

ИЗВЕШТАЈ

Наслов на проектот:

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

Носител:

Економски институт-Скопје

Раководители:

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

Соработници:

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

СОДРЖИНА

ВОВЕД

I ДЕЛ 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

1.2. Влијание на глобалните макро-трендови врз пазарот на капитал

2. АНАЛИЗА НА СЕЛЕКТИРАНИ БЕРЗИ И ВЛИЈАНИЕТО НА ЕВРОПСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА ВО УСЛОВИ НА КРИЗА

2.1. Влијанието на финансиската криза врз тргувањето на селектирани берзи во светот

2.1.1. Влијанието на финансиската криза врз тргувањето во САД

2.1.2. Влијанието на финансиската криза врз тргувањето на Франкфуртската берза

2.2. Мерките на Европската Централна Банка во услови на криза

II ДЕЛ 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

1.2. Историски осврт на досегашниот развој на Македонската берза

1.3. Анализа на состојбите и трендовите на Македонската берза

1.3.1. Примарен пазар на хартии од вредност

1.3.2. Структура и движење на берзанскиот промет на Македонската берза

1.3.3. Учеството на одделни пазарни сегменти во вкупниот берзански промет

1.3.4. Ликвидноста на македонскиот пазар на капитал

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

1.3.6. Анализа на македонските берзански индекси

1.4. Детерминанти на прометот на Македонската берза

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

1.4.2. Дивидентен принос наспроти каматни стапки

1.4.2. Цената на капитал на македонскиот пазар на капитал

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

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

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

- 2.2. Издавање, понуда и продажба на хартии од вредност
 - 2.3. Депозитар за хартии од вредност, регистрирање на хартии од вредност, нетрговски преноси
 - 2.4. Тргување со хартии од вредност – берза
 - 2.5. Комисија за хартии од вредност
 - 2.6. Регулаторни предизвици
3. Примена на економетриски модел за анализа на влијанието на макроекономските и институционалните индикатори врз пазарот на капитал
 - 3.1. Преглед на литература и теоретска основа за истражувањето
 - 3.2. Детерминанти на развојот на пазарот на капитал (податоци, методологија и резултати од емпириската анализа)
- Заклучни согледувања и препораки
Литература
Прилози

РЕЗИМЕ

Од почетокот на 90-те 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 врз пазарни принципи, што е и услов за негово ефикасно функционирање.

Развојот на ваков тип пазар на капитал кој што од 1995 година функционира преку организирана форма на пазар на капитал-берза за долгорочни хартии од вредност, создаде можност за функционирање на нов тип инвестицииво 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 пазарот 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 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 околу 20 години, сеуште главен извор за обезбедување на долгорочни финансиски средства претставуваат банките, кои остваруваат учество над 90 % во финансискиот систем во Република Македонија.

Со цел да се стекне пореална слика за состојбите на македонскиот пазар на капитал во трудот е направена 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 е направен и осврт на 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 иднина.

Конкретните наоди и заклучоци од спроведеното истражување се претставени во продолжение.

Светската финансиска криза од 2008 година имаше далекузежни негативни ефекти врз севкупниот финансиски систем во светот. Но, од друга страна главна придобивка од светската економска криза е што таа ги интензивираше 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 на национално и на меѓународно ниво.

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 функционирањето 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 фискална 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 имаше потреба и од користење 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 рестриktivна 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 стимулирање, 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. Се уште постои дискусија во научните кругови дали ЕЦБ реагираше преоцна или премалку или донесе вистински одлуки.

Моќта и перформансите на финансискиот сектор во една национална економија се 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.

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, во Р. Македонија се уште пазарот на капитал не е развиен на задоволително ниво. 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 не на задоволително ниво.

Ова пред сè се должи на неедуцираноста на економските агенти при инвестирање на берзата, недостаток на традиција за инвестирање во хартии од вредност, релативно ниската акумулациона моќ, ограничената понуда на финансиски инструменти, мотивите на некои инвеститори за краткорочни добивки, нестабилната макроекономска, но и политичка состојба, која ги одвлекува странските инвеститори. 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 вредноста 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 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. 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). 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 дивидентниот 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) бихејвиористички 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. Имено, 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.

Врз основа на констатираните бројни слабости во досегашното функционирање на берзата потребно е да се преземат соодветни мерки, со цел да се зголеми нејзината ефикасност. Заради тоа во трудот се дадени и одредени препораки во насока на нејзино подобро функционирање во иднина.

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 емитуваат 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.

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 зголемена 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.

Паралелно со задолжителната котација, како мерка преземена за развој на пазарот на капитал на страната на понудата, беше донесена и мерката на страната на побарувачката, а тоа е укинување на оданочувањето на капиталните добивки

Исто така, 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 финансирање

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 големо значење е да постои 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 пошироки 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. Од значење е да се преземат чекори и нашите компании да бидат котираани 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 СЕЕ 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, а најавата дека до крајот на годинава ќе се приклучат и Белградската и Љубљанската берза, покажува дека напорите не биле залудни. На овој начин се создава значаен пазар во кој понудата ја сочинуваат респектибилни речиси 400 акции и обврзници. Бројката дополнително ќе се зголеми со вклучувањето на уште двете берзи. Една од дилемите е дали ваквото отворање на пазарите во регионот, може да и 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 се ќе зависи од транспарентноста на компаниите и нивната желба да привлечат инвеститори. Така, платформата може многу брзо 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 во 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 во 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.

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.

17.10.2016 година

С к о п ј е

Главни истражувачи:

д-р Диана Бошковска

д-р Весна Георгива Свртинов
