

Универзитет на Југоисточна Европа

Факултет за Бизнис и Економија

Магистерски студии

Тетово

Магистерски труд:

**БЕРЗАТА ВО ФУНКЦИЈА НА РАЗВОЈОТ НА ФИНАНСИСКИТЕ ТЕКОВИ
НА ЕКОНОМИИТЕ НА ЗЕМЈИТЕ ВО ТРАНЗИЦИЈА ОД ЗАПАДЕН БАЛКАН**

Ментор:

Проф. д-р Хирије Абазии-Алили

Кандидат:

Тони Костов

И.Бр.: 112504

Скопје, 2020

СОДРЖИНА

ВОВЕД.....	4
1. БЕРЗАТА КАКО ОБЛИК НА ФИНАНСИСКИ ПАЗАР.....	8
1.1. Поим, генеза и развој на берзата.....	8
1.2. Значење на берзата како пазарна институција.....	11
1.2.1. Значење и корист од постоењето на берзите.....	12
1.2.2. Надлежност и организација на берзите.....	13
1.3. Основање на берзите и принципи на тргување.....	14
1.4. Органи на берзата.....	16
1.5. Карактеристики и врсти на берзата.....	19
1.6. Законска регулатива на берзата.....	22
2. БРОКЕРСКО-ДИЛЕРСКИ ДРУШТВА НА БЕРЗИТЕ.....	25
2.1. Модели на организирање на брокерските друштва.....	25
2.2. Карактеристики на тргување на брокерските друштва.....	30
2.3. Стратегија на управување со сметките на клиентите на брокерските друштва.....	32
2.4. Стратегија на тргување на брокерските друштва на берзите.....	35
3. ЗАШТИТА НА ИНВЕСТИТОРИТЕ НА ФИНАНСИСКИТЕ БЕРЗИ.....	41
3.1. Јавна достапност на информации во функција на заштита на инвеститорите.....	42
3.2. Привилегирани информации и заштита на инвеститорите.....	43
3.3. Манипулации.....	46
3.4. Финансиска етика во функција на заштита на инвеститорите.....	47
4. БЕРЗИТЕ НА СОСЕДНИТЕ ЗЕМЈИ.....	48
4.1. Љубљанска берза (Словенија).....	48
4.2. Сараевска берза (БиХ).....	50
4.3. Загребска берза (Хрватска).....	52
4.4. Белградска берза (Србија).....	53
4.5. Црногорска берза (Црна Гора).....	55
4.6. Тиранска берза (Албанија).....	57
5. МАКЕДОНСКА БЕРЗА.....	59
5.1. Историја на Македонската берза.....	59
5.2. Водич низ работењето на Македонската берза.....	60
5.3. Организациона структура на Македонската берза.....	61
5.4. Стекнување на членство на Македонската берза.....	61
5.5. Предмет на работење на Македонската берза.....	62
5.6. Производи и Индекси.....	62

5.6.1.	МБИ10.....	63
5.6.2.	ОМБ.....	64
5.7.	Состојба и перспектива на инвестициските посредници на Македонската берза.....	64
5.7.1.	Анализа на состојбата на инвестициските посредници на Македонската берза.....	64
5.7.2.	Перспективи и опсег на работење на инвестициските посредници на домашниот финансиски пазар.....	68
6.	БЕРЗАТА ВО ФНКЦИЈА НА РАЗВОЈОТ НА ФИНАНСИСКИТЕ ТЕКОВИ НА ЗЕМЈИТЕ ОД ЗАПАДЕН БАЛКАН.....	75
6.1.	Пазарот на капитал, функција, улога и значење.....	75
7.	ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА.....	78
7.1.	Улога и значење.....	78
7.2.	Перспективи.....	79
7.3.	Анализа на состојбата на пазарот на капитал 2015-2020.....	81
	ЗАКЛУЧОК.....	82
	Литература.....	86

ВОВЕД

Финансискиот систем е еден од најважните делови (подсистеми) на економичката на секоја земја. На него влијаат состојбата на политичките односи, карактерот на сопственоста, степенот на економскиот и вкупниот општествен развој како и ред други фактори. Финансискиот систем го сочинуваат поголем број финансиски институции и учесници (централната банка, деловните банки, штедилниците, пензиските фондови, инвестициските фондови, осигурителните друштва и др.) и финансиските инструменти (должнички инструменти, сопственички инструменти, деривативни инструменти). Преку финансискиот систем и неговите елементи се обезбедува алокација на слободните парични средства и нивно инвестирање таму каде што се најпотребни во репродуктивните процеси. Најважни елементи на финансискиот систем се: (1) финансиските пазари, (2) финансиските институции и (3) финансиските инструменти.

Финансискиот пазар може да се сретне во два основни облика. Првиот е потесен и врзан за одредено место, време, организација и начин на функционирање. Овој облик на финансискиот пазар се вика *берза*, додека прометот што се остварува на неа се вика *берзански промет*. Поширокото свикање на финансискиот пазар е врзано за сите други места надвор од берзата и се однесува на понудата и побарувачката на различни финансиски инструменти, вршење на финансиски работи и склучување на финансиски трансакции. Прометот на ваков пазар се нарекува *вонберзански промет*.

Берза претставува место каде се врши купување или продавање на одредени, точно дефинирани, предмети на тргување по однапред утврдени правила. Берзата е централизиран финансиски пазар, бидејќи на неа се формираат цените на финансиските инструменти кои ја опфаќаат целокупната понуда и побарувачка. Берзите се сега многу сложени институции без кои не може ни да се замисли финансискиот систем на економичката на една развиена земја, а се повеќе и на земјите во транзиција. Развојот на информатичките мрежи овозможува да се тргува со други континенти така да локацијата (седиштето) на берзите е се помалку битна. Берзите како институции имаат големо влијание на развојот на целокупната економија.

Динамичните промени во финансиските системи ширум светот влијаеле на динамичниот развој на финансиските пазари. Развиеноста на финансиските пазари, неговата стабилност, динамика и длабочина релевантни се показатели за развиеноста на секоја национална економија, како и спремноста за нејзино вклучување во современите светски економски текови. Динамичниот развој на финансиските пазари наметна потреба за раст и развој на берзанското работење.

Треба да се истакне дека берзите во својот развој поминале долг пат. Еволуцијата низ милениумите на човековата историја резултирала со појава на берзи како институционално најсовршена форма во оваа дејност. Факт е дека многу време требало да помине до појавата на првите берзи. Тоа од една страна покажува дека во поставеноста и организацијата на берзите е инкорпорирано знаење и искуство на илјадници генерации на трговци, а од друга страна и дека самата човечка свест морала да еволуира до ниво на прифатливост на строго утврдени модели на однесување кои подразбираат берзанско работење.

Предмет на истражување на овој труд е берзата како пазарна институција. Во истражувањето ќе се посочи на значењето на берзите, како извонредно сложени институции која го сочинува составниот дел на финансиските системи во економичката на секоја развиена земја. Истотака, низ истражување ќе се настојува да се прикаже развојот на берзите и берзанското работење во земјите во транзиција. Истражувањето ќе се базира на квалитетен пристап на сите активности кои се на берзата значајни, а се со цел унапредување на познавањето на работење и функционирање на берзите, како предуслов кон унапредување на просперитетот на секоја развиена економија. Врз основа на ова, посебно ќе се истражат финансиските инструменти кои се предмет на тргување на финансиските берзи. Додека посебно внимание ќе се обрне на брокерските друштва кои како инвестициони советници претставуваат спој помеѓу купувачите и продавачите на хартии од вредност. На инвестиционите посредници ќе им припадне посебно место во делот на дефинирањето на цената на хартиите од вредност, клирингот и салдирањето на истите, како и известувањето.

Значење на истражувањето во овој труд се гледа во блиското разбирање на можностите кои берзата ги овозможува, како значајна финансиска институција во колку се интегрира во економската структура на една земја. Актуелноста на работењето е посебно важна за унапредување на берзанското работење во почетокот на својот развој.

Научна цел на истражувањето на овој магистерски труд е научна дескрипција на елементите, анализа и разбирање на берзанското работење. Односно, неговото значење за развојот и унапредување на економијата на развиените земји, како и земјите во транзиција, и позитивните ефекти кои произлегуваат од предностите на користење на берзите.

Во колку би се направила компарација на традиционалното берзанско работење со денешното унапредено работење на берзите преку интернет, основните разлики би се нагласиле во брзината со која се порвзуваат корисниците и ги прават трансакциите, големината на пазарот кој е достапен во секој момент, а со самото тоа и на заштедата кој овој вид на работење ја овозможува.

Општествената цел на истражувањето се гледа во давањето адекватни информации и знаење на поединци, групи и организации кои сакаат да се занимаваат со берзанското работење. Целта на истражувањето е да се утврди дека берзите се неизбежни институции во креирање на современите економски и финансиски текови на развиените пазарни земји како и земјите во транзиција.

Хипотетичката рамка на истражувањето на овој труд се состои од следниве хипотези:

- дека берзата е институција која е во функција на креирање на развој на современите финансиски и економски текови како во економиите на развиените така и во земјите на транзиција;
- ризичност и непредвидливост на берзата како облик на финансиски пазар, ако се земе во предвид варијабилноста на цените на пазарниот материјал, особено во краток временски период;
- детерминирање на улогата и значењето на брокерските друштва како инвестициони посредници во функцијата на посредување помеѓу купувачите и продавачите на финансиски инструменти;
- детерминирање на нивото на заштита на инвеститорите на берзите во развиените и во земјите на транзиција;
- детерминирање на улогата и значењето на Македонската Берза во функцијата и развој на економските и финансиски текови на домашната економија, со посебен осврт кон понатамошниот развој и перспективите во регионални рамки.

Поаѓајќи од целта на истражувањето, кој се однесува на: истражување, анализа и проекција на теоретските и практични димензии на берзата и берзанското работење, магистерскиот труд е конципиран од погоре наведените пет меѓусебно зависни делови.

Во **првиот дел на трудот** во кратки црти е обработен поимот, генезата и развојот на берзите. Укажано е на значењето на берзите како пазарни институции каде во кратки црти се детерминирани карактеристиките и врстите на берзи.

Во **вториот дел на трудот** се однесува на истражувањето кое се однесува на заштите на инвеститорите на берзите. Во врска со тоа во истражувањето е укажано на значењето на јавната достапност на информациите со цел заштита на инвеститорите во текот на работењето на берзите.

Во **третиот дел на трудот** се истражени и обработени моделите на брокерските друштва на берзите, каде во кратки црти се укажува и на статусот на клиентите на

овие посредници. Исто така се детерминирани карактеристиките и стратегиите на тргување на брокерските друштва.

Во **четвртиот дел на трудот** се истражувани берзите на соседните земји. Во кратки црти е укажано на историјатот на нивното настанување, основните карактеристики, компаративните предности и стратегијата на работење на овие институции.

Во **петтиот дел на трудот** е истражувано тргувањето на домашната Македонска Берза. Во кратки црти е укажано на историјатот на Македонската Берза, нејзината организациона структура, како и предметот на работење. Во овој дел на трудот, тежиштето е ставено на детерминирање на состојбата на инвестиционите посредници (брокерските друштва и банки), како и нивната понатамошна перспектива во функција на развој на работењето на Македонската Берза.

Во **шестиот дел на трудот** се опфатени берзите на Србија, Црна Гора, Хрватска, Босна и Херцеговина и Македонија, нивното функционирање, состојбите, организацијата како и улогата и значењето за растот и развојот на економиите.

Во **седмиот дел на трудот** се анализира пазарот на капитал во Македонија во спрега со нивото на развиеност на економијата во целина, организационата структура, функционалноста, ефикасноста како и мерките и перспективите за развој во иднина.

Интердисциплинарниот предмет на истражување, целите на истражување и хипотетичкиот оквир на истражување наметнаа да низ процесот на истражување се применуваат основни аналитички и синтетички методи. Со нивната примена се задоволени основните методолошки барања: 1) објективност, 2) сигурност, 3) општост и 4) систематичност.

Од општонаучните методи користени се: хипотетичко-дедуктивната и компаративната. Во прибирањето на податоците користени се анализа на содржината со која се истражувани научно-теоретските сознанија и релевантната стручна и научна литература.

Со примена на понапред наведените методи, овозможено е валидно остварување на научната и општествената цел на истражување. Пристапот на истражување е интегративен, синтетички и во таа смисла на ниедна методолошка постапка не и е дадена предност. Сите методолошки преистапи се подеднакво застапени, односно во онаа мерка колку што е неопходно за примена на било која од наведените методи.

1. БЕРЗАТА КАКО ОБЛИК НА ФИНАНСИСКИ ПАЗАР

1.1. Поим, генеза и развој на берзата

Берзата претставува збир на институции и организации кои обезбедуваат услови за секундарен промет на долгорочни финансиски инструменти. Она е централизиран финансиски пазар, бидејќи на неа се формираат цените на финансиските инструменти кои ја опфаќаат целокупната понуда и побарувачка. Општо гледано, берзата претставува место каде се врши купувањето или продавањето на одредени, точно дефинирани, предмети на тргување по однапред утврдени правила. Берзите се разликуваат од останатите облици и форми на пазари, благодарейќи на дефинираноста на предметот на купување и продавање, како и стогата форма и организација на извршувањето на купопродажните трансакции. *“Берзата, према тоа, може да ја дефинираме како регулиран и организиран пазар со строго утврдени правила на тргување и дефинирани предмети и учесници.”*¹ Тоа е неутрално, јавно место на кое се извршуваат налози за купување и продавање.

Берзата е организиран пазар на капитал. Тоа е место на кое се тргува, но со стандардизирана стока и по однапред одредени услови. Дефиницијата на берзата соржи три основни елементи: место на кое се тргува, предмет на тргување и начин на тргување. Местото на тргување се развивало од пазар, до глобална електронска мрежа. На самиот почеток берзата се почесто се поистоветувала со пазарот, а основното правило гласело: “секогаш на исто место и во исто време”. Развојот на компјутерската технологија ја условило замената на наведеното правило со ново кое ја следи берзанската трговија: “секогаш и сегде”. Берзата нуди можност на организирано тргување, обезбедува критериуми на влез и правила на тргување, систем на тргување, врши контрола за почитување на правилата и исполнувањето на пропишаните критериуми и ја известува јавноста за резултатите од тргувањата. Денес, берзата користи компјутери и електронски систем за комуникација.²

Националната берза е најголем национален пазар и е организирана како акционерско друштво во сопственост на учесници во тргувањето или во јавна сопственост. Брокерите се лица кои тргуваат на берзите и се нарекуваат берзански посредници. Да би можеле да тргуваат на берзите, берзанските посредници мораат да задоволат одредени услови кои ги пропишуваат: државата, берзанската комисија или самата берза.

Берзите имаат значајна улога во поврзувањето на различните субјекти кои имаат потреба за капитал, како што се: владата и владините институции, финансиските институции, стопанските субјекти, институционални и индивидуални инвеститори од една страна, со субјектите кои тој капитал го поседуваат, од другата страна. Во помалку развиените економии, посебно економиите во транзиција, финансиските пазари и берзи не се доволно развиени и немаат таква улога. Оддтаму се прават напори да се створат услови за нивно основно организирање и функционирање.

Берзата пробува на исто место да ги обедини понудата и побарувачката на хартии од вредност и да овозможи реално утврдување на нивната цена како и да ги заштити поединечните инвеститори. На берзата внимателно се прати тргувањето, почитувањенот на правилата, се воочуваат евентуални пропусти, се врши надзор и се пратат случувањата. Под претпоставка дека во доменот на регулативата е обезбедена атрактивност на вложувањата во хартии од вредност, за фактичката експанзија на берзата од пресудно значење се: (1) стопанска експанзија со силен економски раст, (2) зголемување на стапката на штедење кај секторот жители, (3) отстранување на фундаменталните причинители на инфлаторните тензии и стабилизирање на стапката на инфлација на релативно ниско ниво.

Стартната дефиниција за берзата е дека е она место на тргување. Како институција настанала од потребата на пазарот за ефикасно тргување, останала врзана за неговиот развој и за равојот на дејности на трговците (посредниците). Денес и покрај многустраното општествено-економско значење, берзата не може да се одвои од примарната причина за настанување и нејзино одржување. Така кажано, во колку се одвои од пазарот, во колку изгуби врска со посредниците, ја губи смислата на постоење и исчезнува.

Актуелните движења на финансиските пазари укажуваат дека денес е тешко да најдеш пазар, кој не е во фаза на замена на класичниот начин на тргување со електронско тргување или кое не планира оваков потфат. Глобализацијата на берзанското тргување подразбира автоматизација на постоечките системи и поврзување на берзите. На оваков начин се овозможува реализација на понудата на услуги на сите потенцијални корисници, каде и да се наоѓаат. Значењето на ваквото влијание е зголемен со настанувањето на Европската монетарна унија (ЕМУ), во која е воведена нова валута-евро, кое ги убрзало промените во правец на напуштање на класичниот начин на тргување со акциите. Електронскиот начин на тргување е поефтин и е пофлексибилен од досегашниот начин на тргување со акциите и е идеална солуција за растечките потреби на корисниците за тргување без временски ограничувања.³

Во доменот на електронската револуција во вршењето на работите со хартии од вредност постојат два технолошки стандарда:⁴ (1) отворен и (2) затворен. Со преминот на информатички систем од отворен тип берзите еволуираат во правец на поврзување со широк спектар на учесници на пазарот, кои се истовремено членови на поголем број на берзи, независни клирингшки организации, меѓупосредници и различни системи на плаќање. Суштината на примена на информационите технологии во вршењето на работи на финансиските пазари се однесува на обезбедување на нова логистичка понуда која овозможува директно поврзување на издавачите и примателите на налози, како и финансиските пазари на повеќе земји.

Постојат несогласувања во самото потекло на зборот берза. Една група на автори, смета дека зборот потекнува од францускиот збор “bourse” што во превод значи место каде се среќаваат трговци. Друга група на автори, има мислење дека зборот потекнува од латинскиот збор “bursa” која означувала кожа или крзно спремно за размена. “Во пошироката литература може да се најде тумачење за името берза, каде тоа се врзува за банкарската и трговска фамилија Van de Burse⁵ која потекнува од Бриж во Белгија. Во почетокот во дворот, а покасно и во просториите на фамилијата Van de Burse се одржувале состаноци на трговците. Према достапните информации, во просторите на столб била закачена кожна торба која се состоела од два дела. На едната страна купувачите ставале информации во врска со побарувачката за стока, а на другата страна продавачите ставале понуди во врска со дотичната стока. Прво настанале стоковите берзи, а понатака после некое време со развојот на хартиите од вредност се појавиле и финансиските (ефектни) берзи.”

Меѓутоа, поимот берзи, како начин на организирање и воведување ред во трговијата е многу постар. Уште на глинени плочки се забележани првите термински трансакции. Старите феничани издавале потврди за учеството во делот на идниот бродски товар. Сепак, берзата како институција се појавува во втората половина на 15-тиот век со развојот на индустриското производство, развојот на градовите и прекуморското тргување. Во тој период саемите стануваат премногу мали, така да тргувањето се пренесува на поголеми локации каде се изложувале само примероци на одредена стока. На овој начин тргувањето со стока било поедноставно и поефикасно. Токму на овие факти можеле да се изградат првите берзи. Првите организираи стокови берзи се појавуваат во Париз 1563 година (*Bourse de valeurs*) и во Лондон 1566 година (*Royal Exchange*).⁶

Првите берзи настанале заедно со банкарската дејност. Веќе во XII век трговците во своето место предавале пари на некој менувач, кој им давал потврда за исплата на парите, обично во местото каде што се одржувал некој саем. Покасно берзите почнуваат да добиваат меѓународно значење. Прва таква берза е берзата во

Антверпен, која е основана 1513 година. Она поред парите се занимавала и со трговија на стока и тоа воглавно со таканаречени “колонијални стоки” (пр. бибер). Амстердамската берза е основана 1608 година. Тоа била најзначајна берза во XVII век. Со развивањето на индустријата, посебно машинската индустрија и бродарството и тоа во 40-тите години на XVIII век, берзите прифаќаат се повеќе заменливи стоки како што се разните сировини. Стоковата берза во Њујорк настанала 1796 година (на отворен простор), за да во 1817 година се пресели во зграда на Wall Street 40.

Во втората половина на XIX век берзите биле воглавно таканаречени готовински пазари. Купувачите и продавачите се состанувале на берзите погаѓајќи се околу цените и уредувајќи ги сами условите и начинот на испорака на стоката. Како што обемот на трговијата растел, директните готовински односи кои преизлегувале од склучените трансакции помеѓу купувачите и продавачите станувале се понепрактични и покомпликувани, а со тоа и кочница за понатамошен развој на производството, размената, распределбата и потрошувачката на економските добра.

Развојот и настанокот на берзите е условен со процесите на иновации и конкуренцијата, кои водат кон постојано креирање на нови берзански инструменти и ширење на пазарот.

Најпознатите светски берзи се: Њујоршката берза, Токијската берза, Париската берза, Лондонската берза, Франкфуртската берза, Мадридската берза и др. “Берзата во САД влегува во најбрзите пазари на капитал во светот, бидејќи инвеститорите за неколку минути можат да купат и продадат хартии од вредност. Треба да се истакне, дека развојот на берзите и тргувањето на берзите е последица на динамичниот развој на финансиските пазари и пазарни инструменти. Токму поради тие причини секое јакнење на пазарот во минатото, поттикнувало развој на берзите и нивното ширење по градовите на резвиените земји во светот. Типичен пример на ваквото движење, се однесува на настанувањето на Њујоршката светка берза на хартии од вредност (New York Stock Exchange) како најголема светска берза, која и понатаму останала едноставна, ефикасна и спонтанa во процесот на тргување”.⁷

1.2. Значење на берзата како пазарна институција

Берзата е организиран пазар на капитал. Тоа е место на кое се тргува, но со стандардизирана стока и по однапред утврдени услови. Дефиницијата за берза содржи три основни елементи: (1) место на кое се тргува, (2) предмет на тргување и (3) начин на тргување. Местото на тргување, се развивало од саем, па до глобална електронска мрежа. На самиот почеток берзата често се поистоветуovala со саемот, а основното правило гласело “секогаш на исто место и во исто време”. Развојот на компјутерската технологија условило замена на наведеното правило со ново кое го следи берзанското тргување: “секогаш и сегде”. Берзата нуди можност за

организирано тргување, обезбедување критериуми за влез и правила на тргување, систем на тргување, врши контрола на почитување на правилата и исполнување на пропишаните критериуми и ја известува јавноста за резултатите од тргувањата. Укажувајќи на значењето и предностите на берзите, може да се каже дека организираните берзи се без сомнеж највисоката фаза во развојот на пазарите.

1.2.1. Значењето и користа од постоењето на берзите

Берзата пробува да на истото место ги обедини понудата и побарувачката за хартии од вредност и да овозможи најреално утврдување на нивната цена како и да ги заштити поединечните инвеститори. Берзата, пред се, обезбедува неопходни услови за организирано среќавање на понудата и побарувачката на ефикасен и ефективен начин. Со самото тоа, берзата овозможува намалување на трансакциските трошоци. Она овозможува на државата и нејзините органи, како и на сите други субјекти, по пат на емисија на финансиските инструменти да дојде до неопходно потребни финансиски средства, односно капитал за финансирање на сопствените потреби. Берзата ја зголемува сигурноста на работењето на сите учесници, кои мораат однапред да ги прифатат одредените правила и прописи на берзанското работење. Имено, на берзите може да се појават оние учесници кои имаат високо ниво на деловна свест, морал и дисциплина. За оние кои не ги почитуваат правилата за берзанското работење предвидени се остри казни, па дури и одстранување од берзите.

Постоењето на берзи овозможува ликвидност на хартиите од вредност. Преовладува мислење дека берзите поседуваат супериорна ликвидност во однос на другите форми на пазари. Поред тоа, берзите обезбедуваат механизам на постојано обновување на финансиските трансакции, што води до зголемување на нивниот број и обем. На овој начин се создаваат услови, преку ефектот на економија на голем обем, да дојде до смалување на трансакциски трошоци. Ова е посебно важно за деловните субјекти кои по пат на берза доаѓаат до средства по ниски трошоци. Берзата претставува најреален механизам за одредување на цени. На берзите се формираат пазарни цени кои можат да влијаат на поефикасна распределба на вкупните средства во економијата на секоја земја. Покрај тоа, берзата носи и значајни користи за населението бидејќи овозможува повеќе можности за целисходно инвестирање на заштедите.

Со оглед дека претставува своеобразен барометар на стопанските движења во една земја, берзата го олеснува носењето на инвестициони одлуки и ги убрзува уврстувањата на новите хартии од вредност. На овој начин се шири кругот на учесници во берзанското работење, додека преку цените на хартиите од вредност се пратат

резултатите од работењето на стопанските субјекти и ефикасноста од нивното управување. Имено, во колку цените на хартиите од вредност на едно претпријатие имаат тенденција на опаѓање, тоа се први показатели за менаџерската неефикасност.

Берзата претставува слободен и отворен пазар. Ова значи, дека на берзата не може да доминира ниту еден поединец или група. Активностите на берзата допринесуваат за поголема транспарентност на работењето. Котациите и извештаите на берзата секојдневно се објавуваат во дневниот печат. Работењето на многу учесници, према тоа, доаѓа под лупа на јавноста. На пример, претпријатијата се обавезни јавно да објавуваат податоци за своите деловни резултати (биланс на состојба, биланс на успех, извештај за паричните текови). Тоа како последица го има зголемувањето на вкупната одговорност и ефикасност на работењето. Берзата допринесува за поврзувањето на една земја со светот, вклучувајќи ги и меѓународните текови и изедначувањето на цените во земјата и во странство. Исто така, она може да делува многу позитивно на привлекување на странскиот капитал. Пазарните принципи на Светската федерација на берзи (WFE) претставуваат најдетални упатства за минимално ниво на организација, регулатива и надзор, кој пазар на хартии од вредност треба да го има за да може да се нарече организиран пазар. Они исто така служат како критериум за пазарите на хартии од вредност кои сакаат да станат членови на оваа федерација. Членовите мораат да ги применуваат принципите континуирано, редовно за тоа да известуваат и да дозволат надгледување. Овие принципи се ускладени со принципите на Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*)⁸ и претставува нивна детална разработка.

1.2.2. Надлежности и организација на берзата

Берзите со своите надлежности мораат да обезбедат усогласеност на учесниците на пазарот со пазарните потреби, закони, правила и останатата регулатива. Берзата мора да има статус на признат пазар на хартии од вредност во домицилната земја. Неопходно е постоењето на национален закон за хартии од вредност кој ќе ги регулираат правата и обврските на берзата.

Берзата мора да има правилно конципиран Статут, кој го опфаќа нејзиното управување, составот на управните тела, целите, како и правилата и регулативата. Барања кои се однесуваат на учесниците на пазарот треба да опфаќаат: квалификации, искуство, структура, правила за адекватност на капиталот, дисциплински постапки, права и обврски.

На тековната активност, берзата би требало да има инфраструктура за надгледување и утврден интензитет за надгледување, ширина во надлежностите, мерки кои се

превземаат во случај на отстапување од правилата, итн. Обврските за финансиското и трговското известување на пазарните учесници би требало овде да има своја формална база. Берзата би требало да утврдува капитална адекватност, лимит на позициите, пазарно однесување, процедури итн.

Организационата структура на берзата треба да биде формализирана и да овозможи коректно управување со операциите на финансискиот пазар. Вработените на берзата треба да одговараат и да бидат квалификувани за работата. Формализираната активност на човечките ресурси треба да привлече и задржи професионален кадар. Како минимум, официјалните правила на берзата треба да вклучуваат информации кои опфаќаат транспарентност и известување, податоци за листингот, учествување на пазарот, почитување на правилата и санкции, клиринг итн.

Основни функции кои секоја берза мора да ги обезбеди на пазарот се:

1. Информираност на сите учесници на пазарот за хартиите од вредност со кои ќе се тргува на берзата пред почетокот на тргувањето (проспектус) и после тргувањето (курсна листа):
2. Листинг со кој ќе се обезбеди емитентот да ги исполни пропишаните услови од страна на берзата;
3. Тргување, како и процес на утврдување на цената на пазарот по пат на одмерување на понудата и побарувачката, по правилата на тргување и во системот за тргување на берзата;
4. Известување по завршување на процесот на тргување за цените, обемот на тргување и другите елементи од процесот на тргување.

1.3. Основање на берза и принципи на тргување

Во споредбеното берзанско право постојат три системи на основање на берзите. Прв, *систем на државна одлука*, кој е застапен во земјите со несамоствален концепт на берзи како што се Франција и Италија. Втор, *нормативен систем*, во кој основач може слободно да основа берза ако ги исполни условите кои се пропишани со закон (случајот со англо-саксонските земји). И третиот, *систем на дозвола од надлежниот државен орган*, во кој основачот покрај исполнувањето на законските услови мора да добие дозвола од надлежниот орган кој ја проценува оправданоста за основање на берза. Овој систем е карактеристичен за Германија и нас.

Кога е во прашање правната форма, берзите можат да се организираат во три организациони облици. Прво, како *специјализирани акционерски друштва од непрофитен тип* во кои членовите на берзата остваруваат профит, а не берзата. Кај оваквиот начин на организирање акциите обавезно гласаат на име, не носат

дивиденда и можат да се пренесуваат само помеѓу основачите на берзата или лицата кои можат да бидат оснивачи. Оваквиот начин на организирање е застапен во Германија, Австрија, а и кај нас. Второ, како *доброволно здружување на членовите од непрофитниот тип*. Во овој случај, членовите на берзата се истовремено и берзански посредници. Оваквиот начин на организирање е присутен во Англија и САД. Трето, како *државна установа со која управува државата преку свои органи (комисија за берзански работи) и берзански посредници*. Оваквиот начин на организирање е присутен во Италија и Франција.

Како би можела берзата несметано да функционира, неопходно е да се исполнети општите услови за нејзино функционирање. Тие сулови се:

- (1) доволен број на хартии од вредност со кои може да се тргува;
- (2) стабилни економски и политички услови за известување;
- (3) обврска за ревидирање на билансот и добро организиран книговодствен систем;
- (4) адекватен правен режим;
- (5) адекватно ниво на штедење на населението;
- (6) активна улога на централната банка;
- (7) стимулативна даночна политика;
- (8) формирање на институции неопходни за емитување и промет на хартии од вредност.

Да би можела берзата да функционира потребно е да се изгради и целосен систем на финансиска инфраструктура која опфаќа: (1) државата како основен иницијатор на развојот на пазарот на капитал во сите земји во транзиција, (2) емитентите на хартии од вредност (држава, град, општина, централна банка, банки, компании, фондови), (3) членови на берзата (банки, брокерско-дилерски куќи).

Тргувањето на берзите започнува од инвеститори кои сакаат да купат акции на компаниите кои се на продажба на берзата. За воопшто да се почне со тргување на берзите, предуслов е менаџментот на акционерското друштво да ангажира посредници, кои вршат административни работи во врска со работењето со акции (водење на книги на акции, соработка со Централниот регистар, Комисијата на хартии од вредност и финансискиот пазар). Берзата не може тргувањето со акциите на емитентите да го закаже се додека посредникот на емитентот не достави барање за закажување на тргување и целата неопходна документација.

Кога ќе се заврши закажувањето, проверката и контролата, се доаѓа до одделението на берзата. Прво е одделението за листинг каде се врши набавувањето и проверката на информациите за емитентите, односно за оние кои обезбедуваат предмети на тргување и членовите на берзата. Тука се врши и првата контрола во смисла на

пронаоѓање на што поквалитетни предмети на тргување. Откако ќе се обработи документацијата, се закажува првата аукција и во некој од дневните весници се објавува јавниот повик за аукција, со што се известуваат сите заинтересирани купувачи, продавачи и берзански посредници.

Следната функција на берзата е содржана во тргувањето, каде се прибираат налозите за понудата и побарувачката, се впаруваат по однапред утврден систем со што се склучуваат трансакциите помеѓу различни членови на берзата. Влезот на пазарот на акции од приватизацијата, не поставува барања пред емитентите за исполнување на критериуми за квалитет, туку само одлука на емитентите да на своите акционери им обезбеди што полесна комуникација со берзанските посредници и берзата, поорганизирано и потранспарентно формирање на цената и трансфер на сопственоста. После тргувањето, се утврдува цената и бројот на акции, се припрема закључница и преку сметките на сите учесници во тргувањето, се врши клиринг и салдирање на трансакциите.

1.4. Органи на берзата

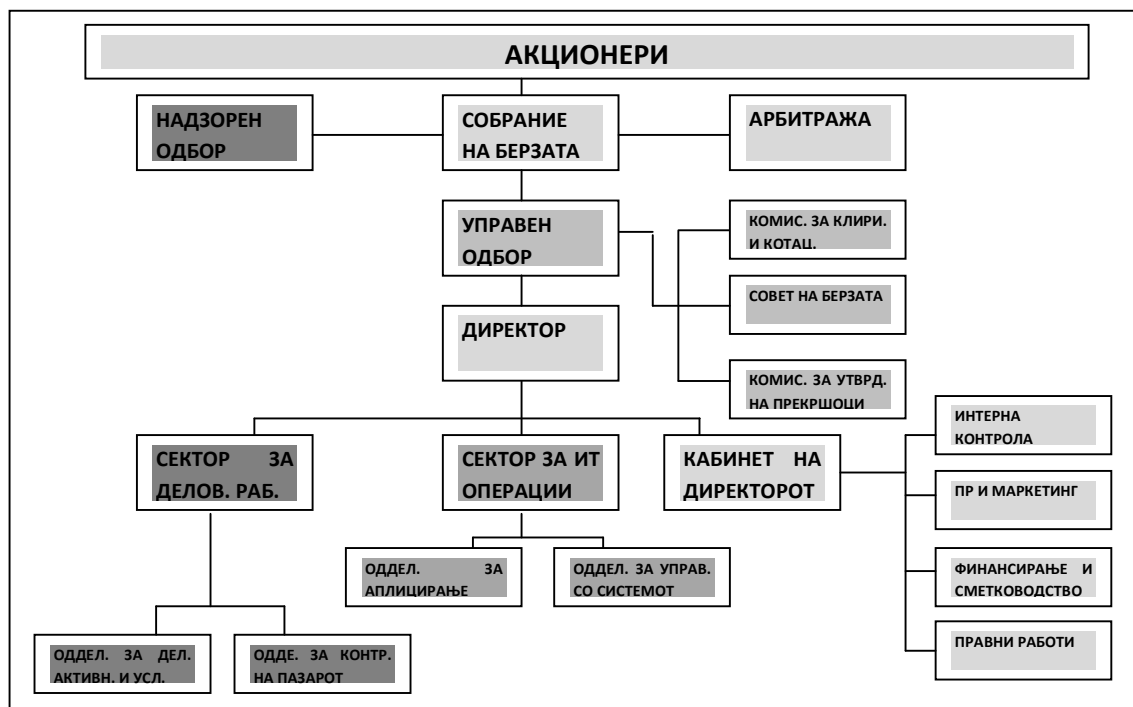
Финансиската берза претставува правно лице кое е организирано во форма на акционерско друштво или друштва со ограничена одговорност заради вршење работи во врска со тргување со хартии од вредност и финансиски деривати. Финансиска берза може да организира државата и правните лица кои поседуваат дозвола за вршење работи на брокерско друштво. Финансиската берза има свои органи:

Собрание на берзата е највисок орган на управување со берзата кои го сочинуваат акционерите на берзата кое носи одлука за основање на берзата, нејзиниот статут и правилник, ја утврдува работната политика и финансискиот план, одлучува околу престанокот со работа на берзата и ги носи другите стратешки одлуки.

Управен одбор на берзата ја сочинуваат претставници на акционерите, членови на берзата, претпријатија чии хартии од вредност се наоѓаат на листингот на берзата, инвеститори и стручњаци од областа на финансискиот и стоковиот пазар. Управниот одбор ги поседува сите потребни овластувања за управување со берзата, прием на нови членови и контрола на членовите на берзата.

Директор на берзата е највисокиот оперативен службеник на берзата, кој го именува управниот одбор на берзата. Он е одговорен за: организација на работењето на берзата, спроведување на одлуки на собранието и управниот одбор на берзата и другите работи определени со закон, статутот и правилникот на берзата.

Шема бр. 1 Пример за организациона структура на берзите



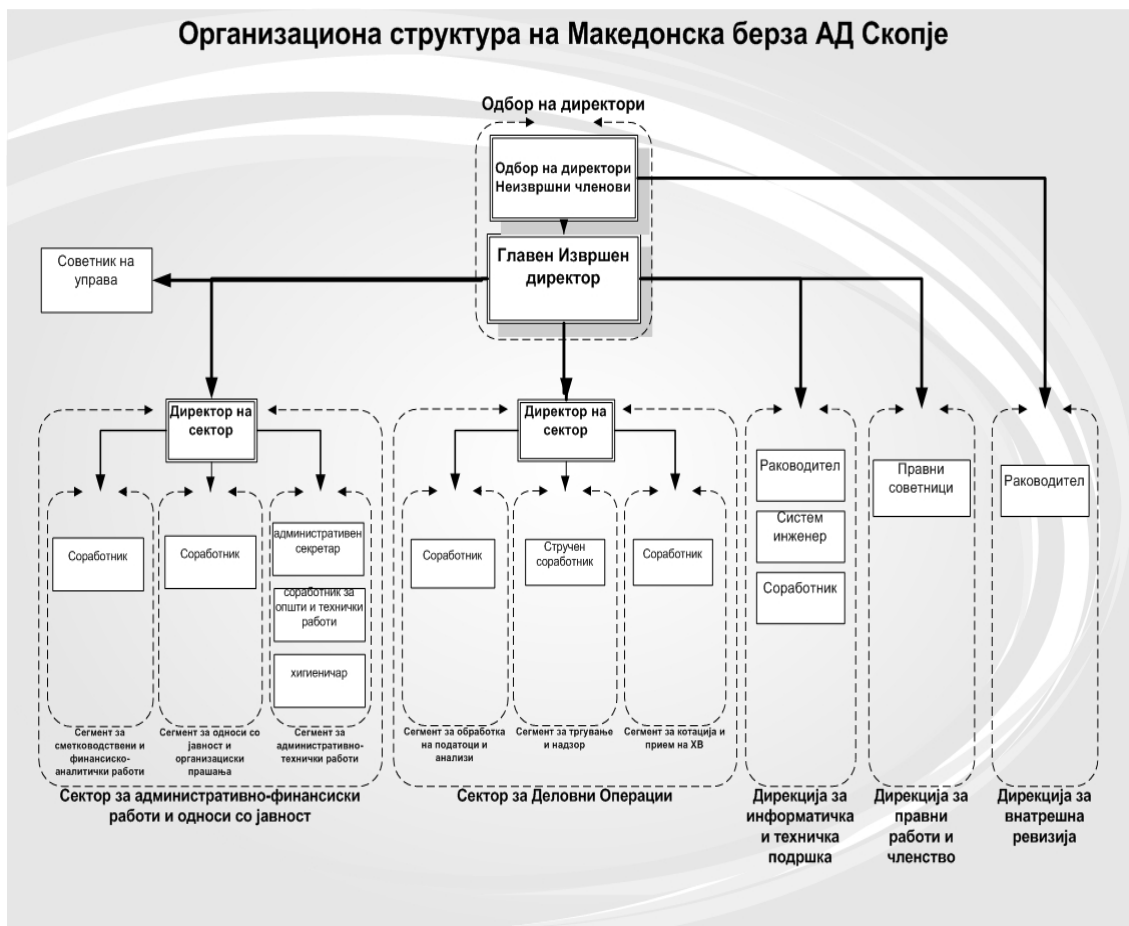
Комисија на берзата се основа врз основ на на одлука на собранието и управниот одбор на берзата.

Комисијата за котација одлучува за приемот на хартии од вредност за котација на берзата (членови на комисијата се бираат од редовите на запослените, акционерите, членовите на берзата и другите квалификувани експерти).

Арбитража (берзански суд) се основа за решавање на спорови помеѓу членови и учесници на берзата, како и за решавање на спорови помеѓу овие лица и берзата, во врска со работењето кое се остварува на берзата. Надлежноста на берзанскиот суд се воспоставува на основ на арбитражниот споразум на заинтересираните страни.

Берзанскиот суд има председател, десет членови и ист број на заменици кои ги именува собранието на берзата.

Шема бр. 2 Организациона структура на Македонската берза⁹



За разлика од претходната шема на организациона структура на берзите, Македонската берза АД Скопје е организирана како акционерско друштво со поедноставен едностепен систем на управување односно Одборот на директори со следниот состав:

- (1) 4-ри неизвршни директори претставници на акционерите;
- (2) 3-ри независни членови;
- (3) 1-ен извршен член, кој ја извршува функцијата Главен извршен директор на Берзата.

За извршување на своите основни функции, Македонската берза исто така формира комисии и други тела и тоа:

- (1) Комисија за котација;
- (2) Дисциплинска комисија;
- (3) Комисија за арбитража.

1.5 Карактеристики и врсти на берзи

Берзата може да се дефинира како место на кое се врши купување и продавање на стока и одобрени хартии од вредност. Почетоците на институционално организираните берзи укажуваат на тоа, дека берзите представуале: (1) организиран (концентриран) пазар, (2) простор на кој се тргувало со заменска стока, (3) простор на кој учесниците купувале и продавале берзанска стока и берзански ефекти, (4) простор на кој се одвивале берзанските трансакции во одредено време, (5) форма на тргување со точно придржување кон правилата на берзанското работење, (6) форма на промптни и термински тргувања.

Предметите на берзанското тргување биле предмет на типизации, односно со нив можело да се тргува и без присуство на примерок од стоката или хартиите од вредност. Со самото тоа постапката на берзанското тргување било поедноставно и убрзано, што допринело кон побрз обрт на капиталот. На почетокот на берзанското тргување бил присутен мал број на учесници меѓу кои е створена доверба, која со текот на времето се институционализирала преку правила на тргување. Со воведувањето на берзански ефекти во процес на берзанско тргување на значење добиваат готовината и хартиите од вредност. Треба да се истакне, дека берзанските ефекти, како инструменти за тргување на берзата, можеле да се одржат во однос со стоката, бидејќи немале реална основа во конкретни стоки.

Денес во светот постојат три основни типа на финансиски (ефектни) берзи: (1) *англосаксонски*, (2) *француски*, (3) *мешовит тип на берза*.¹⁰

Англосаксонскиот тип на берза е институција на акционерска основа, со однапред строго утврден број на членови (банки и други финансиски организации не можат да бидат членови). Берзите од овој тип се многу конзервативни од аспект на берзанската регулатива и начинот на работење, проширувањето на членството, управувањето и контролата. Влијанието на државата и нејзините органи е безначаен. Нови членови се

бираат со кооптирање, во колку некое од постоешките места остане упразнето. Меѓу најпознатите берзи од овој тип се вбројуваат: Лондонската берза со 1.250 членови и Њујоршката берза¹¹ која има 1.366 членови, на која местата на членовите се купуваат.

Француски (континентален) тип на берза е институција која се основа со посебен закон и има јавно-правен карактер. Државата ги бира и поставува нејзините членови, го одредува нивниот број (кој не е однапред утврден) и во добар дел учествува во работите на раководење и управување. Овие берзи се основаат со закон и затоа имаат јавно-правен карактер. Најпозната берза од овој тип е Париската берза, а таков тип имаат и Белгија, Италија, Шпанија, Португалија и др.

Мешовите тип на берза е комбинација на претходните два типа на берзи. Постои во Швајцарија и Германија. Овие берзи ги основа државата, раководи со нив и врши надзор над нивната работа. Бројот на членови не е ограничен, а членовите можат да бидат само банки и други финансиски организации. Берзите сами ги сносат трошоците на работење. Работната политика, начинот и условите на работење ги утврдуваат членовите на берзата. Најзначајни берзи од овој тип се во Франкфурт, Цирих и Виена.

Најчест критериум на база на кој берзите се делат е сепак од аспект на предметот на берзанското тргување. Во тој смисол се прави поделба на:¹²

- (1) стокови берзи;
- (2) финансиски берзи;
- (3) мешовити берзи.

Стокови берзи го помагаат прометот на големи количини на стока без нивно присуство. Поради тоа они имаат важна улога во светската трговија. Купената стока се испорачува на купувачот према договорот, а куповната цена се исплатува после берзанскиот состанок. Инаку, цените формирани на берзата при тргувањето со стока во голема мерка се одржуваат и на ниво на цените на стоката во промет воопшто. Треба да се истакне, дека стоковата берза познава термински операции кои се насочени кон гарантирање на минималните или максималните идни цени на поедини врсти на стока. На стоковите берзи се најчесто тргувани житариците (пченица, пченка, соја), метали (злато, сребро, алуминиум, бакар, цинк, олово, паладиум и др.), останати земјоделски производи (месо, млеко, јужно овошје), нафта, земни гасови, електрична енергија и др.

Финансиски берзи се берзи на кои се тргува со различни облици на финансиски инструменти (хартии од вредност). Постојат различни врсти на овие берзи, во зависност од тоа кои финансиски инструменти доминираат на нив. Може да бидат пазар на пари или пазар на капитал, во зависност дали на нив се тргува со краткорочни или долгорочни хартии од вредност. Исто така, постојат девизни

(валутни) берзи, како и берзи на финансиски деривати. Девизните берзи се по организација, а посебно по надворешните карактеристики слични на ефектните берзи, со тоа што, понудата и побарувачката на девизи во најголем број на случаи не се просторно концентрирани на едно место. Главни продавачи на девизи се големите светски банки кои се споени со телефонски линии со банките на големите финансиски центри во светот. Често се споменуваат и берзите со ефекти на кои се тргува со долгорочни хартии од вредност, како што се акциите и обврзниците. На специјализираните берзи постои многу висок степен на специјализација во тргувањето со хартии од вредност.

Берзи со мешовит карактер се институции на кои се тргува со повеќе различни финансиски инструменти или берзански стоки. Тие се берзи од општ тип на кои се тргува со сите облици на пазарен материјал, односно стока, хартии од вредност и пари. На мешовитите берзи тргувањето се одвива во посебно организирани делови на берзата, кои се организираат према врстите на пазарниот материјал.

Активни учесници на берзите се само членовите на берзата кои имаат право да склучуваат берзански трансакции. Активни учесници на берзата треба да имаат минимум капитал, знаење и способност. На овој начин се обезбедува одвивање на берзанските трансакции во согласност со правилата на берзанското работење. Берзата мора да го заштити финансискиот интегритет на сите свои членови. Од тие причини на берзите се формира гарантен фонд од кој се надокнадува штетата на учесниците на берзата која настанала поради нивно или несовесно работење на другите.

На берзите се појавуваат следниве субјекти:¹³

- (1) купувачи (инвеститори) на стоки и берзански ефекти;
- (2) продавачи на стока и берзански ефекти (нивните берзански вредности се појавуваат на листинзите);
- (3) посредници (брокери и дилери) во берзанското тргување.

Купувачи се појавуваат на берзите во улога на инвеститори. Нивната намера е да купат стока или берзански ефекти (готовина или хартии од вредност) со цел на остварување на што поголем профит. Профит можат да остварат со купување на берзански ефекти под најповолни услови. Наспроти нив, *продавачи* на берзата се појавуваат како понудувачи на берзански вредности. Со нивната продажба ги обезбедуваат изворите на финансирање кои недостасуваат, односно потребните финансиски средства. Целта на продавачите е да продаваат берзански вредности по што поголема цена и на тој начин да остварат што поголем профит.

Брокери претставуваат берзански посредници во тргувањето со хартиите од вредност. Берзанските брокери мораат да ги сиполнуваат утврдените услови кои се пропишани

од регулаторното тело или самата берза. Тие услови не се стандардизирани и зависат од регулацијата на членството на берзата. Брокерите можат да настапат: (1) во свое име и за сметка на клиентите и (2) во име и за сметка на клиентите. За услугите на посредување и берзанското работење тие наплатуваат провизија. Брокерите наплаќаат провизија по завршувањето на берзанските трансакции, а нејзината висина зависи од бројот и вредноста на истргуваните хартии од вредност.

Диелри се берзански посредници кои се во исто време и сопственици на финансиските инструменти кои се предмет на тргување. Во повеќето случаи вршат истовремено, брокерска и дилерска дејност. Нивниот основен принос е формиран од работењето со сопствени хартии од вредност. Тоа е претежно капитална добивка, односно разлика во цената по која се купуваат или продаваат финансиските инструменти. Во овој случај дилерите настапуваат во свое име и за своја сметка. Во колку настапуваат на овој начин, дилерите сносат потенцијален ризик за губиток во случај да продадат хартии од вредност по пониска цена од цената по која истите биле купени.

1.6 Законската регулатива на финансиските берзи

Состаноците на трговците кои претставувале претходник на берзите и кои се одржувале секогаш на исто место и во исто време, подразбирале одредени правила кои ја регулирале трговијата. Тие правила претставувале принципи со кои се регулирале основните односи помеѓу трговците. Пристап во трговијата од самиот почеток бил ограничен на одреден број трговци кои исполнувале заеднички донесени услови. Така останало и до денес на модерните берзи. Единствени овластени берзански посредници кои ги исполниле одредените услови и ги прифатиле берзанските правила, имаат право на пристап на така наречениот берзански паркет на кој се одвива трговијата.

Предмет на трговијата на берзите мора да биде подвргнат на стандардизација на која сем парите и хартиите од вредност на берзите може да се тргува и со суровини и само со оние производи кои се од прв степен на обработка. Берзанските правила до најситни детали опишуваат какви особини мора да има предметот на тргување.

Оваа стандардизација на тргувањето кое е едно од основните берзански правила овозможува поголема ефикасност и сигурност на сите учесници во берзанското работење. Сем тоа, за да се тргува со некој берзански инструмент на берзата тој мора да се наоѓа на нејзиниот листинг, што значи дека мора да задоволи одредени услови. Кога се во прашање акции односно компанија која ги емитува мора да има одредено ниво на профит, капитал и промет, а исто така акциите мора да бидат широко распространети во рацете на инвеститорите. Исто така, компанијата мора да

задоволи стриктни стандарди со кои се штитат инвеститорите, да одржуваат собранија на акционери и да и даваат на јавноста на увид финансиски информации. За возврат компанијата станува попозната, а нејзините хартии од вредност попримамливи за инвеститорите.

Берзанските правила се развивале напоредно со развојот на тргувањето, а посебно се издвоиле два принципа кои станале основен елемент на берзанското тргување: (1) *доверба* и (2) *сигурност*. Довербата е работа на самата берза и нејзините членови, така што они со ограничување на пристапот на берзанскиот паркет настојуваат да ја зголемат сигурноста на тргувањето. Тоа го прават со усвојување на низа правила со кои на стриктен начин се регулираат многу поединости, од тие кои хартии од вредност може да се котираат на берзите па до етичките кодекси на самите берзански посредници. Почитувањето на овие правила го надгледува берзанскиот суд или арбитража, како интерно регулаторно тело на берзата. Берзанскиот суд овозможува да спорот кој ќе се покрене биде решен брзо и поштено од страна на непристрасни професионалци, кои можат на учесниците во берзанската трговија при кршење на правилата да им забранат понатамошно учество во неа.

И додека довербата останала работа на самата берза и нејзините членови, развојот и обезбедувањето на сигурност постепено преоѓало од берзата на државата и нејзините органи. Појавата на големи берзански манипулации, злоупотреба и проневера на 20-те години на минатиот век допринеле државата да се вмеша во неа, која до тогаш во најголема мерка била автономна институција на финансискиот пазар. Фиктивните продажби, манипулации со цените, создавањето корнери и пулови како и слични измами створиле на берзата место на кое тешко можело да се зборува за некоја поголема сигурност. Крахот на Њујоршката берза и длабоката рецесија довеле до големи промени и во сверата на финансискиот пазар. Донесени се низа закони со кои се регулирале берзанските тргувања. Закон за берзанското тргување довело до обврска емисијата на хартии од вредност пред јавната понуда мора да се регистрира и исто така да мора да се откријат информациите за компанијата која ја извршила емисијата. Формирано е и централно регулаторно тело Комисијата за хартии од вредност (*Securities and Exchange Commission*) кое го надгледува почитувањето на донесените закони. Така покрај берзанскиот суд постепено почнало да се развива берзанското право кое е во надлежност на државата која своето влијание го ограничила на создавање регулаторна рамка водејќи сметка да не го загрози софистицираниот берзански механизам. Така на модерните берзи станало се предвидливо, сем цената на она со што се тргува.

Финансиската берза претставува правно лице кое е организирано во форма на акционерско друштво или друштва со ограничена одговорност заради вршење на работи во врска со тргувањето со хартии од вредност и финансиски деривати. Финансиските берзи можат да ги организираат државата и праните лица кои

поседуваат дозвола за вршење работи на брокерско-дилерски друштва. Дозвола за работа на финансиските берзи им одобрува Комисијата за хартии од вредност. Тргување со хартиите од вредност подразбира:¹⁴

- (1) јавна понуда на хартии од вредност и поврзување на понудата и побарувачката на дотичните хартии од вредност;
- (2) јавно објавување на информациите за понудата, побарувачката и цените на хартиите од вредност;
- (3) утврдување и јавно објавување на курсните листи на хартиите од вредност;
- (4) објавување на останатите работи согласно Законот за пазар на хартии од вредност и други финансиски инструменти (тргување со финансиски деривати).

Работи на тргување на берзите вршт исклучиво членовите на берзата. Тоа значи, дека берзата не може да тргува со хартии од вредност, не може да дава совети во врска со купувањето и продавањето на хартии од вредност, со што не може да дава совети во врска со изборот на брокерско-дилерските друштва или овластени банки како посредници на берзата.

Берзата мора да има организирано две комисии и тоа: (1) комисија за листинг на хартии од вредност и (2) комисија за котација на хартии од вредност. Овие две комисии се именуваат од управниот одбор на берзата. Комисијата за хартии од вредност дава дозвола за работа на берзата. “За берзата да добие дозвола за работа, должна е да поднесе барање до комисијата за хартии од вредност и да ја приложи следнава документација:¹⁵

- (1) договор за основање на берза,
- (2) статут на берза,
- (3) правила за тргување на берза,
- (4) податоци за акционерите на берзата (учество на акционери во основен капитал на берза),
- (5) доказа за кадровска, организациска оспособеност и техничка опременост,
- (6) тарифник на берза,
- (7) извод од судски регистар на акционери на берза,
- (8) податоци за членовите на управниот и надзорниот одбор,
- (9) доказа дека берзата ќе ги исполни условите во врска со кадровската запосленост на неопределено време.”

Општите акти на берзата се однесуваат на: (1) статут на берзата, (2) правила за работење на берзата, (3) тарифник на берзата, (4) правилник за уврстување и котација на хартиите од вредност. *Со правилата за работење на берзата се дефинираат:* видови на берзански работи, условите и начинот на вршење на работите на членките на берзата, тргување со хартиите од вредност на берзанскиот листинг, начинот на

јавно објавување на каматите стапки и пресметковните трансакции на берзата, меѓусебните права и обврските на берзата, нејзините членови и слично. *Правилникот за листингот на хартии од вредност* поблиску ја дефинира постапката на приемот на хартиите од вредност во листингот на берзата. *Правилникот за котација на хартиите од вредност* поблиску ја дефинира постапката за котација и симнување на хартиите од вредност од котација.

Членовите на берзата можат да бидат: (1) брокерско-дилерски друштва и (2) овластени банки. Членовите на берзата, како и самата берза, се должни да се придржуваат до принципот на рамноправност. Овој принцип подразбира почитување на актите на берзата, совесно вршење на работите, уредно примање и извршување на налозите на клиентите, како и уредно подмирување на членарините и провизиите по склучените зделки на берзата. Берзата е обврзана да врши надзор над работите склучени на берзата и за истото да ја известува Комисијата за хартии од вредност. Тргување со хартиите од вредност на берзата е дозволено под услов истите да се примени на котација на берзата. Берзата има обврска јавно да ја објави листата на емитенти на хартии од вредност.

Постапката на тргување со хартиите од вредност почнува после утврдување на курсната листа на оние хартии од вредност кои се предмет на тргување на берзата. Треба да се истакне, дека берзата може привремено да ја прекине постапката на тргување со хартии од вредност ако истото предизвика пореметување на финансискиот пазар и ако истото е против интересот на инвеститорите на берзата. Берзатаа може да ги исклучи хартиите од вредност од котирање, а истите може и самиот емитент да ги повлече од котација на берзата. На берзата не е дозволено ширење на невистини за хартиите од вредност. Исто така е забрането создавање привид “добра слика” за одредени хартии од вредност.

2. БРОКЕРСКО-ДИЛЕРСКИ ДРУШТВА НА ФИНАНСИСКИТЕ БЕРЗИ

На развиените пазарни економии предметот на понуда и побарувачка на финансиските пазари стално се иновираат и добиваат нови облици. На страната на понудата и побарувачката за финансиски инструменти се наоѓа голем број на потенцијални учесници чии мотиви се различни. Меѓутоа, сите тие не можат да се појават на финансискиот пазар поради фактот, дека не се организационо и кадровски опремени, дека немаат современа техничка поддршка, како и дека нивното поединечно учество во вкупната понуда и побарувачка не би било значајно. Поради тоа се поголема улога на финансискиот пазар има посебна категорија на учесници која се нарекува финансиски посредници. Развиениот финансиски пазар се карактеризира со постоење на голем број учесници кои се специјализирани брокерско-дилерски куќи. Овие посредници покрај брокерските и дилерските работи се занимаваат и со работи од типот на: инвестирање, портфолио менаџмент, финансиски консалтинг, чување на хартии од вредност и слично. Берзанските

посредници се многу значајна и хетерогена категорија на учесници на финансиските пазари и можат да се уврстат во две основни групи: (1) брокери и (2) дилери.

2.1. Модели на организирање на брокерско-дилерските друштва

Поимот *брокер* има потекло од францускиот збор “броациер” (*eng. Broacher*) што може да се преведе како: “некој кој изнесува нешто на видело” или “некој кој става печат на винските буриња”. Денес овој поим може да се појави во три значења: (1) како берзански посредник во работењето на берза (најчесто и најшироко значење на поимот), (2) лице кое во тргувањето со недвижни претставува купувач, (3) лице во работењето со осигурување кое пронаоѓа најдобар аранжман за осигурување на своите клиенти.¹⁶

Поимот *дилер*, исто така има неколку значења од кои најпознати се: (1) како берзански посредник, (заедно со брокерите спаѓаат во најзначаната категорија на берзански посредници), (2) личност која купува стока и услуги, заради продажба на крајните поттрошувачи, (3) улични продавачи на девизи.

Брокери се типичен пример за финансиски посредници. Они не работат во свое име и за своја сметка, затоа нивната улога на финансискиот пазар се сведува на посредување помеѓу потенцијалните купувачи и потенцијалните продавачи. Во колку се работи за чисто посредување во кое брокерот работи во име и за сметка на други, тогаш тој се појавува во улога на комисионер. Ако брокер работи во свое име и за сметка на работодавачот, тогаш брокерот се појавува во улога на застапник. Брокерот совршео ја познава областа и рамката во која работи, како и пазарот на кој делува. На располагање му се релевантните информации за носење на брзи и квалитетни одлуки, а за своите услуги наплаќа провизија. Брокерите наплаќаат провизија, а обично се одредува како процент од остварениот промет кој процент се намалува со порастот на вредноста на остварените трансакции.

Дилери, за разлика од брокерите, не се чисти посредници на финансискиот пазар. Они по правило се јавуваат како препродавачи на хартиите од вредност. Тоа значи дека, при посредување на финансискиот пазар, дилерите работат во свое име и за своја сметка. Учесниците во работењето со трансакциите ги склучуваат зделките со дилерите, кои во ден момент се јавуваат како купувачи на финансиските инструменти, за да во следниот момент се појават како продавачи на тие исти ефекти. Суштината на неговото работење е во разликата во цена на пазарните инструменти. Дилерот самиот ги сноси ризиците од своето работење по прашањето на остварување на поповолна цена или можност за пласман. Карактеристично е да дилерот може да работи како брокер (комисионер или застапник), додека брокерот во принцип не работи како дилер.

Голем број на берзански посредници истовремено врши и брокерски и дилерски работи за своите клиенти, па од тука заедничкото име **брокерско-дилерски куќи**. Во домицилниот закон се користи поимот брокерско-дилерски друштва.¹⁷ Овие финансиски институции нудат широк спектар на услуги со голем број на учесници на финансиските пазари.

Брокерско-дилерските друштва претставуваат правни лица кои се организирани како акционерски друштва или како друштва со ограничена одговорност. Они својата дејност ја остваруваат на организиран пазар на хартии од вредност и тоа во согласност со Законот за хартии од вредност и други финансиски инструменти. Согласно позитивните законски прописи брокерско-дилерските друштва можат да ја остваруваат својата дејност на организиран пазар на хартии од вредност само со дозвола одобрена од страна на Комисијата за хартии од вредност. За Комисијата за хартии од вредност да ја разгледа дозволата за работа, неопходно е од страна на брокерско-дилерските друштва да се поднесе:¹⁸

- (1) барање за издавање на дозвола;
- (2) предлог статут на брокерско-дилерското друштво;
- (3) опис на услугите кои ќе ги врши брокерско-дилерското друштво;
- (4) податоци на основачите вклучувајќи и податоци за нивната сопственост на капиталот во други правни лица;
- (5) доказ за висината на основната главнина;
- (6) доказа за кадровската, организационата оспособеност и техничката опременост на брокерско-дилерските друштва;
- (7) дозволи за работење издадени од соодветни институции во случај кога основач е банка или осигурително друштво;
- (8) податоци за одговорното лице;
- (9) податоци за членовите на брокерско-дилерското друштво износ на тарифата за вршење на дејноста на брокерско-дилерските друштва;
- (10) деловен план за работење на брокерско-дилерското друштво;
- (11) правила на работење на брокерско-дилерското друштво;
- (12) Комисијата ги пропишува сите дополнителни информации кои треба да ги содржи барањето за издавање дозвола за работење на брокерско-дилерското друштво.

Во колку брокерско-дилерските друштва посредуваат во купувањето и продавањето на хартиите од вредност во свое име и за сметка на клиентот (налогодавачот), или во име и за своја сметка, при што остварува разлика помеѓу куповната и продажната цена, тогаш се работи за типично *дилерски работи*. Во колку брокерско-дилерските друштва остваруваат купување и продавање на хартии од вредност во свое име и за своја сметка, по однапред утврдена цена (која е објавена од страна на брокерско-дилерските друштва), тогаш тие работи се нарекуваат - работи на *маркет мејкери*.

Организационата структура на брокерско-дилерските друштва се разликуваат во зависност од услугата која оваа куќа ја нуди на своите клиенти. Во колку брокерско-дилерските друштва нудат на своите клиенти комплетен сет на услуги, тогаш они во својот состав имаат и поголем број на одделенија. Овие друштва, поред купувањето и продавањето на финансиските инструменти, на своите клиенти активно им пружаат и други додатни услуги, како што се: давање на инвестициски совети, консалтинг, спроведување на финансиски анализи, кредитирање на клиентите и слично. Ако брокерско дилерските друштва во својата понуда имаат помал број на услуги, тогаш во организационата структура имаат и помал број на одделенија и се нарекуваат дисконтни (или on-line) брокерско-дилерски куќи. Овие друштва за своите клиенти вршат само работи на примање налози, извршување налози и клиринг работи, додека не им даваат било какви препораки, нити пак печатат публикации.

Организационата структура на брокерско-дилерските друштва, кои нудат комплетен сервис услуги на своите клиенти, може да ги има во својот состав следните одделенија:

- (1) брокерско-дилерско одделение (составено од одделение за продажба и одделение за тргување),
- (2) одделение за анализа и истражување,
- (3) одделение за извршување на налози,
- (4) одделенеие за салдирање,
- (5) одделение за инвестиционо банкарство,
- (6) одделение за управување со сметките на клиентите,
- (7) одделение за правни работи, дистрибуција на дивиденди, маркетинг, сметководство, администрација и информациона технологии.

Приказ на модел на организациона структура на брокерско-дилерски друштва со своите одделенија:

Шема бр. 3 Модел на организациона структура на брокерско-дилерско друштво¹⁹



Брокерско-дилерско одделение е едно од најважните одделенија во брокерско-дилерските друштва. Внатре во овие одделениа се врши продавање и купување на хартии од вредност. Ова одделението е директно поврзано со клиентите и нивните пазарни барања. Преку одделението за инвестициско банкарство, брокерско-дилерското одделение е поврзано и со емитентите на хартии од вредност.

Во одделението за продажба, клиентите ги даваат своите налози заради тргување и ги упатуваат на овластен брокер. Сем што прима налози од клиентите, овластениот брокер има обврска да одговори на сите прашања на клиентот кои се однесуваат на донесување на одлука за инвестирање. Он својата услуга ја наплатува во форма на провизија, по секоја купо-продажна трансакција, без оглед на фактот дали клиентот остварил заработувачка или не. Меѓутоа, во колку овластениот брокер не пружил информации со соодветен квалитет, заради кои причини клиентот не остварил заработувачка, клиентот ќе го напушти брокерско-дилерското друштво и ќе побара друг поквалитетен берзански посредник. Од тие причини е присутен и интересот на брокерско-дилерските друштва да пружат што поквалитетни информации на своите клиенти, за да го зголеми бројот на клиентите и со самото тоа да ја зголеми својата вкупна заработувачка.

Во одделението за трговија, за разлика од одделението за продажба, директно се заработуваат пари за брокерско-дилерското друштво. Во ова одделение истовремено се купуваат и продаваат хартии од вредност во име и за сметка на брокерско-дилерските друштва, додека заработувачката се остварува преку разликата на куповните и продажните цени на секоја (поединечна) хартија од вредност. Во големите брокерско-дилерски куќи во овие одделенија се главно лоцирани трговци кои благодарение на својата интуиција и користењето на извештаи од одделенијата за анализа настојуваат да остварат што поголема маржа помеѓу куповната и продажната цена на хартиите од вредност.

Одделението за анализа и истражување врши анализа на пазарните трендови и врз таа основа ги проценува идните инвестициони можности. Добиените информации ги проследува: до своите клиенти, вработените и пошироката јавност по пат на средствата за јавно информирање (mas media). Одделението ги анализира информациите кои се однесуваат на работењето на локалните компании, стопански

гранки и дејности. На овој начин се добиваат многу квалитетни информации за рејтингот на хартиите од вредност, нивното понатамошно купување и продавање. Резултатите од анализата се објавуваат во месечните и годишните извештаи, на домашен и англиски јазик, а нивната презентација се врши по пат на печатење во електронските медиуми.

Одделение за извршување на налозите по приемот на налозите од брокерското одделение пристапува на понатамошно извршување на налозите на своите клиенти. Благодареејќи на современиот електронски начин на тргување, налозите на клиентите се извршуваат многу брзо, за неколку секунди, додека клиентот одма има потполна информација за извршената трансакција. Работата на ова одделение се темели на принципите на точност и ажурност, бидејќи само така може да се исполнат желбите и барањата на клиентите.

Одделението за клиринг и салдирање е во директна врска со одделението за извршување на налози. Ова одделение го започнува работењето откако ќе дојде до реализација на налогот од клиентот, по завршувањето на работниот ден кога финансиската берза и доставува на клириншката куќа и брокерско-дилерското друштво список на извршени трансакции за тој ден. Одделението за клиринг и салдирање превзема список на извршени трансакции и врши нивно споредување со бројот на извршени налози на своите клиенти. После одобрувањето, односно задолжувањето на сметката на клиентот, одделението на крајот на работниот ден му праќаат на клиентот извештај и список на сите негови трансакции со состојба на неговото парично konto и сметката со хартии од вредност.

Одделението за управување со сметки води сметка за оние клиенти кои му се доверени на брокерско-дилерското друштво на управување. Во колку брокерско-дилерското друштво има голем број доверени сметки на клиенти, тоа значи дека тоа ужива високо ниво на доверба и репутација. Ова одделение може самостално да донесе инвестициони одлуки или може да биде во одреден степен самостално, во колку носењето на инвестициони одлуки има обврска за консултирање на своите клиенти. Одделението за управување со сметки не дава гаранција за висината на очекуваниот приход, ниту сноси ризик во случај ако настане губиток. Со цел подобра мотивација, ова одделение не наплатува провизија за извршените услуги на клиентите, туку својата заработувачка ја остварува во процентуален износ во однос на остварената добивка настаната по основ на управување со сметките на клиентите.

Одделението за инвестиционо банкарство, во главном ги врши работите кои ги вршат инвестиционите банки. При тоа се мисли на работите на спојување и превземање на компании и деловни банки. Ова одделение на клиентите им нуди различни работи од следниве области: (1) инвестиционен, финансиски и правен консалтинг, (2) квалитативни анализи и оцена за инвестирање, (3) пронаоѓање на стратешки инвеститори, (4) припреми на јавни понуди кај првите емисии на хартии од

вредност, (5) советодавни услуги во делот на приватизацијата и слично. Покрај тоа што пронаоѓа заинтересирани купувачи и продавачи за инвестициони вложувања, одделението за инвестиционо банкарство им помага на своите клиенти во примена на правните процедури и во водењето на преговори како би оствариле што подобра цена.

Правното идделение се занимава со правна проблематика и проблематиката на дистрибуција на дивиденди. Покрај овие активности, одделението се занимава со маркетиншки активности (истражување на пазарот, промовирање на друштвото во јавност со цел стекнување поголем рејтинг, сигурно и квалитетно вршење на трансакциите). Исто така се занимава со работи на внатрешна контрола и работи на примена на информациона технологии. Ова одделение во брокерско-дилерското друштво ја врши функцијата на поддршка при одлучување и без неговото постоење не би можело ни приближно да се задоволи квалитетот на барањата кои пред друштвата ги ставаат нивните клиенти.

2.2. Карактеристики на тргување на брокерско-дилерските друштва

Брокерско-дилерските друштва се правни лица кои се организирани како друштва со капитал, односно како акционерски друштва или како друштва со ограничена одговорност. Тие своите дејности ги вршат на организиран пазар на хартии од вредност и во согласност со Законот за хартии од вредност и други финансиски инструменти. Брокерско-дилерско друштво дозвола за работа јадобива од Комисијата за хартии од вредност, а не може да почне да ја врши својата дејност пред истата да се заведе во судскиот регистар.

Према важечките законски прописи, на домицилниот пазар, брокерско-дилерското друштво има обврска, неговата изложеност на потенцијалниот ризик према едно лице да не ја преоѓа сумата од 25% од неговиот капитал. Со оглед дека висината на капиталот за вршење дејност на друштвото ја определува Комисијата за хартии од вредност, тоа е негова обврска во случај на поголема изложеност на потенцијалниот ризик да ја извести Комисијата за хартии од вредност. Треба да се истакне дека, поголема изложеност на потенцијалниот ризик на брокерско-дилерското друштво према едно лице (или повеќе поврзани лица) е присутен во колку ризикот преоѓа 10% од капиталот на друштвото. При тоа, вкупниот износ на голема изложеност на потенцијалниот ризик не смее да прејде износ од 80% од капиталот на друштвото. Брокерско-дилерското друштво е обавезно да издвои резерви за покривање на можниот губиток предизвикан од општиот ризик во текот на неговото работење. Покрај општите, обврска на друштвото е да се издвои и посебна резерва која е во функција на покривање на посебен ризик, како што е наплата на побарувањата по основ на гаранција (за побарување на клиенти во случајот на некое друго друштво).

Брокерско-дилерското друштво е обавезно да води сметка за својата ликвидност. Тоа значи, дека неговата обврска е дневно да ги планира и прати приливите и одливите на паричните средства, и да превзема соодветни мерки заради спречување и отстранување на причините за неликвидност. Комисијата за хартии од вредност го пропишува најмалиот износ на ликвидни средства и коефициентот на дневна ликвидност на брокерско-дилерското друштво. Брокерско-дилерското друштво има, покрај дневното пратење на сопствената ликвидност, обврска да предаде до Комисијата за хартии од вредност месечен извештај за: (1) висината на капиталот на друштвото, (2) адекватност на капиталот на друштвото и (3) изложеност на друштвото на потенцијаните ризици. Во колку се случи капиталот на друштвото да е помал од пропишаниот минимум на капиталот, тогаш друштвото не може да донесе одлука за исплата на добивка во форма на дивиденда, исплата по основ на учество во добивката на членовите на управниот и надзорниот одбор, како и исплата по основ на добивка на вработените членови на друштвото.

Основање на брокерско-дилерско друштво подразбира исполнување на општи законски услови и прописи дефинирани од страна на Комисијата за хартии од вредност. Без оглед за која национална економија се работи, законската регулатива го дефинира: висината на капиталот (неопходен за основање), стручна оспособеност на кадрите, техничко-технолошка оспособеност и етичкиот кодекс на друштвото. По пат на регулативата, прецизно се дефинира односот помеѓу брокерско-дилерските друштва (на релација две или повеќе друштва), како и однос помеѓу брокерско-дилерските друштва и неговите клиенти. Дејноста на друштвото е насочен на работењето на секундарниот финансиски пазар, а се со цел да се воспостави однос помеѓу потенцијалните купувачи и продавачи на берзански ефекти.²⁰

Брокерско-дилерското друштво може да врши работи кои се однесуваат на управување со хартии од вредност и тоа во име и за сметка на клиентот. Таквото работење се нарекува *работење на портфолио менаџер*. Работењето на друштвото околу организацијата на дистрибуција на хартиите од вредност се нарекуваат *работи на агент на емисијата*. Во колку работите на брокерско-дилерското друштво се однесуваат на организирање на дистрибуцијата на хартии од вредност со обврска за нивно откупување од емитентот, а заради понатамошна продажба, таквото работење се нарекува *работење на покровител на емисијата на хартии од вредност*. Работењето на брокерско-дилерското друштво во врска со пружање на советодавни услуги се нарекува *работење на инвестициски советник*.

2.3. Стратегија на управување со сметките на клиентите на брокерско-дилерските друштва

Брокерско-дилерските друштва вршат различни активности на финансиските пазари, кои можат да се квалификуваат како: (1) работи на тргување и извршување налози, (2) маргински сметки и тргување по пат на кредитирање, (3) чување на хартии од

вредност и управување на сметките на клиентите, (4) инвестиционен консалтинг и едукација, (5) финансиски консалтинг и тргување се недвижнини. Една од претпоставките за функционирање на брокерско-дилерските друштва е постоењето на сметките на клиенти кои ги отвораат кај нив. Процедурата за отворање на сметки е доста едноставна, а сметките се отвораат на основ на писмено барање на клиентите. Клиентот во барањето ги наведува оние податоци кои се битни за отворање на сметка, почнувајќи од името и седиштето на клиентот, па до типот и намената на сметката. Барањето за отворање на сметка може да биде универзално (унифицирано) и може истовремено да претставува одредена врста на прашалник, на основа на кој клиентот дава важни информации за себе.

Може да се говори за постоење на повеќе типови на сметки кои клиентите можат да ги отвораат кај брокерско-дилерските друштва, но нивното значење кај поедини трансакции е различно. Најчесто користени сметки се: (1) готовинска сметка, (2) кредитна или маргинска сметка, (3) заедничка сметка.

Готовински сметки се најчесто користени сметки преку кои клиентите ја плаќаат купената хартија од вредност во готово, или преку инструменти за готовинско плаќање. Плаќањето се врши промптно, односно на денот на салдирањето.²¹ Времето од денот на тргувањето²² до денот на салдирањето е различно во поедини земји, но е вообичаено тоа да биде временски период од три до пет дена.

Клиентот користи кредитна или маргинска сметка кога не е во можност купената хартија од вредност да ја исплати во готово или со врачување на некои од готовинските инструменти, а постои спремност брокерско-дилерската куќа да го кредитира својот клиент. Односот на готовинското плаќање и кредитирањето на клиентот различно се уредува и исклучиво зависи од типот и обемот на службениот однос на клиентот со брокерско-дилерската куќа, неговата кредитна способност (кредитниот рејтинг) и слично. Правило е, да кај овие врсти на сметки постои посебен договор, со кој клиентот ги заложува купените хартии од вредност како гаранција за отплата на истиот. Брокерско-дилерското друштво инсистира хартиите од вредност, кои се купуваат преку маргинската сметка да бидат регистрирани на нејзино име. Тоа значи дека името на клиентот не се појавува на хартиите од вредност, нити во евиденцијата на нејзиниот издавач.

Заедничката сметка се отвара кога два или повеќе поединци сакаат да отворат ваков тип на сметка. Во пракса се среќаваат два типа на вакви сметки. Првата, која обично ја користат брачните парови. Во случај на смрт на еден брачен пар или еден брачен другар, сметката останува на користење на другиот брачен пар или партнер. Другиот тип на сметки се користи кај разни видови на работни здруженија. Во случај на смрт на еден бизнис партнер неговите средства од сметката се припишуваат на другата страна која понатаму ја дели судбината на истата.

Една од важните активности на брокерско-дилерските друштва е чување на хартиите од вредност и управување со сметките на клиентите. После завршената купопродажна трансакција, хартиите од вредност не се пренесуваат физички на клиентот, туку се чуваат кај брокерско-дилерските друштва во електронска форма (по пат на електронски запис). Брокерско-дилерското друштво води регистар на сопственици на хартии од вредност и по потреба на клиентите им издава потврда за сопственоста на дотичната хартија од вредност. Со самото тоа, клиентот преку брокерско-дилерското друштво прима и дивиденда по основ на сопственост на хартиите од вредност кои се чуваат кај друштвото.

Брокерско-дилерското друштво се обврзува дека, во случај на склучување на договор со клиентот кај централниот регистар за хартии од вредност, ќе отвори сметка за потребите на секој свој клиент. Оваа сметка се нарекува “сопственичка сметка” и друштвото преку него во име и за сметка на клиентот ја води состојбата на хартиите од вредност, како и извршувањето на налогот за пренос на права по основ на хартии од вредност. Брокерско-дилерското друштво може да користи “сопственичка сметка” само под услов да има одобрување, односно налог од клиентот кој е осптвеник на сметката. Со цел избегнување на евентуални грешки и несогласувања, обврска на брокерско-дилерските друштва е својата “сопственичка сметка” да ја води одвоено од “сопственичките сметки” на своите клиенти.

Клиентот може, преку договори, да овласти (пренесе право) брокерско-дилерското друштво да управува со неговите хартии од вредност. Во тој случај, брокерско-дилерското друштво е обавезно кај централниот регистар за хартии од вредност да отвори посебна сметка за клиентите, која се нарекува “старателска сметка”. Износот на средства за купување или продавање на хартии од вредност, кои клиентот ги става на располагање на друштвото, се регулира со договор за управување со хартии од вредност. Со истиот договор се дефинираат и политиката на вложување во хартиите од вредност, висината на провизијата и другите права и обврски. Битно е да се истакне дека, брокерско-дилерското друштво може да позајми хартии од вредност, преку согласност на клиентот, на друго брокерско-дилерско друштво.

Клиентот може да отвори кај брокерско-дилерското друштво и “врап сметка” (wrap account), преку која се опфатени сите трошоци со една врста на провизија. Према тоа, трошоците кои ги има клиентот во однос на брокерскиот посредник, а кои се однесуваат на: брокерските услуги, услугата на водење на сметката, услугата на чување на хартиите од вредност и останатите трансакциски трошоци, опфатени се преку единствена провизија. Ваквата провизија изнесува најмногу до 30%.

Маргинската трговија вклучува и маргинско купување и маргинска кратка продажба. Кратка или празна продажба (*short sale*) е продажба на хартии од вредност кои продавачот не ги поседува (па се вика дека продавачот завзема кратка позиција). Тој очекува дека цената ќе паѓа овозможувајќи му да ги набави хартиите од вредност по

нова, пониска цена и тогаш да ги продаде по повисока цена која веќе претходно ја договорил. Така продавачите кои продаваат на празно прфитираат од падот на цените на хартиите од вредност. Меѓутоа, само мал дел од вкупната трговија со маргини претставува продажба на празно.

Маргинското купување или купувањето на кредит (*buying on margin*) е таков вид на купување на хартии од вредност каде инвеститорот купува дел од хартиите од вредност во готово, а истовремено зема заем од брокерско-дилерското друштво за останатите хартии од вредност, користејќи платени акции како колатерал. Брокерско-дилерското друштво за оваа цел позајмува пари од банки кои му засметуваат камата по стапка за брокерски кредити, а брокерско-дилерското друштво на клиентот, кој користи заем, му засметува маргинска каматна стапка, која е поголема од каматната стапка за брокерски кредити и брокерски трошоци за сервисирање.

Маргинска сметка му овозможува на клиентот да позајми средства од брокерско-дилерската куќа како би извршил купување на хартиите од вредност. Со оглед дека на овој начин брокерско-дилерската куќа го кредитира клиентот, оваа врста на сметки може да ја отворат инвеститори кои проаѓаат одредена процедура и задоволуваат услови за добивање на кредит. Отворањето на маргинска сметка подразбира дека готовинската сметка е веќе отворена кај истата брокерско-дилерска куќа.²³

Инвеститорот кој сака да купува на маргини треба да отвори маргинска сметка кај своето брокерско-друштво и положи одредени средства во готово или нивни еквивалент во хартии од вредност.²⁴ Меѓутоа, инвеститорот не може да зема кредит за купување на хартии од вредност во неограничен износ. Секое брокерско-дилерско друштво одредува иницијална маргина (*initial margin*) која претставува дел од паричните средства од вкупната вредност на трансакциите кои клиентот мора да ги плати за да може да тргува, додека остатокот го позајмува од друштвото. Овој износ го пропишува надлежниот орган во секоја земја, а во САД се движел од 25% во дваесетите години на минатиот век, до 100% во четириесетите години на минатиот век. Од 1974 година таа граница максимално изнесува 50%, што значи дека клиентот од брокерско-дилерското друштво може најмногу да позајмува половина од средствата во случај на вложување во хартии од вредност.

Инвеститорот кој купува на маргини може да набави повеќе хартии од вредност, него што тоа би можел да го направи со класично купување кога го плаќа целиот износ на трансакцијата. Во случај, неговите очекувања да се остварат во поглед на растот на цените на хартиите од вредност, инвеститорот ќе оствари поголема добивка него кога не би ја користел маргината. Во спротивно, кога ќе дојде до пад на цените на хартиите од вредност, инвеститорот ќе прими барање од своето брокерско-дилерско друштво дека е неопходно да вложи додатна готовина. Имено, секое брокерско-дилерско друштво бара “маргина на чување” (*maintenance margin*), која претставува ниво испод која актуелната маргина не може да оди. Како на пример, Њујоршката

берза²⁵ пропишува дека е тоа 25%, иако брокерските куќи често бараат 30%. Кога маргината ќе се спушти испод пропишаното ниво инвестирот мора да ги исполни дополнителните барања за готовина. Ако клиентот не ги исполни пропишаните барања за одржување на маргините, брокерско-дилерските друштва ќе продадат дел од портфолијата на инвеститорите по депресирана цена како би ја довеле маргината до бараното ниво.

Може да се заклучи, дека инвеститорот користејќи ја можноста за купување на хартиите од вредност на кредит, во недостаток на сопствени средства, може да се оствари многу поголема добивка но и да се претрпи многу поголем губиток, во колку ситуацијата на пазарот не се одвива онака како што се очекувало.

2.4. Стратегија на тргување на брокерско-дилерското друштво на финансиските берзи

Секундарниот пазар на хартии од вредност претставува продолжение на примарниот пазар на хартии од вредност. Овој пазар подразбира и претставува секоја понатамошна продажба на хартии од вредност. Таков вида на купување често се нарекува “купување од втора рака” или “препродажба” на хартии од вредност. Секундарниот пазар на хартии од вредност создава можност, секоја емитувана хартија од вредност да може да се конвертира (претвори) во готови пари и пред рокот на нејзиното доспевање. Постојат два основни организациони облици на секундарниот пазар: (1) берзи, (2) мрежни или ОТЦ пазари.

Берза претставува збир на институции и организации кои обезбедуваат неопходни услови за вршење на секундарниот промет на долгорочни финансиски инструменти. Таа е централизиран финансиски пазар, бидејќи на неа се формираат цените на финансиските инструменти кои ја опфаќаат севкупната расположива понуда и побарувачка. Воопшто посматрано, берзата претставува место каде се врши купување или продавање на одредени, точно дефинирани, предмети на тргување по однапред утврдени правила. Берзата се разликува од останатите облици и форми на пазарите благодареејќи на дефинираноста на предметот на купување и продавање, како и строгата форма и организација на извршување на купопродажните трансакции. “Берзата значи, можеме да ја дефинираме како *регулиран и организиран пазар со строго утврдени правила на тргување и дефинирани предмети и учесници*”. Тоа е неутрално, јавно место на кое се извршуваат налози за купување и продавање.

Националната берза е најголем национален пазар и е организиран како акционерско друштво во сопственост на учесниците во трговијата или е во општествена сопственост. Берзите се главно институционално организирани како корпорации, иако нивната организациона структура се разликува од класичната корпоративна форма. Поголемиот број на берзи е сеуште во статус на непрофитни (взаемни) организации. Брокери и дилери се лица кои тргуваат на берзите и се нарекуваат

берзански посредници. Да би можеле да тргуваат на берзите, берзанските посредници мораат да задоволат одредени услови кои ги пропишува: државата, берзанската комисија или самата берза.

Берзите имаат значајна улога во поврзувањето на различни субјекти кои имаат потреба за капитал, како што се: владата и владините институции, финансиските институции, стопански субјекти, институционални и индивидуални инвеститори од една страна, со субјекти кои тој капитал го поседуваат, од друга страна. Во помалку развиените стопанства, посебно стопанствата во транзиција, финансиските пазари и берзите не се доволно развиени и немаат таква улога. Затоа се прават напори да се створат услови за нивно основно организирање и функционирање.

За да би била одредена хартија од вредност предмет на тргување на берзата, неопходно е да пројде одредена процедура за прием на берзата која се нарекува листинг. Со листингот компанијата конкурира и ги квалификува своите акции за тргување на берзата. Сите компании со чии акции се тргува на берзата мораат претходно да исполнат барање за листинг. Овие барања ги пропишува секоја берза за себе, а пред се се однесуваат на: нето профитот кој фирмата го остварува, бројот на акции кои се емитувани, распространетоста на акциите во рацете на инвеститорите итн. Меѓутоа, два основни услови кои мораат да бидат исполнети за компанијата да може да тргува на најголемата берза на светот, Њујоршката се: (1) компанијата треба да има значаен национален интерес, (2) компанијата треба да има значајна позиција и стабилност внатре во дадената стопанска гранка која е во експанзија.

Компанијата мора да се сложи и на периодично објавување на финансиските извештаи со што инвеститорите би ги имале на располагање потребните информации потребни за носење на одлуки за инвестирање. Значи, берзата има и функција на информирање на јавноста. Она, преку стриктна примена на своите правила, се грижи сите потребни информации да бидат на располагање на инвеститорите. Секоја злоупотреба и криење на информации водат до голем број на пореметувања во механизмот на откривање на цените и потпаѓаат под надлежност на берзанскиот суд. Исто така, берзата секојдневно ја известува јавноста по пат на берзански извештаи за моменталните движења на пазарот, овозможувајќи им на тој начин на инвеститорите добра и рална основа за рационално носење на инвестициски одлуки.

Сем трговијата, листингот и информирањето, берзата врши и функција на клиринг и салдирање. Тоа е завршна фаза на берзанските трансакции и на поголемиот број инвеститори им е малку позната, бидејќи се одвива вон пазарните простори во специјализирани клириншки куќи. Сем процесот на клиринг и салдирањето подразбира пренос на парични средства од сметката на купувачите на сметка на продавачите како и трансфер на финансиските инструменти во спротивен правец. Во оваа работа клириншката куќа се појавува како спротивна страна на секој поединечен учесник во тргувањето, ослободувајќи ги купувачите и продавачите од понатамошни

директни обврски на едни спрема други. На овој начин, клириншката куќа служи како гарант во секоја трансакција, она станува конечен купувач на секој продавач и конечен продавач на секој купувач. Оттаму, учесниците во тргувањето не мораат да водат сметка за работите околу бонитетот на другата страна. Првите берзи многу рано воспоставиле институција на клириншка куќа, а трансакциите се вршат барем еднаш дневно и тоа на крајот на работниот ден.

Стратегијата на тргување на брокерско-дилерските друштва на секундарениот финансиски пазар започнува со склопување на договори со клиентите и отворање на сметки на клиентите кај брокерско-дилерските друштва. Купувањето и продавањето на хартии од вредност на берзите се врши со испорачување на налог од страна на клиентот, како учесник во берзанските трансакции. Самиот чин на пласирање на налозите представува склучен договор помеѓу клиентот и брокерско-дилерското друштво. Овие активности не се прашање на форма, ако се земе во предвид дека во постапката на испорачување на налозите мора да бидат познати многу елементи на берзанското работење, а меѓу нив и процедурите на пласирање на налози и нивната содржина.

Современата берзанска трговија претпоставува дека инвеститорот (клиентот) користи сметка за хартии од вредност кај берзанските посредници. Инвеститорот потоа дава инструкции на берзанскиот посредник да купи или продаде одреден финансиски инструмент. Каков налог инвеститорот ќе даде зависи од неговата инвестициона стратегија. Налогот претставува безусловна инструкция, дадена од страна на клиентот на берзанскиот посредник, да купи или продаде одредена хартија од вредност. Формата на налогот е стандардизирана од страна на секоја берза. Наалози можат да се квалификуваат по сонсов на повеќе критериуми: (1) по количини (стандардни и нестандартни), (2) по видови (пазарни, стоп и стоп лимит налози), (3) према временскиот период (дневни, до отповикување или на почеток или на крај на тргувањето, кога налогот се извршува во одреден дел од работниот ден на берзата - фиксинг).

Пазарен налог (eng. Market order) е најопшт и најчесто користен налог. Кога го специфицира пазарниот налог, клиентот едноставно бара со хариите од вредност да се тргува по најповолна цена штом налогот стигне на берзанскиот паркет. Со пазарните налози се тргува доста брзо, понекогаш по истекувањето на неколку минути, по што налогот е предаден во брокерската куќа, бидејќи во овој случај цената на хартиите од вредност не е одредена.

Стоп налози (eng. Stop orders) понекогаш се нарекуваат и налози за заштита од загуба. Они се направени со цел инвеститорите да го заштитат моменталниот профит или се спасат од можни загуби. На пример, во колку некој инвеститор купи акција за 50 долари, а нејзината пазарна цена порасне на 75 долари, тој ќе има профит на хартија од 25 долари по акција. Ако инвеститорот осети опасност од пад на цената, тој

може да бара стоп налог од да рече 70 долари. Ваквиот налог би станал пазарен налог само тогаш кога пазарната цена на акцијата би паднала на 70 долари, и би бил извршен што е можно побрзо кога цената на акцијата ќе достигне 70 долари. Оваа цена на акцијата не е гарантирана и истата може да падне на 69 или 68 долари, додека трансакцијата не биде реализирана. Меѓутоа, позицијата на инвеститорот е заштитена во секој случај. Во ваквиот случај постои опасност за инвеститорот да продава акции при краткотраен пад на цените на пазарот занемарувајќи го нивниот потенцијален иден раст.

Лимитирани стоп налози (eng. Stop limit orders) ја одредуваат и стоп цената и лимитираната цена по која клиентот е спремен за продажба или купување на хартиите од вредност. Клиентот се соочува со ризик цената никогаш да не падне на лимитираната цена и со тоа налогот никогаш да не се реализира. Ако тргувањето не се реализира од страна на брокерите, кога ќе стигне на берзанскиот паркет, брокерот ќе даде налог на специјалист кој ќе го реализира ако е остварена лимитираната цена или цената подобра од лимитираната.

Отворен налог или налог до отповикување (eng. Open order or good-till-canceled order) се однесува на времето додека е налогот на снага. Отворениот налог трае бесконечно долго, додека дневниот налог останува на снага единствено оној ден кога е внесен на берзата. Поголемиот број налози се дневни налози, бидејќи инвеститорите осеќаат дека вистинските услови за тргување се само тој ден и дека може да се променат веќе следниот ден. Меѓутоа, клиентите можат да преферираат налог до отповикување, посебно за лимит на налозите кога се спремни да чекаат се додека цената не достигне посакувано ниво. Овие налози, од страна на клиентите, би требало да бидат потврдени од време на време како би останале важечки.

Клиентот може на брокерската куќа да и ги испорача своите налози во различни облици: во пишана форма, по телефонски пат, или електронска форма (меил, факс итн). Од начинот на доставување на налозите зависи и рокот на нивното важење. Правило е, писмените налози да важат до истекот на тековниот месец, додека телфонските налози важат само за тој ден, односно наредниот ден. Претпоставка за извршување на берзанските налози е клиентот да има на својата сметка средства во висина на бараните хартии од вредност или брокерско-дилерското друштво да му одобрило кредит за купување на дотичните хартии од вредност.

Основ за реализација на налогот на клиентот на финансиската берза, а кој се однесува на купување или продавање на некоја хартија од вредност е Договор за посредување во тргување. Со него се уредуваат меѓусебните права и обврски на брокерите како посредници на финансиската берза и нивните клиенти. Договорот за посредување во трговијата за хартии од вредност, брокерот го склучува со клиентот непосредно пред самиот прием и извршување на налогот. Брокерот е обавезен својот клиент пред склучување на договорот да го запознае со: (1) со околностите кои се

битни за носење на одлука за купување или продавање на хартии од вредност, (2) потенцијални ризици со извршени поединечни берзански услуги и (3) правилата на работење и Правилникот за берзански тарифи.

Налогот за купување на хартии од вредност мора да ги содржи основните елементи, а према брокерот можат да го даваат како домашни така и странски лица. Налозите можат да се даваат непосредно или преку лице кое клиентот писмено го овластил за давање на берзански налози. Овластувањата треба да се потпишани од страна на клиентите и отворени од страна на службеник во брокерско-дилерското друштво. Тоа може да биде издадено како: (1) генерално овластување (за сите видови на работи кои клиентот ги врши кај брокерско-дилерското друштво), (2) специјално овластување (за одредени врсти на работење), (3) овластување на одредено време (престанува да важи со тек на време или отповикување од страна на клиентот), (4) овластување на одредено време (престанува да важи со отповикување од страна на клиентот).

Клиентот е должен да му донесе на брокерот со налогот и потребни докази, а брокерот е обврзан да на клиентот во текот на истиот ден или најкасно наредниот, му достави потврда за прием на налогот. Ако измените и отповикувањата на налозите се вршат преку телефон или компјутер (електронска пошта), брокерот е обврзан да го извести клиентот за прием на измените или отповикување на налогот, истиот или наредниот ден. Клиентот може со посебен налог да изврши измена или отповикување на постоечкиот налог во врска со: личните податоци, количината на хартии од вредност, податоците за сметките, застапниците на клиентите и слично. Секоја друга измена на дадениот налог би значела дека клиентот издал нов налог.

Измена или отповикување на налог клиентот може да изврши секојдневно, сем во следниве ситиации:

- (1) кај континуираното тргување (брокерот веќе изнел налог за извршување на организираниот пазар на хартии од вредност),
- (2) кај аукциското тргување (брокерот го затворил приемот на налози за сите клиенти кои учествуваат на аукција во согласност со правилата и методите на аукциското тргување).

Важно е да се истакне, дека налозите на клиентите имаат првенство пред налозите на брокерите, во колку брокерите продаваат или купуваат харити од вредност во свое име и за своја сметка. Налозите на клиентите имаат првенство на реализација и во случај кога се работи за налози кои припаѓаат на: (а) брокерската управа, (б) надзорниот одбор и запослените во брокерско-дилерското друштво, (в) членовите на нивната поблиска фамилија и (г) другите брокерско-дилерски друштва. Брокерот има обврска преку софтверски систем да води единствена евиденција за: бројот на

примените налози, за цената на хартиите од вредност, за склучените трансакции, за видовите на хартиите од вредност, за клиентите и слично.

Хартиите од вредност не се тргуваат само преку организирани берзи туку и преку *вонберзански или шалтерски пазари (OTC-Over the Counter Market)*. Стратегијата на директно тргување со хартиите од вредност на брокерско-дилерските друштва се одвива на вонберзански пазари преку дилери на хартии од вредност. “Имено, кај дилерите се наоѓа портфолио на хартии од вредност, така што они вршат котирање на цените, ја одредуваат највисоката цена по која се спремни да ја купат и најниската цена по која се спремни да ја продадат. Разликата помеѓу продажната и куповната цена претставува дилеската заработувачка”. Некогаш хартиите од вредност се продавале преку банкарски шалтери, па одтука и самото име за оваа трговија. Денес ОТЦ пазарот е повеќе начин да се тргува со хартиите од вредност, него што го одредува местото на тргување. Тоа претставува начин да се тргува со хартиите од вредност на поинаков принцип него што тоа се прави на организирани пазари односно берзи.

Мрежен или шалтерски пазар е децентрализирана, но хиерархиски средена електронска мрежа. Овој пазар е специјализиран за долгорочни хартии од вредност на емитенти кои не ги исполнуваат критериумите на берзата и поради тоа не се примени во листингот на берзата. Цената на овој пазар не е единствена и се формира на повеќе пунктови на мрежата. Пристап во трговијата на мрежи има голем број на посредници, кои се меѓусебно поврзани со комуникациски линии. Единствен услов на влез на дилерите на овој пазар е да им бидат цените конкурентни. Секој дилер кој тргува, мора да биде спремен по својата понудена цена да изврши купување или продавање на дадениот финансиски инструмент.

Брокерско-дилерските куќи кои се ангажирани во трговијата со хартии од вредност на ОТЦ пазарите се поврзани со телефонска мрежа, телеграфски и компјутерски системи по кој пат комуницираат директно едни со други како и со инвеститорите. На тој начин, цените се одредуваат по пат на комуникациски линии кои им овозможуваат на инвеститорите да бираат помеѓу конкурентните маркет мејкери (наместо еден маркет мејкер кој има монополистичка позиција за секоја хартија од вредност како што е случај со специјалистите на берзата). Хартиите од вредност со кои се тргува на ОТЦ пазарот се разноврсни: од неризични (пр. владини должнички хартии), до високо ризични како што се најшпекулативните обични акции. Историски гледано, ОТЦ пазарите биле повеќе важни како пазари на обврзници него како пазари на акции.

Во поголемиот број на држави на ОТЦ пазарите се тргува со сите владини хартии од вредност, хартиите на државата и локалните власти, иако доста често владините финансиски инструменти се тргуваат и преку берза. Во САД со повеќе од 90% корпоративни обврзници се тргува преку ОТЦ пазарите, иако некој од нив се листирани на Њујоршката берза. ОТЦ пазарот не е така голем како вонберзанскиот

пазар на обврзници. Околу третина од трговијата со акции во САД се одвива вонберзански (со преку 30 илјади вакви акции се тргува на ОТС пазарот). Многу од овие емисии генерираат слаба трговска активност, бидејќи се тоа главно акции на мали локални корпорации кои се во сопственост на инсајдери, многу често членови на фамилиите основачи на фирмите.

3. ЗАШТИТА НА ИНВЕСТИОРИТЕ НА ФИНАНСИСКИТЕ БЕРЗИ

Едно од класичните сваќања по кое се сметало дека регулирањето на финансиските пазари е неопходно од страна на државните органи се базирало на уверување дека пазарниот механизам по некои свои основни карактеристики сам по себе не е совршен. Со самото тоа, ни пазарот не е доволно ефикасен, како во поглед на функционирањето, така и во вршењето улуги и висината на трошоците. Во современите услови на работење, во кои постои извонредно високо ниво на конкуренција, висока техничко-технолошка и информациона поврзаност, вакви објаснувања не можат да се земат премногу озбилено. Наместо нив, како поразумни можеме да ги прифатиме оние према кои со законското регулирање на финансиските пазари се објаснува нивната голема комплексност и огромното значење за националната економија и вкупните економски текови. Сем тоа, потребата за регулирање на оваа област е произлезена од праксата во која било полно обиди за измама, малверзации и манипулации. Оттamu на берзата е забрането да се вршат работи со кои се врши злоупотреба на финансискиот пазар. За недозволен работи се сметаат работите кои се однесуваат на: *(1) користење на привилегиран информации и (2) манипулација на пазарот*. На домицилниот финансиски пазар ова е регулирано со “Законот за работа со хартии од вредност и правилата за тргување на Македонската берза”.

3.1. Јавна достапност на информации во функција на заштита на инвеститорите

Јавната достапност на информациите е прв предуслов за заштита на инвеститорите од можни неправилности во остварувањето на брокерско-дилерските работи. На јавната достапност на информации имаат влијание: (1) законските прописи, (2) финансискиот пазар и (3) специјализираните институции. Со *законските прописи* поблиску се уредуваат правата и обврските на инвеститорите на финансиските пазари. Националната законска регулатива има за цел да обезбеди поголема проодност на финансискиот пазар, сведување на систематските (пазарни) разлики на минимум и заштита на потенцијалните инвеститори од можни измами и малверзации. На *финансискиот пазар* се дефинираат цените на хартиите од вредност и се извршуваат финансиските трансакции. Оттamu на добро организиран финансиски пазар може да се стекне довербата на инвеститорите во однос на финансиските посредници. *Специјализираните институции* се во функција на давање на квалитетни

информации, врзани за анализа на финансиските трансакции на финансиските пазари и проекции на движење на хартиите од вредност.

Досегашните практични искуства на развиените финансиски пазари укажуваат дека е присутна асиметрија на информации, бидејќи емитентот на хартии од вредност поседува повеќе информации во однос на купувачот на дотичните харии од вредност. Предизвикувачи на асиметричните информации се: а) недоволна развиеност на финансискиот пазар, б) недоверба на трансакторот (посредникот) према механизмите на финансискиот пазар. Асиметријата на информации е можно да се елиминира (или сведе на минимум) со носење на примена на јасна процедура на финансикиот пазар, како и јавно тргување со хартии од вредност. Инвеститорите на финансиската берза можат да бидат заштитени од асиметричните информации по пат на:

- (1) ефикасно и целовито известување на сите учесници во трансакциите на финансиската берза;
- (2) заштита на правата на информирање на помалите инвеститори на финансиските берзи;
- (3) заштита на инвеститорите од користење на привилегирани (инсајдер) информации на финансиската берза;
- (4) забрана за манипулација со информации на финансиската берза.

На финансиските берзи е воведено правило за обавезно информирање на инвеститорите за извршените финансиски трансакции. Информациите од финансиската берза и се достапни на јавноста преку проспекти (јавни понуди) и изводи од проспекти. Проспектот се дефинира од страна на емитентот на хартии од вредност, неговата инвестициона банка и неговите специјални советници. Јавното објавување на проспектите е присутно во случаевите на примарната емисија на хартии од вредност, како и нивното јавно тргување. Изводот од проспектот претставува пишан документ по пат на кој се изведува резиме на најважните податоци од содржината на проспектот. Поблиската содржина извод од проспектот е дефинирана со актите на Комисијата за хартии од вредност. Емитентот на хартиите од вредност е обврзан да ги објавува изводот од проспектот по процедурите кои ги пропишале националните Комисии за хартии од вредност.

Емитентот на хартиите од вредност е обврзан да ги изнесува вистинитите информации во врска со дотичните хартии од вредност, кои се објавени во проспектот. Во колку наведените информации се непотполни, податоците за емисијата на хартии од вредност, емитентот има обврска да ја надокнади штетата која настанала или можела да настане, поради неистинити и непотполни информации. Проспектот на хартии од вредност може да биде прелиминарен и конечен. Прелиминарниот проспект може да содржи податоци за емитентот, но тоа не значи и негова формална понуда за купување на хартиите до вредност. Со оглед

дека содржи предложена максимална цена, прелиминарниот проспект е повеќе во функција на, увид во вредноста на емисијата на хартии од вредност и оцената на интерес на потенцијалните купувачи на хартии од вредност.

3.2. Привилегирани информации и заштита на инвеститорите

За поефикасно берзанско работење, многу е важен протокот на информации помеѓу инвеститорите и емитентите, односно помеѓу оние кои имаат вишок на слободен капитал и на основ на достапни информации носат одлука во кои од финансиските инструменти да инвестираат и оние на кои тој вишок на капитал им е потребен. Нормално, улогата на посредник во протокот на информации има берзата, како што е тоа случај со капиталот кој преку среден пазар, каков што е берзата, преоѓа од актива на инвеститорите во пасива на емитентите и сето тоа со далеку поефтини трошоци во однос на банкарскиот сектор кој има иста функција но далеку поголеми трошоци. Точно тука лежи и значењето на информациите, бидејќи колку повеќе се информациите достапни и пазарот поефикасен, толку е и ризикот помал.

Треба да се истакне, дека под инвеститори се подразбираат сите физички и правни лица кои се спремни да своите “слободни” финансиски средства ги вложат во хартии од вредност. Меѓутоа во развиените земји, главни инвеститори се така наречените институционални инвеститори (инвестициони фондови, дилерски куќи, осигурителни друштва, пензиски фондови, банки итн.), кои кај нас, сеуште не се, во поголема мерка присутни на финансискиот пазар.

Резултатот од достапноста на информации од претпријатија со чии акции и/или должнички хартии од вредност се тргува на берзата е тоа што инвеститорот, на основ на тие информации, може да процени во кои претпријатија да вложува, односно чии хартии од вредност да купува. Сигурно е дека претпријатијата со достапни информации имаат повеќе шанси со емитирање на хартиите од вредност да привлечат инвеститори, бидејќи инвеститорите на основ на информации го контролираат степенот на ризичност во вложувањата. Позади евентуалниот отпор на објавување на информации, во економичка каква што е нашата (каде сопственичките односи сеуште не се дефинирани), можат да стојат директори на претпријатијата, бидејќи со објавувањето на информации на видело излегуваат и сите работи кои се штетни за претпријатието, а од кои евентуално некој имал лична корист. Движењето на цените на хартиите од вредност, во согласност со информациите кои се достапни за нивните емитенти, подразбира дека се работи за ефикасен финансиски пазар, односно, финансискиот пазар на кој цените на финансиските инструменти одржуваат минимум на сите информации кои се јавно достапни. Познато е дека сите претпријатија чии акции се котираат на берзата, (ова правило важи за сите развиени финансиски пазари во светот) се обаврзани јавно да ги публикуват сите информации кои се однесуваат на работењето на претпријатијата.

Информациите за претпријатијата, со чии хатии од вредност се тргува на берзата, кај нас, најчесто се објавуваат во дневните весници и портали. За да добие берзата улога на посредник во протокот на информации, потребно е соработка со институциите кои имаат регулаторна функција, односно Комисија за хартии од вредност.

Системот на објавување на информации функционира на следниов начин: штом информацијата стигне од претпријатието до берзата, овластениот работник на берзата е должен да ја провери веродостојноста на таа информација и да ја постави на сајтот на берзата во рок од 30 минути. Во колку информацијата стигне по работното време, берзата е должна да ја објави наредниот работен ден. Договор се потпишува однапред со кој се регулира начинот на праќање на информациите, се одредуваат лицата кои се одговорни за праќање и прием на истите, како и постапките во случај информациите да не се јасни до крај.

Сите заинтересирани можат информациите од страната на берзата да ги примаат и на меијл (за претпријатија кои ги интересира), така да сите сопственици на акции или потенцијални инвеститори можат, непосредно после некое случување во претпријатието, да дознаат се за тоа и правовремено да реагираат со купување или продавање на акциите. Чекор понатаму е тоа што во соработка со мобилните оператори, овозможува, информациите за претпријатието со претплатата на оваа услуга да ги добиваат по пат на СМС пораки на мобилен телефон. Сите оние информации кои содржат голем број на податоци (финансиски извештаи итн.) се објавуваат само на сајтот, но по пат на СМС добиваат информација дека тоа е објавено на веб страницата.

На хипотетички пример со е-магазин може да се види значењето на информацијата за ефикасноста на пазарот. Хипотезата за ефикасност на пазарот, во чија основа лежат информациите, во пракса може да изгледа вака: Да замислиме ситација како научно-истражувачки тим на фармацевтска компанија, обелодени дека некој лек, кој може да лечи до сега некоја тешко излечива болест, успешно се покажал на сите тестови и дека се очекува лекот да се најде во продажба за месец дена. Нормално дека ова спаѓа во ценовно осетлива информација каде претпријатието кое е листирано е должно да ја објави. Да речеме дека оваа информација е објавена на почетокот на работниот ден, околу 8 часот. Берзата тоа го објавува на својата веб страница веќе во 8:30 часот, а истовремено таа информација инвеститорите ја добиваат на меил или на СМС. Во колку инвеститорите проценат дека пронајдокот на овој лек значајно ќе допринесе за зголемување на приходите на компанијата, а со самото тоа и зголемување на профитот, може да се очекува дека они многу брзо ќе ја (уште во 9 часот) контактираат својата брокерска куќа и ќе дадат налог за купување на акции на оваа компанија. Нивниот интерес е нормално заработката, бидејќи растот на профитот сигурно ќе допринесе до исплата на дивиденда или раст на цените на акциите. Во берзанскиот систем на тргување, веќе околу 9:30 часот може да се

очекува голем број на куповни налози, што ќе доведе да се купи секоја понудена количина на тие акции, а евентуално новите налози за продажба да носат поголема цена. Према тоа, точно во овој момент доаѓа до зголемување на цената на акциите на фармацевтската компанија (претпоставка е дека се тргува по системот на континуирано тргување, кај кое во текот на денот со една хартија од вредност може да се тргува по различна цена, а во зона на дозволена флуктоација), па на крај на денот цената на акцијата на оваа компанија ќе се најде на многу повисоко ниво од цената на тргување ден пред тоа.

Наведениот хипотетички пример наведува на заклучок дека, успешен научно-истражувачки тим на фармацевтската компанија може позитивно да влијае на финансиската позиција на акционерите на таа компанија, но и информациите да можат да влијаат на финансиската позиција на учесниците во берзанското тргување. И сето тоа месец дена пред лекот воопшто да се појави во аптеките. Со други зборови, доаѓа до истакнување на вредноста на вистински и правовремени информации.

Меѓутоа не треба да се забораваат и оние кои се губитници во овој случај. Тоа се акционери кои ги продале своите акции (околу 9:30 часот), по пониска цена од онаа на завршетокот на денот. Нормално, нивната “грешка” е во тоа што немале информација, бидејќи во спротивно би го отповикале продажниот налог и би го причекале зголемувањето на цените, па дури тогаш би размислувале за продажба на акциите. Овој пример на објавување на информациите за емитентите кои се на котација на берзата главно е заснован на Системот на електронско информирање на Љубљанската Берза, на која во просек дневно се објавуваат од 10 па и до 30 објави (период фебруар-март) за котација на претпријатија (*СЕИ-нет, Систем за електронско известување на Љубљанската Берза*). Меѓутоа, ваквиот или сличен вид на објавување на информации постои и на други берзи. Како на пример, на веб страницата на Атинската берза постојат објави на котирали претпријатија (*Listed Companies' Press Releases*), а на веб страницата на Бугарската берза во просек се објавуваат околу десетина новости за листираните претпријатија.

Према тоа, никој не може да стекнува, продава, купува или на друг начин да располага со ХВ со користење на привилегирани информации. Запослените и членовите на управниот одбор на берзата се должни да ги чуваат како деловна тајна, податоците за прометот на хартиите од вредност и другите финансиски инструменти кои не се јавно објавени и не смеат да ги соопштуваат на трети лица или на трети лица да им овозможуваат да ги користат. Треба да се истакне, дека во нашето законодавство се користи “Правилник за постапката за спречување на размена на доверливи, привилегирани и јавно достапни информации”.

3.3. Манипулации

Историјата на берзите познава низа облици на манипулација со кои плански се влијае на трговијата, заради реализација на профитот кој не одговара на пазарните услови. Современите берзи забрануваат трансакции на инвеститори или берзански посредници кои имаат за цел непосредно влијание на понудата и побарувачката или цената на финансиските инструменти. Забрането е да се ствара неистинита слика за организираниот пазар, а посебно: (1) влијание на висината пазарната вредност на хартиите од вредност и другите финансиски инструменти, (2) влијание на зголемување на цените на хартиите од вредност, (3) влијание на смалување на цените на хартиите од вредност, (4) влијание на привидот во поглед на обемот на прометот на хартиите од вредност и другите финансиски инструменти.

Облиците на манипулација со кои се влијае плански на тргувањето, заради реализација на профитот кој не одговара на пазарните услови може да биде: (1) *фиктивна продажба*, (2) *спротивни налози*, (3) *гласини* и (4) *корнер*.

Фиктивна продажба која претставува трансакција во која нема промени на сопственоста над инструментите кои се продаваат и каде сопственикот се спогодува со купувачот да изврши симулирана купопродажба по цена која е над просечната на пазарот. Ваков вид на манипулации има за последица вештачка слика (привид) за порастот на цените на акциите каде инвеститорот ја купува акцијата по повисока цена од пазарната.

Спротивни налози се облик на влијание на цените кои ги врши инвеститор со истовремено давање на налози за купување и продавање на иста акција. Налози се даваат на поголем број на брокери каде едни продаваат, а други купуваат и со тоа се создава вештачки привид на тргување со тие акции.

Гласини кои можат да предизвикаат (ако се целно лансирани) раст или пад на цените. Обично се насочени на “добро информирани извори” кога треба да се продава или купува одреден финансиски инструмент.

Корнер претставува креирање на монополска ситуација на располагање со одреден финансиски инструмент така да инвеститорите мораат да купуваат исклучиво од монополскиот сопственик и по повисока цена. Корнер претставува шпекулативна ситуација во која сопственоста над емитуваните акции е толку концентрирано и централизирано во рацете на едно лице или група, каде инвестиотрите немаат можност на друго место на пазарот да ги купуваат истите, сем од нив. Во таквата ситуација доаѓа до вештачко и нереално зголемување на цените на акциите.

Во денешно време, посебен канал за манипулација на берзата претставува Интернетот, бидејќи е невозможно да се проверат информации за фирмите кои нудат свои финансиски инструменти. Исто така не се знае нивната точна адреса, а можно е да се пратат бесконечен број, главно “лажни” пораки.

3.4. Финансиска етика во функција на заштита на инвеститорите

Финансиската етика се однесува на примена на етичките принципи кои бараат остварување на финансискиот морал, работните интереси, како и коректноста во работните односи. Присуството на финансиската етика на финансискиот пазар резултира со помало ниво на работниот неморал, помало присуство на работните измами и помал обем на работна корупција. Финансиската етика бара почитување на повеќе етички принципи кога се врши финансиската трговија, како што се: (1) принцип на меѓусебна доверба, (2) принцип на меѓусебна корист и доверба, (3) принцип на добри намери, (4) принцип на деловен компромис и деловна толеранција, (5) принцип на етичка санација на деловно промашување, (6) принцип на демонополизација на позицијата, (7) принцип на конфликтност на сопствените извори. Примена на етичките принципи од страна на учесниците на финансискиот пазар претставува нивна *стандардизација и кодификација* во постапката на тргување со хартиите од вредност и финансиските деривати.

Стандардизација на етичките принципи има за цел да го дестимулира неморалното деловно однесување и спречување “импровизација на тргувањето” на учесниците на финансискиот пазар. Она, исто така, ги идентификува носителите и причинителите на неморалното деловно однесување, ефикасно ги применува санкциите против истите и им дава приоритет на јавните над тајните финансиски трансакции.

Кодификација на етичките принципи претставува: (1) носење и примена на етичкиот кодекс во работењето на финансискиот пазар, (2) носење и примена “инсајдер правила”, (3) носење и примена на регулатива во областа на берзаското вонберзанското тргување, (4) носење и примена на регулативата во областа на конфликтот на интересите на учесниците, посредниците и институциите на финансискиот пазар.

Финансиската етика има за цел заштита на инвеститорите во однос на сите други учесници на финансискиот пазар, чии интереси се во спротивност со нивните интереси. Интересите на инвеститорите на финансискиот пазар неопходно е да се заштитат од потенцијалните ризици кои доаѓаат од страна на емитентите на хартии од вредност, брокерско-дилерските друштва и институциите кои се организатори на финансискиот пазар.

Одговорноста на учесниците на финансиската берза е регулирана со општите и посебните правила на однесување. Со општите правила е регулирана одговорноста на сите учесници на финансиската берза, додека со посебните правила е регулирана одговорноста на професионалните учесници (брокери, дилери, инвестициони советници, деловни советници, деловни банки, емитенти на хартии од вредност).

4. БЕРЗИТЕ НА СОСЕДНИТЕ ЗЕМЈИ

4.1. Монтенегроберза (Црна Гора)

Берзата на Црна Гора е основана во јуни 1993 година, на база на Законот за пазар на пари и пазарот на капитал. Први акционери биле четири банки од Црна Гора:

- Монтенегробанка АД Подгорица,
- Пљеваљска банка АД Пљевља,
- Беранска банка АД Беране,
- Хипотекарна банка АД Подгорица и
- Република Црна Гора *односно Агенцијата на Црна гора за преструктурирање на стопанството и странските вложувања.*

Со основачкото собрание на 7 јули 1995 година Монтенегроберзата извршила прилагодување на своето работење со одредбите на Законот за берзи, берзанското работење и берзанските посредници.

Потребната дозвола за основање, Монтенегроберзата ја добила од страна на Сојузното министерство за финансии, дозвола за работа и тргување со жирални пари и краткорочни хартии од страна на Народната банка на Југославија и за тргување со акции и други долгорочни хартии од Сојузната комисија за хартии од вредност и финансиски пазари.

Основачи на Монтенегро берзата се, покрај претходно споменатите, а во согласност со законот уште три банки и две друштва за осигурување и тоа:

- Подгоричка банка АД Подгорица,
- Југобанка АД Подгорица,
- Никшичка банка АД Никшич,
- Ловчен осигурување АД Подгорица и
- Агроосигурување АД Подгорица.

Со цел зголемување на акционерскиот капитал Монтенегроберзата по одобрување на Сојузната комисија за хартии од вредност и финансиски пазар, емитувала втора емисија на акции. Запишување и уплата за акции вршеле повеќе банки од територијата на Југославија: Војводинска банка, Континентал банка, Трговската банка, Атлас банка, и ЈУБМЕС, како и Сојузната влада.

Со учеството во третата емисија на акции, акционери на Монтенегроберзата станаа:

- Инекс петрол ДОО Подгорица,
- Светскиот Трговски Центар АД Подгорица,
- Челебич ДОО Подгорица,
- Тилмонт ДОО Подгорица,

- Финадриа ДОО Подгорица,
- Вектра ДОО Подгорица,
- Инпек ДОО Подгорица,
- Комерцијална банка АД Будва,
- Монтенегроосигурување АД Подгорица и
- Екос банка АД Подгорица.

Со оновање на црногорската Комисија за ХОВ, која ја превзела надлежноста од Сојузната комисија, Монтенегроберзата ја добила дозволата за работење на 14.02.2000 година од Комисијата за ХОВ на Црна Гора како и решение за давање на согласност на Монтенегроберзата за усогласеност со Законот за хартии од вредност на Црна Гора.

Листата на 10 најголеми акционери на ден 31.12.2010.

ЦГ брокер-дилер АД подгорица.....	18,69%
ФЗУ Атлас Монт.....	14,96%
ИК-Збирна Кастоди сметка 1.....	14,80%
Монте Адриа брокер-дилер АД Подгорица.....	13,63%
Инвест банка Монтенегро АД Подгорица.....	6,69%
Атлас банка АД Подгорица.....	5,76%
ДЗУ Атлас Монт АД.....	5,29%
ДЗУ КД Монт.....	5,29%
Црногорска Комерцијална Банка АД Подгорица.....	5,29%
Прва банка на Црна Гора АД Подгорица.....	3,73%

Од септември 2006 година Монтенегроберзата е во потполност во приватна сопственост што значи дека владата на Црна Гора со аукциска продажба на берза го продала својот дел од 5% на Монтенегроберзата. За овој пакет, постигната е цена од 1.100 ЕУР по акција или пет пати повеќе од номиналната вредност што претставува пазарна капитализација на Берзата од 1,4 милиони евра.

На ден 31.12.2010 година дошло до спојување на две црногорски берзи со припојување. На тој начин НЕКС Монтенегро е припоена со Монтенегроберзата.

Монтенегроберзата е организирана по принципот на фирма членка, која тргува во свое име и за своја сметка (дилери) и во име и за сметка на своите клиенти (брокери). Членот на монтенегроберзата може да биде секое правно лице кое е регистрирано

како берзански посредник по Законот за ХВ и кое ги исполнува суловите пропишани со Статутот на Берзата. Покрај тоа, членовите на Берзата можат да бидат банки и осигурителни друштва кои добиваат согласност од Комисијата за ХВ за вршење на берзанска трговија.

4.2. Сараевска берза (БиХ)

Сараевската берза (SASE) е основана 13 септември 2001 година од осум брокерски куќи. Првата аукција на оваа берза е одржана 12 април 2002 година, кога берзата почнала официјално со работа. Стратегијата на Сараевската берза е во континуиран развој на ефикасен пазар на капитал, кој на инвеститорите би им нудел поголеми можности на сигурно инвестирање. Оваа стратегија, Сараевската берза успева сама да ја реализира и спроведе на дело. Од таму во реформите кои се спроведуваат учествуваат како советот на министри на БиХ, под иницијатива на Канцеларијата на Високиот претставник се врши реконструкција на работното опкружување, под покровителство на Централната банка на БиХ се организира работата на Советот на пазарот на капитал, како и континуираната соработка со останатите учесници на пазарот на капитал кои се од круцијално значење за развојот на пазарот на капитал во БиХ.

Пазарот на Сараевската берза е организирано во три сегменти и на истиот се тргува по посебни правила: (1) официјална котација, (2) котација на фондови, (3) слободен пазар. *Официјалната котација* е сегмент на пазарот на кој се тргува со најквалитетни домашни претпријатија (од просторите на Федерацијата на БиХ). За да едно претпријатије би било примено во котација, покрај општите, мора да исполнува и посебни услови. Посебните услови се однесуваат на висината на капиталот, големината на класата на акции, бројот на сопственици на акциите и слично. Официјалното котирање не е само престиж за емитентите, него му овозможува преку емисијата на новите акции да ги финансира своите инвестициони проекти. *Котацијата на фондовите* е сегмент на официјалната котација кој е резервиран за инвестициските фондови. Уврстувањето на акциите во IF-ови и PIF-ови се врши на сличен начин како и кај редовните емитенти, само што нивното уврстување е пропишано со законот и прописите на Комисијата за ХВ. Останатите одредби, како што се обврските на јавното објавување на информации, ограничувањето на курсевите и слично важат аналогно и за инвестиционите фондови. *Слободниот пазар* е сегмент на пазарот на Сараевската берза на кој условите за прием се најблаги. За тргување на овој пазар доволно е брокерската куќа или емитентот да поднесе барање за уврстување.

Сараевската берза спаѓа во редот на модерните пазари во регионот. Трговијата се врши на електронски начин, односно без присуство на брокери на самата берза. Електронскиот начин на тргување подразбира дека брокерите се во своите канцеларии и од таму ги внесуваат налозите на своите клиенти во централниот

систем за тргување на берзата. Главни учесници на пазарот на капитал се: (1) Сараевската берза на ХВ, (2) Комисијата за ХВ на Федерацијата на БиХ, (3) Регистарот на ХВ на Федерацијата на БиХ, (4) брокерските куќи и (5) депозитните банки.

На Сараевската берза се користи аукциски начин на тргување. Тоа значи, дека сите налози се собираат во систем до одреден момент (*fixing*). *Фиксинг* е момент кога системот пробува да ги поврзе налозите за купување со налозите за продавање. Аукциската цена е онаа цена по која најмногу акции ќе го променат својот сопственик, односно цена по која прометот на акции ќе биде максимален. На Сараевската берза, се користи аукциски начин на тргување, бидејќи оваа берза е прилично “млада” додека пазарот на капитал во Федерацијата на БиХ е прилично неразвиен.

Bosnian Investment Fund Index – BIFX (bifex) е индекс кој ги прати движењата на курсевите на приватните инвестициски фондови листирани на Сараевската берза. Се работи за пондриран (*weighted*) индекс, при што како пондер се користи пазарната капитализација на хартиите од вредност, во овој случај тоа се акциите на фондовите. Како почетни вредности (*base value*) користени се курсеви на кциите на ден 28.05.2002 година, односно првиот ден кога постоеле утврдени курсеви за сите PIF-ови. Структурата на BIFX е прикажана на следнава табела:

Табела бр. 3 Структура на Bosnian Investment Fund Index-от

Име на емитентот	Учество во BIFX
БИГ Д.Д САРАЕВО	25,63%
МИ-ГРУП Д.Д САРАЕВО	11,56%
ПРОФ-ПЛУС Д.Д САРАЕВО	10,40%
НАПРЕД Д.Д САРАЕВО	10,23%
ЕУРОФОНД-1 Д.Д ТУЗЛА	7,75%
БОСФИН Д.Д ТУЗЛА	7,74%
ЦРОБИН ФОНД Д.Д МОСТАР	6,41%
БОНУС Д.Д САРАЕВО	6,15%
ХЕРБОС ФОНД Д.Д МОСТАР	5,87%

ФОРТУНА ФОНД Д.Д БИХАЧ	4,70%
ПРЕВЕНТ-ИНВЕСТ Д.Д	3,55%

4.3. Загребска берза (Хрватска)

Загребската берза е основана 1991 година и она е централно место на тргување со хартии од вредност. Таа ја продолжува традицијата на “Загребската берза за стока и вредност” која работела поеѓу 1918 и 1946 година. На Загребската берза тргуваат брокерски куќи (брокерско-дилерски друштва), членови на берзата, во свое име и за своја сметка или по налог на клиентите кои се сопственици на хартиите од вредност. Членовите на берзата се распространети по територијата на цела Хрватска.

Трговијата на хартиите од вредност (акциите и обврзниците) на Загребската берза се одвива преку електронскиот трговски систем “MOST”. Брокерските куќи, членови на берзата поврзани се со посебни телекомуникациски врски со седиште на берзата на Ксавер и внесуваат налози за купување или продавање директно од своите канцеларии, со што вршат трансакции со останатите брокери. Према тоа, не постои едно физичко место каде што се одвива трговијата со ХВ, туку она тече по пат на електронски поврзани трговци. Сите членови на Загребската берза имаат пристап на системот за тргување во релативно време како би биле во иста позиција по прашањето на примање на информации за моменталната понуда на хартии од вредност.

Тргувањето на Загребската берза се одвива секој работен ден во временски период од 10 до 16 часот, а резултати од трговијата и дневните цени на акциите им се достапни на сите заинтересирани по пат на дневниот печат, специјализирани куќи за дистрибуција на финансиски информации, како и на берзански интернет страници: “Дневни извештаи”. Покрај тоа, сите заинтересирани можат по пат на посебен информационален канал: “МОСТ”, а со посредство на *Интернет On-line* да ги пратат цените на поедините акции за време на тргувањето на оваа берза. На Загребската берза се тргува само со оние хартии од вредност кои се уврстени во една од котациите на берзата.

Службениот индекс на Загребската берза е CROBEX. Берзата почнала да го објавува на 1 јуни 1997 година. Базната дата е 1 јули 1997 година, а базната вредност е 1000. CROBEX е утврден (мерен) со пазарната капитализација, при што вредноста на поединечната акција е ограничена на 35%. Во колку со некои од акциите кои го сочинуваат овој индекс не се тргувало предметниот ден, тогаш се зема претходната последна цена.

CROBIS е службен обврзувачки индекс на Загребската берза кој почнал да се објавува 1 октомври 2002 година. Како базен датум утврден е 30 јуни 2002 година, а базната вредност поставена е на 100 бодови. *CROBIS* е ценовен индекс утврден на основа на

пазарна капитализација, при што вредноста на одредени обврзници во индексот не може да прејде 35%. Индексот се пресметува на крајот на секој ден на тргувањето, на начин на кој се користи просечната дневна цена пондерирана со количината за сите обврзници кои се наоѓаат во индексот, било да е тргувањето извршено по пат на трговскиот систем MOST или да се работи за пријавени (административни) трансакции на берзата. Во случај со некоја обврзница која е вклучена во индексот да немало трансакции, за пресметување на индексот се зема просечната дневна цена од претходниот ден, односно од последниот ден кога со обврзницата се тргувало.

Ревизија на индексот се врши секој три месеци и тоа со последниот петок во месеците фебруари, мај, октомври и декември. При ревизијата во индексот се вклучуваат нови обврзници кои ги задоволуваат условите за вклучување, а се исклучуваат оние обврзници чие доспевање во следното тимесечје ќе биде помало од година дена. Во исклучителни случаи, Комисијата може да донесе вонредна одлука за ревизија на индексот.

4.4. Бањалучка берза (БиХ)

Бањалучката берза (BLSE) е основана 9 мај 2001 година. Со договорот за основање на Бањалучката берза, кој го потпишале осум банки и едно претпријатите од Република Српска. Комисијата за хартии од вредност на Република Српска издала дозвола за работа на Бањалучката берза 9 август 2001 година. Прво тргување на Бањалучката берза е одржано на 14 март 2002 година во кое учествувале 6 брокерски куќи кои тргувале со 20 уврстени хартии од вредност.

Основна мисија на Бањалучката берза е усмерена на пронаоѓање начин за отстранување на препреки заради поголемо користење на пазарт на капитал како извор за финансирање на стопанските субјекти. Во изминатите неколку години оваа берза постигнала значајни резултати во создавање на инфраструктура на пазарот на капитал и меѓународна промоција на странски вложувања во Република Српска. Во периодот од 2002 година до денес Бањалучката берза е покрај значајното зголемување на вредноста на прометот и бројот на берзанските трансакции, ја промени и структурата на прометот. На оваа берза денес се тргува со акции и обврзници, а присутна е и котација на PIF-ови, пакет на државни акции, пакет на приоритетни акции и слично. Стратегијата на Бањалучката берза е и понатаму насочена кон унапредување на квалитетот на тргувањето, креирањето на ефтин сервис за своите членови, обезбедување на транспарентно опкружување, како за домашните така и за странските инвеститори.

Хартиите од вредност на Бањалучката берза се уврстени на службениот берзански пазар (берзански котации) и на слободниот берзански пазар. На службениот берзански пазар се наоѓаат: (1) акции (листи А и Б), (2) затворени и отворени инвестициски фондови и PIF-ови (приватни инвестициски фондови), (3) обврзници, (4)

краткорочни хартии од вредност и слично. На Бањалучката берза се тргува со акции од 14 инвестициски фондови. Информации за емитентот на хартии од вредност треба да се објавени и на англиски јазик. Тргувањето на Бањалучката берза се врши со учество на берзанските посредници и членови на берзата. Челновите на берзата не мора да бидат акционери на берзата, но мора да бидат претпријатија за работа со хартии од вредност, со седиште во Република Српска. На Бањалучката берза се користи електронски систем за тргување. Се тргува со континуирана метода и метода на периодични аукции со преовладувачка цена. Тргувањето се одвива пет пати неделно, од понеделник до петок.

На Бањалучката берза се појавуваат специјални институции и агенции (рејтинг агенции, медијски агенции, истражувачки агенции) кои учествуваат во обезбедувањето на јавно достапни информации. Нивната задача е да го утврдат ризикот од финансиските инструменти.

Покрај тоа, што Бањалучката берза припаѓа во редот на “млади” финансиски берзи, на нејзиниот “паркет” се тргува со повеќе хартии од вредност, при што се појавуваат шест индекси. Индексите на Бањалучката берза се: (1) БИРС (берзански индекс на Република Српска), (2) ФИРС (индекс на инвестиционите фондови на Република Српска), (3) ЕРС (индекс на електростопанските претпријатија на Република Српска), (4) РСФИН (индекс на финансискиот сектор на Република Српска), (5) МИРС (индекс на металскиот сектор на Република Српска), (6) ГИРС (индекс на градежниот сектор на Република Српска).

4.5. Белградска берза (Србија)

Со промената на општата клима во општеството, почетокот на стопанските реформи и после усвојувањето на Законот за пазар на пари и пазар на капитал, 1989 година е одржано Основачко собрание на Југословенскиот пазар на капитал, основан од страна на 32 најголеми банки од територијата на некогашна Југославија. Во текот на 1992 година Југословенскиот пазар на капитал го менува името во Белградска берза. На Белградската берза во текот на 90тите години на минатиот век, главно се тргувало со краткорочни должнички хартии од вредност на претпријатијата, државните обврзници и слично. Иако во 1991 година е објавено првото тргување со акции (на претпријатието Синтелон и Авто куќа Кикинда), значајно придвижување во тргувањето на берзата е остварено дури 2000 година, кога во секундарното тргување се вклучени акциите од претходните постапки на приватизацијатата, а со тргувањето уште поинтензивно се продолжило од 2001 година. Во текот на 1996 година на Белградската берза е тргувано со стоково-комерцијални записи на Дирекцијата за стокови резерви со основа во пченица, пченка, шеќер и масло, а првите општински обврзници е тргувани на берзата во текот на 2000 година, кога во прометот се

вклучени и благајничките записи на Народната Банка на Југославија (НБЈ). Со воведување на обврзниците на обврзниците на Република Србија 2001 година, за покривање на долговите на државата по основ на старото девизно штедење, добило што поголем замав на развојот на домашниот пазар на капитал. Од реосновањето, работењето со Белградската берза не е прекинувано, дури ни во време на НАТО агресијата 1999 година.

Во текот на 2003 и 2004 година направени се значајни унапредувања на полето на развојот на БЕЛЕКС (BELEX) системот за тргување, воведено е континуирано и далечинско тргување и интензивирана е меѓународната соработка со другите развиени берзи и берзите во опкружувањето. Првиот индекс на Белградската берза БЕЛЕКСфм (BELEXfm) е објавен кон крајот на 2004 година, а до денес се продолжува со развојот на другите берзански показатели. Во текот на 2005 година акцентот е ставен на унапредување на процесот на информирање и известување до берзата, а во работа се пуштени и првите информациски сервиси за дистрибуција на податоците од тргувањето во реално време. Во текот на 2006 година отпочнал процесот на едукација на најшироката јавност, како и унапредување на соработката со издавачите на хартии од вредност, што во април 2007 година довело до првото котирање на акциите.

Организационата структура на Белградската берза е утврдена со статутот на берзата кој стапил на снага од 9 февруар 2004 година со кој се утврдени органите на истата:

1. Собрание,
2. Управен одбор,
3. Директор,
4. Надзорен одбор.

Собранието го сочинуваат претставници на акционерите на берзата. Белградската берза има 48 акционери и тоа:

1. Триесет банки,
2. Седум брокерско-дилерски друштва,
3. Седум претпријатија,
4. Две осигурителни друштва,
5. Државата Република Србија.

Белградската берза врши работи на организирање на трговија со хартии од вредност и финансиски деривати. Организирање на трговијата со хартии од вредност и финансиски деривати ги опфаќа следниве работи:

1. Организирање на јавната понуда на хартии од вредност и поврзување на понудата и побарувачката на хартии од вредност,

2. Објавување на информации за понудата, побарувачката и пазарната цена на хартиите од вредност и другите податоци значајни за тргувањето со хартиите од вредност,
3. Утврдување и објавување на курсната листа со хартии од вредност,
4. Објавување на други работи во согласност со законот.

На берзата се организира тргување, односно предмет на јавна понуда можат да бидат следниве хартии од вредност:

1. Акции,
2. Обврзници,
3. Варанти за купување на акции или обврзници,
4. Депозитни потврди,
5. Финансиски деривати, ако се утврдени со одлука на берза за која согласноста го дала Комисијата за хартии од вредност (фјучерси и опциски договори), како и останатите финансиски инструменти со кои во согласност со законот може да се тргува на организиран финансиски пазар.

Белградската берза во своето работење ги користи следниве индекси:

1. BELEX,
2. BELEXfm,
3. BELEX15,
4. BELEXsentiment.

4.6. Тиранска берза (Албанија)

Помалку или повеќе и Албанија ја делеше судбината на значајни внатрешни промени како и останатите земји кои ги споменавме од регионот. Разлика беше што истата не минуваше низ процесот на осамостојување туку како и останатите по револуцијата во 1991 година кога се напушти социјалистичкото уредување се втурна во процесот на транзиција, односно менување на општественото, политичкото и економското уредување на земјата. Ова секако беше главен предуслов за формирање на новите системски решенија кои не беа карактеристични за претходниот систем на уредување, а беа неопходни секако да го подржат истиот во процесот на приватизацијата. Едно од тие решенија беше и формирањето на берзата во Албанија.

Главната цел била врз основ на меѓународните стандарди, формирање на транспарентен пазар на капитал на чија платформа ќе се тргува со најразновидни

финансиски инструменти. За главен извршен директор (CEO), била именувана Анила Фурерај која истата функција ја извршувала до нејзиното затворање во 2014 година.

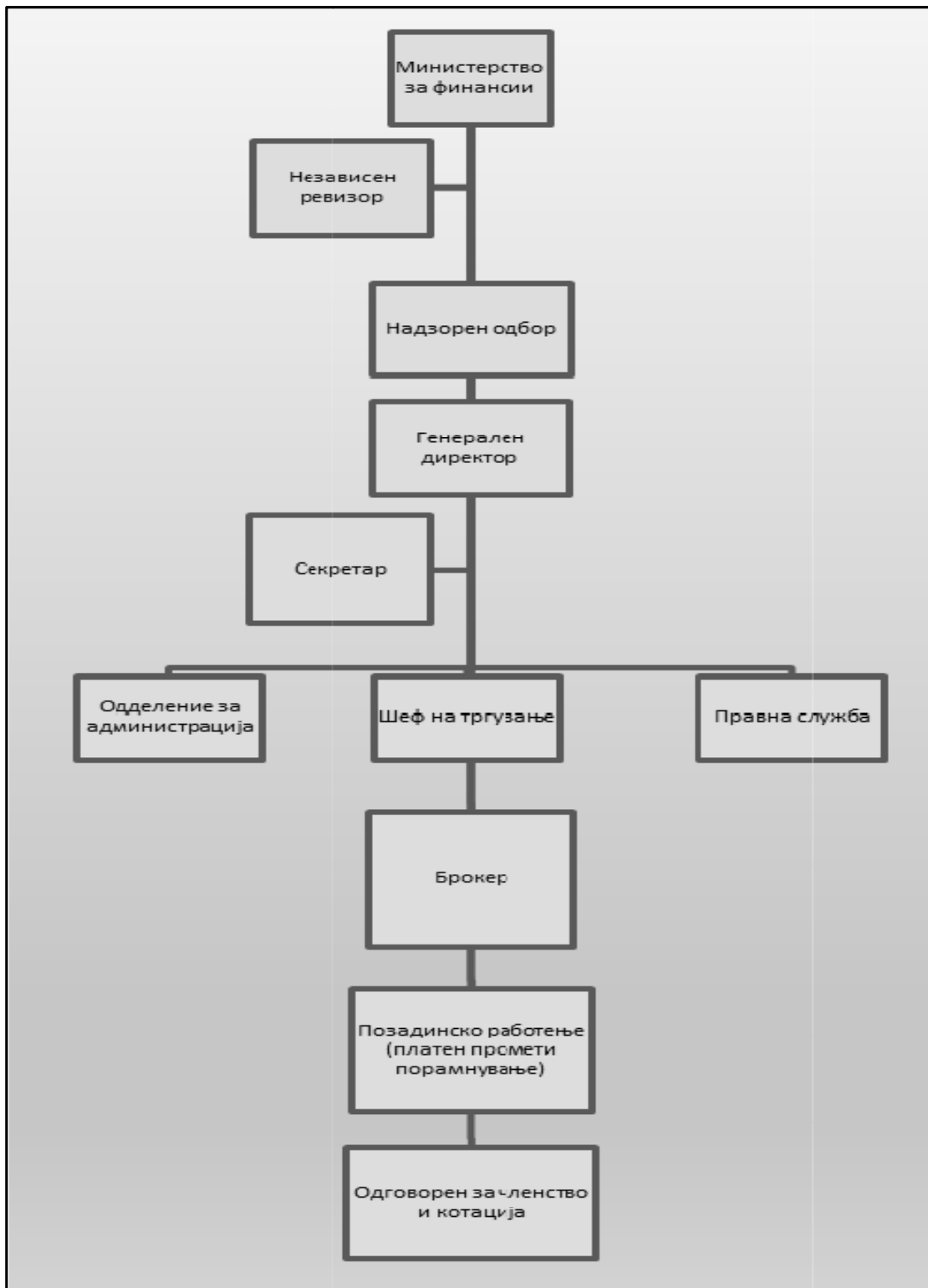
Берзата во Алабанија го носи името Тиранска Берза на хартии од вредност (Tirana Stock Exchange - TSE), а беше иницијално формирана 1996 година како дел, односно организациона единица - оддел на Централната Банка на Албанија (BoA). Намерата беше по неколку години да се одвои како посебно правно тело, откако процесот на приватизација ќе биде во понапредна фаза. Историски гледано, претставува и прва берза на хартии од вредност што воопшто постоела во финансиската историја на земјата. Истата била организирана како берза по налози (order driven market). Тргувањата во почеток биле организирани два пати неделно во следните трговски денови, понеделник и четврток, а од Октомври наредната година истите биле проширени и се одржувале секој работен ден во неделата. Инструменти со кои се тргувало биле краткорочните Банкарски Записи (T-Bills) со рок на достасување од 12 месеци, додека подоцна стартувајќи од Август 1998 година, берзата отпочна со тргување и на оние со рок на траење од 3-6 месеци. Карактеристично за Тиранската берза е што на истата никогаш не се тргувало со акции.

На 1 Јули, 2002 година, Тиранската берза и формално правно се одвојува од Централната Банка на Албанија во посебен правен субјект. Лиценцата за работа ја добива од Комисијата за хартии од вредност на Албанија една година подоцна со што финално се стекнува со правото да функционира како организиран пазар за тргување со финансиски инструменти (државни и корпоративни обврзници и акции). Истата ја обновува во 2005 година, а на 13.07.2007 година повторно ја обновува, но овој пат на неопределен период.

Секако како и кај другите споменати берзи и Берзата во Албанија како гарант за сигурноста на сите чинители на истата, својата целовитост и функционалност, транспарентноста на компаниите, заштитата на малцинските акционери, инвеститорите, брокерските друштва и комисионерите ја темели на сет од правила и правни норми меѓу кои, Законот за хартии од вредност (усвоен на 21.02.2008 година, а одобрен од Регулаторното тело за финансиска контрола), Правилата за котација итн.

Во продолжение да ја погледнеме и организационата поставеност на Тиранската Берза:

Шема бр. 4 Организациона структура на Тиранската берза²⁶



5. МАКЕДОНСКА БЕРЗА

5.1. Историјат на Македонската берза

Македонската берза АД Скопје, (Macedonian Stock Exchange) е единствена берза во Република Македонија. Сместена е во главниот град на Р. Македонија, Скопје.

Скратеното име за Македонската берза е MSE. Основана е 1995 година, а прв пат на неа се тргувало 1996 година. Тоа е официјално создавање на прва организирана берза на хартии од вредност во историјата на Република Македонија. Основана е како акционерско друштво кое работи на непрофитна основа со капитал од 1 милион германски марки. Во историјата ќе остане запишано дека Македонската берза е основана од 19 членки, од кои, 13 банки, 3 осигурителни друштва и 3 штедилници. Овие 19 основачи на берзата стануваат и први членови со право на тргување на неа. Основањето на Македонската берза е извршено по покровителство и техничка поддршка на британскиот Know-How Фонд. Овој проект ја даде и првата генерација на брокери. Година дена по основањето и официјално zazvoni првото звоно на берзанскоо работење во Македонија. Тоа беше и првата официјална најава на тргување на берзата. На самиот почеток, скромниот обем на трансакции бил двигателот на создавање на една, денес, релативно импозантна берза во регионот и двигател на економскиот просперитет на Македонија. Тргувањето во самиот зачеток било организирано два пати неделно, вторник и четврток. Применуван е методот на натпреварување на паркет салата, а исто така и континуиран доследен образец дека пазарот го движи наредба. Година дена по основањето, Македонската берза е примена како полноправен член во Федерацијата на евро-заиски берзи (FEAS). Тргувањето се одржува на официјален и неофицијален пазар. Неофицијалниот пазар е поделен на пазар на јавно поседувани друштва и слободен пазар. Официјалното време на тргување: 09:00-12:00. Главни индекси се: МБИ-10 (македонски берзански индекс), MBID (индекс на јавно поседувани друштва) и OMB (индекс на обврзници). Инструменти со кои се тргува се: обични акции, приоритетни акции, обврзници и останати финансиски инструменти. Пратечки тренд на современите пазари во светот го правеше и Македонската берза, со години спроведуваше опсежни информативно-едукативни кампањи да се зголеми нивото на знаење за финкционалноста на хартиите од вреднсот во земјата. Покренат беше и веб сајт на берзата, преку кој сите заинтересирани можат да ги видат основните податоци за берзата, како и дневните листи на тргување. Исто така е извршена консолидација на акциите во сопственост на компаниите кои обезбедуваат јавно и транспарентно тргување преку блок трансакции. Меѓународанта соработка е интензивирана на берзата, интересирањето на странските експерти и потенцијални инвеститори е во пораст на берзи кои продолжија да учествуваат на случувања кои допринесуваа за работењето на берзите.

5.2. Водич низ работењето на Македонската берза

На пазарот на капитал се среќаваат пнудата и побарувачката на капитал. Низ продажбата, односно купување на акции, обврзници или други хартии од вредност,

можете да ги ангажирате вашите слободни средства многу попрофитабилно него преку чување под перница. Оние на кои капиталот им е потребен ќе го ангажираат и ќе остварат добивка за себе и за инвеститорите. Развојот на технологијата овозможило некогашното правило на тргување “секогаш на исто место и во исто време”, денес да се замени со ново правило, “стално и секаде”, каде берзата останува место на среќавање на купувачите и продавачите на хартии од вредност. Берзата не купува, нити продава, само обезбедува услови за рамноправност на учесниците во тргувањето.

Македонската берза е основана како што веќе споменавме 1995 година. Денешната берза е вистински пример на добро организирана берза. Членовите на Македонската берза се и берзански посредници, брокери, чии седишта се главно во главниот град Скопје, иако порано постоеа брокерски куќи и во други градови низ земјата, една брокерска куќа во градот Битола, една во Радовиш, по една во градовите Охрид и Куманово и една филијала на брокерска куќа од Скопје во Тетово. Македонската берза работи во согласност со Законот, а нејзините правила се во согласност и со европската регулатива.

На Македонската берза за тргување со акции е предвидена метода на најповолна цена во континуираното тргување. Тргувањето со акции се одвива секојдневно, а тргувањето се одвива по строги правила во рамките на електронскиот систем за тргување БЕСТ (BEST).

Македонската берза не може да закаже тргување со акции се додека не ги добие сите потребни документи. Предуслов за прием на редовниот берзански пазар претставува проспектот, барањето за приклучување на пазарот како и други потребни документи. Проспектот содржи основни податоци за работењето на претпријатието заради што мора да биде заверен од страна на управата, бидејќи одговорноста за вистинитоста на податоците ја сноси токму самото претпријатие.

За вклучување во котација на берзата, претпријатието е потребно да исполни и додатни услови предвидени со регулативата на берзата, како што се големината на претпријатието, ликвидност на акциите, број на акционерите итн. Севкупниот пат од почетокот до крајот на тргувањето на акциите проаѓа низ Македонската берза. Она е тука, пред се да ја собере и обработи целокупната документација која претпријатијата ја поднесуваат како би се закажало тргување со нивните акции.

По приемот на берзата, во електронскиот систем за тргување БЕСТ се впаруваат понудата и побарувачката и се одредува пазарната цена на хартиите. Извештаите од сите остварени тргувања се објавуваат во медиумите и на Web-презентациите, а по потреба некои трансакции додатно се проверуваат како би биле спречени евентоални злоупотреби на пазарот.

5.3. Организациона структура на Македонската берза

Македонската берза АД Скопје е организирана како акционерско друштво со едностепен систем на управување односно Одборот на директори со следниот состав: 4 неизвршни директори претставници на акционерите, 3 независни членови и 1 извршен член, кој ја извршува функцијата Главен извршен директор на Берзата.

1. Одбор на директори (неизвршни членови),
2. Независни членови,
3. Извршен директор,

За извршување на своите основни функции, Берзата формира комисији и други тела и тоа:

4. Комисија за котација,
5. Дисциплинска комисија,
6. Комисија за арбитража.

5.4. Предмет на тргување на Македонската берза

Македонската берза врши дејност на организирање на трговија со хартии од вредност. Организирањето на трговијата со хартии од вредност ги опфаќа следниве работи:

1. организирање јавна понуда на хартии од вредност и поврзување на понудата и побарувачката на хартии од вредност,
2. Објавување на информации за понудата, побарувачката и пазарната цена на хартиите од вредност и другие податоци значајни за трговијата со хартии од вредност,
3. Утврдување и објавување на ценовните листи на хартиите од вредност,
4. Објавување на други работи во согласност со законот.

Берзата може, без упис во судскиот регистар, да врши и други дејности кои служат на останатите дејности впишани во регистарот, кои вообичаено се вршат со основната дејност на берзата (едукација, издавање публикации, часописи и книги), како и да врши пласман на информации и публикации во земјата и странство.

Берзата не може да тргува со хартии од вредност, ниту да дава совети кои се однесуваат на купувањето и продавањето на хартии од вредност како ни совети за избор на брокерско-дилерски друштва или овластени банки, не може да врши работи кои се одредени како дејности на брокерските друштва, ниту други работи, сем горе наведените.

На берзата се организира тргување, односно, предмет на јавната понуда можат да бидат следните хартии од вредност:

1. Акции,
2. Обврзници,
3. Корпоративни обврзници,
4. Конвертибилни сертификати (ТАТ).

5.5. Стекнување на членство на Македонската берза

На Македонската берза може да тргуваат членките кои ги исполниле условите за прием на овластен учесник на пазарот на хартии од вредност за членство на берзата, меѓу кои се:

- да е регистриран во трговскиот регистар како брокерска куќа, банка или подружница на странска брокерска куќа,
- да има добиено дозвола за работење со хв од КХВ,
- актите на овластениот учесник на пазарот на хв да се усогласени со законските прописи и актите на берзата,
- да биде соодветно технички и организационо опремен, особено од аспект на приклучување на членката на БЕСТ системот,
- да биде членка на овластен депозитар за хартии од вредност,
- и други.

Берзата е должна на секој овластен учесник на пазарот на хв кој е регистриран во трговскиот регистар и кој ги исполнува условите, одредбите и правилата да му дозволи да стане нејзина членка.

5.6. Производи и индекси

Од почетокот на тргувањето со Обврзниците од старото девизно штедење па до денес, Македонската берза на брокерите, членовите на берзата им има претставено производи кои им овозможува поефикасно тргување, внес на налозите и преглед на пазарот. Најважен производ е секако апликацијата за тргување БЕСТ, со помош на која брокерите тргуваат од своите работни станици, од одалечена локација, односно од своите матични канцеларии. Оваа апликација овозможува тргување со скоро исте пазарни материјали и методи кои се дефинирани во правилникот на берзата. Пратењето на самото тргување е олеснето со главната табела можат да ги пратат

хартиите кои сакаат, но и да го подесат изгледот на табелите и колоните како тоа на нив најповеќе им одговара.

Покрај самото тргување, на главната табела, брокерите можат да го пратат и движењето на индексот на берзата, а преку книгата на налози можат да ги пратат своите налози во текот на самото тргување. После завршувањето на тргувањето, брокерите добиваат податоци за налозите и склучените трансакции, кои им користат во своето позадинско (*Back Office*) работење да го обработат својот трговски ден. На основ на барањето и потребата од самото тргување, но и на основа на коментарите на брокерите, главните корисници, оваа апликација редовно се усовршува, а се додаваат и нови функционалности.

5.6.1. МБИ10 Македонски берзански индекс

Македонската берза од 01.11.2001 година започна со пресметување на Македонскиот берзански индекс (МБИ), кој беше составен од петте најликвидни акции на Македонската берза: Алкалоид 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 агрегатен показател за квантифицирање на берзанските движења.

Уште при воведувањето на МБИ во 2001 година се заклучи дека после одредено време и понатамошен развој на пазарот на капитал, Македонската берза треба да воведат нов пондериран индекс.

Од тие причини, од 04.01.2005 година беше воведен новиот Македонски берзански индекс (МБИ10), со чија пондерација преку пазарната капитализација се овозможува пореално прикажување на движењата на Македонската берза.

Пресметувањето на МБИ10 се врши согласно Методологијата за пресметување на Македонскиот берзански индекс – МБИ10. МБИ10 се состои од најмногу 10 котираны акции на Официјалниот пазар на Македонската берза, избрани од страна на Комисијата за берзански индекс, според критериумите наведени во методологијата. Комисијата за берзански индекс, редовно (два пати годишно) и вонредно (во случај на вонредни околности) врши усогласување на структурата на МБИ10 со состојбата на пазарот.

Комисијата за берзански индекс, одлучи за почеток МБИ10 да биде составен од обичните акции на следните 10 котираны друштва: Алкалоид АД Скопје, Топлификација АД Скопје, Комерцијална банка АД Скопје, Макпетрол АД Скопје, Фершпед АД Скопје, Стопанска банка АД Битола, Гранит АД Скопје, Македонијатурист АД Скопје, Европа АД Скопје и Охридска банка АД Охрид. За база на МБИ10, со вредност 1.000 се зема вредноста на индексот на 30.12.2004 година.

Со отпочнувањето на пресметувањето на МБИ10, Македонската берза престана да го пресметува индексот МБИ. На последниот ден од негоото постоење, 30.12.2004 година, вредноста на МБИ изнесуваше 1.350,23 индексни поени, што во однос на почетокот на неговото пресметување е пораст од 35%.

5.6.2. ОМБ Индекс на обврзници

Одборот на директори на Македонската берза на седница одржана на 26.06.2006 година донесе одлука за пресметување на Индекс на обврзници на Македонската берза АД Скопје, со назив ОМБ. ОМБ ќе биде ценовен индекс пондериран со прометот, со ограничување дека уделот на ниту една обврзница во состав на индексот не смее да надминува 30%.

Индексот ОМБ се пресметува врз основа на Методологијата за пресметување на Индекс на Македонската берза – ОМБ и е составен од котираните обврзници на Македонската берза избрани согласно критериуми наведени во методологијата.

5.7. Состојба и перспектива на инвестициските посредници на Македонската берза

Инвестициските посредници претставуваат извонредно значајна и хетерогена група на учесници на финансиските пазари во развиените пазарни економии. Во Македонија овие финансиски институции може да се поделат во две основни категории, пришто како критериум за поделба се зема организациониот облик на правното лице. Така се разликуваат: (1) брокерски друштва и (2) овластени банки. Додека брокерско-дилерските друштва се организирани како посебно правно лице, овластените банки добиваат статус на берзански посредници со формирање на посебен организационен дел во својата организациона структура (во склопот на банките). Организациониот дел на банката треба да биде засебно евидентиран во деловните книги, како и технички и кадровски опремен за вршење на основната дејност.

5.7.1. Анализа на состојбата на инвестициските посредници на Македонската берза

Членовите на Македонската берза ги исполнуваат сите предуслови за тргување со хартии од вредност на финансискиот пазар. Нивните брокери поседуваат лиценца и овластени се за работа на БЕСТ ситемот за тргување. Обврските, должностите и правата на брокерите се прецизирани во Законот за пазар на хартии од вредност и другите финансиски инструменти, со регулативата на Македонската берза и другите правни акти.

Брокерските друштва можат да вршат различни врсти на работи зависно од категоријата по која се регистрирани. Така, према Законот за хартии од вредност и другите финансиски инструменти, можно е основање на брокерски друштва кои ќе вршат работи: брокер, дилер, маркет мејкер, портфолио менаџер, агент за емисија, покровител на емисија и инвестиционен советник. Према споменатиот закон, пропишан е минимален основен капитал на брокерското друштво. За да може брокерското друштво да ги врши *брокерските работи*, треба да поседува и во секое време да оддржува минимум основна главнина во износ од:

- 75.000 евра во денарска противвредност пресметана по среден курс на НБРМ, започнувајќи од денот на стекнување на дозволата за работа, доколку е регистрирано за вршење на услугите: (а) купување и продавање на хартиите од вредност по налог и за сметка на клиентот, (б) дејствување како покровител при котација, (в) инвестиционо советување;
- 150.000 евра во денарска противвредност пресметана по среден курс на НБРМ, започнувајќи од денот на стекнување на дозволата за работа за вршење на услугите: (а) купување и продавање на хартиите од вредност по налог и за сметка на клиентот, (б) управување со портфолио на хартии од вредност по налог и за сметка на индивидуален клиент, (в) дејствување како покровител при котација, (г) инвестициско советување и
- 500.000 евра во денарска противвредност пресметана по средниот курс на НБРМ, започнувајќи од денот на стекнување на дозволата за вршење на сите услуги предвидени со овој закон: (а) купување и продавање на хартиите од вредност по налог и за сметка на клиентот, (б) купување на хартии од вредност во свое име и за своја сметка, (в) управување со портфолио на хартии од вредност по налог и за сметка на индивидуален клиент, (г) вршење на трансакциите и активностите за сметка на издавачот на хартиите од вредност потребни за успешна јавна понуда на хартии од вредност, без задолжителен откуп на непродадените хартии од вредност, (д) вршење на трансакции и активности за сметка на издавачот на хартии од вредност потребни за успешна јавна понуда на хартии од вредност, со задолжителен откуп на непродадените хартии од вредност, (ѓ) дејствување како покровител при котација, (е) инвестиционо советување и (ж) извршување на трансакции и активности за сметка на трети лица потребни за превземање на акционерски друштва.

За да добие некое брокерско друштво дозвола за работа, потребно е да ги исполни строгите услови пропишани со Законот за хартии од вредност и другите финансиски инструменти, како и условите пропишани со бројни други акти. Лиценците за работа на брокерските друштва ги издава Комисијата за хартии од вредност. Комисијата исто така, издава и дипломи на физички лица, откако лицето ќе го ислуша брокерскиот курс и ќе ги положи одговарачките испити за брокер. Без диплома за брокер, поединецот не може да учествува во процесот на тргување на берзата. Од друга

страна, брокерското друштво не може да се регистрира во колку во својот колектив нема запослено брокери на неодредено време.

Во Македонија, во моментот кај Комисијата за хартии од вредност се регистрирани 5 брокерски друштва. Исто така се регистрирани и 5 овластени банки кои вршат брокерски работи на Македонската берза. Од вкупниот број на регистрирани брокерски друштва, сите имаат 100% статус на членови на Македонската берза и како такви можат да вршат процес на тргување со хартии од вредност. Од месец април 2001 година почна со работа системот за далечинско тргување, така да брокерите не мораат да доаѓаат во самата зграда на Македонската берза, туку процесот на тргување можат да го вршат од своите канцеларии, по пат на персонални сметачи. Основана е и Групација за работење со хартии од вредност при Стопанската комора на Македонија, Здружение на банкарство во кое членуваат сите брокерски куќи членки на Македонската берза иако членството е на доброволна основа. Ова здружение, како дел од своето работење има усвоено свој Етички кодекс. Една од зацртаните цели на деловното здружување е и работа на усовршување на правилата на однесување, утврдени со Етичкиот кодекс, со цел унапредување на професионализмот и деловното однесување. На тој начин, доаѓа до јакнење на принципот на сигурност, одговорност и конкуренција засновани на економски и пазарни принципи.

Табела бр. 4 Список на брокерски друштва на Македонската берза

Р.Бр.	Име на членката	Дејност
1.	Шпаркасе банка АД Скопје	Овластена банка
2.	Еурохаус АД Скопје	Овластено брокерско друштво
3.	Илирика инвестментс АД Скопје	Овластено брокерско друштво
4.	Инвест брокер АД Скопје	Овластено брокерско друштво
5.	Иново брокер АД Скопје	Овластено брокерско друштво
6.	Комерцијална банка АД Скопје	Овластена банка
7.	НЛБ Тутунска банка АД Скопје	Овластена банка
8.	Стопанска банка АД Скопје	Овластена банка
9.	ТТК Банка АД Скопје	Овластена банка
10.	Фершпед брокер АД Скопје	Овластено брокерско друштво

Комисијата за хартии од вредност е основана 19.06.1992 година. Таа е одговорна за законитото функционирање на пазарот на хартии од вредност во Република

Македонија. Во таа насока, Комисијата врши надгледување над примената на Законот за харии од вредност и другите финансиски инструменти, Законот за превземање на акционерските друштва и Законот за инвестициските фондови. Комисијата има пет членови, вклучувајќи го и претседателот на Комисијата. Членовите на Комисијата, на предлог на Владата на Република Македонија ги избира или разрешува Собранието на Република Македонија. Комисијата за хартии од вредност е редовен член на *Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност (IOSCO)*. Оваа организација ја сочинуваат националните комисии за хартии од вредност на многу земји, берзи и други саморегулаторни и финансиски организации на финансискиот пазар.

Сем Комисијата за хартии од вредност во Македонија, од 10.10.2001 година, работи и *Централниот депозитар за хартии од вредност (ЦДХВ)*. Централниот депозитар претставува институција која води единствена евиденција на законски иматели на хартии од вредност и евиденција за правата кои произлегуваат од тие хартии. ЦДХВ врши и работи на клиринг и салдирање на трансакции склучени со хартии од вредност, односно врши пренос на сопственоста и истовремено плаќање. Оттаму не може да се случи, некое лице (правно или физичко) да ги продаде хартиите од вредност, а за истите да не добие парична противвредност. Клирингот претставува утврдување на обврските и побарувањата по основ на хартии од вредност и паричните средства помеѓу учесниците на финансиските пазари. Салдирањето претставува конкретно извршување на обврските настанати во текот на тргувањето, односно самиот пренос на хартиите од вредност и паричните средства. Во согласност со Законот за хартии од вредност, правата на сопственикот на хартиите од вредност настануваат во моментот на запишување на тие хартии на нивните сметки кои се водат во ЦДХВ. Од таму ЦДХВ е многу битен за функционирање на финансискиот пазар на Република Македонија. Барање за запишување на хартиите од вредност во ЦДХВ може да поднесе секое заинтересирано лице, со тоа што претходно треба да се има склучен договор со некои од членовите на Централниот депозитар за хартии од вредност, кој за него ќе ја направат потребната процедура. Моментално во Централниот депозитар за хартии од вредност имаат членство 5 (пет) банки со овластени брокери и 5 (пет) брокерски друштва.

Треба да се истакне, дека повеќегодишниот позитивен тренд на работење на брокерските друштва во Македонија беше запрен во 2008 година, после кој беше истакнат губиток. Имено, после пикот во 2007 година и запирањето на нагорниот успешен тренд во работењето многу од брокерските друштва соочувајќи се со негативен тренд во работењето беа принудени да ги затворат (згаснат) своите брокерски куќи. Како главна причина за ова се наведуваше непосредното влијание на светката финансиска криза, чии негативни ефекти се рефлектираа на македонскиот финансискиот пазар како и берзанското работење.

Во Македонија во 2008 година работеле 29 брокерски посредници од кои 7 овластени банки и 22 брокерски друштва, додека денес тој број изнесува вкупно 10 од кои 5 банки и 5 брокерски друштва. Ова значи дека денес секторот на брокерски посредници изнесува само 34,4% од оној во јануари 2008 година, односно бил редуциран во својата бројка за повеќе од половина.

5.7.2. Перспективи и опсег на работење на инвестициските посредници на домашниот финансиски пазар

Брокерските друштва на Македонската берза вршат поголем број различни услуги. Према типот на работите кои ги вршат, во рамки на домашните брокерски друштва се формираат одделенија. Организацијата на брокерските друштва и структурата на одделенијата се разликува во зависност од врстата на услугите кои брокерските друштва ги пружат. Внатре во домашните брокерски друштва се формираат следниве одделенија: (1) брокерско одделение, (2) одделение за позадински работи, (3) одделение за прием на странки (налози) и одделение за инвестициско советување (овластени банки) каде овде се дава помош во изборот на моментот за купување и продавање на акции со комплетна анализа на финансиските показатели на компанијата во чии акции клиентот инвестира.

Внатре во одделението за анализа се одвиваат процесите на пратење и анализирање на пазарните движења на цените на хартиите од вредност. На база на присобраните информации се носат одлуки за инвестирање во одредени хартии од вредност. Внатре во ова одделение се запослени инвестициски советници и брокери кои на клиентите им даваат комплетен сервис на услуги. Инвестициските советници и брокери вака организирани како тимови располагаат со бројни и најквалитетни информации кои ги даваат на оние клиенти кои се спремни добро да платат. Од квалитетот на информации кои доаѓаат од овие одделенија во најголема мерка зависи и работењето на брокерските друштва. При носењето на одлуки околу рејтингот на поедини хартии од вредност, како и препораки за понатамошно задржување на истите, нивното купување или продавање, одделението за анализа користи повеќе или помалку достапни извори на информации.

Централниот регистар како вршител на функција депо и клиринг на хартии од вредност води единствена евиденција за законските иматели на хартиите од вредност. Во врска со тоа, секое акционерско друштво има обврска за вкнижување на хартиите од вредност во Централниот регистар на хартии од вредност. Контакт помеѓу акционерското друштво и Централниот регистар се остварува преку членот на Централниот регистар со кој емитентот потпишал Договор за соработка. Со договорот за пружање на услуги во процесот на вршење на брокерски работи, како негови посредници-агенти кои за клиентот вршат цел низ на административни и советодавни работи меѓу другите вршат и усогласување на книгите на акционерите со базата на податоци на Централниот регистар, работи врзани за котирањето и тргувањето на

Македонската берза итн. Брокерските друштва вршат и јавно огласување на проспектоот и сите побитни показатели од работењето и другите случувања кои можат битно да вијаат на цената на акцијата на Македонската берза.

Во одделението за позадински работи се вршат работи кои се карактеристични и за низ други претпријатија и најразлични сектори. Во ова одделение спаѓаат: правни работи, сметководство, администрација, ИТ и маркетинг активности. Треба да се истакне, дека секое од пратечките одделенија кое може да го има домашното брокерско друштво има своја значајна улога во вкупното работење.

Тргувањето на Македонската берза, клиентот може да го направи преку брокерското друштво кое е нејзин член и член на Централниот регистар на хартии од вредност. Клиентот, при првото доаѓање во брокерската куќа, потпишува со брокерот Договор во водењето на сметката со хартии од вредност. На овој основ брокерот отвора сопственичка сметка кај Централниот регистар. Потоа е потребно, клиентот да отвори денарска или девизна сметка за продавање и купување на хартии од вредност во банка, која е член на Централниот регистар, и потпишува Договор за посредување во купопродажбата на хартии од вредност.

Треба да се истакне, дека пред самиот процес на тргување и издавање на налози, неопходно е продавачите да имаат обезбедено покриеност на налогот во полн износ со предметните ХВ до моментот на испорачување на налогот во системот на Македонската берза. Тоа значи, дека продавачите треба да имаат расположиви хартии од вредност на својата сопственичка сметка. Од друга страна, купувачите се должни да обезбедат покриеност на куповниот налог во целост до моментот на испорачување на куповниот налог во систем. Односно, на својата парична сметка да поседува парични средства доволни за покривање на целата пазарна вредност зголемена за предвидените трошоци (брокерските провизии, Берза, Централен депозитар и банки).

Во колку дојде до реализација на клиентскиот налог, брокерите истиот (или следниот) ден праќаат известување за реализација на налогот на куќна адреса на клиентот. После три дена од моментот на реализација на налогот се врши салдирање на трансакциите. Тоа во пракса значи, дека продавачот добива пари на својата наменска сметка, а купувачот добива хартии од вредност на својата сопственичка сметка за хартии од вредност.

Македонската берза сега е многу сиромашна во поглед на финансиските инструменти со кои се тргува на неа. Предмет на тргување на Македонската берза се главно акциите на претпријатијата и државните обврзници.

Во вкупниот промет на Македонската берза доминира тргувањето со акции. Движењето на прометот на акции се гледа од берзанскиот извештај, а за таа цел е

креиран и индексот МБИ10, кој се состои од кошница во која се наоѓаат акции на 10те најтрговани претпријатија. Со акциите на овие претпријатија континуирано се тргува на слободниот берзански пазар. Изминатите години на Македонската берза е забележано значајно учество на странските инвеститори. Учесството на странските инвеститори на Македонската берза допринесе кон: (а) зголемување на степенот на ликвидност на многу финансиски инструменти, (б) развој на домашниот финансиски пазар и (в) зголемување на конкурентноста на финансискиот пазар на Македонија.

Учесството на странските инвеститори во вкупниот промет на акции на Македонската берза од 2005 година па до 2008 година растеше со што растеше и интересот на странските инвеститори за купување на акции на Македонската берза. Меѓутоа во 2009 година, учеството на странските инвеститори во вкупниот промет на акции почна да варира од месец во месец. На прв поглед овие флукуации укажуваа на опоравување на пазарот, но за жал се испостави спротивното. Во колку се земе во предвид фактот, дека продажбата на акции во 2009 година е поголема него нивното купување, може да се изведе заклучок дека странските инвеститори меѓусебно ги продавале акциите. Гледано во целина, инвеститорите акциите повеќе ги продавале него што ги купувале. Странските инвеститори на почетокот на 2009 година во прометот на акции учествувале така што акциите повеќе ги продавале. Ова е јасен показател, дека странските инвеститри се повлекуваат од Македонската берза. Тоа укажуваше на заклучок, дека ефектите од светската економска криза негативно влијаат на работењето на Македонската берза. Треба да се истакне, дека во структурата на странските инвеститори на Македонската берза главно доминираат инвеститори од регионот.

Кога е во прашање работењето на домашните брокерски друштва, најголемо учество во тргувањето на Македонската берза во текот на 2008 година имало брокерското друштво на Комерцијална Банка АД Скопје со 18,57%, или вкупен промет од 6.513.716.611 денари, потоа НЛБ Тутункса брокер АД Скопје со 17,20%, или вкупен промет од 5.158.857.660 денари па ИНОВО БРОКЕР АД Скопје со 8,98%, или вкупен промет од 2.002.083.175 денари итн. Ако се земе во предвид дека сите инвеститори своите средства ги пласираат преку брокерски друштва, па со нивно посредство ги реализираат своите инвестиции, повеќе од очигледно е колку е значењето на брокерските друштва во берзанското тргување.

Работењето на брокерските друштва на Македонската берза е презентирano на примерот на брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје.

Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје е основано 1998 година со одлука на Управниот одбор на Банката, член е на Македонската берза како и на Централниот регистар за хартии од вредност.

Давање на услуги

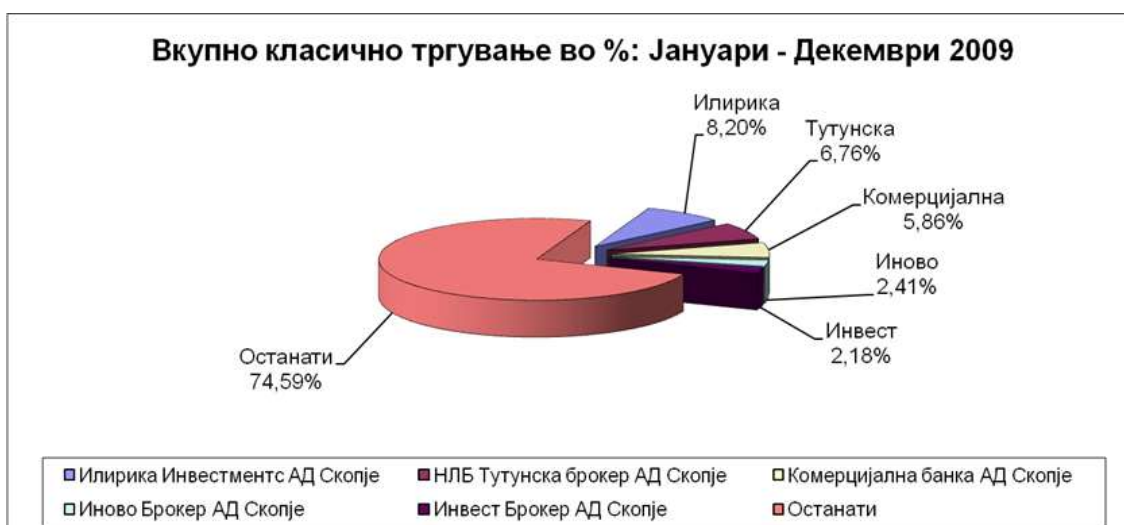
Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје ги дава: услугите на посредување во трговијата со хартии од вредност на примарниот и секундарниот пазар со хартии од вредност (акции и обврзници) услуги на советување во процес на приватизација, услуги на истражување и анализа на целокупниот финансиски пазар (избрани сектори и поединечни претпријатија).

Од своето основање па до сега Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје го унапредуваше своето работење, прилагодувајќи го на светските стандарди и активно учествувајќи во процесот на развој на македонскиот финансиски пазар. Денес го карактеризира препознатлива репутација базирана на професионалност и ефикасност во работењето.

Тргување со акции

Инвестирање во акции на претпријатија со себе носи поголем ризик од вложувања во должнички хартии од вредност. Меѓутоа, поголемиот ризик го прати и поголем профит кој често се мери и во троцифрени проценти. Користејќи стратегија на диверзификација на пласманот и дисперзија на ризикот, инвеститорот може да конструира портфолио на хартии од вредност кој со еден дел го сочинуваат акции на претпријатија, а другиот дел од должнички хартии од вредност. На овој начин, инвеститорот може да оствари (воспостави) поволен однос помеѓу можниот профит и потенцијалниот ризик. Во зависност од склоноста кон ризик, постојат инвеститори кои се склони на ризични вложувања, за разлика од оние инвеститори кои во случај на инвестициони вложувања се покonzервативни и повнимателни.

Графикон бр. 1 Учество на брокерските друштва во прометот со акции



Графиконот бр. 1 го покажува ушеството на поединечни брокерско друштва во класичниот промет на Македонската берза во 2009 година. Најголемо учество во класичното тргување со акции остварило брокерското друштво на Илирика со 8,20%

промет, потоа брокерското друштво на Тутунска банка со 6,76%, додека брокерското друштво на Комерцијална банка остварило учество во класичното тргување со 5,86% во однос на вкупниот износ на класичното тргување на Македонската берза во текот на 2009 година.

Процедурата за тргување со акции на македонската берза се состои од следниве чекори:

- (1) Клиентот потпишува договор за посредување со брокерот кој на клиентот во исто време во Централниот регистар му отвара сопственичка сметка која е неопходна за тргување со на берзата;
- (2) Клиентот отвора девизна и наменска денарска сметка кај банката која е членка на Централниот регистар и депонира средства на тие сметки;
- (3) Клиентот потпишува налог за купување кај својот брокер со кој одредува услови под кои сака да купи акции;
- (4) Клиентот потпишува налог за купување кај својот брокер кој му враќа пополнет образац (потврда) на рака, по маил или факс. Потпишаниот налог клиентот го враќа на брокерот по истиот пат. Клиентот во исто време му предава конфирмација од банката за состојбата на наменската сметка и потпишува овластување за работа во свое име, а за негова сметка на брокерот односно брокерската куќа;
- (5) Брокерот по налог на клиентот тргува на берзата (купува или продава хартии од вредност);
- (6) После успешната трансакција, брокерот на клиентот му доставува потврда за реализираниот налог за купување или продажба;
- (7) Клирингот и салдирањето на трансакцијата се врши од страна на Централниот регистар, банката на клиентот и со поддршка на брокерот во рок од три дена од времето на склучувањето на купопродажбата со хартиите од вредност.

Кога клиентот пласира налог за купување на акции, на неговата сметка мора да има доволно пари кои го покриваат предметниот налог (цена x количина на акции кои клиентот сака да ги купи + трошоци за провизија). Законски не се пропишани минималните средства кои треба да се наоѓаат на наменската сметка. Клиентот ја носи секоја одлука за купување или продавање на хартии од вредност, сам или во консултација со брокерот и/или аналитичарот. Тргувањето со хартиите од вредност ги пратат одредени трошоци и тоа:

- (1) провизија на Македонската берза;
- (2) провизија на Централниот депозитар;
- (3) провизија на брокерската куќа и
- (4) трошоци на банката.

Понуда за превземање на акции или Take Over Bid е облик на вонберзанско тргување со акции. За инвеститорите кои се одлучиле за овој облик на купување на акциите, или пак се законски обврзани на тоа, Комерцијална банка АД Скопје нуди потполно покривање на оваа процедура. Процедурата опфаќа припрема на целокупната потребна документација, која се поднесува во Комисијата за хартии од вредност заради добивање на потребните дозволи, до организирање на места на кои ќе се врши отворање на сопственички сметки и пренос на акции во депо на сметка на инвеститорот, пропратено со континуирано информирање на сите учесници во овој процес.

Тргување со обврзници

На финансискиот пазар (пазарот на капитал) во Република Македонија присутни се како долгорочни хартии од вредност и државните обврзници емитувани по основ на подмирување на обврските за старото девизно штедење. Трговијата со овие обврзници е започната 2002 година кога беше котирана и првата емисија на обврзници за денационализација издадени од Република Македонија. Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје ги исполнуваше сите услови за стекнување овластување за тргување со оваа врста на долгорочни должнички инструменти.

Целокупната сума емитирана од 2002 година па до денес беше во форма на долгорочни обврзници во замена за блокираните средства за старото девизно штедење на граѓаните. Емисијата се состои од 14 посебни хартии од вредност (РМДЕН01, РМДЕН02, РМДЕН03...РМДЕН14). Трговијата со овие хартии од вредност започнала во 2002 година. Државните обврзници се во согласност со позитивните правни прописи на Република Македонија, со што, клирингот и салдирањето на склучените трансакции по основ на овие долгорочни должнички финансиски инструменти се вршат исклучиво во Македонија.

Новата емисија на обврзници му носи на сопственикот и одредени поволности, посебно при купувањето на државен имот (земјиште, станови, удели итн). Токму поради ова, тргувањето со оваа врста на хартии од вредност на Македонската берза беше доста атрактивно како кај правните така и кај физичките лица.

Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје е едно од најуспешните брокерски куќи во трговијата со обврзници. Нејзините брокери се во постојан контакт со голем број на домашни и странски инвеститори (институционални и индивидуални), кои извршувањето на налогот за купување и продавање на обврзниците на Македонската берза го довериле со Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје.

Данок и провизија кај тргувањето на Македонската берза

Република Македонија со новата законска регулатива ги ослободи трансакциите со обврзници од данок на капитална добивка.

Плаќање на провизии за тргување со обврзници се движи со следниве проценти:

- (1) Македонска берза 0,25%;
- (2) Централен депозитар 0,10% и
- (3) Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје 0,75%.

Клиринг и салдирање

Сите трансакции со обврзници се порамнуваат системски во Централниот депозитар по принципот, плаќање наспроти испорака (*Payment vs. Delivery*). Како член, Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје ги нуди следниве услуги: (1) реализација на налозите за купување и продавање на обврзници, (2) информирање за движењето на цените и прометот на берзата кои можат да влијаат врз носењето на одлуки за инвестирање, (3) водење на портфолио на хартии од вредност за клиенти, (4) електронски комуникации со Централниот регистар, банките и др.

Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје ја увиде важноста на континуираното унапредување на квалитетот на извршување на трансакциите за своите клиенти. Поради тоа ова брокерско друштво постојано програмски го прати извршувањето на налозите и трансакциите, како би биле во можност додека целокупниот процес на тргување е сеуште во тек ги внесат сите промени/подобрувања кои најмногу ќе им донесат корист на своите клиенти.

Услуги на Покровител при дистрибуција на хартии од вредност

Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје во рамката на своите основни дејности ги врши работите на Покровител при дистрибуција на хартии од вредност. Во рамките на понудата на Брокерското друштво на Комерцијална банка АД Скопје се наоѓаат различни врсти на дистрибуција и различен обем на работи во рамки на дистрибуцијата како што е покровител при јавна понуда итн.

6. БЕРЗАТА ВО ФНКЦИЈА НА РАЗВОЈОТ НА ФИНАНСИСКИТЕ ТЕКОВИ НА ЗЕМЈИТЕ ОД ЗАПАДЕН БАЛКАН

6.1. Пазарот на капитал, функција, улога и значење

Финансискиот пазар е сочинет од три основни дела, пазар на пари, пазар на капитал и девизен пазар. Истиот е карактеристичен по извонредната динамика на извршување на огромен број на трансакции заради остварување на претходно плански утврдени цели. Покрај главната функција што ја имаат финансиските пазари, тие се директно одговорни и за целокупната благосостојба во националните економии.

Пазарот на капитал во една национална економија треба да биде така конципиран да може преку него како основен составен дел на финансискиот пазар, националната економија како и сите нејзини чинители да ги остварат своите цели, односно да се врши избор на проекти врз основ на максимизација на профитабилноста, да овозможи најцелисходно искористување на ресурсите, промена и окрупнување на сопственоста, генерирање на поголем број нови финансиски институции и со тоа зголемување на конкурентноста и бројот на нови финансиски инструменти. Ефикасноста во остварувањето на овие цели секако зависи од многу фактори меѓу кои се и општествено-економските услови кои влијаат врз функционирањето на пазарот на капитал.

Како што веќе напоменавме, пазарот на капитал е место на кое се сретнуваат во организирани услови понудата и побарувачката на долгорочни слободни финансиски средства. Ако го анализираме од аспект на прометот, тогаш може да ја земеме во предвид само функцијата на емисија и промет со долгорочни вредносни хартии, корпоративни акции и обврзници како и оние на централните државни органи и институции. Ако пак гледаме пошироко, тогаш може да ја вклучиме и функцијата на долгорочното кредитирање од страна на банкарскиот сектор.

На секој пазар на капитал се јавуваат две страни, доверители и корисници. Карактеристично за земјите во кои функционира е фактот дека како корисник на средствата се јавува секогаш стопанството додека како главен доверител покрај банките и другите финансиски институции се јавува и населението. Она што е важно да се напомене е дека физичките лица не се во состојба да зајмуваат средства односно да се финансираат на овој начин туку единствено се јавуваат во функција на заемодавател. Нивна основна цел е да ги пласираат своите слободни парични средства со цел нивно оплодување, додека стопанството ги користи како такви за финансирање на своите проекти со цел раст и развој. Секако тука се јавува и државата како учесник, но истата само во функција на заемокорисник со цел финансирање на своите трошоци, што значи дека не може да се јави како понудувач на сопственички акции. Ваквиот начин на финансирање претставува огромна предност во националните економии каде функционира пазарот на капитал бидејќи претставува најевтин начин на користење на заем со најниски долговни стапки во случајот со обврзниците или дури и без оврска за поврат на истите во случајот со акциите.

Имајќи го предвид претходно изнесеното, сам се наметнува заклучокот дека пазарот на капитал претставува паралелен извор на финансирање на стопанството наспроти останатите финансиски институции – банките, каде таканаречените инвеститори во овој случај имаат алтернатива да бираат каде ќе ги насочат своите слоборни парични средства. Сега зависно од нивната одлука ако тоа не е традиционалниот финансиски

сектор - банките, тогаш ќе ги вложат во хартии од вредност на некои од расположивите деловни субјекти, по правило на оние најуспешните. Со еден збор, постоењето на поголема ликвидност на средствата во оптек како и поголема можност за нивно оплодување, претставува карактеристика и огромен бенефит кој со себе ги носи постоењето на еден организиран пазар на капитал во секоја национална економија. Секако во предвид треба да се земе и фактот дека, покрај предностите истиот носи и ризик од вложувањата за инвеститорите.

Во секоја пазарна економија постојат како што веќе напоменавме, учесници на пазарот на капитал. За да можат истите да функционираат и да биде олеснето нивното работење постои законска рамка со која се регулира работењето на овој пазар. Овие учесници се делат на три групи, Инвеститори – понуда на капитал (физички лица, банки и финансиски институции, деловни субјекти, државни органи итн.), Корисници на капитал – побарувачка на капитал (физички лица, држава, финансиски и нефинансиски институции, деловни субјекти итн.) и Посредници – алокатори (банки, осигурителни компании, штедилници, пензиски и инвестициски фондови итн.).

Бројот на мерки за заштита на интересите на инвеститорите директно влијае на сигурноста на пазарот на капитал во националните економии, а тоа пак на понудата на капитал. Сепак на инвеститорите им останува последниот збор во одлуката каде ќе ги насочат сопствените средства, а со тоа степенот на ризик кој го превземаат на себе не може да го намали ниедна мерка.

Фактори кои влијаат пак на побарувачката на капитал се фискалната и кредитна политика, финансискиот и банкарскиот систем, стопанската активност во земјата, едуцираноста итн.

Најзначајна улога во процесот на алокација на капитал играат посредниците зголемувајќи го при тоа изборот на инвеститорите, а играат при тоа и значајна улога во намалувањето на инвестицискиот ризик. Истите имаат водечка улога од аспект на бројот на операции што ги вршат на пазарот на капитал, додека пак банките од аспект на сеопфатноста.

Секако, неминовно е овде да ја споменеме и државата како инвеститор, контролор, ревизор и регулатор на пазарот на капитал. Заради значајноста на улогата која ја игра на пазарот на капитал како регулатор, таа мора да дејствува ефикасно, објективно и неутрално, а секоја нејзина одлука да биде автономна и независна.

Пазарот на капитал со самото свое постоење и делување во националните економии, како и поради карактеристиките и спецификите кој ги носи со себе, игра огромна улога во растот и развојот на истите. Една од важните негови карактеристики се и неговите функции, меѓу кои како најважна е финансирањето на деловните субјекти. Преку оваа функција се врши и следењето на нивните перформанси како и перформансите и движењата на економијата во целост. Секако, постојат и други функции на пазарот на капитал, како, извор за финансирање на државата, прибирање и алокација на слободен капитал, привлекување на странски инвестиции, промена на сопственоста и реструктурирање на деловните субјекти итн. За пазарот овие функции непречено да ги извршува, секако неопходно е да се исполнети одредени услови

како, навремено обезбедување на точни информации, слободно формирање на цените, стандардизирани правила, транспарентност, ниски манипулативни трошоци и итн.

Берзите за да го достигнат овој степен на развој им требало многу време станувајќи при тоа главен стожер за развој и финансирање на економијата. Така и земјите од Западен Балкан во кои спаѓаат Македонија, Босна и Херцеговина, Хрватска, Србија, Црна Гора, Албанија и Косово развивајќи го овој сектор обезбедија подобра перспектива за развој во иднина.

Ако ги анализираме берзите на гореспоменатите земји лесно ќе дојдеме до заклучок дека иако се генерално сите недоволно развиени, сепак од аспект на степенот на развој се разликуваат меѓу себе. Како што веќе напоменавме од големо значење за развојот на економиите од земјите во Западен Балкан е успешното функционирање на пазарот на капитал. Со цел да се оствари ова, направен е крупен чекор со реализација и имплементација на нова See-Link платформа како регионален проект на иницијатива на три берзи, Македонската, Хрватската - Загрепската и Бугарската како дел од земјите на Западен Балкан. Целта на овој проект е да се зголемат можностите за тргување со хартии од вредност, со тоа што инвеститорите ќе добијат можност да инвестираат и надвор од националните граници и да инвестираат и на Балканските пазари на капитал, а преку нив индиректно и на Европските. Започна со работа во 2016 година со седиште во Скопје. Беше воведен индексот SEE-LinX (составен од најликвидните котирувани компании од берзите во состав – 3 компании од берзата во Македонија, 5 од Хрватска и 3 од Бугарија), а проектот беше дел финансиран и секако подржан од Европската банка за обнова и развој (EBRD). Бројот на тргувани акции на оваа платформа е 400. Уште истата година се приклучија кон проектот Србија и Словенија, односно нивните берзи кои во позадина вклучија 14 брокерски куќи со што автоматски се збогати и понудата на хартии од вредност во портфолиото. На крајот на годината се приклучи и Бањалучката Берза. Најдобро сценарио во прилог на ова проширување би било не само регионално ширење на Балканот на овој проект, туку хипотетички и пошироко, со приклучување на европските земји и нивните берзи кон него. Од реализацијата на ваквото претпоставено сценарио на интеграција, бенефитот би бил огромен, не само како инпут за развојот на пазарите на капитал на земјите од Западен Балкан, туку самото проширување и отворањето на овие пазари кон европските би бил одличен бенефит и за веќе развиените како можност повеќе да се оплоди капиталот. Секако, на крајот, преку оваа иницијатива, првичната цел е развојот на економиите на земјите иницијатори на интеграцијата. Доказ за успехот на овој проект е неговото евидентно ширење, но и постојаната поддршка што ја добива во техника и know-how од Европската банка за обнова и развој, што секако многу го олеснува процесот на промени.

На крајот да констатираме, не е доволно само да се прават промени и да се мисли дека тие самите по себе ќе вродат со плод, потребно е нив да ги пратат и соодветни чекори превземени од страна на директните чинители во економијата, како на пример деловните субјекти на пазарот на капитал. Доколку побрзо сватат дека со емисијата на хартии од вредност можат полесно да прибере ефтин капитал и истот да го вложат правилно и кон остварување на сопствените цели, дотолку побрзо ќе

допринесат кон зголемување на бруто домашниот производ, а со тоа и кон развој на економијата во целост. Со други зборови, интензивирањето на циркулацијата на капиталот, директно води кон зголемување на благосостојбата и животниот стандард на населението и развојот на државата во сите нејзини сфери.

7. ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

7.1. Улога и значење

Карактеристика на процесот на промени во поновата историја на македонија е процесот на приватизација кога сопственоста почна да преоѓа од државни во приватни раце. Пазарот на капитал во македонија беше делот каде започнаа структурните промени. Овој период на промени во сите сфери од општественото живеење, беше наречен период на транзиција. Делот во кој настанаа најголемите промени како што веќе рековме, беа во секторот економија.

Со приватизацијата нормално дека настанаа голем број на акционерски друштва. Но на ваквиот процес на трансфер на сопственоста од државата во приватна, неминовно му претходеше создавање на нови сопственички инструменти, хартии од вредност. За да бидевозможен овој трансфер секако беше наметнат нов предуслов, а тоа беше формирање на соодветна инфраструктура или таканаречен пазар на капитал – берза на хартии од вредност.

Берзата беше основана на непрофитна основа, основачи беа 19 правни субјекти (по основањето членки) – 13 банки, 3 осигурителни куќи, и 3 штедилници. Основачкиот влог изнесуваше 1.000.000 германски марки, а основачите, членките беа и првите овластени посредници на истата. Започна со работа 1995 година со статус, прва берза на хартии од вредност која ја имала македонија, а со тргување стартуваше на 28 март 1996 година каде обемот на тргување беше симболичен. Со почетоците беа детектирани и проблемите како и факторите кои го ограничуваа развојот на истата, па во наредниот период беа превземени низа мерки и иницијативи од страна на берзанската фела со цел нивно надминување. Потоа следува напуштањето на класичното мешетарење со имплементација на БЕСТ системот за берзанско електронско тргување. Оваа новина беше крупен позитивен чекор во растот и развојот на македонската берза.

Македонската берза е карактеристична по следниве функции, тргување со хв, транспарентност, котација, едукација и семинари, а е контролирана во своето работење преку Комисијата за хартии од вредност како државен регулаторен орган што веќе го напоменаваме како карактеристика на државата и нејзината улога на пазарот на капитал.

Централниот депозитар на хартии од вредност (ЦДХВ) исто така врши неделива функција од работењето на пазарот на капитал - берзата, со што неговата улога допринесува кон стабилноста на нејзиниот развој. Започна со работа 2001 година и беше основан од страна на 14 банки, 10 брокерски куќи и едно осигурително

друштво, а ги врши следниве функции, регистрација и порамнување на хв и нетрговски преноси на истите. Карактеристично за неговото работење е преминот на хартиите од вредност кој ги регистрира и чува од материјализирана во дематеријализирана - електронска форма преку конверзија со што станува централна база на податоци до кои лесно се стига од страна на сите заинтересирани страни, а првично самите инвеститори.

НБРМ е формирана 1992 година како целосно независна институција која за своето работење го темели врз самостојно одлучување со цел извршување на своите функции на административно, финансиско и управувачко работење, целосно независно и без влијанија од страна на државата и нејзините органи. Основната цел со донесување на Законот за Народна Банка е да ја одржува ценовната стабилност, да го одржува стабилен курсот на денарот (девизниот курс), упарува со девизните резерви, врши емисија на пари, ја спроведува монетарната политика итн.

Пазарот на капитал во македонија е поделен на примарен (јавна понуда за откуп на хартии од вредност, понуда и продавање на сопствени хартии од вредност, нова емисија на хартии од вредност) и секундарен кој е поделен на официјален (супер, берзанска и задолжителна котација) и редовен пазар (пазар на друштва со посебни обврски за известување и слободен пазар), на него главно се тргува со акции и обврзници како долгорочни хартии од вредност.

Моментално Македонската берза има 35 акционери од кои скоро 89% од споственичкиот капитал го имаат 11 домашни и странски субјекти, додека остатокот од 11%, остатокот од акционерите. Берзата во моментот брои 11 членови, односно 6 банки и 5 брокерски куќи, а тргувањето се одвива на следниве пазарни сегменти, официјален пазар (супер котација - 1 акционерско друштво, берзанска котација - 26 акционерски друштва и задолжителна котација - 73 акционерски друштва) и редовен пазар (пазар на друштва со посебни обврски за известување - 11 акционерски друштва и слободен пазар - 347 акционерски друштва).

Внесување на една хартија од вредност на официјалниот пазар условено со претходно исполнување на одредени услови како и редовно објавување на ценовно чувствителни инфнормации пропишани од страна на истата, се вика постапка за котација. Основен елемент, карактеристика на котацијата е проспектоот кој мора да го изготви издавачот и во него да ги наведе сите неопходни информации со што ќе им даде на инвеститорите доволно податоци за квалитетна проценка на состојбата на имотот на компанијата, добивката и загубата, висината на обврските, нивната финансиската моќ итн.

7.2. Перспективи

Генерално гледано македонскиот пазар на капитал е сеуште недоволно развиен. Меѓу другото и поради отсуството на понуда на поголем број поразновидни инструменти со кој би се тргувало. Како пример може да се земе понудата на државни, а во исто време отсуството или скромната понуда на корпоративни обврзници. Истите беа долги години игнорирани од деловните субјекти како алтернативен извор на прибирање на свеж капитал за поддршка на сопственото

работење. За разлика од нив, државата е најредовна како понудувач на овој вид хартии од вредност, користејќи го како инструмент за финансирање на сопствениот дефицит од редовното работење, но не често може да го користи и како алатка за регулирање на масата пари во оптек. Нејзините обврзници секогаш се интересни за инвеститорите, поготово оние поконзервативните. Ова секако и поради фактот дека позади нив стои државата како гарант, а со тоа ризикот кој го носат со себе е секако најнизок. За разлика од нив корпоративните обврзници би ги оцениле секако со повисок ризик но повторно помал од оној по кој се карактеристични акциите. Исто така, лесно би станале атрактивни и за инвеститорите, во колку висината на каматната би била позиционирана помеѓу онаа на банкарските кредити и депозити. Од друга страна пак претставуваат многу поевтин начин за финансирање за деловните субјекти и поради фактот дека не генерираат високи трошоци. Како и да е, најзастапен начин на прибирање на слободни парични средства кај нас се сеуште долгорочните банкарски кредити. Друга причина за неразвиеноста на пазарот на капитал во македонија, поради која стопанството тешко доаѓа до потребните финансиски средства, се и сложените општествено-економски услови кои владеат, хронично намалената понуда на нови хартии од вредност како и тргувањето со нив.

Поради недоволната развиеност на пазарот на капитал во Македонија, хронично низок е интересот за тргување на него, што директно се рефлектира на успешноста на работењето и на самите посредници. Ваквата состојба се рефлектира во долгогодишната непроменетост на нивниот број. За да се помогне во излезот од ваквата состојба и да се променат работите на ова поле се правеа најразлични напори, меѓу кои мерки една од мерките беше и неоданочување на капиталните добивки, откуп на државно земјиште и државни станови со државните обврзници за денационализација, се со цел, стимулација на постоечките како и потенцијалните инвеститори. Секако да напоменеме уште една атипична берзанска мерка, односно некарактеристична законска мерка со која се сакаше да се интервенира во правец на подобрување на пазарната понуда, а тоа е задолжителната котација на акционерските друштвата кои ги исполнуваат условите за котација на берзата. Ваквата законска одредба допринесе за поголема транспарентност како и котација на друштвата кои воопшто немаа намера да се котираат на берзата, што во суштина се покажжа како доста корисно, бидејќи истите како сопственост и во рацете на странските компании станаа доста интересни за вложување, како на домашните така и на странските инвеститори присутни на домашниот пазар. Постојат секако и други причини за ваквата состојба на пазарот на хартии од вредност како, низок обем на штедење кај населението, недоволна едукација на пошироката јавност, даночната регулатива, голем број на деловни субјекти сеуште ја немаат согледано предноста од прибирање капитал на ваков начин што се рефлектира во ограничен избор на котираани акционерски друштва итн.

Една од позначајните иницијативи во последните години со кои се сакаше да се надмине ваквата ситуација на пазарот на капитал во Македонија, беше имплементацијата на SEE-Link проектот за кој претходно зборувавме, но во врска со ова ќе напоменеме уште неколку факти. Имено, на потешкотиите во развојот како во последно време така и наназад гледано, генерално извршија влијание повеќе од еден фактор, како на пример, честите избори кои генерално ја нарушуваат стабилноста и го зголемуваат сами по себе ризикот и неизвесноста во земјата,

промената на името на земјата, влезот на земјата во НАТО итн. Овие случувања ако се анализираат, се сите од не економска природа но со себе носат големи потреси во опкружувањето. Нивното влијание генерално го усложнија и во исто време го намалија интензитетот на активности на пазарот на капитал, а со тоа и развојниот циклус. Останува сега да видиме дали работите ќе одат на подобро со надминување на претходно споменатите состојби и регионалното поврзување на берзите на земјите од Западен Балкан како шанса за поголемо промовирање на македонската берза на странските инвеститори. Треба да напоменеме дека покрај другите потешкотии кои ги имаше Македонија, како внатрешно така и во опкружувањето, голем проблем во промовирањето односно корекцијата на имиџот како дестинација за инвестирање, секако е лошата меморија која ја имаат регионалните инвеститори, бидејќи многу од нив се сеуште заглавени со голем капитал во харти од вредност кој неможат да го ослободат поради лошиот сооднос на цените, тогаш и сега. На сето ова сега, имаме и развој на неочекувана состојба како локално, регионално па така и глобално, која воопшто не оди во прилог на ваквите очекувања, а тоа е пандемијата поврзана со вирусот COVID-19. Развојот на последните случувања поврзани на оваа тема се во најмала рака далеку од реален основ на кој можете да ги планирате идните чекори.

Пазарот на капитал во Македонија, ако исто така се спореди со оној во развиените економии, лесно ќе ги отслика и другите проблеми со кој се соочува и со тоа ќе ја наметне констатацијата кои се мерки треба да се превземат за да се досообразат сите неопходни предуслови за негово успешно и поефикасно функционирање во иднина.

7.3. Анализа на состојбата на пазарот на капитал 2015-2020

Македонската берза во првата половина на 2020 година забележа повисок промет од берзите на неколку земји во регионот, Подгорица, Софија, Бања Лука, Белград и Сараево. Прометот со харти од вредност во првата половина на 2020 година во БЕСТ системот, изнесува приближно 63 милиони евра и е поголем во однос на истиот период ланската 2019 година за цели 124%. Таквиот тренд на зголемување, секако е забележан и во бројот на извршени дневни трансакции кој во просек изнесува 120 на број, а дневниот промет во просек околу 0,5 милиони евра. Статистички гледано, анализата покажува дека тоа е најголем регистриран промет во последните пет години во делот на класичното тргување.

Позитивниот тренд на МБИ10 во последните пет години (2016-16,50%, 19%-2017, 36,70%-2018, 34%-2019) како веќе напоменавме, беше прекинат под влијание на COVID-19 кризата кога неговата вредност се намали и до крајот на првото полугодие изнесуваше 11,45%. Истото се случуваше и со останатите берзански индекси на другите берзи во регионот.

Движењето на индексите на берзите во регионот во првото полугодие 2020 во однос на истиот период 2019 година, покажа исто така негативен тренд (BIRS +1,28%, SASX-10 -5,15%, BELEX15 -16,94%, SOFIX -20,22%, MBI10 -11,45, CROBEX -19.62%).

Движењето на МБИ10 во првото полугодие на 2020 година по месеци (Феб. -5,01%, Мар. -22,50%, Апр. +23,20%, Мај. -4,50%, Јун. -3,40%), покажува евидентен пад во вредноста но сепак генерално сеуште поедини акции во неговиот состав имаат поголема вредност него во минатото. Најтрговани акции во овој период се оние на Алкалоид, Комерцијална банка и Макпетрол (АЛК 13,23 мил. ЕУР, КМБ 26,47 мил. ЕУР, МПТ 7,64 мил. ЕУР), а се карактеризира и со голема концентрација во тргувањето, каде од 100 котираните друштва, само 10 од нив направиле дури 93% од вкупниот промет, а од истите 87% од прометот во 2019. Исто така пазарната капитализација на котираните друштва во 2020 година се зголемила за 2,04% во однос на 2019.

Работењето на деловните субјекти кои котираат на македонската берза во првиот квартал на 2020 година, гледано низ призма на финансиските резултати кои ги бележат во нивните извештаи, покажува намалување од 15% на ниво на нивната вкупна остварена добивка во однос на истиот период во претходната година. Секако ваквиот тренд на намалување на успешноста во нивното работење продолжи и до крајот на првото полугодие како резултат од влијанието на кризата која беше предизвикана од COVID-19 на глобално ниво.

Кога станува збор за прометот на обврзниците со кои се тргува на македонската берза, може да се каже дека е доста скромен, а сега кон ова допринесува секако и актуелната ситуација со COVID-19. Ова секако не мора нужно да значи дека истата повеќе ќе го комплицира тргувањето со нив, туку обратно, поради нивната природа може да ја поттикне и во позитивна насока нивната циркулација на пазарот. На крајот што се однесува до скромниот промет со континуираните обврзници досега, главно се должи и на фактот дека инвеститрите, односно оние кои ги поседуваа ги чуваа до рокот на нивното доспевање. Вкупниот промет со нив до крајот на првата половина на 2020 година изнесува 207.919.720 денари или 88,77%, додека со обврзниците за денационализација 26.312.266 или 11,23%.

На крајот да напоменеме уште еден новитет на македонската берза, со кој се сака да се поттикне интересот кај инвеститорите, покрај SEE-Link платформата е Funderbeam - crowdfunding платформата, со која се дава можност од една страна за одредени проекти за кои голем број на поединци од населението сметаат дека се интересни за вложување, да се соберат доволен износ на средства за нивно финансирање, додека од друга страна пак, за секој од тие лица вложениот износ претставува релативно мал, безначаен влог.

ЗАКЛУЧОК

Берзите и ефикасниот развој на берзите и берзанските работи има благотворно дејство на финансискиот и стоков пазар, посебно на пазарот на земјите кој се во транзиција и развој каков што е случај со зејите од Западен Балкан. За берзанските работи може да се каже дека се тоа договори за продажба на берзанските материјали по пат на овластени лица, во рамка на посебна постапка чии правила ги утврдува берзата. Една од битните особини на овие работи е да се склучуваат исклучиво преку берза како посебно организиран пазар. Берзанското работење има

одредени особености по кои се разликува од останатите договори за продажба, а тие особености се однесуваат на местата на склучување на договорите, времето на тргување, својствата на договорачите, начинот на склучување и извршување на договорот.

Берзата претставува потесен облик на финансиски пазар кој се врзува за одредено место, време, организација и начин на функционирање. Прометот кој се врши на берзата се нарекува берзански промет. Со право може да се каже, дека берзата претставува место на кое се врши купување или продавање на одредени и точно дефинирани предмети на тргување, по однапред утврдени правила. Она представува централизиран финансиски пазар на кој се формираат цени на финансиските инструменти (хартии од вредност) кои ја опфаќаат сета расположива понуда и побарувачка. Берзите се сложени и многу важни финансиски институции без кои е незамислив финансискиот систем на развиените пазарни економии, но се повеќе и стопанството на земјите во развој и транзиција. Они овозможуваат трговија со хартиите од вредност, парите и стоката во разни делови на светот така да предметот на трговија (стандардизиран) не е физички присутен за време на трансакциите. Развојот на електронските мрежи овозможува да се тргува со другите континенти така да локацијата на седиштата на берзите е се помлаку важна. Берзите како институции имаат големо влијание на развојот на целокупните стопанства.

За да можат берзите несметано да функционираат, неопходно е да формираат овицијален листинг кој ќе обезбеди на пазарот на акции да се појават само оние претпријатија кои ќе ги исполнуваат строго пропишаните критериуми. Тоа значајно ги олеснува ситациите во кои недоволно информирани и упатени инвеститори своите “слободни” парични средства можат да ги доверат во сигурни и компетентни раце.

Важно е да се нагласи, дека треба да се јакне и работниот морал и системот на морално-правни санкции како форма на автономна заштита на берзата и берзанското работење од страна на самите берзански учесници. Према објективноста, транспарентноста и делувањето на пазарните закони, а посебно законите на понудата и побарувачката, како и законот на вредност, берзата е вистински и најфинален пазар. Како таков, берзата претставува најзначаен пазар за сите битни актери на светската стопанска сцена па и за оние земји во транзиција.

Анализата кога станува збор за пазарот на капитал во земјите од Западен Балкан, покажа дека се работи за сеуште слабо развиен сегмент. Основните карактеристики на пазарот на капитал во Србија, мал број на учесници и недоволен број на инструменти, висок ризик што се должи на преголемата концентрација на хартиите од вредност во рацете на банките и странските инвеститори што како последица предизвикува неликвидност. Падот на обемот на прометот како и бројот на трансакции во последните години е карактеристика на хрватскиот пазар на капитал. Слабата регулација како и ликвидност и недоволната заштита на инвеститорите е карактеристика на пазарот на капитал на Црна Гора, многу посериозна е состојбата на

пазарот на капитал во Босна и Херцеговина од причина што изборот на инструменти е базичен, а истото важи и за вклучените институции во функција на процесот. Недостатокот на улога на Македонската берза како извор за финансирање на деловните субјекти е една од нејзините основни недостатоци. Недостатокот на експертиза, скромната понуда на вредносни хартии, недоволната едуцираност итн. се меѓу главните причини што водат до ваквата состојба на пазарот на капитал.

Финансискиот пазар не може да се равива како изолиран проект, исто како што одлучна реформа не може да се изврши без сеопфатни стимулативни мерки кои се одвиваат по одредена динамика. Со други зборови, развојот на финансискиот пазар тесно е поврзан, како со базичните реформи, така и со реформи кои тесно се однесуваат на овој сегмент од стопанството.

Во секој случај треба да се превземат поенергични мерки во колку се сака да се надминат ваквите состојби и да се стимулираат промени во позитивна насока. Иницијатива за едукација на професионалната и пошироката јавност, степенот на информирање, едукација и пракса низ студиските програми, би бил еден пакет на мерки со кои би се делувало во таа насока. Поттикнувањето на компаниите да емитуваат должнички и сопственички хартии од вредност е друга мерка без која секако не би бил изводлив процесот на развој на пазарот на капитал. На овој начин, од една страна останува скромна понудата, а од друга страна изостанува отвореноста на компаниите за презентација пред јавноста, што директно го намалува интересот кај потенцијалните инвеститори и го хендикепира развојниот процес.

Нормално, постојат и реформи кои се клучни за развојот на финансискиот паар. Они опфаќаат прописи кои се однесуваат на берзанското работење, регистарите за хартии од вредност, прописите кои се однесуваат на банкарскиот сектор, законот за девизно работење, реформите на пензискиот систем и здравствено осигурување, заштите на малите акционери, регулирање на превземањето, спречување на принудувањето на сопствениците на користење на одредени посредници и слично.

Основна причина за губење на значајни компании на пазарот на капитал и берзата се одредбите на стариот Закон за хартии од вредност (делот за превземање на компании) бидејќи истите се приватизирани со превземање односно директно со договор, а нивните акции кога би се нашле на берзата и слободно би се тргувале помеѓу оние кои ги поседуваат и оние кои би сакале да ги поседуваат, целата оваа постапка окулу приватизацијата би била многу поправична, пазарите далеку поликвидни и атрактивни за инвеститорите, а ефектот на берзата како инструмент и главен сегмент каде се врши препраспределба на слободниот капитал во општеството и тргување со сопственички удели, далеку поразвиен уште на самите почетоци. Тие акции би биле многу позначајни за поголемиот дел на пазарот на капитал како и привлекување на домашни и странски инвеститори.

Појавата на приватни пензиски фондови како и основање на инвестициски фондови покажува дека и брокерските куќи и инвестициски фондови се присутни на нашиот пазар. Македонската берза овозможи, секој кој сака во секое време може по електронски пат да ја прегледа комплетната понуда на акции и обврзници. Проблем е што нашите компании не ги ажурираат податоците во своите проспекти, некои се стари и по неколку години, а тоа нормално ги одбива инвеститорите.

Према податоците на Македонската берза видлив е доста голем напредок во однос на претходните години како и доста соборени рекорди во работењето на Македонската берза. Последниот тргоски ден 2007 година на Македонската берза, продолжен е трендот на соборување на рекордите, бидејќи со 31.12.2007 година вкупната вредност на прометот преминала 41,8 милијарди денари, односно 680 милиони евра. Оваа вредност на прометот претставува зголемување од 34,45% во однос на претходната година. Кон тоа највеќе допринело тргувањето со акции кое претпрело зголемување од 236,78% во однос на 2006 година и изнесувало 28,9 милијарди денари, односно 470 милиони евра, што претставува најголема историска вредност на прометот остварен во тргувањето со овие хартии од вредност. Исто така, во тргувањето со обврзниците на Република Македонија остварениот промет од 1,6 милијарди денари, односно 27 милиони евра ја надмина вредноста на прометот од 2006 година за 30,05%. Исто така во 2007 година и индексите на Македонската берза МБИ10 (МВ10) и ОМБ (ОМВ) забележаа рекордни резултати. Ваквиот резултат на пикови во прометот после 2007 година се повтори по цели 10 години и тоа во 2018 и првото полугодие оваа 2020 година, кога изнесува 62 мил. ЕУР и е за 124% поголем во однос на истиот период претходната 2019 година.

Берзата допринесува кон поврзување на една земја со светот, нејзиното вклучување во меѓународните текови, што нормално позитивно влијае на привлекување на странскиот капитал. Нејзината изградба, исто така, покрај останатите услови, е важен предуслов за стабилизација на националната економија, стопанството во целина и остварување на промените во транзиција. Развојот на берзанското работење зависи од стварниот обем на хартии од вредност на пазарот. Неопходно е и одредено ниво на стандард, култура, традиција, склоност на стопанските субјекти и граѓани за тргување на берза, но и заштита на берзата и работењето на неа по пат на државна интервенција и државен надзор како најефикасни правно заштитни инструменти.

На крајот доколку не се решат проблемите и не се поттикне развојот на пазарот на капитал, финансирањето на деловните субјекти ќе остане ориентирано кон традиционалните банкарски кредити што во суштина е негативна појава при постоење на пазар на капитал, а јавноста незаинтересирана за инвестирање на истиот. Сепак, развојот на едно пазарно стопанство е незамисливо без постоење на еден здрав и функционално развиен пазар на капитал.

ЛИТЕРАТУРА

- *Luc Laeven* - "The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges", IMF Working Paper, Washington, 2014
- *Karolina Karovska* - "Capital Market Analysys", CEA, Skopje, 2007
- *Д-р Зоран Ивановски* - "Финансиски Пазари и Институции", УТМ, Скопје
- *Работна Група за Развој на Државни Хартии од Вредност* - "Стратегија за Развој на Пазарот на Државни Хартии од Вредност", МФ и НБРМ, Скопје, 2003
- *Evgenij Najdov*, FYR Macedonia Policy-Based Guarantee – "Supporting the Development Agenda and Strengthening Access to Capital Markets", The World Bank, 2013
- *Проф. Д-р Мохаил Петковски* - "Финансиски пазари и институции", Економски факултет - Скопје, 2002
- *Мирослав Прокопијевиќ* - "Тржиште Капитала у Србији", ИЕС, Београд, 2006
- *Проф. Д-р Сашо Арсов* – "Финансиски Менаџмент", Економски Факултет - Скопје, 2008
- *Д-р Јанка Димитрова, Др. Ристо Фотов, Др Оливера Г. Трајковска, Марија Тодоровска* - "Retrospective of Macedonian Capital Market for the Last Ten Years" (2004-2013), ФЕ, Штип, 2013
- *Miroslav Vitez* - "Berze, hartije od vrjednost i brzanski poslovi – Teorija i praksa", Ekonomski fakultet - Subotica, 2000
- *Kadir Karagoz, Suzan Ergun* - "Stock Market Integration Among Balkan Countries", MIBES Transactions, 2010
- *Проф. Д-р Тихомир Јовановски* - "Финансиски пазари", Економски Центар - Скопје, 1994
- *Фредерик Мишкин* - "Економија на пари, банкарство и финансиски пазари", VIII едисија, Универзитет на Колумбија, 2010
- *М-р Саша Муминовик* - "Берзански Послови на Просторима Бивше СФРЈ", Јулон д.д, Лјубљана, 2005

Веб линкови:

- www.montenegroberza.com
- www.sase.ba
- www.zse.hr
- www.belex.rs
- www.ljse.si
- www.mse.mk
- www.cdhv.mk
- www.sec.gov.mk
- www.nbrm.mk
- www.sec.gov.mk
- www.tse.com.al

¹ <http://www.investbroker.com.mk/berzanskitermini.html>

² <http://www.mse.org.mk/upload/datoteki/PROCEDURI%20ZA%20TRGUVANJE.pdf>

³ https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwi2iL6Pz9zOAhVEaxQKHVFNBlSQFggvMAE&url=http%3A%2F%2Fw3.ekof.bg.ac.rs%2Fupload%2F1119EP-2013-CAS14.ppt&usg=AFQjCNHlgvyuXQhfc_OcRgHKollplt2y1Q&bvm=bv.130731782,d.d24&cad=rja - Sistemi za Prenos Podataka sa Berze

⁴ https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwi2iL6Pz9zOAhVEaxQKHVFNBlSQFggvMAE&url=http%3A%2F%2Fw3.ekof.bg.ac.rs%2Fupload%2F1119EP-2013-CAS14.ppt&usg=AFQjCNHlgvyuXQhfc_OcRgHKollplt2y1Q&bvm=bv.130731782,d.d24&cad=rja - Sistemi za Prenos Podataka sa Berze

⁵ <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/about-us/frankfurt-stock-exchange/history-of-the-frankfurt-stock-exchange>

⁶ <http://www.history.co.uk/study-topics/history-of-london/londons-royal-exchange>

⁷ Berze i Berzansko Poslovanje, Finansijsko Poslovanje i Berzanski Menadzment, Banja Luka, novembar 2011 godine

⁸ <http://www.investopedia.com/terms/i/iosco.asp>

⁹ <http://www.mse.mk/mk/content/1/2/2008/organizational-structure>

¹⁰ REGFIT - Razlozi i Oblici Regulative Finansijskih Trzista u Svetu

¹¹ <http://www.fxforexsrbiјаforum.com/t2032-njujorska-berza-nyse-ili-tzv-big-board>

¹² <file:///C:/Documents%20and%20Settings/tonkos01/Desktop/MBA%20Materials/Berze%20%E2%80%93%20istorijat%20i%20pojam%20%20Berze.htm>

¹³ Knjiga javne finansije, Predrag Goranovic, Podgorica 2008 god.

¹⁴ Berze i berzansko poslovanje, Finansijsko poslovanje i berzanski menadzment, str. 18

¹⁵ Berze i berzansko poslovanje, Finansijsko poslovanje i berzanski menadzment, str. 19

¹⁶ Broker u osiguranju je pravno ili fizičko lice koje samostalno obavlja djelatnost, čiji je isključivi profesionalni cilj da u ime osiguranika, u pogledu osiguranja ili reosiguranja rizika, dovede u vezu lica koja traže osiguranje ili reosiguranje i društva za osiguranje ili reosiguranje, da obavlja pripreme radove za zaključivanje ugovora o osiguranju ili reosiguranju, i ukoliko je ugovoreno, pomaže pri obradi i izvršavanju tih ugovora, a naročito u slučaju odštetnog zahtjeva. Broker u osiguranju prima proviziju od društava i djeluje uz potpunu slobodu u pogledu izbora društva - <http://www.vipox.ba/>

¹⁷ Брокерско-дилерските друштва во пракса најчесто се нарекуваат брокерски куќи.

¹⁸ Барање за издавање дозвола за работење на брокерска куќа, член 106 од ЗХВ

¹⁹ Дирекција за вршење услуги со ХВ, Комерцијална Банка АД Скопје

²⁰ Статистичка Анализа и Прогноза на Пазарот на Акции во РМ, Петрова Радица, Прилеп 2015 год., стр. 13

²¹ Денот на салдиреање, таканаречен ден на “испорака наспроти плаќање” (DVP - Delivery vs. Payment) кај нас дефиниран во рок од три работни (трговски) дена T+3 е одреден ден кога продавачот ќе ги испорача хартиите од вредност, а купувачот ќе ги плати.

²² Денот кога е склучена купопродажната трансакција.

²³ Slovic S., *Teorija Investiranja*, str. 165, www.scribd.com

²⁴ <http://www.nytimes.com/1986/11/23/business/personal-finance-making-the-most-of-margin-accounts.html>

²⁵ <http://www.investopedia.com/terms/n/nyse.asp>

²⁶ <http://www.tse.com.al/uploads/1284970880-Organization-chart.pdf>