредност, Комисија за хартии од вредност, Скопје, 2015 год, стр. 27.

[50]Закон за хартии од вредност *(неофицијален пречистен текст)* (Службен весник на РМ бр.95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010,135/2011, 13/2013, 188/2013, 43/2014, 15/2015, 154/2015 и 192/2015).

сопствениците на ХВ и инвеститорите, зајакнување и зголемување на правната сигурност и стабилност на пазарот на ХВ во целина.

Уште на самиот почеток по определувањето на предметот на уредување на законот дадени се и дефинициите на одделните поими кои се употребуваат низ текстот на законот. За да се олесни читањето на законот и да се избегне двосмислената и/или неусогласената употреба на терминологијата, овој дел вклучува важни термини кои редовно се користат во законот и клучно е нивното значењето да биде конзистентно. Терминологијата употребена во законот е усогласена со веќе усвоените термини во секојдневното функционирање на пазарот на ХВ во Република Македонија, како и со поимите кои се употребуваат во развиените пазари на ХВ.

2.3. Издавање, понуда и продажба на хартии од вредност

Овој дел се однесува на постапките и активностите кои треба да се преземат во однос на издавањето, понудата и продажбата на ХВ. Имено, се дефинира и регулира кој може да издава ХВ, во каква форма се издаваат ХВ, постапките при јавната понуда (барањето на одобрение за издавање, документацијата која се поднесува, органот кој го разгледува барањето и поднесената документација, рок во кој се одлучува, постапката за запишување и уплата на ХВ и реализацијата и (не)успешноста на јавната понуда), приватната понуда, откупот на сопствени акции, како и исклучоците од давање на одобрение за издавање на ХВ. Оттука, битно е да се знае дека во Република Македонија, хартии од вредност можат да издаваат: Министерството за финансии во името на РМ, Народната банка на РМ, општините и градот Скопје, акционерските друштва и командитните друштва со акции и други домашни и странски правни лица. Карактеристично е што хартиите од вредност се издаваат и водат во дематеријализирана форма. Хартиите од вредност имаат номинална вредност, која може да биде изразена во денари или во странска валута. Без оглед како е изразена номиналната вредност, трговските трансакции во Република Македонија се извршуваат во денари[51]. Издавањето на хартии од вредност на примарниот пазар, вклучувајќи ја и продажбата на сопствените акции се врши по претходно добиено одобрение од страна

[51]Прирачник за обука и полагање на стручен испит за работа со хартии од вредност, Комисија за хартии од вредност, Скопје, 2015 год, стр.29.

на Комисијата, освен во исклучителни случаи утврдени со законот. Издавањето на хартии од вредност може да биде по пат на јавна или приватна понуда.

а) Јавна понуда

Издавањето, понудата и продажбата на хартии од вредност по пат на јавна понуда се врши по претходно добиено одобрение од Комисијата на барање од издавачот. Одобрение од Комисијата за издавање на хартии од вредност не е потребно за издавање на хартии од вредност по пат на јавна или приватна понуда, чијшто вкупен износ не изнесува повеќе од 25.000 евра во денарска противвредност.

Комисијата врз основа на целокупната документација предвидена со законот, донесува решение за одобрување или одбивање на барањето за издавање на хартии од вредност по пат на јавна понуда во рок од 60 календарски дена сметано од денот на доставување на барањето до Комисијата. Издавачот е должен да ја започне постапката на запишување и уплата на понудените хартии од вредност во рок од 30 календарски дена од денот на приемот на одобрението од Комисијата. Рокот за реализација на јавната понуда не може да биде подолг од 12 месеца од денот на започнувањето на запишувањето и уплатата на хартиите од вредност[52].

Јавната понуда на хартии од вредност се смета за успешно завршена ако во утврдениот рокот со законот најмалку 60% од хартиите од вредност понудени во Проспектот се запишани и уплатени, освен ако издавачот во Проспектот не предвидел повисок процент на запишување и уплата на хартии од вредност за емисијата да се смета за успешна. По завршувањето на јавната понуда, сите хартии од вредност кои не се уплатени не може да бидат предмет на продажба. После успешното завршување на јавната понуда на хартии од вредност, издавачот ги регистрира хартиите од вредност кај овластен депозитар.

б) Приватна понуда

Приватна понуда е понуда за запишување и уплаќање на хартии од вредност која е упатена на не повеќе од 20 лица поединечно именувани во актот за издавање на хартии од вредност кои не се акционери во акционерското друштво и кои не се

[52]Ibid.

поврзани лица со акционерите во акционерското друштво, освен ако со друг закон поинаку не е регулирано или ако обврската за акционерот да го зголеми учеството во основната главнина е на барање на орган или институција надлежен за надзор или супервизија на работењето на акционерските друштва врз основа на ЗХВ или друг закон и:

- која е упатена само на институционални инвеститори,
- во случај на зголемување на основната главнина од средства на друштвото,
- во случај на условно зголемување на основната главнина и
- во случај на заем што се трансформира во влог во друштвото во постапка на зголемување на основната главнина на друштвото кога заемот е даден од страна на единствениот акционер на друштвото. Комисијата во рок од 15 календарски дена донесува решение со кое го одобрува или одбива барањето за приватна понуда, сметано од денот на доставување на барањето. Издавачот може да изврши приватна понуда на хартии од вредност, согласно со одредбите на ЗХВ, по еден ист основ најмногу еднаш во текот на една календарска година.

2.4. Депозитар за хартии од вредност, регистрирање на хартии од вредност, нетрговски преноси

За регистрирање на хартиите од вредност, порамнување на трговските трансакции и вршење на нетрговски преноси со хартии од вредност се основа депозитар за хартии од вредност. Депозитарот функционира како саморегулирачка организација. Функции на депозитарот се: а) регистрирање на издавањето и преносот на хартиите од вредност во Република Македонија како електронски запис (водење регистар на хартии од вредност); б) давање меѓународен број за идентификација на хартиите од вредност (ИСИН) за сите емисии на хартии од вредност; в) запишување на сопствениците на хартии од вредност; г) порамнување на трговските трансакции според принципот испорака наспроти плаќање; д) вршење на нетрговските преноси; ѓ) овозможување услови за позајмување на хартиите од вредност; е) следење на финансиската состојба на неговите членки, со цел управување со ризикот поврзан со можно непорамнување на трговските трансакции и ж) вршење дополнителни услуги за

издавачите на хартии од вредност[53]. Депозитарот во име на издавачите на хартии од вредност, може да ги врши и следниве дополнителни услуги: а) доставување на ажуриран список на сите постојни сопственици на хартии од вредност издадени од тој издавач и б) вршење на други услуги во врска со издадените хартии од вредност како што се пресметка и исплата на дивиденда и/или камата, известување за собранија на акционерите и слично. Депозитар се основа како акционерско друштво со седиште во Република Македонија, согласно со Законот за трговските друштва и ЗХВ. Функции на депозитар на хартии од вредност, согласно со ЗХВ, не може да врши правно лице кое не добило дозвола за основање на депозитар од Комисијата. Основачи на депозитар можат да бидат: брокерски куќи, банки, осигурителни друштва или друштва за управување со фондови. Депозитарот мора во секое време да поседува и одржува основна главнина во износ од најмалку 500.000 евра во денарска противвредност пресметана по средниот курс на Народната банка на Република Македонија, започнувајќи од датумот на добивање на дозволата за основање на депозитар. Акционери во депозитарот можат да бидат единствено брокерски куќи, банки, осигурителни друштва или друштва за управување со фондови. Само овластените учесници на пазарот на хартии од вредност кои се регистрирани во трговскиот регистар можат да бидат членки на депозитарот. Членка на депозитарот не мора да биде и акционер на депозитарот. Депозитарот е должен да бара согласност од Комисијата за: а) статутот и сите негови изменувања и дополнувања; б) донесување на правилата за работа, правилата за членство, правилата за однесување и дисциплина и правилата за арбитража и сите нивни измени и дополнувања; в) тарифата и сите нејзини измени и дополнувања и г) донесување на акти за различни начини на поврзување или спојување со други депозитари. Комисијата, исто така дава согласност за именување директор на депозитарот. Сите хартии од вредност издадени во Република Македонија се регистрираат во депозитар како електронски запис. Хартиите од вредност во депозитарот гласат на име на сопственикот на хартијата од вредност. Правата на сопственост на хартиите од вредност настануваат со запишувањето на хартијата од вредност на сметка на сопственикот во депозитарот и се пренесуваат со запишување на хартијата од вредност на сметката на новиот сопственик во депозитарот. Во тој контекст битно е да се напомене дека, правата од хартијата од вредност се стекнуваат,

[53]Закон за хартии од вредност *(неофицијален пречистен текст)* (Службен весник на РМ бр.95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010,135/2011, 13/2013, 188/2013, 43/2014, 15/2015, 154/2015 и 192/2015).

ограничуваат или пренесуваат со соодветното запишување на сметките на хартии од вредност во депозитарот, освен ако со закон поинаку не е утврдено. Секој сопственик на хартии од вредност не смее да има повеќе од една сопственичка сметка на хартии од вредност кај еден ист депозитар. Освен сопственички сметки, во депозитар може да биде отворена сметка на хартии од вредност која гласи на овластен учесник на пазарот на хартии од вредност или на друго лице кое ја отвора сметката во свое име, а за сметка на трето лице, и тоа како: застапничка сметка, портфолио-сметка, старателска сметка и збирна сметка[54]. Во депозитарот се евидентираат сите трговски и нетрговски преноси кои се прават со хартиите од вредност во РМ. Како дозволени нетрговски преноси предвидени со ЗХВ се: 1) договор за подарок; 2) реализација на договор за залог на хартии од вредност; 3) наследство и 4) судска одлука. Порамнувањето на сите трговски трансакции со хартии од вредност се врши во депозитар. Депозитарот може да врши порамнување на трговски трансакции кои се склучени на овластени берзи и на пазари на краткорочни хартии од вредност регулирани од страна на Народната банка на Република Македонија. Во РМ прифатен е принципот на порамнување „Испорака наспроти плаќање“. Имено, тоа значи дека обврските за пренос на хартиите од вредност, настанати врз основа на трговските трансакции, се намируваат со истовремена промена на правото на сопственост на хартијата од вредност од сметката на продавачот на сметката на купувачот и уплата на паричниот износ за купените хартии од вредност. Порамнувањето на трговските трансакции со хартии од вредност може да се врши веднаш, но не подоцна од три работни дена од денот на склучувањето на трансакцијата. Депозитарот врши надзор врз порамнувањето на трговските трансакции на неговите членки, со цел откривање на евентуално непочитување на актите на депозитарот или други прекршоци од страна на членките на депозитарот.

2.5. Тргување со хартии од вредност – Берза

Во Република Македонија постои обврска сите трговски трансакции да се одвиваат преку организиран пазар за ХВ, т.е. Берза, секако овластена од страна на КХВ. Купопродажните трансакции кои не се реализирани преку овластена берза се ништовни. Самиот факт што берзата како институција на пазарот на хартии од

[54]Ibid.

вредност во Република Македонија е со подолга традиција се одразува и на соодветното законско третирање на нејзиното работење гледано од повеќе аспекти. Законот за хартии од вредност е на линија на зајакнување на институционалната поставеност на берзата на пазарот на хартии од вредност. Во таа смисла, слично како кај депозитарот и берзата експлицитно добива статус на саморегулирачка организација која донесува правила за однесување и дисциплина, со цел спроведување на сопствените акти[55].

Заради засилување на саморегулирачкиот карактер на организацијата, со законот се воведува и обврска за воведување на независни членови (1/3) во органите на управување, кои не се вработени во берзата или поврзани со кој било акционер, членка на берзата или друго правно лице кое е овластен учесник на пазарот на хартии од вредност. Исто така, законот ги дефинира и регулира основањето (дозволата за основање, бидејќи може да се основаат повеќе берзи), функциите на берзата, кој може да биде акционер во берзата, органите на управување, интерните акти, правилата за работа, тргувањето со ХВ, условите и ограничувањата во однос на котацијата на берзата, надзорот над работењето на берзата, извештаите и програмата за работа кои се поднесуваат до КХВ[56]. Во овој дел значајно е да се нагласат и други аспекти. Берзата се основа како акционерско друштво со седиште во Република Македонија.Таа може да се основа од страна на домашни и странски, правни и физички лица. Правни и физички лица и со нив поврзаните лица можат да стекнат квалификувано учество на акции само во една берза. Акционер во берза може да ги продава своите акции на кое било правно или физичко лице. Само овластени учесници на пазарот на хартии од вредност кои се регистрирани во трговскиот регистар можат да бидат членки на берза. Берзата мора во секое време да поседува и одржува основна главнина во износ од најмалку 500.000 евра во денарска противвредност, пресметана по средниот курс на Народната банка на Република Македонија, започнувајќи од датумот на стекнување на дозволата за основање на берза.

Берзата на хартии од вредност во рамките на своето работење обезбедува: а) собирање на понуди за купување и продавање на хартии од вредност; б) пазарно формирање на цените на хартиите од вредност со кои се тргува на берзата; в)

[55]Петковски, М.: Финансиски пазари и институции –второ изменето и дополнето издание, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски факултет – Скопје, 2009, Скопје, стр. 133.
[56] Беличанец, Т. , цитиран труд, стр. 87.

склучување на трговски трансакции со хартиите од вредност; г) утврдување и известување за склучените трговски трансакции со хартии од вредност; д) почитување на правилата и стандардите на берзата, ЗХВ и правилниците донесени врз основа на ЗХВ од страна на членките на берзата; ѓ) заштита на интересите на инвеститорите во хартии од вредност; е) прием на хартиите од вредност за тргување на берзата, вклучувајќи го котирањето на хартии од вредност и ж) информирање на јавноста за прашањата значајни за работењето на берзата.

Како што беше и претходно споменато битно е да се напомене дека берзата на хартии од вредност донесува правила за тргување. Со правилата за тргување поблиску се уредува следното: а) начинот и постапката на тргување со хартиите од вредност на берзата; б) начинот и постапката на утврдување на трговските трансакции со хартии од вредност склучени на берзата и преносот на информациите потребни за непречено извршување на порамнувањето на берзанските трансакции; в) начинот и постапката во случаи кога берзата привремено или трајно го прекинува тргувањето со определена хартија од вредност заради спречување на манипулативни дејствија и г) други прашања значајни за работата на берзата. Со цел разрешување на споровите меѓу членките, членките и нивните клиенти на правичен, ефикасен и чесен начин, Берзата донесува правила за арбитража. Евентуалните спорови меѓу членките на берзата задолжително се решаваат преку арбитража, а по барање на клиентите и споровите меѓу членките и нивните клиенти се решаваат преку арбитража.

Берзата е должна од Комисијата да бара согласност за: а) статутот и сите негови изменувања и дополнувања; б) правилата за членство, правилата за тргување, правилата за котација, правилата за арбитража, правилата за однесување и дисциплина и сите нивни измени и дополнувања; в) тарифата и сите нејзини измени и дополнувања и г) различните форми за поврзување и спојување со други берзи [57]. Исто така, Комисијата дава согласност за именување директор на берзата на барање на берзата. Во однос на документацијата која се однесува на тргувањето, би се потенцирало дека истата во оригинал се чува најмалку пет години и на соодветни електронски медиуми. Врз целокупното работење на берзата, како и на нејзините членки, Комисијата врши надзор. Комисијата својата контролна функција ја обавува и преку извештаите кои берзата има обврска да ги достави до Комисијата. Согласно ЗХВ, берзата до

[57]Закон за хартии од вредност *(неофицијален пречистен текст)* (Службен весник на РМ бр.95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010,135/2011, 13/2013, 188/2013, 43/2014, 15/2015, 154/2015 и 192/2015).

Комисијата, доставува дневни, неделни, месечни и годишни извештаи за своето работење.

Според Законот за хартии од вредност, овластен учесник на пазарот на хартии од вредност е секое физичко или правно лице вклучено во работењето на пазарот на хартии од вредност, кое има добиено соодветна дозвола од КХВ, вклучувајќи депозитари, берзи, банки, брокерски куќи, брокери и инвестициони советници. Со Законот за хартии од вредност е овозможено под определени законски услови отворање на подружница на странска брокерска куќа во Република Македонија. Според тоа, се дозволува странска брокерска куќа која е овластена да ги врши сите или некои од услугите со хартиите од вредност во која било од земјите членки на Организацијата за економска соработка и развој (ОЕЦД), да може да ги врши истите услуги на територијата на Република Македонија преку своја подружница која има дозвола за работење добиена од КХВ. Освен отворање на подружница на странска брокерска куќа, законот дозволува и отворање на експозитури на домашните брокерски куќи на територијата на Република Македонија. Во поглед на оперативното работење на брокерските куќи, а заради поголема транспарентност и поголема ефикасност во работењето со клиентите, битно е да се спомене дека во законот има низа одредби кон кои треба при своето работење да се придржуваат брокерските куќи, како на пример: заштита на интересот на клиентот, решавањето на судир на интереси, водењето на книгата на налози, известувања на клиентите и други. Во Законот за хартии од вредност е нормирна и постапката за престанокот на брокерските куќи преку посебна постапка за ликвидација на брокерска куќа и посебна постапка за стечај над брокерска куќа. Значајно е да се потенцира уште еднаш дека услугите со хартии од вредност на територија на РМ, согласно ЗХВ, ги вршат: а) брокерска куќа со дозвола за работење добиена од Комисијата ; б) овластена банка, согласно со Законот за банките, со дозвола за работење добиена од Комисијата и в) подружница на странска брокерска куќа која има добиено дозвола за работење од Комисијата.

2.6. Комисија за хартии од вредност

Во поголем број земји со развиено пазарно стопанство, за регулирање на пазарот на хартии од вредност се формираат комисии за хартии од вредност. Некои од нив се формираат како самостојни правни субјекти. Основната улога на Комисијата за хартии

од вредност е одржување на интегритетот на пазарот на капитал и зголемување на довербата кај инвеститорите, која е неопходна за акумулацијата и концентрацијата на капиталот, обезбедување стандарди на супервизијата врз сите други саморегулирачки учесници на пазарот и казнување на сите кои не ги почитуваат нормите и правилата поставени од регулаторите, заради заштита на интересите на инвеститорите[58].

Комисијата за хартии од вредност со ЗХВ е поставена како одговорна институција за законско и ефикасно функционирање на пазарот на капитал во Република Македонија која се грижи и за заштита на правата на инвеститорите, со цел постојано јакнење на довербата на широката јавност во институциите на пазарот на долгорочни хартии од вредност во Република Македонија. Исто така пропишани се одредби со кои на Комисијата за хартии од вредност ѝ се даваат овластувања да спроведува истраги, да врши контрола, да презема мерки и да изрекува санкции против учесниците на пазарот на хартии од вредност. Во овој дел битно е да се потенцира уште еднаш дека, Комисија за хартии од вредност на Република Македонија претставува самостојно и независно регулаторно тело, со јавни овластувања утврдени со ЗХВ. Комисијата го регулира и контролира работењето со хартии од вредност на територијата на Република Македонија. Комисијата е составена од пет комисионери (членови) од кои еден е претседател. Мандатот на комисионерите (членовите) е пет години, со можност за реизбор. Двајца комисионери (членови) професионално ја вршат својата функција во Комисијата, а тројца се надворешни комисионери (членови) на Комисијата кои се ангажираат за вршење на работи во Комисијата, за што им следува надоместок. Претседателот и комисионерите ги избира и разрешува Собранието на Република Македонија, по предлог на Владата на Република Македонија[59]. Согласно Законот за хартии од вредност, Комисијата ги врши следниве функции: а) презема мерки за спроведување на ЗХВ и на законите кои се во нејзина надлежност; б) донесува подзаконски акти врз основа на законите кои се во нејзина надлежност; в) презема мерки за спроведување на подзаконски акти врз основа на законите кои се во нејзина надлежност; г) врши контрола над целокупната документација на издавачите на хартии од вредност, презема мерки и донесува одлуки за заштита на интересите на лицата кои се сопственици или инвестираат во хартии од вредност и спречува нечесни и незаконски дејствија поврзани со работењето со хартии од вредност; д) издава дозволи,

[58]Беличанец, Т., цитиран труд, стр. 90.
[59]Прирачник за следење обука и полагање испит за работа со хартии од вредност, Комисија за хартии од вредност на РМ, Скопје, 2008, стр.58.

одобренија и согласности врз основа на ЗХВ и другите закони во нејзина надлежност; ѓ) го регулира начинот на тргување со хартии од вредност на берзите; е) може привремено или трајно да го прекине тргувањето со определена хартија од вредност заради спречување на манипулативни дејствија; ж) врши следење на работењето на учесниците на пазарот на хартии од вредност; з) врши следење и контролирање на функционирањето на пазарот на хартии од вредност; ѕ) врши контрола на работењето на учесниците на пазарот на хартии од вредност; и) одредува стандарди на конкуренција меѓу учесниците на пазарот на хартии од вредност, како и овластените друштва за управување со фондови, односно инвестиционите фондови, по пат на контроли или на друг начин; ј) дава согласност за именување на директори на правни лица учесници на пазари на хартии од вредност, вклучувајќи и директори на организационата единица во банката која е надлежна за вршење на услуги со хартии од вредност, како и директори на друштвата за управување со инвестициони фондови од Законот за инвестиционите фондови; к) ги одобрува барањата за издавање на хартии од вредност; л) се грижи за законит, чесен и транспарентен пазар на хартии од вредност; љ) ги одобрува донесувањето и сите измени на актите на депозитарот и берзата; м) соработува со други институции во Република Македонија и надвор од неа; н) донесува програма за работа, финансиски план и годишна сметка и го усвојува годишниот извештај за работењето на Комисијата; њ) врши избор на овластено друштво за ревизија и го усвојува извештајот на ревизијата на Комисијата; о) донесува акти, односно правилници за внатрешната организација на Комисијата; п) врши други работи во врска со работењето со хартии од вредност, согласно со ЗХВ и со други закони во нејзина надлежност; р) поблиску ги пропишува условите кои треба да ги исполнува овластениот ревизор за да може да дава мислења во постапка за одобрување зделка со заинтересирана страна, согласно со Законот за трговските друштва и с) ги пропишува содржината и формата на мислењето што овластениот ревизор го дава во постапката за одобрување на зделка со заинтересирана страна[60].

Контрола на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност, од аспект на ЗХВ Комисијата врши контрола на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност заради примената на ЗХВ, правилниците донесени врз основа на ЗХВ и правилата на саморегулирачките организации. Ако, во текот на контролата, Комисијата утврди дека овластен учесник на пазарот на хартии од вредност не ги

[60]Ibid.

почитува одредбите од ЗХВ, правилниците донесени врз основа на ЗХВ или правилата на овластените учесници на пазарот,Комисијата може: а) јавно да ги обелодени информациите за утврдените неправилности и незаконитости во работењето со хартии од вредност; б) да издаде решение до овластениот учесник на пазарот на хартии од вредност за отстранување на утврдените неправилности и незаконитости во определен рок и да добие извештај во кој се опишани преземените мерки за отстранување на неправилностите и незаконитостите; в) да воведе времена забрана од најмногу 30 работни дена за вршење на сите или дел од услугите со хартии од вредност за кои учесникот на пазарот за хартии од вредност има добиено дозвола за работење; г) да донесе решение за замрзнување на средствата на сметките на учесниците на пазарот на хартии од вредност во банка или друга финансиска институција за период од најмногу 15 работни дена; д) да спроведува инспекциски надзор според правилата кои ги донесува Комисијата итн.[61].

2.7. Регулаторни предизвици за македонскиот пазар на хартии од вредност

Во претстојниот период еден од главните предизвици на македонскиот пазар на хартии од вредност ќе биде дополнителното усогласување на домашното законодавство со релевантните европски директиви и регулативи. Се работи за процес кој моментално е во тек и кој првенствено ќе значи изработка на два нови закони од областа на пазарот на хартии од вредност во РМ. Сегашниот Закон за хартии од вредност, кој беше погоре елабориран ќе биде заменет со два нови законски прописи: **Закон за финансиски инструменти** и **Закон за проспекти за хартии од вредност и обврски на издавачите за транспарентност**. Со новите закони се воспоставува јасна и сеопфатна рамка на македонскиот пазар на капитал, што пак ќе придонесе за нејзиниот развој и усогласеност со законодавството на ЕУ во оваа област. Дел од одредбите во нацрт законот ќе стапат на сила кога земјата ќе стане членка на ЕУ.

Како резултат на масивната правна реформа, за инвеститорите и професионалците на пазарите на капитал ќе важат истите правила кои се применуваат во сите земји-членки на ЕУ, како и истото ниво на заштита на нивните права. Надзорните органи ќе добијат нови, сеопфатни овластувања слични на овластувањата

[61]Закон за хартии од вредност *(неофицијален пречистен текст)* (Службен весник на РМ бр.95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010,135/2011, 13/2013, 188/2013, 43/2014, 15/2015, 154/2015 и 192/2015).

на надзорните органи во ЕУ. Ова ќе им овозможи на македонските власти во земјата успешно да ги надминат сите можни предизвици кои би можеле да произлезат од поширокиот опсег на услуги и активности кои би се јавиле како резултат на спроведувањето на Законодавството на ЕУ.

Со измените се очекува да се засили и подобри делот на транспарентност на инвестициските фирми, како и добивање на повеќе информации за самите трансакции, што ќе биде од големо значење за инвеститорите. Многу подетално ќе биде разработена позицијата на инвестициските фирми со нивните права и обврски. Воедно, со новините ќе се прецизира постапката за соработка, кога една инвестициска фирма од Македонија ќе сака да оствари соработка со соодветна таква фирма од ЕУ. Воедно, на еден дополнителен начин ќе се заштитат правата на инвеститорите, како во административна, така и во судска постапка. Во рамки на процесот ќе се направи и извесно редефинирање на делот од законот каде што се нормирани основните дефиниции и поими, со што ќе се изврши дополнително усогласување со директивите. Предложената законска рамка не ги одразува само барањата на ЕУ во оваа област, туку го зема предвид и сегашното ниво и спецификите на домашниот пазар, што е особено значајно.

Основните законски акти на ЕУ, како што се Директивата и Регулативата за пазари на финансиски инструменти II, Регулативата за пазарни злоупотреби II, дел од Директивата и Регулативата за капитални барања IV, Директивата за проспекти, Директивата за транспарентност, како и Директивата за прием на хартиите од вредност на котација на официјален пазар на берза, набрзо ќе станат составен дел од македонската законска рамка.

Со усогласувањето на законската рамка во Македонија со наведените директиви и регулативи на ЕУ ќе се постигне следново:

- Инфраструктурата на македонскиот пазар на капитал ќе биде соодветна на инфраструктурата во земјите на ЕУ. Ќе се воведе концептот на места на тргување - регулиран пазар, мултилатерална платформа за тргување, организирана платформа за тргување. Освен тоа, овластувањето, вршењето на дејноста и организациските обврски на давателите на инвестициони услуги ќе биде направено, во согласност со стандардите на ЕУ.

- Сите финансиски инструменти кои им се достапни на инвеститорите на меѓународните пазари ќе бидат предвидени во националното законодавство на Република Македонија.
- Ќе се воведе пристап, чувствителен на ризик за условите за капитал. Инвестициските друштва ќе имаат обврска да обезбедат соодветно ниво на сопствени средства кое ќе ги одразува реалните ризици кои ги преземаат при вршењето на својата дејност.
- Попрецизните и пошироките мерки за откривање и спречување на злоупотреби на пазарот ќе придонесат за постигнување на повисоко ниво на стабилност на пазарот, како и повисоко ниво на заштита од турбуленции какви што се случија во изминатите години.
- Издавачите навремено ќе обезбедуваат споредливи и високо квалитетни информации и ќе бидат усогласени со високите стандарди за транспарентност.

Севкупно, спроведувањето на законодавството на ЕУ ќе обезбеди повисоко ниво на стабилност и ефикасност на пазарот, подобрена заштита на инвеститорите со што ќе се зголеми довербата не само на домашните, туку и на меѓународните инвеститори и ќе се поттикне нивното поактивно учество, што пак ќе има позитивно влијание врз домашната економија.

а) Базични концепти на нацрт - законот за финансиски инструменти

Со Законот за финансиски инструменти ќе се регулира целосниот процес на тргување со финансиски инструменти, вклучувајќи ја и инфраструктурата на пазарите на капитал. Во рамки на опфатот на законот вклучени се инвестициските друштва, давателите на трговските податоци и операторите на пазарот, местата на тргување, Централниот депозитар за хартии од вредност и инвестицискиот гарантен фонд. Меѓу другото, во законот се дадени дефиниции за финансиските инструменти, финансиски услуги, пазарни злоупотреби итн. Капиталните барања за инвестициските друштва се исто така вклучени во овој Закон. Освен тоа, дел од овој закон е и режимот за инсолвентност на инвестициските друштва. Воедно, во овој закон ќе бидат вклучени и одредби за Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија (Комисијата/КХВ) заедно со нејзините надзорни овластувања, како и прекршочни санкции кои се во согласност со оние предвидени во законодавството на ЕУ.

Би можело да се истакне дека генералните услови предвидени со сегашниот законски режим во однос на Централниот депозитар за хартии од вредност (што погоре беше елабориран), шемата за надомест на инвеститорите и гарантниот фонд и инсолвентноста на инвестициските друштва остануваат непроменети. Исто така, значајно е да се спомене дека во нацрт-законот постои нов сеопфатен список на финансиски инструменти, составен од различни видови на преносливи хартии од вредности, инструменти на пазарот на пари, удели во колективни инвестициски фондови и различни видови на финансиски деривативи.

Карактеристично е тоа што се воведува сосема нова номенклатура за посредниците на пазарот кои во сегашниот закон се именувани како брокерски куќи. Имено, во нацрт-законот се оперира со терминот „инвестициско друштво“. Во овластувањето на инвестициското друштво се наведени инвестициските услуги и/или активности кои друштвото е овластено да ги извршува. Комисијата се осигурува дека инвестициските друштва, нивните управни тела и членовите на управните тела се усогласени со низа обврски кои се однесуваат на компетентноста и соодветноста, избегнување на конфликт на интереси итн. Исто така, се предвидува Комисијата да ги одобрува главните акционери на инвестициските друштва. Сите физички и правни лица, кои донеле одлука да се стекнат, непосредно или посредно, со квалификуван сопственички интерес во инвестициско друштво, како резултат на што уделот на права на глас, односно капиталот кој го поседува би достигнал, односно би надминал 20%, 30%, односно 50% треба прво да побараат одобрување, во пишана форма, од Комисијата.

Значајно е да се истакне дека и во нацрт-законот за финансиски инструменти се определува и внатрешната организација на инвестициските друштва. Во оваа смисла, инвестициските друштва:

- треба да имаат робусни аранжмани за управување, кои вклучуваат јасна организациона структура со добро дефинирани, транспарентни и доследни одговорности,

- треба да имаат делотворни процеси за утврдување, управување, следење на и известување за ризиците на кои се, односно може да бидат изложени,

- треба да имаат соодветни механизми за внатрешна контрола, вклучувајќи и добри административни и сметководствени постапки и

- треба да имаат политики и практики за плаќање кои се доследни со, односно кои промовираат добро и делотворно управување со ризик.

Предвидени се и нови обврски за инвестициските друштва кои би можеле да бидат резимирани на следниов начин:

а) Обврски поврзани со обезбедувањето на доволни информации на клиентите за да им овозможат донесување на одлуки засновани на сигурни информации;

б) Обврски за проценка дали дадената услуга, односно финансиски инструмент е соодветен за конкретниот клиент, т.е. спроведување на таканареченото принцип на „Познавај го својот клиент“;

в) Обврска за извршување на налози под услови кои се најповолни за клиентот, т.е. спроведување на принципот „најдобро извршување“.

Во однос на берзата, треба да се има предвид дека поимот „берза“ не се користи во нацрт-законот. Наместо тоа, во согласност со одредбите на МИФИД II, воведени се три, т.н. „места на тргување“. Станува збор за концептот на Регулиран пазар, Мултилатералната платформа за тргување (МПТ) и Организираната платформа за тргување (ОПТ).

Во оваа смисла, Регулираниот пазар е мултилатерален систем со кој раководи и/или управува пазарен оператор. Системот спојува повеќе интереси на трети лица за купување, односно продавање, во рамките на финансиските инструменти со кои се тргува – во согласност на недискреционите правила на системот – на начин кој доведува до склучување на договор. Ваквиот систем мора да биде овластен од страна на Комисијата. Овој вид на платформа за тргување е најблиску, според значењето, до поимот „берза“;

- Мултилатералната платформа за тргување (МПТ) претставува мултилатерален систем со кој раководи инвестициско друштво или оператор на пазарот, кој спојува повеќе интереси на трети лица за купување, односно продавање, во рамките на финансиските инструменти со кои се тргува – во системот и во согласност со правилата за немање на дискреција – на начин кој доведува до склучување на договор во согласност со Законот. На пример, системот за тргување со благајнички записи и државни обврзници, организиран од страна на НБРМ е во согласност со дефиницијата за МПТ.

- Организираната платформа за тргување (ОПТ) претставува мултилатерален систем кој не е регулиран пазар или МПТ и каде повеќе интереси на трети лица за

купување и продавање на интереси во обврзници, структурирани финансиски производи, емисија на надоместоци или деривативи, можат да имаат интеракција во рамките на системот на начин кој доведува до склучување на договор, во согласност со законот.

Важно е да се истакне дека регулираниот пазар, општо земено е систем, кој ги спојува, односно го овозможува спојувањето на повеќе странки кои купуваат, односно продаваат интереси во финансиските инструменти. Операторот на пазарот е лице или лица кои управуваат со и/или ја раководат дејноста на регулираниот пазар, МПТ или ОПТ. Операторот на пазарот е задолжен да се осигура дека регулираните пазари кои ги раководи се усогласени со условите наведени во Законот.

Кога станува збор за инвестициските друштва, мошне важно е и прашањето за капиталните барања на истите. Почетниот капитал (минималниот капитал за лиценцирање) на инвестициските друштва се утврдува на ниво од денарска противвредност на 730.000 ЕУР. Сепак, овој износ е потребен за доделување на таканаречената „целосна“, односно „голема“ лиценца на компаниите кои би сакале да го понудат целокупниот опсег на инвестициските услуги, вклучувајќи и работење за сопствена сметка, односно запишување на трансакции врз основа на цврсто преземени обврски. Инвестициските друштва кои немаат намера да работат за сопствена сметка или да запишуваат трансакции врз основа на цврсто преземени обврски, туку сакаат да ги чуваат парите, односно хартиите од вредност на клиентите треба да имаат минимален почетен капитал од 125.000 ЕУР. На крајот, оние кои немаат намера да работат за сопствена сметка или да запишуваат трансакции врз основа на цврсто преземени обврски и кои никогаш нема да чуваат пари и хартии од вредност на клиенти треба да имаат минимален почетен капитал од 50.000 ЕУР.

Во нацрт-законот за финансиски инструменти е вградена рамката на ЕУ за злоупотреба на пазарот, поконкретно Регулативата за злоупотреба на пазарот која стапи на сила во јуни 2016 година. Дел од предложените измени ќе стапат на сила по пристапувањето на земјата во ЕУ. Општо земено, новите услови обезбедуваат поширок опфат за да се вклучат сите финансиски инструменти кои се тргуваат на регулираниот пазар или на МПТ/ОПТ во земјата. Детални правни описи и соодветни дефиниции се дадени во однос на забранетото однесување, т.е. злоупотребата на пазарот. Општо земено, забрането е лицата (правни или физички) да се занимаваат со:

- Незаконско обелоденување на внатрешни информации;

- Внатрешно тргување, вклучувајќи и поттикнување, односно наведување на други лица да се занимаваат со внатрешно тргување;
- Занимавање со, односно обид да се манипулира пазарот, вклучувајќи и пуштање на лажни, односно погрешни информации и гласини во врска со финансиските инструменти, односно успешноста на хартиите од вредност.

За да може да ги исполнува своите обврски на Комисијата за хартии од вредност ѝ се дадени одредени нови надзорни и истражни овластувања. Најзначајни се:

- Овластување да бара постојни снимки од телефонски разговори, електронска комуникација, односно друг вид на евиденција на пренос на податоци, кои ги поседуваат субјектите над кои врши надзор, односно телекомуникациските оператори;
- Овластување да побара замрзнување, односно запленување на средства (или и двете);
- Овластување да ги упати работите на кривично гонење.

Во однос на позицијата на регулаторното тело (Комисијата за хартии од вредност), треба да се истакне дека целокупниот концепт е непроменет. Статусот, составот, работењето и надлежностите на Комисијата за хартии од вредност се во согласност со меѓународните стандарди за таквите државни тела и нема да се менуваат. Во нацрт-законот единствено се прави јасно разграничување помеѓу функциите, задачите, овластувањата на КХВ, како и надзорните мерки и санкции.

Со нацрт-законот се воведува концептот на прудентен надзор и прудентни барања кој го означува стандардниот меѓународен поим за надзор на усогласеноста со условите за финансиска добросостојба на инвестициските друштва и кредитните институции. Прудентниот надзор на чинителите на пазарот на капитал ќе биде поделен, како што е и сега поделен помеѓу КХВ и НБРМ. Прудентниот надзор на инвестициските друштва ќе биде спроведуван од страна на КХВ, додека пак надзорот на кредитните институции (банките) ќе го спроведува НБРМ.

б) Базични концепти на нацрт-законот за проспекти за хартии од вредност и обврски на издавачите за транспарентност

Основната цел на законот е да се обезбеди доверба на инвеститорите и стабилноста на пазарот преку создавање на потребните услови за заштита на инвеститорите и развој на транспарентен, правичен и ефикасен пазар на капитал. Пристапот применет при изработувањето на нацрт-законот е спроведување на условите предвидени во релевантното законодавство на ЕУ, имајќи ги предвид спецификите и нивото на развој на домашниот пазар.

Наведениот нацрт-закон, генерално се фокусира на:

- Услови и постапка за понуда на хартии од вредност;
- Услови за изготвување, одобрување и доставување на проспекти при понуда на хартиите од вредност на јавноста, односно прием во тргување на регулиран пазар;
- Условите во врска со обелоденувањето на периодични и редовни информации за издавачи чии хартии од вредност се веќе примени во тргување на регулиран пазар;
- Надзор за да се обезбеди усогласеност со законот.

Општите услови во рамките на сегашниот Закон за хартии од вредност, а кои се однесуваат на издавањето на хартии од вредност, остануваат непроменети. Во однос на приватната понуда, исто така генерално останува постоечкиот концепт. Новината е во тоа што режимот на приватните понуди се однесува само на сопственичкиот капитал и обврзниците. Воедно, концептот на „институционалните инвеститори“ се заменува со условите за „квалификувани инвеститори“, за да се постигне согласност со формулацијата во Директивата за проспекти.

Според нацрт-законот, не може да се направи јавна понуда на хартии од вредност ниту пак може да се оствари прием во тргување на регулиран пазар без објавување на проспект. Сепак, постојат низа исклучоци воведени во нацрт-законот со цел истиот да биде усогласен со Директивата за проспекти. Дел од предложените исклучоци ќе стапат на сила откога земјата ќе влезе во ЕУ. Општата цел на овозможувањето на исклучоци е да се намалат трошоците и административниот товар за издавачите, да се поедностави пристапот на малите и средни компании до пазарите на капитал и да се подобри заштитата на инвеститорите.

Во однос на содржината на проспектот, истиот треба да има информации за издавачот и хартиите од вредност кои треба да се понудат, како и резиме. Информациите треба да бидат со таков квалитет и квантитет што ќе им овозможи на инвеститорите да прават реални проценки, базирани на сигурни информации, на средствата и обврските, финансиската состојба, добивката и загубите и изгледите на издавачот и кој било гарант, како и правата поврзани со таквите хартии од вредност. Периодот на важење на проспектот е 12 месеци по неговото одобрување за понуди на јавноста, односно за прием во тргување на регулиран пазар, под услов проспектот да е дополнет со дополненија.

Откако проспектот ќе биде одобрен од страна на Комисијата, постојат неколку начини за негово објавување. Истиот треба да биде јавно објавен штом тоа биде можно. Според нацрт-законот, огласувањето подразбира објава поврзана со конкретна јавна понуда, односно котација. Огласите треба:

- Да го наведат начинот и медиумот за објавување на проспектот;
- Да можат јасно да се идентификуваат како огласи;
- Обезбедените информации треба да бидат доследни на проспектот, да бидат точни и да не наведуваат во погрешна насока.

Сите усни или писмени информации кои потекнуваат од издавачот, понудувачот, односно лице кое аплицира за котација – дури и ако не се работи за оглас – треба исто така да бидат усогласени со проспектот. КХВ има право да изврши надзор над објавата на проспектите, како и огласите.

За сите јавни понуди на хартии од вредност на територијата на земјата, како и прием во тргување на регулираните пазари, одлучува Комисијата за хартии од вредност. Постојат општи услови какви што се: усогласеноста на издавачот и хартиите од вредност со домашното законодавство, хартиите од вредност да бидат неограничено преносливи и други услови наведени во нацрт-законот.

Нацрт-законот е усогласен со директивата за транспарентност и ги зема предвид специфичните карактеристики на пазарот на капитал во земјата, т.е. концептот на издавач на хартии од вредност со кои јавно се тргува, големината на домашните издавачи итн. Издавачите се обврзани да објавуваат есенцијални информации, кои поинаку се нарекуваат „регулирани“ за да им се овозможи на инвеститорите да ги

засноваат своите одлуки на јасни, точни и навремени информации кои се лесно достапни.

Годишните финансиски извештаи и полугодишните финансиски извештаи треба да бидат изготвени во согласност со усвоените меѓународни стандарди за финансиско известување објавени во „Службен весник на Република Македонија“, односно меѓународно прифатените стандарди признаени од страна на Комисијата за хартии од вредност за издавачи кои не се регистрирани во земјата. Примената на стандардите треба да биде до степен потребен за усогласување со директивата на ЕУ за сметководство.

Информациите за тоа кој може да има контрола над издавачот се од исклучителна важност за инвеститорите бидејќи тие може да имаат значајно влијание врз одлуката за чување, продажба или купување. Поради ова, во законодавството на ЕУ постојат правила за јасно обелоденување на ваквите информации. Во директивата за транспарентност се наведени деталните услови за акционерите со права на глас, како и за неутралните правни лица кои имаат право на глас или финансиски инструменти кои влијаат врз правата на глас. Условите се наведени и во нацрт-законот. Постојат значителни разлики во однос на режимите. Новиот режим, согласно со нацрт-законот, предвидува дека, онаму каде интересот на некое лице за одредени акции, измерен преку контролата на правата на глас (по пат на стекнување, односно отуѓување на акции котирани на регулираниот пазар и други финансиски инструменти на акциите) ќе надмине, односно ќе биде помал од утврдените прагови, таквото лице има обврска да го извести издавачот за настанатите промени. Праговите предложени во нацрт-законот се 5%, и потоа на интервали од по 5% до вкупно 75%.

Акционерските друштва со посебни обврски за известување ќе станат дел од и ќе бидат тргувани на регулираниот пазар и, поради тоа, за нив ќе важат сите услови кои произлегуваат од законските прописи кои се однесуваат на регулираните пазари. Регистарот на компании со посебни обврски за известување, кој го води Комисијата за хартии од вредност, ќе престане да постои.

„Сегментот слободен пазар“ од Македонската берза ќе се трансформира во согласност со условите предвидени во МИФИД II, во мултилатерална платформа за тргување (МПТ). Издавачите чии хартии од вредност се тргуваат на сегментот слободен пазар се предмет на условите за обелоденување на периодични и редовни информации наведени во правилата за МПТ.

Издавачите обелоденуваат регулирани информации и во исто време ги поднесуваат тие информации електронски кај Комисијата и регулираниот пазар каде што хартиите од вредност се примаат за тргување преку официјално назначениот механизам. Официјално назначениот механизам (ОНМ), во сегашните услови, е Македонската берза. Регулираниот пазар може да наметне построги дополнителни услови во споредба со оние во нацрт-законот кои се однесуваат на обелоденување на периодични и редовни информации за издавачите на различните сегменти на пазарот.

На крајот, со сигурност може да се констатира дека со новата законска рамка, Република Македонија ќе биде усогласена со законодавството на ЕУ во полето на пазарите со хартии од вредност и инвестициски услуги. Основната идеја е воспоставување на високо ефикасен систем за развој на цврст, стабилен и транспарентен пазар на капитал со високи стандарди за заштита на инвеститорите, што во крајна инстанца ќе значи и подобрување на севкупниот деловен амбиент во нашата држава.

3. Примена на економетрискиот модел за анализа на влијанието на макроекономски и институционални индикатори за развојот на пазарот на капитал во Република Македонија

Економскиот раст во земјата е значаен фактор и предуслов за развој на пазарот на капитал. Теоретските сознанија и пристап за развојот на пазарот на капитал, како и определувањето на факторите кои влијаат на неговиот развој претставуваат база за детерминирање на нивниот импакт. Оттука, основна цел на истражувањето преку примена на економетриски модел е проценка на влијанието на економскиот раст, развојот на финансискиот сектор, макроекономската стабилност, бруто-инвестициите и бруто-штедењето врз развојот на пазарот на капитал во Република Македонија. Дополнително се оценува значењето и влијанието на институционалните фактори изразено со индексите на степенот на корупцијата, ефикасноста на владата и квалитетот на регулативата.

Основен теоретски модел за креирање на статистичкиот модел е Калдерон- -Россел (Calderon-Rossell) бихевиористичкиот структурен модел, кој за потребите на истражувањето е модифициран и надополнет. Истражувањето се однесува на временскиот период од 1997 до 2012 година. Оценката на односот помеѓу зависните и

независните варијабли за развојот на пазарот на капитал за Република Македонија се врши со примена на повеќекратна линеарна регресија. Пресметките на статистичките параметри се добиени со софтверскиот пакет XLStat 2015.

3.1. Преглед на литература и теоретска основа за истражувањето

Голем број на студии го анализираат развојот на пазарот на капитал. Посебно интересен аспект за оваа проблематика кој се сретнува во истражувањата претставува утврдувањето на факторите кои го детерминираат развојот на пазарот на капитал и проценка на нивното влијание. При тоа различни студии анализираат различни аспекти. Досегашната анализа на расположливите студии кои се однесуваат на пазарот на капитал, покажува дека во најголем број анализите се однесуваат на развиените земји. Но, воедно истите се доволен поттик и мотивација за истражувачите од земјите во развој и неразвиените земји, да се обидат врз основа на овие студии да ги анализираат и споредат состојбите со процесот на развој на пазарот на капитал во нивните земји. Она што се извлекува како општ заклучок во овие истражувања и треба да се потенцира е дека развиениот пазар на капитал придонесува и води кон економски раст.

Ова е општо прифатен факт и голем број студии кои го истражуваат овој взаемен однос, потврдуваат дека постои позитивна и статистички значајна зависност помеѓу развојот на пазарот на капитал и економскиот раст. Според, Бекард и Харв[62]економскиот раст во современите економии се базира на ефикасен финансиски сектор кој го привлекува домашното штедење и го мобилизира странскиот капитал за продуктивни инвестиции. Заклучоците на Капорал, Ховелтс и Солиман [63]се дека развиениот пазар го стимулира економскиот раст на долг рок преку забрзаната акумулација на капиталот. Истите заклучоци ги извлекуваат и Кинг и Левин [64]и Левин и Зервос[65] во своите истражувања.

[62] Bekaert G. and Harvey C.: Emerging Equity Market Volatility, Journal of Financial Economics, Elsevier, No. 43. 29-77, 1997.
[63]Caporale M. Howells G. P., Soliman A.M. , Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage.
[64]King R. G., Levine, R.: Finance and Growth: Schumpeter May Be Right, The Quarterly Journal of Economics, Volume 108, Issue 3,1993, p. 717-737.
[65] Levine, R., Zevros, S.,: Stock Markets, Banks and Economic Growth, American Economic Review, Vol. 88, 1998, pp. 536-558.

Голем број на емпириски истражувања, како истражувањата на Јовановиќ [66], Кунт и Максимовиќ[67]и Левин и Зервос[68]се направени за ефектите на пазарот на капитал врз економскиот раст. Истите ја потврдуваат позитивната условеност на развојот на пазарот на капитал и економскиот раст во земјите. Слични заклучоци извлекуваат и Хаис и Сирма[69]. Во анализата го вклучуваат пазарот на обврзници, кој во релевантната литература од претходно бил занемаруван иако претставува основен извор на надворешни финансии.

Во голем дел од емпириските истражувања, предмет на анализа е улогата и значењето на банкарскиот сектор за економскиот раст. На ова се надоврзува и взаемната поврзаност и условеноста на развојот на финансискиот сектор како резултат на развојот на банкарскиот сектор. Во анализата на Оја и Дамар[70] се издвојува дека во претходните студии најголемо внимание се посветува на големината на банкарскиот сектор изразен преку депозитите во комерцијалните банки како процент од БДП, без притоа да се согледува нивното влијание за растот на финансискиот сектор во економијата.

Различни автори користат различни методи за пресметка на влијанието на развојот на пазарот на капитал на економскиот развој и обратно, но многу често и покрај различните пристапи и аспекти на анализа се извлекуваат слични заклучоци.

Ваквите анализи при кои се детерминираат односите на зависност и условеност на развојот на пазарот на капитал и макроекономските индикатори во најголем број се однесуваат на развиените економии, како САД, Јапонија, Италија и други[71]. Заеднички заклучок од прегледот на овие студии е силна поврзаност и условеност на пазарот на капитал од висината на каматната стапка, на долг и на краток рок.

По примерот на студиите за развиените земји, сè поголем број на студии се прават и во земјите во развој. Во поголем дел од овие истражувања кои се фокусираат

[66]Atje, R., Jovanovic, B., : Stock Markets and Development, European Economic Review, 37 (2/3), 1993, pp. 632-640.
[67]Demirgue-Kunt, A. Maksimovic, V.: Stock Market Development and Financial Choices Of Firms, The World Bank Economic Review, Volume 10, Issue 2, 1996, p. 341-369.
[68] Levine, R., Zevros, S.,: Stock Markets, Banks and Economic Growth, American Economic Review, Vol. 88, 1998, pp. 536-558.
[69]Fink G. Haiss P., Sirma H.,: Credit, Bonds, Stocks and Growth in Seven Large Economies, EI Working Paper No. 70, 2006.
[70]Oya P. A., Damar H.E. : Financial Sector Depending and Economic Growth: Evidence for Turkey, MPRA Paper No. 4077, (posted 15 July 2007)
[71]Plachý R., Rašovec T.: Impact of economic indicators on development of capital market, International Journal E+M, 102 - 3, XVIII, 2015.

на детерминантите на развој на пазарот на капитал, се заклучува дека банкарскиот сектор има доминантно влијание. Според нив големината, степенот на развиеност и опсегот на активности на банкарскиот сектор имаат позитивно влијание на пазарот на капитал и неговиот развој[72].Но, во евиденцијата на истражувања со овој предмет на анализа, присутни се и резултати во кои развојот на банкарскиот сектор, активностите на Централната Банка и останатите финансиски институции го забавуваат и оневозможуваат развојот на пазарот на капитал [73].

Во студијата на Јартеј[74], авторот ги анализира макроекономските и институционалните индикатори како фактори на развој на пазарот на капитал, применувајќи панел податоци за 42 земји во развој за периодот 1990 до 2004 година. Во оваа анализа се заклучува дека макроекономските фактори како нивото на реален БДП, бруто-домашните инвестиции, развиеноста на банкарскиот сектор, движењата на приватниот капитал и ликвидноста на пазарот на капитал се значајни детерминанти за развојот на пазарот на капитал во земјите во развој. Исто така, резултатите покажуваат дека политичкиот ризик, право и владеење на правото, како и квалитетот на бирократијата се значајни фактори за развојот на пазарот на капитал.

Развојот на пазарот на капитал во Република Македонија, како и факторите кои го определуваат се предмет на анализа на неколку студии. Студијата на Хаџимишев[75]е емпириска анализа на макроекономските детерминанти на Македонската берза. Во трудот се дава преглед на емпириските истражувања од литературата кои се вовед, но и основа за креирање на модел со кој се поставува регресија каде зависната варијабла која го одразува развојот на Македонската берза е МБИ-10 индексот. Во моделот независни варијабли се инфлацијата, каматната стапка, индустриското производство и понудата на пари. Резултатите од регресијата го потврдуваат очекуваното позитивно влијание помеѓу вредностите на МБИ-10 индексот и индустриското производство и понудата на пари, но и обратнопропорционалната зависност со каматната стапка и инфлацијата.

---

[72]Yartey, C.A., : The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?, IMF Working Paper, WP/08/32, 2008andKemboi J.K. ,Tarus, D.K., : Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya, Research Journal of Finance and Accounting, ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online), Vol 3, No 5, 2012.

[73]Idowu, A., Babatunde, M.A.,: Effect of Financial Reforms on Capital Market Development in Nigeria, Asian Journal of Business and Management Sciences, Vol. 1 No. 8, 2012, p. 44-52.

[74]Yartey, C.A.,: The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?, IMF Working Paper, WP/08/32; 2008.

[75]Hadzi-Mishev R.: Limit of effective portfolios of the Macedonian Stock Exchange, website of the Macedonian Stock Exchange, 2011.

Елисковски[76] во својата студија го анализира развојот на пазарот на капитал во Република Македонија, неговата големина и длабочина, како и ефектите од БДП, инвестициите, развојот на банкарскиот сектор и макроекономската стабилност. „Добиените резултати за првата спецификација укажуваат дека во Република Македонија, бруто-инвестициите и макроекономската стабилност имаат најголемо влијание врз големината на пазарот на капитал. Интересно е да се нагласи дека развојот на банкарскиот сектор не влијае супституирачки врз развојот на пазарот на капитал, туку комплементарно[77]“.

Имајќи ги во предвид претходно споменатите истражувања, од теоретски аспект, но и според добиените резултати од емпириските анализи, посебен предизвик е како да се постигне постојан раст на пазарот на капитал во земјите во развој како што е и Република Македонија. Развиениот пазар на капитал е предуслов за одржлив раст и развој. Врз основа на досегашните трудови кои ги спомнавме во ова истражување направена е емпириска анализа во која се определуваат макроекономските фактори кои влијаат и го детерминираат развојот на пазарот на капитал во Република Македонија. Посебен придонес на истражувањето претставува вклученоста на институционалните фактори во анализата.

3.2. ДЕТЕРМИНАНТИ НА РАЗВОЈОТ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА (ПОДАТОЦИ, МЕТОДОЛОГИЈА И РЕЗУЛТАТИ ОД ЕМПИРИСКАТА АНАЛИЗА)

При оценката на развојот на пазарот на капитал најчесто се користи Калдерон--Росел (Calderon-Rossell) бихевиористичкиот структурен модел. Основниот модел се базира на претпоставката дека развојот на пазарот на капитал е функција од економскиот раст изразен преку БДП per capita (по глава на жител) и ликвидноста на пазарот на капитал искажана со берзанскиот промет. Равенството на моделот е:

Пазарна капитализација = f (БДП, per capita, берзански промет)

При определувањето на макроекономските фактори и нивното влијание врз развојот на пазарот на капитал во Република Македонија го проширивме основниот

[76]Елисковски М.,: Макроекономски детерминанти за развој на пазарот на капитал во Република Македонија, 2012.
[77]Ibid, стр.23.

Калдерон- Росел модел. Проширувањето на моделот подразбира вклучување на повеќе фактори (варијабли во моделот) кои влијаат на пазарот на капитал. Овие фактори, пред сè, ја прикажуваат меѓусебната зависност и поврзаност помеѓу економскиот раст, националното штедење и потенцијалниот капитал за инвестиции, макроекономската стабилност, развојот на финансискиот сектор и на пазарот на капитал. Конкретно, во анализата на факторите кои го детерминираат развојот на пазарот на капитал во Република Македонија вклучивме неколку фактори кои имаат значајно влијание.

Основен предуслов за развој на пазарот на капитал е економскиот раст. Како што и претходно спомнавме, развиените економии се карактеризираат со развиен пазар на капитал. Поттикнувањето на економската активност претставува позитивен импулс и ја заживува економијата. Мотивацијата за инвестирање ја наметнува зголемената потреба за капитал. Истиот, економските субјекти го набавуваат на финансиските пазари. Најпрво на располагање се изворите на финансирање кои ги нуди банкарскиот сектор, но субјектите се задолжуваат и на пазарот на капитал. Зголемената економска активност го зголемува нивото на реален БДП во економијата. Ова позитивно се одразува и го зголемува профитот на економските субјекти (фирмите, компаниите, институциите). Така, слободните парични средства можат да ги позајмуваат на пазарот на капитал. Од друга страна позитивниот финансиски резултат на економските субјекти ја зголемува нивната пазарна вредност. Истите се поатрактивни за инвеститорите кои можат своите слободни финансиски средства да ги инвестираат на тој начин што купуваат акции или удели кои претпријатијата и корпорациите ги издаваат на берзата и стануваат нивни акционери. Ризикот на инвестирање е помал, а очекуваниот принос поголем бидејќи станува збор за компании и претпријатија кои имаа позитивен бонитет и висока пазарна вредност на пазарот на капитал. На овој начин сите субјекти многу полесно можат да обезбедат средства за инвестиции. Резултат на зголемената економска активност и инвестициите е економски раст, кој повлекува последователно развој на пазарот на капитал. Токму затоа основен предуслов и база за развој на пазарот на капитал на една економија е континуиран и одржлив раст.

Позитивните придвижувања во економијата – зголемување на економската активност, пораст на БДП, зголемување на профитите, пораст на пазарната вредност на економските субјекти, на долг рок ја зголемуваат потребата од нови финансиски инструменти. Проширувањето на асортиманот на финансиски инструменти

овозможува поголем избор, при различни степени на ризик економските субјекти да го пласираат и оплодуваат капиталот. Определувањето на релацијата на влијание помеѓу степенот на економски развој и развиеноста на пазарот на капитал, емпириски се тестира со вклучување на показатели кои најсоодветно би ги покажале промените во споменатите области. Според теоретските тврдења развојот на економијата позитивно влијае и овозможува раст и развој на пазарот на капитал. И обратно, во услови на стагнација и низок степен на економска развиеност, пазарот на капитал не може да функционира во позитивна насока. Едноставно кажано не постои вишок на капитал кој може да се пласира на пазарот на капитал, а и можноста за обезбедување на надворешни финансии преку задолжување на пазарот на капитал е високо ризична и неатрактивна за надворешните инвеститори.

За да се определи каква е состојбата и влијанието на растот, неминовност претставува во моделот да се вклучи варијабла која го одразува економскиот раст. Во регресијата се користи стапката на економски раст на БДП и се оценува интеракцијата со зависната варијабла во моделот и се очекува истата да покаже позитивна врска и силна статистичка значајност. На ова се надоврзува и влијанието на националното штедење и инвестициите.

Економскиот раст доведува до зголемување на националното штедење и инвестициите. Така се зголемува потенцијалот за инвестиции. Пазарот на капитал претставува насочувач (трансмитер) на слободните средства во профитабилни проекти. Логична е релацијата дека поголемото национално штедење овозможува поголема понуда на финансиски средства за инвестиции. Економскиот раст, штедењето, инвестициите, висината на каматната стапка се тесно поврзани и зависно условени фактори кои имаа влијание и го детерминираат развојот на пазарот на капитал. Многу е тешко да се определи и изолира влијанието на само еден фактор. Така, националното штедење позитивно се ефектуира за развојот на пазарот на капитал, доколку истото се пласира на пазарот на капитал и е извор на финансирање на инвестициите. Во тој случај зголеменото штедење значи пораст на инвестициите и поголем промет на пазарот на капитал. Пазарот на капитал ќе има поголема пазарна капитализација. Од друга страна, колку од националното штедење ќе се пласира на пазарот на капитал, зависи од висината на каматната стапка. Повисока каматна стапка на депозити значи поголем профит и помал ризик за економските субјекти и тие полесно се одлучуваат слободните парични средства да ги вложат во депозити во комерцијалните банки.

Во емпириските модели како соодветна варијабла која го покажува влијанието на штедењето и инвестициите врз развојот на капитал се користат податоци за националното штедење како % од БДП или бруто-инвестициите изразени како % од БДП во однос на пазарната капитализација на пазарот на капитал. Во емпирискиот модел се оценува влијанието на националното штедење и инвестициите преку варијаблата бруто-штедење изразена како процент од БДП и исто, како и економскиот раст се очекува позитивно влијание со статистички потврдено големо значење.

Посебно значење за развојот на пазарот на капитал има финансискиот сектор, особено банкарскиот сектор. Моделите кои ја испитуваат условеноста на развојот на пазарот на капитал од макроекономските фактори најчесто ги користат обемот на кредитирање, расположливите депозити и монетарните агрегати како индикатори на развиеност на финансискиот сектор. Банкарскиот сектор во Република Македонија е доминантен во финансискиот сектор и затоа сосема е оправдано во анализата да бидат вклучени овие индикатори. Развиениот финансиски сектор овозможува присуство на поголеми, поразлични и диверзифицирани финансиски инструменти во кои може да се инвестира. Следствено, постои поголема можност за диверзификација на ризикот. Оттука, развојот на финансискиот сектор, особено на банкарскиот сектор има значително влијание за развојот на пазарот на капитал. Финансискиот и банкарскиот сектор како најдоминантен и пазарот на капитал најчесто дејствуваат како комплементарни и се надополнуваат еден на друг. Реториката на објаснување наведува дека развојот на банкарскиот сектор, а со тоа и на финансискиот сектор воопшто придонесува и го поттикнува развојот на пазарот на капитал. Но, не секогаш е така. Во одредени случаи присутна е спротивната состојба. Така, развојот на финансискиот сектор има негативни импликации за пазарот на капитал. Ова е резултат на зголемената конкуренција помеѓу финансискиот сектор и пазарот на капитал, конкретно конкуренцијата на финансиските инструменти во кои се пласира капиталот. Двата сектора се натпреварува еден со друг за наградата од мобилизацијата на слободниот капитал на економските субјекти.

Финансискиот сектор и влијанието врз пазарот на капитал во истражувањето е анализиран преку варијаблата каматна стапка на депозитите. Претходно нагласивме дека банкарскиот сектор е најголем сектор во финансискиот сектор на Република Македонија. Затоа каматната стапка на депозитите е клучен фактор кој влијае на одлуката на субјектите каде да го пласираат слободниот капитал, како депозити во

комерцијалните банки или да учествуваат и да го инвестираат во финансиски инструменти на пазарот на капитал. Се претпоставува дека каматната стапка на депозити ќе покаже негативно влијание во емпирискиот модел за развојот на пазарот на капитал. Ова е очекуван резултат имајќи ја предвид висината на депозитната стапка и малата ризичност од вложувањето на капиталот во депозити.

Макроекономската стабилност во моделот се претставува најчесто преку стапката на инфлација или каматната стапка. Очекуваното влијание од макроекономската стабилност врз развојот на пазарот на капитал може да биде позитивно и негативно. Стапката на инфлација може соодветно да ја прикаже макроекономската состојба, така ако стапката на инфлација во анализираниот временски период е стабилна и не бележи големи промени, зборуваме за стабилни услови на функционирање на економијата со позитивен импакт за пазарот на капитал. Спротивно на ова, високи стапки на инфлација се одраз на нестабилност во економијата и висок ризик за економските субјекти за преземање и учество во финансиски трансакции. Исто така во услови на нестабилност и шпекулативните активности во тргувањето со финансиските инструменти на пазарот на капитал се минимизираат и обесхрабруваат, иако тие во голем дел придонесуваат за пазарната капитализација и берзанскиот промет.

Наведените очекувања за ефектите од одредени фактори врз развојот на Македонската берза произлегуваат од теоретските објаснувања за движењата и импактот на детерминантите врз пазарот на капитал. Резултатите добиени од статистичкиот модел во голем дел ги потврдуваат споменатите теоретски претпоставки, но евидентни се и одредени отстапки.

Во ова истражување направени се два модела во кои се оценува влијанието на макроекономските фактори за развојот на пазарот на капитал во Република Македонија. Направени се два регресиски модела при што користените податоци се од базата на Светска банка и се однесуваат за периодот 1997-2012 година. Пресметките за статистичките параметри се направени со софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Во двата модела зависна варијабла е пазарната капитализација како индикатор за големината на Македонската берза изразена како процент од БДП. Моделите се разликуваат според вклученоста на различни независни променливи кои ги објаснуваат промените во зависната променлива. Првиот регресиски модел го пресметува учеството и влијанието на следните променливи:

Y - Пазарна капитализација (% од БДП)

X1 - Штедење (% од БДП)
X2 - Каматна стапка на депозити
X3 - Стапка на инфлација (Consumer Price Index)
X4 - Стапка на економски раст
B_0 - Слободен член

Моделот е трансформиран во лин-лог модел и математичкото равенство е во следниот облик:

$$LnY = \beta_0 + \beta_1 Ln(X_1) + \beta_2 Ln(X_2) + \beta_3 Ln(X_3) + \beta_4 Ln(X_4)$$

Оценката на релевантноста на применетиот модел и статистичката оправданост се утврдува со методот на најмали квадрати, при што посебно се објаснуваат параметрите на мултиколинеарност, хетероскедастичност, автокорелација и ANOVA параметрите на регресијата.

Методот на најмали квадрати покажува дека $R^2 = 0{,}873$, што претставува прифатлив критериум за соодветноста на применетиот модел. Дијаграмот на дистрибуција на резидуалите не покажува присуство на хетероскедастичност (Прилог 1).

Во Табела 14 се дадени резултатите од повеќекратната регресија.

Табела 14. Резултати од повеќекратната линеарна регресија

Независни променливи - X	(1)
X_1 – Штедење (% од БДП)	-1,612 (-1,306)*
X_2 – Каматна стапка на депозити	-5,769 (-6,259)***
X_3–Стапка на инфлација (Consumer Price Index)	0,080 (0,338)
X_4–Стапка на економски раст	-0,663 (-1,111)*
Број на набљудувања (n)	16
Коефициент на детерминација R^2	0,873
Прилагоден коефициент на детерминација R^2	0,801
Durbin – Watson тест	1,669

*-10% степен на статистичка значајност; **-5% степен на статистичка значајност; ***-1% на статистичка значајност

Извор: пресметки направени со софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Од регресијата се добива следното равенство:

$$LnY = 18{,}13 - 1{,}61Ln(X_1) - 5{,}77Ln(X_2) + 0{,}080Ln(X_3) - 0{,}66Ln(X_4)$$

Равенката подложи на постапка за оценување на придонесот на независните променливи врз зависната варијабла. Оценката на моделот најпрво е подложна на оценување според методот на најмали квадрати R^2. R^2 или коефиниционтот на детерминација е статистичка мерка која покажува колкав процент од зависната променлива може да биде објаснет преку варијаблите во равенката. Согласно резултатот добиен при примена на методата може со сигурност да се констатира дека 87 % од промените на зависната променлива можат да се објаснат со варијациите на сите независни променливи кои се вклучени во моделот. Понатамошното оценување на моделот е пропратено со оценка на мултиколинеарноста. Мултиколинеарноста одредува дали две или повеќе назависни варијабли се високо корелирани меѓусебе при што не може засебно да се утврди нивното влијание врз зависната променлива. Согласно испитувањето на мултиколинеарноста, во равенката се прикажа дека независните варијабли се независни една од друга, односно се ниско корелирани, што укажува на статистички валидни независни варијабли (Прилогот бр. 2). Точноста и значајноста на зависните варијабли од регресионата равенка е утврдена со p-тестот за p<5%. Согласно p-тестот сите варијабли можат да се сметаат статистички значајни со исклучок на променливата која се однесува на стапката на инфлација. Регресионата равенка е подложена на F-тестот кој ја прикажува значајноста и влијанието на зависните варијабли за регресионата равенка. Според истражувањето и регресионата равенка земена предвид може да се констатира дека моделот го поминува F-тестот за F-4,93, каде критичната вредност на F-тестот е детерминирана на 3.35 (вредноста по која се смета дека равенката во целост не е статистички точна). Нивото на значајност на F-тестот е 1,59%за F-тест ниво на статистичка значајност од 5% и според тоа поврзаноста помеѓу четирите променливи се определува за значајна. Сите резултати потврдуваат дека постои значајна поврзаност помеѓу променливите кои се анализираат во регресијата и го одразуваат економскиот раст и развојот на пазарот на капитал во Република Македонија. Ова е сосема очекувано бидејќи променливите кои го одразуваат економскиот раст директно влијаат на развојот на пазарот на капитал. Регресионата анализа ја потврдува поврзаноста и воедно оценува дека постои

статистички значајна условеност помеѓу макроекономските променливи кои се детерминанти на економскиот раст и на пазарот на капитал во Република Македонија. Дополнително овој сооднос се потврдува и со тестирањето на регресијата при критична вредност на t-тестот 0,96 кој ја одредува значајноста на независните варијабли за равенката. Согласно резултатите добиени при t-тестот сите променливи остваруваат вредност над границата од -0,96 до +0,96 (која претставува критична вредност на t-тестот) и може да се утврди дека сите променливи се статистички значајни за равенката.

Променливата штедење во анализата покажува инверзен однос со зависната променлива пазарна капитализација на пазарот на капитал во Република Македонија со високо статистичко значење (-1,306). Оттука, произлегува дека вкупното штедење во земјата изразено како % од реалниот БДП е од особено значење за развојот на пазарот на капитал во Република Македонија. Но, со оглед на фактот дека станува збор за инверзен однос, т.е. секое зголемување на вкупното штедење во Република Македонија не придонесува за развојот на Македонската берза, ваквата релација е сосема спротивна од очекувањата кои теоријата ги подразбира и кои беа претходно образложени. Секако реалната состојба во Република Македонија остава простор за логично објаснување на овој резултат. Пред сè, пазарот на капитал во Република Македонија е мал и плиток според трансакциите и берзанскиот промет кој се реализира на истиот. Малиот број на трансакции и нискиот берзански промет ги одвраќаат и обесхрабруваат економските субјекти од идејата да слободниот капитал го инвестираат во финансиски инструменти на Македонската берза. Тие многу полесно се одлучуваат капиталот да го пласираат во банкарскиот сектор во депозитно штедење или во осигурителните компании и инвестициските фондови одлучувајќи се за инвестиции со помала добивка, но со диверзифицирање на ризикот на најнизок степен. Ваквата состојба не е реткост само во Република Македонија, туку е присутна во земјите во развој. Истиот заклучок се наведува во студијата на Идова и Бабатунде[78] во која се анализираат ефектите на финансиските реформи врз развојот на пазарот на капитал во Нигерија.

Општиот заклучок за влијанието и импактот на штедењето за развојот на пазарот на капитал во Република Македонија е дека штедењето е многу значајно. Затоа

[78]Idowu, A., Babatunde, M.A.,(2012), Effect of Financial Reforms on Capital Market Development in Nigeria, Asian Journal of Business and Management Sciences, Vol. 1 No. 8, 2012, p. 44-52.

финансиските реформи треба да бидат насочени кон развој на финансиски инструменти кои би биле поатрактивни и привлечни за субјектите да се охрабруваат да ги инвестираат своите заштеди во пазарот на капитал.

Друг неочекуван резултат од статистичките параметри се однесува на оценката на влијанието на економскиот раст во Република Македонија. Статистичките параметри покажуваат статистички значајно влијание на стапката на економски раст на пазарната капитализација (-1,111) со веројатност од 10% статистичко ниво на доверба, но со негативен знак. Рационалното објаснување на ваквата состојба е фактот што економскиот раст во Република Македонија треба да биде долгорочен и одржлив за да може да се ефектуира и да влијае во секој сектор на економијата, а особено во финансискиот сектор. Слични резултати се презентирани во трудот на Елисковски[79]. Оттука, апсурдно е да се заклучи дека економскиот раст има негативно влијание на развојот на пазарот на капитал во Република Македонија. Но, ова наведува на заклучок дека економскиот раст во Република Македонија иако е присутен, не е доволен за развој на пазарот на капитал. Затоа се препорачува да се применуваат политики и мерки со кои ќе се поттикнува одржлив економски раст. „Имено, за квалитетен раст неопходни се структурни реформи и стратегии за зголемување на продуктивноста во економијата и на таков начин да се овозможи квалитетен економски раст. Сето ова, паралелно треба да биде придружено со креирање на политики за едуцирање на економските агенти со цел да ги увидат корисностите од берзата како средство за долгорочна заработка и за дисперзирање на ризикот. На таков начин во иднина би се придонело, да се смени негативниот ефект на БДП врз развојот на пазарот на капитал во Република Македонија[80]“.

Најголемо значење со 1% статистичка веројатност покажува променливата каматна стапка на депозити. Резултатот од регресијата е -6,259 кој воедно го потврдува теоретското образложение за спротивното делување на каматната стапка на депозитите и пазарната капитализација. Значи, зголемување од 1% на депозитната каматна стапка, ја намалува пазарната капитализација на Македонската берза за 6 процентни поени. Високите каматни стапки на депозитите негативно се одразуваат и влијаат обесхрабрувачки за економските субјекти и го намалуваат интересот за инвестирање во пазарот на капитал. Високата каматна стапка на депозитите овозможува

[79]Елисковски М., цитиран труд, стр. 23.
[80]Ibid.

инвеститорите да стекнат поголем профит при што изложеноста на ризик е многу помала. На овој начин слободните средства се мобилизираат во комерцијалните банки во форма на депозити, наместо да се пласираат во акции, обврзници и останати финансиски инструменти.

Во таа насока неопходно е Македонската берза да развива и понуди нови финансиски инструменти со што ќе ги следи светските движења и трендот во финансиските операции со акции и обврзници за да се привлечат поголем број на учесници на пазарот на капитал. „Исто така, особено важно е да се каже дека за развој на ликвидноста на пазарот на капитал, банкарскиот сектор треба да прејави поактивна улога на берзата. Имено, банките во Македонија треба да формираат атрактивни производи со конкурентни цени со кои ќе ги стимулираат компаниите за учество на берзата[81]“.

Останатата променлива, стапката на инфлација, која е вклучена во анализата не покажа статистички значајно влијание за развојот на пазарот на капитал во Република Македонија.

Посебно значаен придонес на истражувањето претставува обидот во регресиската анализа да се вклучат и институционални фактори. Регресионата анализа се однесува на утврдувањето на влијанието и развојот на институциите за развојот на Македонската берза. Анализата тргнува од претпоставката дека развојот на пазарот на капитал во Република Македонија е определен од влијанието на макроекономските фактори, но и од институционалните фактори. Претходната регресија го оцени импактот на одредени макроекономски фактори кои беа вклучени во регресионата анализа. Во следната регресиска анализа се земаат во предвид само штедењето и каматната стапка како фактори кои покажале најголемо статистичко значење за развојот на Македонската берза во однос на влијанието на другите макроекономските фактори. Исто така во анализата се оценува влијанието и на институционалните фактори. Така, во моделот како зависна променлива останува пазарната капитализација на пазарот на капитал во Република Македонија изразена како % од БДП (Y - Пазарна капитализација % од БДП), додека независни варијабли се:

X1 - Штедење (% од БДП)

X2 - Каматна стапка на депозити

[81]Ibid, стр.23-24.

X3 – Контрола на корупцијата[82]
X4 – Ефикасноста на Владата[83]
X5 - Квалитет на регулативата[84]
B0 - Слободен член
Според овие променливи регресиската равенка го има следниот облик:

$$LnY = \beta_0 + \beta_1 Ln(X_1) + \beta_2 Ln(X_2) + \beta_3 Ln(X_3) + \beta_4 Ln(X_4) + \beta_5\, Ln(X_5)$$

Добиените резултати и оценката на параметрите за погодноста на моделот покажаа висока мултиколинераност за променливата контрола на корупцијата (VIF = 11,6). Во следната регресија ја исклучивме оваа променлива и се оценуваат останатите независни варијабли: штедење, каматна стапка на депозити, ефикасност на Владата и квалитетот на регулативата како институционални индикатори.

Резултатите од оваа регресиона равенка покажуваат соодветност на применетиот модел. Така, R_2 коефициентот изнесува 0,866, додека прилагодениот коефициент на детерминација исто така покажува висока вредност – 0,81. Оценката на останатите статистички параметри преку кои се оценува соодветноста на моделот и вклучените променливи кои ја детерминираат зависната променлива се оценети како соодветни и ги задоволуваат потребните стандарди за статистичка коректност. Графичкиот приказ на резултатите за хетероскедастичноста, табелата со вредностите за мултиколинеарност и корелационата матрица се дадени во Прилогот бр. 3.

Резултатите од оваа регресиона анализа се прикажани во Табела 15.

[82]Контрола на корупцијата (Control of Corruption) – индекс кој ја покажува перцепцијата за злоупотребата на власта , односно степенот на искористување на јавната власт за злоупотреба за приватни цели, вклучувајќи ситни и големи форми на корупција. Индексот се однесува на проценка на агрегатен показател за единици со нормална распределба и ранг од -2,5 до 2,5. Во регресијата се користат податоците од базата на Светска банка за овој индикатор (http: //databank. worldbank.org/data/reports.aspx? Report_Name= WGI-Table&Id=ceea4d8b).

[83]Ефикасност на Владата (Government Effectiveness)- Ефикасноста на Владата како индикатор ја покажува перцепцијата за квалитетот на јавните услуги, квалитетот на државната служба и степенот на нејзината независност од политичките притисоци, квалитетот на формулирање и спроведување на политиката, и кредибилитетот на посветеноста на Владата на таквите политики. И за овај индикатор се користат проценки кои се агрегатен показател, со единици на стандардна нормална распределба, односно кои се движат од околу -2,5 до 2,5. (http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Report_Name=WGI-Table&Id=ceea4d8b).

[84]Квалитет на регулативата (Regulative quality) – Индикаторот квалитет на регулативата ги покажува перцепциите за способноста на Владата да се формулираат и имплементираат соодветни политики и прописи кои промовираат развојот на приватниот сектор. И овде станува збор за проценки како агрегатен показател , во единиците на стандардна нормална распределба и се движат околу -2,5 до 2,5.(http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Report_Name=WGI-Table&Id=ceea4d8b).

Табела 15. Резултати од регресија со макроекономски и институционални индикатори

Независни променливи - X	(2)
X_1 – Штедење (% од БДП)	-2,720 (-2,823)***
X_2 –Каматна стапка на депозити	-3,091 (-2,764)***
X_3–Ефикасност на Владата	1,415 (1,090)*
X_4 – Квалитет на регулативата	2,712 (1,038)
Број на набљудувања (n)	16
Коефициент на детерминација R^2	0,866
Прилагоден коефициент на детерминација Adjusted R^2	0,807
Durbin – Watson тест	1,981

*-10% степен на статистичка значајност; **-5% степен на статистичка значајност; ***-1% на статистичка значајност.

Извор: пресметки направени со софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Пресметките го даваат следното равенство:

$$LnY = -0{,}59 - 2{,}72Ln(X_1) - 3{,}09Ln(X_2) + 1{,}41Ln(X_3) + 2{,}71Ln(X_4)$$

Статистичките параметри на независните променливи го потврдуваат влијанието на штедењето и каматната стапка на депозити со истото ниво на статистичка значајност (α= 1 % ниво на доверба) за развојот на пазарот на капитал во Република Македонија. Објаснувањето на добиените резултати се совпаѓа со претходно изнесеното. Нагласениот интерес за оценка на влијанието на институционалните фактори, посебно за степенот на корупција, ефикасноста на Владата и регулативата како фактори кои го детерминираат развојот на пазарот на капитал во Република Македонија, резултатите од регресијата не ги издвојуваат како статистички значајни фактори. Така, со втората регресија од анализа се изостави степенот на корупција поради високиот индикатор за меѓузависност со останатите променливи. Променливите кои ги претставуваат индексите за ефикасност на Владата и квалитетот на регулативата потврдуваат присуство на позитивно зависна релација (X_3 = 1,415 и X_4

= 2,712) со развојот на Македонската берза, но ова влијание не се издвојува како статистички значајно и со тоа не го детерминира нејзиниот развој.

Заклучни согледувања и препораки

Финансиската криза од 2008 година се смета за најтешка криза којашто најмногу ги погоди зрелите финансиски пазари. Како резултат на ниските каматни стапки пред избувнувањето на финансиската криза и големата ликвидност на финансиските пазари, многу од инвеститорите беа мотивирани да преземат големи ризици. Единственото нешто од кое беа водени, беше личната желба за остварување на што поголема добивка, додека ризикот беше занемарен. Инвестициите во поризични средства и стратегии станаа правило, најчесто со многу мало разбирање за преземениот ризик и недоволен капитал за инвестирање. Приватниот сектор продолжи со стратегијата на преземање на големи ризици и покрај предупредувањата од страна на јавниот сектор дека финансиската стабилност може да биде изложена на ризик.

Главна придобивка од светската економска криза е што таа ги интензивира дебатите за последиците што ги предизвикува безобзирната трка по профит. Во таа трка за профит преземените ризични зделки се мотив да се заработат високи профити преку склучување ризични финансиски зделки во финансиско – банкарскиот сектор, без притоа актерите да преземат директна одговорност, го доведоа светот во уште една финансиска криза. Всушност, тоа е најголемата светска финансиска криза, после големата светска криза (1929 – 1933). Тоа е доволно силна поука дека финансиските пазари не треба да се остават да се урамнотежуваат сами од себе, туку дека е потребна регулација и на национално и на меѓународно ниво. Треба да се преземат голем број на мерки со цел да се намали ризикот од повторување на ваква криза.

Евидентно е дека благодарение на посткризните манифестации на глобалниот финансиски систем, како силната регулација, иновациите, технологијата, променетите очекувања, силната конкуренција и оперативните стопански проблеми, драстично ги преобликуваат пазарите на капитал. Јасно е дека финансиските пазари стануваат сè поглобализирани и взаемно поврзани (иако организационо фрагментирани) и дека технологијата и регулацијата ќе продолжат да ги предводат промените. Приспособувањето кон овие промени е доста скапо и тешко за пазарните учесници, но со очекување дека сценариото нема да биде песимистичко. Регулаторните промени треба да донесат нови можности, особено за регионалните финансиски институции кои сакаат да ги зајакнат активностите на пазарите на капитал, како и на новите играчи.

Во посткризниот период, со оглед на должничката криза во Европската унија во голема мера се истакнува улогата на Европската централна банка. Мерките на Европската централна банка во спроведувањето на монетарната политика имаат големо влијание врз фукнционирањето на берзите, па податоците јасно покажуваат дека експанзивната монетарна политика доведе до зголемена ликвидност на берзите, особено на пазарите во Германија, Франција и Италија. Политиката на Европската централна банка водена од монетарниот пристап се смета за недоволна за соочување со рецесијата, па оттука многу автори инсистираат на мерките на фискалната политика. Искуствата од одредени држави како Шпанија, Франција, Австрија и Германија, но и пошироко (како САД и Кина), подврдија дека покрај мерките на монетарната политика беа користени и дополнителни политики за поттик на трошењето, како и економски пакети за стимулација. Надвор од теоретската дебата за усогласеноста на монетарната и фискалната политика за време на криза, Европската централна банка демонстрираше прагматичен и флексибилен пристап преку користење на различни механизми и инструменти.

Улогата на централната банка се преорентира од рестриктивна кон експанзивна. Проблемите во рамките на ЕМУ во сегашни услови не се толку ценовната стабилност, колку што е тоа многу ниската инфлација. Главен проблем кој останува како за поддржувачите на монетарната политика, така и за поддржувачите на фискалната политика е фактот што и покрај ниските каматни стапки, достапните кредитни и економски пакети за стимулурање, ниту потрошувачите, ниту инвеститорите можат да се присилат да ја зголемат својата потрошувачка. Ниту монетаристите, ниту кензијанците обезбедија одржливи решенија за финансиската и економската криза во ЕМУ. Сè уште постои дискусија во научните кругови дали ЕЦБ реагираше предоцна или премалку или донесе вистински одлуки.

Финансискиот систем е еден од најважните и најзначајни подсистеми на економскиот систем и има големо влијание врз економските и социјалните процеси. Моќта и перформансите на финансискиот сектор е значаен показател за можностите и перформансите на економијата, воопшто. Развиените економии имаат развиени финансиски пазари. Спротивно на ова финансиските пазари во земјите во развој и неразвиените економии се мали и слабо развиени. Во изминатата декада во голем дел од земјите во развој од Источна и Централна Европа, а особено во земјите од Западен Балкан, се имплементираа повеќе реформи во финансискиот сектор. Така, во одредени

економии промените во пазарот на капитал беа условени и реализирани преку реструктурирање и приватизација на јавните претпријатија, додека во други каде што не постеше пазарот на капитал се поставија основите за функционирање и развој на пазарот на капитал. Спроведените реформи овозможија позитивни придвижувања и пораст на обемот на трансакции на пазарот на капитал.

Македонската берза е основа во 1995 година и е првата организирана берза на хартии од вредност во историјата на Република Македонија. Улогата на Македонската берза во Република Македонија се издвојува и имаше посебно значење во процесот на транзиција на земјата во пазарна економија. Одржувањето на ниска стапка на инфлација и стабилна стапка на девизен курс креираа макроекономска стабилност во економијата која претставуваше основа за развојот на пазарот на капитал. Во македонскиот финансиски систем доминантен е банкарскиот сектор, додека останатите сегменти се помалку застапени и се во процес на развој. Така, најзначајни финансиски институции се банките, осигурителните компании, лизинг компаниите и брокерските друштва.

Во поглед на Македонскиот пазар на хартии од вредност (односно Македонската берза како негов претставник), треба да се истакне дека тој претставува млад, плиток, односно сиромашен и неликвиден пазар. Од направената анализа во трудот може да заклучиме дека и покрај долгогодишната транзиција кон пазарна економија, Р. Македонија сè уште нема развиен пазар на капитал. Македонскиот пазар на капитал во поглед на својата големина и длабочина многу заостанува зад земјите со развиени финансиски пазари. Имено, либерализацијата на пазарот на капитал и досегашните реформи овозможија да се зголеми пазарната капитализација на пазарот на капитал во Република Македонија, но сепак на незадоволнително ниво.

Ова, пред сè, се должи на неедуцираноста на економските агенти при инвестирање на берзата, недостатокот на традиција за инвестирање во хартии од вредност, релативно ниската акумулациона моќ, ограничената понуда на финансиски инструменти, мотивите на некои инвеститори за остварување краткорочни добивки, нестабилната макроекономска, но и политичка состојба, која ги одвлекува странските инвеститори, како и на сиромашната понуда на хартии од вредност. Всушност, кај нас се тргува само со акции и обврзници, а другите финансиски инструменти, речиси и да не се присутни. Всушност, со финансиските деривати на многу светски берзи се тргува

уште од 70-тите и 80-тите години на минатиот век, а кај нас сè уште претставуваат апстрактен поим.

Најголема пречка за развој на Македонската берза е сиромашната понуда на финансиски инструменти. Кај нас најмногу се тргува со акциите на правните субјекти и со хартиите од вредност издадени од државата. Ваквата сиромашна понуда на хартии од вредност не ја стимулира инвеститорската јавност да вложува на овој пазар, т.е. тој не е атрактивен за инвеститорите. Недостасуваат многу други хартии од вредност, како корпоративните обврзници, деривативните финансиски инструменти, како фјучерси, опции, свопови и слично.

Голема пречка за развојот на македонскиот пазар е и малата ликвидност, која ги дестимулира инвеститорите, бидејќи тие се соочуваат со тешкотии при конверзија на хартиите од вредност во готовина и обратно. Потврда за тоа дека македонскиот пазар на капитал е многу мал и слабо развиен, со ниска ликвидност, покажуваат и вредностите на показателите за пазарната капитализација и берзанскиот промет пресметани како процент од реалниот БДП во Република Македонија. Истиот, бурно реагира и на мали и поголеми тргување со акции и обврзници, но не остана имун и на ефектите предизвикани од светската економска и финансиска криза.

Од направените анализи видовме дека по економскиот бум во 2007 година, прометот во сите пазарни сегменти оди во надолна линија, а истото се случува и со вредноста на берзанскиот индекс на акции. Во поглед на цената на капиталот се забележува постоење на инверзен однос гледано во релација со ризикот на акциите што е, пред сè, условено од повисокото ниво на стапката на принос на безризичните хартии од вредност (благајничките записи) во споредба со просечната стапка на принос на пазарното портфолио (МБИ 10 индексот). Неповолната состојба на Македонската берза се потврдува и со компаративната анализа на движењата на пазарите на капитал во регионот, преку неколку показатели, како што се учеството на пазарната капитализација во БДП, вредноста на безранските индекси и степенот на корелација меѓу индексот МБИ 10 и индексите на одредени берзи од регионот. Споредбената анализа на пасивните каматни стапки и дивидендниот принос на акциите на берзата, со движењата на берзанскиот промет укажуваат на тоа дека намалувањето на пасивните каматни стапки на банките не го дадоа очекуваниот ефект, односно заживување на берзанскиот промет преку пренамена на депозитите во хартии од вредност на Македонската берза.

Со оглед на тоа дека економскиот раст претставува еден од најзначајните предуслови за развој на пазарот на капитал, во трудот преку соодветен економетриски модел се испитува и влијанието на факторите кои го детерминираат пазарот на капитал во Република Македонија. Врз основа на релевантни студии од литературата за оваа проблематика направено е емпириско истражување. Регресионата анализа се базира на проширување на основниот Калдерон-Росел (Calderon-Rossell) бихевиористички структурен модел, во кој се вклучени неколку макроекономски фактори за кои теоретските и емпириските анализи потврдуваат силна детерминираност на пазарот на капитал. Пазарната капитализација на Македонската берза изразена како % од БДП го изразува степенот на развој на пазарот на капитал во Република Македонија и е зависна променлива во регресионите модели. Независни променливи се стапката на економски раст, штедењето, каматната стапка на депозитите и стапката на инфлација. Посебен придонес на истражувањето претставува вклученоста на институционални индикатори во регресиониот модел и определувањето на нивното влијание и значење за развојот на Македонската берза.

Имајќи предвид дека се анализира временски период од 1997-2013 година, што е релативно краток рок за статистички анализи, статистичките параметри за верификација на моделот и статистичка оценка на истиот покажаа валидни параметри и солидни оценки за коректноста на применетиот модел. Така, добиените резултати и објаснувањето на истите е статистички валидно. Економскиот раст и штедењето имаат значајно влијание за развојот на пазарот на капитал. Збунувачки е инверзниот однос на меѓузависност кој се добива од регресиите. Проблемот, но и објаснувањето се бара во ниските стапки на раст и неговата неодржливост, како и во доминантното учество на банкарскиот сектор кој овозможува поголема сигурност во пласманите на економските субјекти, но и малиот асортиман на финансиски инструменти на пазарот на капитал во кој би можел да се насочи слободниот капитал. Вклученоста на институционалните индикатори потврдува позитивно влијание за пазарот на капитал, но ниту еден од анализираните индекси кои се однесуваат на контрола на корупцијата, ефикасност на Владата и квалитет на регулативата што се применува, не се издвојува како статистички значаен фактор.

Поради фактот што станува збор за млад пазар на капитал, кој сè уште е во развој и чии темели сè уште се вградуваат, неопходно е да се направат одредени

реформи за негово подобро функционирање и да се преземат соодветни мерки, со цел да се зголеми неговата ефикасност.

Од значење е зголемувањето на ликвидноста на пазарот на капитал. За оваа цел потребно е воведување на нови инструменти и охрабрувањето и поддршката од страна на Комисијата за хартии од вредност сите друштва да емитираат акции, корпоративни обврзници и други финансиски инструменти, преку кои ќе можат полесно, побрзо и поевтино да дојдат до потребните финансиски средства, кои им се потребни за реализација на нивните бизнис-проекти. Воедно, од значење е и воведувањето на финансиските деривати, бидејќи покрај тоа што со нив би се зголемила ликвидноста, ваквите изведени финансиски инструменти би го направиле пазарот на капитал поинтересен за инвеститорите. Но, од друга страна, поради тоа што финансиските деривати се специфични финансиски инструменти потребно е да се обезбедат соодветни едукации и обуки на сите учесници на пазарот на капитал. Збогатувањето на финансиската понуда на пазарот на капитал би овозможила националното штедење да се пренасочи повеќе кон овој тип на пазар.

Исто така, предуслов за ефикасно функционирање на пазарот на капитал е и побарувачката на капитал од страна на економските субјекти, кои во определен период имаат потреба од финансиски средства за реализација на одредени инвестициски зафати. Мошне значајна детерминанта претставува и акумулираната заштеда, како директно зависна големина од висината на националниот доход и склоноста кон штедењето, но и од политичката, економската и монетарната стабилност на националната економија.

Од значење е и зголемената соработката меѓу институциите на државата со Македонската берза и Комисијата за хартии од вредност, со цел да се поттикне инвестирањето на берзата. Пример за ова е задолжителната котација. Целта на оваа реформа беше да се отворат вратите за потенцијалните инвеститори, компаниите транспарентно и во точно определен рок да ги објавуваат финансиските резултати, ценовно чувствителните информации, да издаваат нови емисии на акции и така да дојдат до свеж капитал. И покрај тоа што секаде во светот се смета за престиж да се биде фирма која котира на берзата, истото не важи и за фирмите кај нас, кои котирањето на нашата берза го сметаат за голема обврска и товар. Многу од фирмите, односно нивните акционери не се спремни јавно да ги објавуваат нивните ценовно

чувствителни информации. Оттука се јавува потребата за понатамошно развивање на свеста на фирмите за бенефитите од задолжителната котација.

Паралелно со задолжителната котација беше донесена и мерка на страната на побарувачката, а тоа е укинување на одаточувањето на капиталните добивки , што исто така треба да е во функција на стимулирање поголеми инвестиции на пазарот на капитал.

За развој на пазарот на капитал од значење е и поактивното вклучување на пензиските фондови. За оваа цел потребна е законска измена иницирана од страна на Агенцијата за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување (МАПАС), со која би се принудиле пензиските фондови задолжително да инвестираат во акции кои се тргуваат на Македонската берза. Ваквите законски измени треба да важат и за компаниите за животно осигурување.

Покрај тоа, за пазар на капитал кој не е длабок, каков што е нашиот, од голема потреба е постоењето интензивна соработка со локалните берзи. За оваа цел во последниве години актуелно е настојувањето да се оди кон склучување на меѓусебна соработка со берзите од регионот. Интеграцијата на македонскиот пазар на хартии од вредност на поширокі платформи на тргување, на почетокот регионални, а подоцна и европски, ќе придонесе да се следи чекорот на развиените берзи во светот кои забрзано се интегрираат, истовремено обезбедувајќи поголема ликвидност и привлекување на странски портфолио-инвестиции. Исто така, од значење е да се преземат чекори и нашите компании да бидат котирани на другите пазари, но да има и можност да се тргува и со финансиски инструменти што се издадени од други држави, на Македонската берза. Во таа насока три берзи во регионот - Македонската, Софиската и Загрепската, го официјализираа своето партнерство со заедничката платформа CEE Линк, преку која инвеститорите од трите земји можат да купуваат или продаваат акции на компании кои котираат на локалните пазари на капитал, што е позитивно со оглед на малите локални пазари. Ваквата иницијатива наиде на поддршка од Европската банка за обнова и развој, пришто до крајот на 2016 година се приклучија и Белградската и Љубљанската берза, што покажува дека напорите не биле залудни. На овој начин се создава значаен пазар во кој понудата ја сочинуваат повеќе од 500 хартии од вредност. Една од дилемите е дали ваквото отворање на пазарите во регионот, може да ѝ донесе на Македонија повеќе инвестиции, или, пак, ќе биде канал преку кои можат да се одлеат финансиски средства во странство. Познавачите се убедени дека како мал пазар

може само да добиеме. Но тоа, пред сè, ќе зависи од транспарентноста на компаниите и нивната желба да привлечат инвеститори. Така, платформата може многу бргу да стане генератор на растот на инвестиции и кај нас, но и во земјите во регионот.

Сепак, заживувањето на берзата и нејзино враќање блиску до нивото од преткризните години се очекува да се оствари дури откако најпрвин ќе се закрепнат берзите каде што и се случи кризата. Доколку кај странските инвеститори повторно се појават повеќе средства и доколку предвидат дека инвестирањето на тие средства во хартии од вредност што котираат на Македонската берза би им донело задоволителен поврат на инвестициите, тогаш би можеле да очекуваме враќање на странските инвеститори на Македонската берза. Тоа, исто така, би било позитивен сигнал за враќање на интересот и кај домашните инвеститори за вложување во хартии од вредност на нашата берза.

Во функција на натамошниот развој на Македонската берза претставуваат и промените кои треба да се направат во регулаторната рамка од доменот на хартиите од вредност. Во претстојниот период еден од главните предизвици на македонскиот пазар на хартии од вредност ќе биде дополнителното усогласување на домашното законодавство со релевантните европски директиви и регулативи, што воедно ќе значи постојниот Закон за хартии од вредност да биде заменет со два нови законски прописи: **Закон за финансиски инструменти** и **Закон за проспекти за хартии од вредност и обврски на издавачите за транспарентност**. Притоа, дел од одредбите во нацрт-законот ќе стапат на сила кога земјата ќе стане членка на ЕУ.

Севкупното усогласување со законодавството на ЕУ треба да обезбеди повисоко ниво на стабилност и ефикасност на пазарот, подобра заштита на инвеститорите со што ќе се поттикне нивно поактивно учество, што би имало позитивно влијание врз домашната економија.

Гледано од макроаспект, економијата во изминатиот период остварува повисоки стапки на раст од претходно, но сепак тоа ниво не е значајно за да се направи поголем позитивен ефект врз развојот на пазарот на капитал. Оттука потребно е постигнување на повисока стака на економски раст одржлива на долг рок.

Исто така, во изминатиот период евидентно е и влијанието на локалните, односно политичкиот фактор врз Македонската берза. Политичката криза неповолно се одрази на берзанскиот промет во изминатиот период, но се очекува дека со нејзиното надминување ќе се подобрат и состојбите на македонскиот пазар на капитал во насока

на поголема мобилизацијата на националните ресурси, поефикасна употреба на капиталот и привлекување странски директни инвестиции.

ЛИТЕРАТУРА

Книги, извештаи, публикации

1. Atje, R.,Jovanovic, B., : Stock Markets and Development, European Economic Review, 37 (2/3), pp. 632-640, 1993.
2. Bekaert G. and Harvey C. Emerging Equity Market Volatility, Journal of Financial Economics, Elsevier, No. 43. 29-77, 1997.
3. Беличанец, Т. : Банки, Инвестициски фондови, Берзи, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“- Скопје, Правен факултет- Скопје, 2010.
4. Caporale M. Howells G. P., SolimanA.M. , Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage,
5. Годишен статистички билтен за 2015 година, Македонска берза АД Скопје.
6. Годишни извештаи на НБРМ за 2000- 2014, НБРМ.
7. Годишни извештаи за работа на Македонска берза АД Скопје за 2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013 и 2014, Македонска берза АД Скопје.
8. Ghost N. B. Global Financial Crises and Reforms, Routledge, 2001.
9. Demirgue-Kunt, A. Maksimovic, V. : Stock Market Development and Financial Choices Of Firms, The World Bank Economic Review, Volume 10, Issue 2, p. 341-369,1996.
10. Eliskovski M., : Macroeconomic determinants of development of the capital market in the Republic of Macedonia, 2012.
11. Закон за хартии од вредност *(неофицијален пречистен текст)* (Службен весник на РМ бр.95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010,135/2011, 13/2013, 188/2013, 43/2014, 15/2015, 154/2015 и 192/2015.
12. Idowu, A., Babatunde, M.A.: Effect of Financial Reforms on Capital Market Development in Nigeria, Asian Journal of Business and Management Sciences, Vol. 1 No. 8 p. 44-52, 2012.
13. Извештаи за работата на Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија, различни години, Комисија за хартии од вредност, Скопје.
14. Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2014, НБРМ, 2015.

15. Fink G. Haiss P., Sirma H.,:Credit, Bonds, Stocks and Growth in Seven Large Economies, EI Working Paper No. 70. 2006.
16. Kemboi J.K.,Tarus, D.K.,: Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya, Research Journal of Finance and Accounting, ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online), Vol 3, No 5, 2012.
17. King R. G., Levine, R.: Finance and Growth: Schumpeter May Be Right, The Quarterly Journal of Economics, Volume 108, Issue 3, p. 717-737, 1993.
18. Levine, R., Zevros, S.: Stock Markets, Banks and Economic Growth, American Economic Review, Vol. 88, pp. 536-558, 1998.
19. Mishkin F.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 9th edition, Pearson, 2010.
20. National Bank of the Republic of Macedonia, Financial Stability Report for the Republic of Macedonia in 2014, October 2015.
21. Octavio Fern´andez-Amador, Martin G¨achter, Martin Larch, Georg Peter. Monetary policy and its impact on stock market liquidity: Evidence from the euro zone. Working Papers in Economics and Statistics.University of Innsbruck http://eeecon.uibk.ac.at.
22. Oya P. A., Damar H.E.: Financial Sector Depending and Economic Growth: Evidence for Turkey, MPRA Paper No. 4077, (posted 15 July 2007), 2006.
23. Петковски, М.: „Финансиски пазари и институции – второ изменето и дополнето издание“, Економски факултет, Скопје, 2009.
24. Plachý R., Rašovec T.: Impact of economic indicators on development of capital market, International Journal E+M, 102 - 3, XVIII, 2015.
25. Прирачник за обука и полагање на стручен испит за работа со хартии од вредност, Комисија за хартии од вредност, Скопје, 2015.
26. Прирачник за следење, обука и полагање испит за работа со хартии од вредност, Комисија за хартии од вредност на РМ, Скопје, 2008.
27. Ritter S. L., Silber L. W., Udell F. G.: Principles of money, banking & financial markets, 12th edition, Pearson, 2009.
28. Hadzi-Mishev R.: Limit of effective portfolios of the Macedonian Stock Exchange, website of the Macedonian Stock Exchange, 2011.

29. Yartey, C.A.,: The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?, IMF Working Paper, WP/08/32, 2008.

Интернет линкови

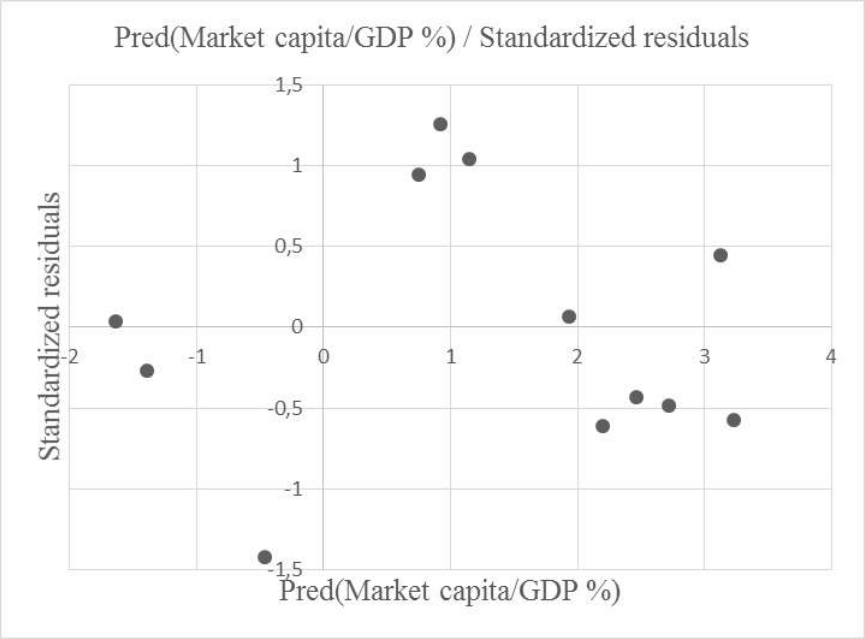
1. http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/565876/EPRS_BRI(2015)565876_EN.pdf
2. http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000131
3. http://www.globalmarshallplan.org/sites/default/files/media/ecb_report_by_weed.pdf
4. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130417.en.html
5. http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html
6. http://www.businessweek.com/stories/2008-10-15/the-financial-crisis-hits-german-economybusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice
7. http://www.ecb.europa.eu/mopo/ela/html/index.en.html
8. http://www.britannica.com/topic/Financial-Crisis-of-2008-The-1484264
9. http://data.worldbank.org/indicator
10. http://www.mse.mk/mk/content/22/1/2008/history
11. http://faktor.mk/2015/09/14/makedonska-berza-20-godini-od-pochetotsite-do-denes-shto-nauchivme-i-shto-n-ochekuva
12. http://www.mse.mk/Repository/UserFiles/File/ZABERZATA/Publikacii/brosura-mse-2013.pdf
13. http://www.mse.mk/Repository/UserFiles/File/Pravila%20za%20kotacija/Pravila_za_kotacija_19.11.2014_posledno.pdf
14. https://www.google.com/search?q=GDP+and+stock+exchange+turnover&ie=utf-8&oe=utf 8#q=determinants+of+stock+exchange+turnover
15. http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=75861540F6B1F84DA0F0817697B49AA6
16. http://www.mse.mk/mk/reports
17. http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/MK?display=default
18. http://www.mse.mk/Repository/Reports/MK/ReportMK_10_20150101_20151231.pdf
19. http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_20085.pdf
20. http://www.nbrm.mk/ WBStorage/Files/WebBuilder_Godisenizvestaj 2009 kon0.pdf

21. file:///C:/Users/User/Desktop/Podatoci%20od%20Desktop/Mozni%20statii/Investicioni%20fondi/FSR_ 2014%20_Narodna%20Banka. pdf
22. http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_2001.PDF.
23. http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_2002_Finansiski_Izvestai.pdf
24. http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/AI_Godisen_Izvestaj_2003.pdf
25. http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen%20izvestaj%20i%20Finansiki%20izvestaj%20_2004%20finalna%20sodrzina.pdf

Прилози

Прилог 1

Графикон бр.1 Тест за хетероскедастичност на зависната варијабла Y



Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Прилог 2

Табела бр. 1 Критериуми за оценка на моделот

DF	7,0000
R^2	0,8734
Adjusted R^2	0,8011
MSE	0,6435
RMSE	0,8022
DW	1,6695

Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Табела бр.2 Корелациона матрица

Variables	Gross savings/% of GDP	Deposits interest rate	Inflation consumer price index	GDP Growth	Market capita/GDP %
Gross savings/% of GDP	**1,0000**	-0,3988	0,2488	0,3467	0,1822
Deposits interest rate	-0,3988	**1,0000**	-0,0473	-0,6019	-0,9013
Inflation consumer price index	0,2488	-0,0473	**1,0000**	0,0922	0,0316
GDP Growth	0,3467	-0,6019	0,0922	**1,0000**	0,4034
Market capita/GDP %	0,1822	-0,9013	0,0316	0,4034	**1,0000**

Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Табела бр. 3 Индекс на мултиколинеарност (меѓузависност на променливите)

Statistic	Gross savings/% of GDP	Deposits interest rate	Inflation consumer price index	GDP Growth
Tolerance	0,7746	0,5934	0,9330	0,6229
VIF	1,2909	1,6851	1,0718	1,6054

Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

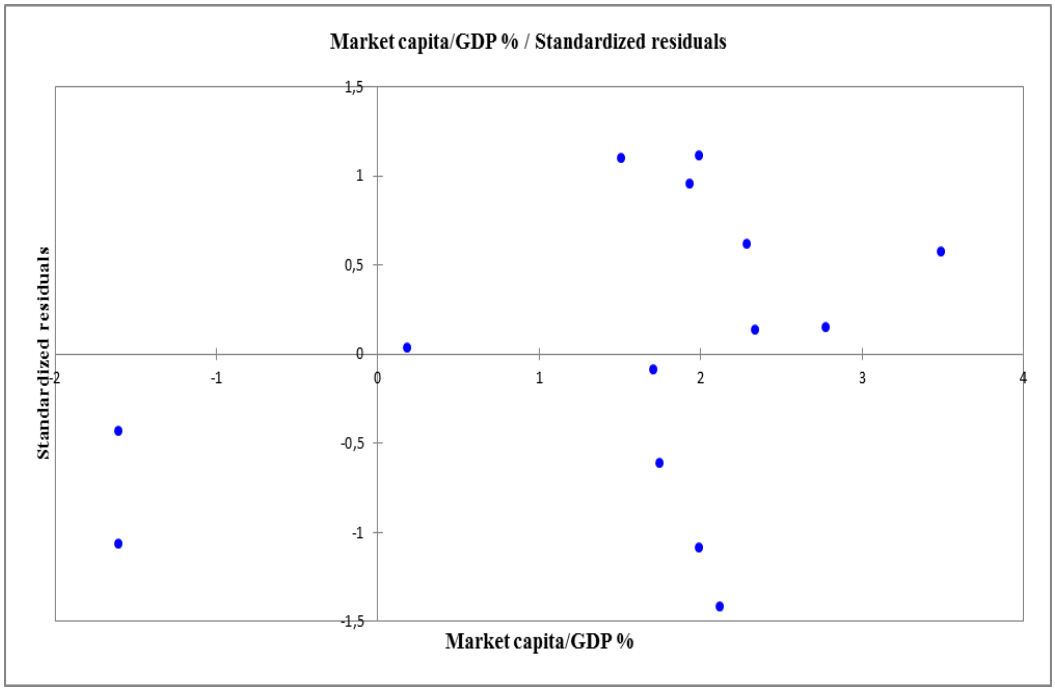
Табела бр. 4 Статистички параметри на моделот

Source	Value	Standard error	t	Pr > |t|	Lower bound (95%)	Upper bound (95%)
Intercept	18,1305	4,5398	3,9936	0,0052	7,3881	28,8728
Gross savings/% of GDP	-1,6117	1,2342	-1,3059	0,2328	-4,5321	1,3086
Deposits interest rate	-5,7690	0,9217	-6,2590	0,0004	-7,9500	-3,5880
Inflation consumer price index	0,0797	0,2360	0,3379	0,7454	-0,4787	0,6382
GDP Growth	-0,6630	0,5965	-1,1114	0,3031	-2,0746	0,7486

Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Прилог бр.3

Графикон бр.1. Тест за хетероскедастичност на зависната променлива Y



Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Табела бр. 1 Критериуми за оценка на моделот

DF	9,0000
R^2	0,8660
Adjusted R^2	0,8060
MSE	0,4322
RMSE	0,6574
DW	1,9811

Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Табела бр. 2 Корелациона матрица

Variables	Gross savings/% of GDP	Deposits interest rate	Government effectivnes	Regulatory Quality	Market capita/GDP %
Gross savings/% of GDP	**1,0000**	-0,4623	0,4719	0,6153	0,1363
Deposits interest rate	-0,4623	**1,0000**	-0,8400	-0,7537	-0,8515
Government effectivnes	0,4719	-0,8400	**1,0000**	0,7890	0,7960
Regulatory Quality	0,6153	-0,7537	0,7890	**1,0000**	0,6702
Market capita/GDP %	0,1363	-0,8515	0,7960	0,6702	**1,0000**

Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Табела бр. 3 Индекс на мултиколинеарност (меѓузависност на променливите)

Statistic	Gross savings/% of GDP	Deposits interest rate	Government effectivnes	Regulatory Quality
Tolerance	0,6207	0,2724	0,2379	0,2844
VIF	1,6111	3,6712	4,2037	3,5162

Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.

Табела бр. 4 Статистички параметри на моделот

Source	Value	Standard	t	Pr > |t|	Lower bound	Upper
Intercept	-0,5935	10,0906	-0,0588	0,9544	-23,4201	22,2331
Gross savings/% of GDP	-2,7198	0,9635	-2,8229	0,0200	-4,8993	-0,5402
Deposits interest rate	-3,0914	1,1185	-2,7639	0,0220	-5,6217	-0,5612
Government effectivnes	1,4146	1,2977	1,0901	0,3040	-1,5209	4,3501
Regulatory Quality	2,7118	2,6121	1,0381	0,3263	-3,1973	8,6208

Извор: пресметки во софтверскиот пакет XLSTAT 2015.