



УНИВЕРЗИТЕТ НА ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА  
UNIVERSITETI I EVROPE JUGLINDORE  
SOUTH EAST EUROPEAN UNIVERSITY

ФАКУЛТЕТ ЗА ОПШТЕСТВЕНИ НАУКИ  
FAKULTETI I SHKENCAVE SOCIALE  
FACULTY OF SOCIAL SCIENCES

## POSTGRADUATE STUDIES-SECOND CYCLE

### THESIS:

**„ГЛОБАЛИЗАЦИЈАТА И НЕЈЗИНОТО ВЛИЈАНИЕ ВРЗ ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ: СТУДИЈА НА СЛУЧАЈ НА  
СЕВЕРНА МАКЕДОНИЈА“**

**„GLOBALIZIMI DHE NDIKIMI I TIJ NË TREGUN E KAPITALIT: STUDIMI I RASTIT TË MAQEDONISË SË  
VERIUT“**

**„GLOBALIZATION AND ITS INFLUENCE ON THE CAPITAL MARKET: A CASE STUDY OF NORTH  
MACEDONIA“**

CANDIDATE:  
NURAN VESELOV

MENTOR:  
MERITA ZULFIU ALILI

SKOPJE, DECEMBER 2022

## АПСТРАКТ

*Неразвиениот рурален пазар на капитал во Република Северна Македонија е ограничен со јазот во урбано-рурален развој со ограничени капацитети за рурален развој и несовршености на пазарот на рурален капитал. Токму поради тоа, подолу имплементираниот труд ќе го насочи својот основен предмет на истражување да биде фокусиран на анализа на глобалните токови на капитал на меѓународните пазари, особено на развиените земји, со цел да се истакне проблематиката на развој на домашниот пазар на капитал, особено земајќи ги предвид сигурните тврдења и теории, кои подолу спроведеното емпириско истражување од магистерскиот труд ги истакнува, дека ефективно развиениот пазар на капитал влијае директно врз економскиот перформанс на една земја, особено однесувајќи се на нејзиното учество во меѓународната динамичност на мобилноста на капиталот.*

*Според тоа, основната емпириска цел е всушност, да преку анализа на моменталните меѓународни текови на капитал и студија со која се разјаснува функционалноста и огромниот ефект кој меѓународниот пазар на капитал го има врз економската глобализација, студијата да дојде до јасно претставување на недосаттоци и предности со кои се истакнува македонскиот пазар на капитал. Во тие рамки, во студијата, меѓу највпечатливите пречки ќе се истакнат илегалниот статус на голем дел од земјоделските објекти и други недвижности во руралните средини, особено на помалите и средни компании кои преовладуваат во земјата и недоволното знаење и способности на индивидуалните претприемачи во аплицирањето и учеството на берзата, аплицирање на листинг за истите и слично. Европската Унија, националните и други донаторски фондови се користат за подобрување на знаењето, вештините и другите човечки ресурси, како и за решавање на нелегалниот статус на објекти и објекти.*

*Во последниве години, владината поддршка е насочена денес кон промовирање на ефективни регулативи и реформи во однос на имплементација на квалитетна основа за динамичен раст и развој на пазарот на капитал во земјата, со цел истиот да може да ја зголеми својата конкурентност на меѓународниот пазар на капитал. Укинувањето на несовршеностите и подобрувањата во функционирањето на пазарот на капитал - полесно за пристап до кредити и финансиски средства, особено за малите претприемништва, се сметаат за мерки кои придонесуваат за зголемување на нивото на финансискиот и економскиот перформанс во земјата. Со цел да се реализираат ваквите мерки неопходно е најпрвин да се разјасни функционалноста на пазарот на капитал во развиените земји, кои служат за пример на ефективно воспоставување на динамичноста на капиталот во меѓународните токови на економската глобализација.*

**Клучни зборови:** капитал, парични средства, финансии, финансиски пазар, берза, хартии од вредност, акции, пазар на капитал, Европска Унија, монетарна политика, Република Северна Македонија

## ABSTRAKT

*Tregu i pazhvilluar i kapitalit rural në Republikën e Maqedonisë së Veriut është i kufizuar nga hendeku në zhvillimin urban-rural me kapacitete të kufizuara për zhvillim rural dhe papërsosmëritë në tregun e kapitalit rural. Pikërisht për këtë, punimi i implementuar më poshtë do ta drejtojë objektin e tij bazë të kërkimit që të fokusohet në analizën e flukseve globale të kapitalit në tregjet ndërkombëtare, veçanërisht në vendet e zhvilluara, për të evidentuar problemin e zhvillimit të tregut vendas të kapitalit, veçanërisht duke marrë parasysh pretendimet dhe teoritë e besueshme, që nxjerr në pah hulumtimet empirike të kryera më poshtë nga teza e masterit, se një treg i zhvilluar në mënyrë efektive i kapitalit ndikon drejtpërdrejt në performancën ekonomike të një vendi, veçanërisht në lidhje me pjesëmarrjen e tij në dinamikën ndërkombëtare të lëvizshmërisë së kapitalit.*

*Prandaj, objektivi kryesor empirik është, në fakt, përmes një analize të flukseve aktuale të kapitalit ndërkombëtar dhe një studimi që sqaron funksionalitetin dhe efektin enorm që ka tregu ndërkombëtar i kapitalit në globalizimin ekonomik, studimi të arrijë në një paraqitje të qartë të mangësive dhe avantazhet me të cilat vë në pah tregu i kapitalit maqedonas. Në këto kuadër, në studim, ndër pengesat më të spikatura do të vihet në pah statusi i paligjshëm i një pjese të madhe të objekteve bujqësore dhe pasurive të tjera të paluajshme në zonat rurale, veçanërisht të kompanive të vogla dhe të mesme që mbizotërojnë në vend, dhe njohuritë dhe aftësitë e pamjaftueshme të sipërmarrësve individualë për aplikimin dhe pjesëmarrjen në bursë, aplikimin për listim për të njëjtën gjë etj. Fondet kombëtare, të Bashkimit Evropian dhe donatorëve të tjerë përdoren për të përmirësuar njohuritë, aftësitë dhe burimet e tjera njerëzore, si dhe për të adresuar statusin e paligjshëm të objekteve dhe objekteve.*

*Vitet e fundit, mbështetja e qeverisë synon sot promovimin e rregulloreve dhe reformave efektive në drejtim të zbatimit të një baze cilësore për rritjen dhe zhvillimin dinamik të tregut të kapitalit në vend, me qëllim rritjen e konkurrencës së tij në tregun ndërkombëtar të kapitalit. Eliminimi i papërsosmërive dhe përmirësimet në funksionimin e tregut të kapitalit – aksesimi më i lehtë në kredi dhe burime financiare, veçanërisht për bizneset e vogla, konsiderohen masa që kontribuojnë në rritjen e nivelit të performancës financiare dhe ekonomike në vend. Për të zbatuar masa të tilla, fillimisht është e nevojshme të qartësohet funksionaliteti i tregut të kapitalit në vendet e zhvilluara, të cilat shërbejnë si shembull i vendosjes efektive të dinamizmit të kapitalit në rrjedhat ndërkombëtare të globalizimit ekonomik.*

**Fjalë kyçe:** kapital, para, financa, treg financiar, bursë, letra me vlerë, aksione, treg kapitali, Bashkimi Evropian, politika monetare, Republika e Maqedonisë së Veriut,

## ABSTRACT

*The underdeveloped rural capital market in the Republic of North Macedonia is limited by the gap in urban-rural development with limited capacities for rural development and imperfections in the rural capital market. Precisely because of this, the paper implemented below will direct its basic object of research to be focused on the analysis of global capital flows in international markets, especially in developed countries, in order to highlight the problem of development of the domestic capital market, especially taking given the reliable claims and theories, which the below conducted empirical research from the master's thesis highlights, that an effectively developed capital market affects directly the economic performance of a country, especially regarding its participation in the international dynamics of capital mobility.*

*Therefore, the main empirical objective is, in fact, through an analysis of current international capital flows and a study that clarifies the functionality and the enormous effect that the international capital market has on economic globalization, the study to arrive at a clear presentation of shortcomings and advantages with which highlights the Macedonian capital market. Within those frameworks, in the study, among the most striking obstacles will be highlighted the illegal status of a large part of agricultural facilities and other real estate in rural areas, especially of the smaller and medium-sized companies that prevail in the country, and the insufficient knowledge and abilities of individual entrepreneurs in applying and participating. on the stock exchange, applying for a listing for the same and so on. National, European Union and other donor funds are used to improve knowledge, skills and other human resources, as well as to address the illegal status of facilities and objects.*

*In recent years, government support is aimed today at promoting effective regulations and reforms in terms of implementing a quality basis for dynamic growth and development of the capital market in the country, in order to increase its competitiveness in the international capital market. . The elimination of imperfections and improvements in the functioning of the capital market - easier access to credit and financial resources, especially for small businesses, are considered measures that contribute to increasing the level of financial and economic performance in the country. In order to implement such measures, it is first necessary to clarify the functionality of the capital market in developed countries, which serve as an example of the effective establishment of capital dynamism in the international flows of economic globalization.*

**Keywords:** capital, money, finance, financial market, stock market, Securities, shares, capital market, European Union, monetary policy, Republic of North Macedonia,

## Содржина

|                                                                                                                                                      |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>ВОВЕД.....</b>                                                                                                                                    | <b>8</b>  |
| <b>1. ТЕОРЕТСКИ АСПЕКТИ НА ГЛОБАЛНИОТ ПАЗАР НА КАПИТАЛ .....</b>                                                                                     | <b>11</b> |
| 1.1. Поим и карактеристики на глобалниот пазар на капитал .....                                                                                      | 11        |
| 1.2. Појава и развој на светскиот пазар на капитал .....                                                                                             | 15        |
| 1.3. Инструменти и функционалност на пазарот на капитал.....                                                                                         | 19        |
| 1.3.1. Обврзници како ХОВ .....                                                                                                                      | 22        |
| 1.3.2. Акционерски капитал.....                                                                                                                      | 24        |
| 1.4. Основни обележја на пазарот на капитал во земјите во развој .....                                                                               | 26        |
| 1.5. Принципи на движење на капиталот .....                                                                                                          | 31        |
| 1.6. Фактори на развој на интернационализација на пазарот на капитал .....                                                                           | 34        |
| <b>2. АНАЛИЗА НА МЕЃУНАРОДНО ДВИЖЕЊЕ НА КАПИТАЛОТ .....</b>                                                                                          | <b>39</b> |
| 2.1. Основи и мотиви на меѓународно движење на капиталот .....                                                                                       | 39        |
| 2.1.1. Мотиви на меѓународно движење на капитал.....                                                                                                 | 40        |
| 2.2. Облици на меѓународно движење на капитал.....                                                                                                   | 42        |
| 2.3. Меѓународни директни инвестиции .....                                                                                                           | 47        |
| 2.3.1. Странски портфолио-инвестиции .....                                                                                                           | 51        |
| 2.3.2. Меѓународни комерцијални кредити .....                                                                                                        | 55        |
| 2.4. Ефекти од меѓународното движење на капиталот – увоз/извоз .....                                                                                 | 58        |
| <b>3. ВЛИЈАНИЈА НА ГЛОБАЛИЗАЦИЈАТА ВРЗ ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ .....</b>                                                                                  | <b>62</b> |
| 3.1. Глобална економска консолидација и формирање на трилатералата .....                                                                             | 62        |
| 3.2. Трансмисиони канали на влијанија врз глобализирано движење на капитал .....                                                                     | 64        |
| 3.2.1. Анализа на краткорочно движење на капиталот во механизмот на меѓународно приспособување.....                                                  | 70        |
| 3.2.2. Анализа на нови текови на капитал во услови на глобализација.....                                                                             | 71        |
| 3.2.3. Развој на домашниот пазар на капитал .....                                                                                                    | 73        |
| 3.2.4. Бенефиции за земјите од партиципација во меѓународниот пазар на капитал .....                                                                 | 79        |
| 3.3. Трансмисиони канали на влијание на глобалниот пазар на капитал врз земјите во развој .....                                                      | 84        |
| 3.4. Кризни елементи при партиципација во меѓународните текови на пазарот на капитал ..                                                              | 89        |
| <b>4. ЕМПИРИСКО ИСТРАЖУВАЊЕ – КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НА МЕЃУНАРОДНАТА ДИНАМИКА НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ И РАЗВИЕНИТЕ ЗЕМЈИ .....</b> | <b>91</b> |
| 4.1. Пазарот на капитал на европски развиените земји .....                                                                                           | 91        |

|                                                                                                                 |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 4.1.1. Имплементација на Унија на пазарите на капитал – поддршка за реалната економија за 2019/2020 година..... | 98         |
| 4.1.2. Значајноста на иберализација на проток на капитал.....                                                   | 99         |
| 4.2. Компаративна анализа на е-трансакции во РСМ во однос на развиените земји и земји во развој                 | 102        |
| 4.3. Состојба на пазарот на капитал на РСМ во однос на развиените ЕУ-земји .....                                | 111        |
| 4.4. Анализа – Подобрување на пазарот на капитал во РСМ.....                                                    | 115        |
| 4.4.1. Напори за развој на движење на капиталот.....                                                            | 120        |
| <b>ЗАКЛУЧОК.....</b>                                                                                            | <b>127</b> |
| <b>КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА.....</b>                                                                                | <b>132</b> |
| Хипотеза .....                                                                                                  | 137        |
| Методологија на истражување .....                                                                               | 138        |

До Факултетот за општествени науки  
при  
Универзитетот на Југоисточна Европа  
— Скопје

ПРЕДМЕТ: ИЗЈАВА  
за извршена лектура на магистерски труд

Јас, Даниела Тодор Ристова, овластен лектор по македонски јазик, со положен лекторски испит (лекторска лиценца бр. УП1 29-4770 од 7.12.2018 год.), изјавувам дека магистерскиот труд на кандидатката Нуран Веселов на тема: „Глобализацијата и нејзиното влијание врз пазарот на капитал: студија на случај на Северна Македонија“ е лектуриран.

Виница, 10.3.2023 год.

Изјавила,

Даниела Ристова

*Даниела Ристова*  
ОВЛАСТЕН ЛЕКТОР  
Даниела РИСТОВА  
УП1 29-4770, Скопје РСМ

Крупниот капитал ја одбележува високата расположливост на технолошки иновации и можноста за истакнати капитални вложувања. Таквите ресурси денес претставуваат еден од главните фактори на конкурентна предност на економијата. Во текот на глобализацијата, приватизацијата на јавниот сектор и либерализацијата на пазарот, крупниот капитал зазема место на главен поттикнувач на економските, глобални активности. Меѓутоа, неговата улога во глобалната економија се анализира како позитивна, но и како помалку позитивен фактор. Еден од помалку позитивните фактори на меѓународниот интернационален капитал врши влијание на заштита на околината на земјите во развој, што се карактеризира како значително флексибилна легислатива во однос на високоразвиените земји. Меѓутоа, одредени примероци од практиката потврдуваат сепак ограничена одговорност на профитно-ориентираните ентитети, кога станува збор за влијанието на глобализацијата врз движењето на капиталот.<sup>1</sup>

Денес, во време на глобализирање на слободните економски пазари, ниту една современа трговска и бизнис дејност, не може да се изолира од потребата за извоз и увоз на капитал, без оглед на тоа дали има нето-суфицит или нето-дефицит во капиталот, така што овозможува движењето на капитал меѓу земјите да биде двонасочно, со тоа што еднаш субјектите на одредена земја се јавуваат како давачи, додека следен пат се јавуваат како корисници на капиталот.

За меѓународното движење на капиталот особено е важен меѓународниот пазар на капитал, кој може да се дефинира како збир на односи на странски лица по повод понудата и побарувачката на среднорочни и долгорочни финансиски редства. Капиталот на овој пазар може да се прибавува, меѓу останатото, емитирајќи ги обврзниците преку заемен капитал или емитирајќи ги акциите и другите вредносни хартии со правото на учество во добивката, наречена акциски и сопственички капитал. Пазарот на капитал во основа претставува специјализиран пазар на кој

---

<sup>1</sup> Coeuré B. (2019), "The euro's global role in a changing world: a monetary policy perspective".



капиталот нуди подолги рокови како примарен пазар на капитал и на кој се тргува со веќе емитирани вредносни хартии како секундарен пазар на капитал. Меѓународниот пазар на капитал е дел од глобализираниот финансиски пазар, кој опфаќа покрај тоа уште и меѓународен пазар на пари, односно пазар на кој се одвива понудата и побарувачката на краткотрајниот капитал<sup>2</sup>.

Сепак, најголемото меѓународно движење на пазарот на капитал се одвива меѓу развиените земји, односно субјектите на овие земји, кои се главни давачи, извозници и корисници, како и увозници на капиталот во светски глобални размери. Додека пак, земјите како Република Северна Македонија, која сè уште се наоѓа во процес на транзиција, главно се јавуваат како корисници на капитал, еднакво на помалку од давачи на капитал, иако некои од нив во последно време и во одредена мерка се јавуваат и како релативно значителни извозници на капитал<sup>3</sup>.

Меѓународното движење на капитал е еден од најатрактивните и актуелни облици на меѓународна соработка меѓу компаниите денес. Глобализацијата може да се применува дури доколку дојде до промени на деловното размислување и доколку постојат компании кои се подготвени да го преземат ризикот кој истиот го носи со себе. Притоа, пазарот се темели врз постоење на глобална конкуренција, односно еднаква конкуренција на компании на сите пазари без промени на производите или услугите и без прилагодувања на локалните барања и услови.

Затоа, проблематиката на подолу имплементираниот труд се однесува особено на основните облици на глобализирање, влијанието на глобализацијата на слободниот економски пазар врз меѓународните движења на капиталот, не само на македонскиот, туку и преку анализа на светските пазарни региони и искуства на даденото подрачје. Според тоа, со цел да може да се истакне влијанието на глобализацијата врз меѓународниот пазар на капитал, од голема значајност е да се

---

<sup>2</sup> Barajas, A., Chami, R. and Yousefi, S. R. (2013), "The Finance and Growth Nexus ReExamined: Do All Countries Benefit Equally?", IMF Working Paper Series, No 13/130.

<sup>3</sup> European Investment Bank (2016), "Macedonia: Assessment of Financing Needs of SMEs in the Western Balkan Countries, August 2016", available at: [https://www.eib.org/attachments/efs/assessment\\_of\\_financing\\_needs\\_of\\_smes\\_fyrom\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/efs/assessment_of_financing_needs_of_smes_fyrom_en.pdf).

истакнат и договорите и документациите за слободна трговија еднакво на инвестициите во странство како еден од неговите главни облици.

Во тие рамки, заклучоците од проблематиката која ќе се истражува во магистерскиот труд ќе се однесува на аналитичката компаративна студија во однос на капиталот вложуван надвор од националните граници, при неговиот процес на добивање на мултинационален, глобален карактер, кое го оправдува и го иницира меѓународното движење на капиталот како еден од најзначајните облици на меѓународно финансирање и одлучувачки фактор на глобализацијата денес.

Според тоа, оваа студија има за цел да го процени влијанието на глобализацијата врз развојот на меѓународното движење на пазарот на капитал, поточно на самиот капитал. Теоријата не обезбедува уникатен концепт за развој на пазарот на акции, за магистерскиот труд да може ефективно да води емпириски истражувања. Постоечкиот модел наведува дека развојот на пазарот на акции е мултифазен концепт, кој вклучува прашања од големината на пазарот, како и ликвидноста на пазарот и интеграција со светските пазари на капитал. Во тие рамки, основниот предмет на истражување во трудот е да се процени развојот на пазарот преку мерки кои ги вклучуваат: големината на пазарот, ликвидноста и нестабилноста, под влијание на глобализацијата врз меѓународното движење на капиталот.

# 1. ТЕОРЕТСКИ АСПЕКТИ НА ГЛОБАЛНИОТ ПАЗАР НА КАПИТАЛ

## 1.1. Поим и карактеристики на глобалниот пазар на капитал

Глобализацијата претставува економска основа на 90-тите години од минатиот век каде со самото тоа, темата станува веќе центар на многу дебати, од една страна наоѓајќи се оние кои пристапуваат кон ваквиот феномен, а од друга страна, истакнувајќи ги противниците на глобалниот феномен. Покрај многуте дебатирани дискусии на темата *нова глобална економија*, денешната меѓународна економска интеграција не е без преседан, бидејќи е голема прекуграничната мобилност на добрата, како и на капиталот и луѓето, станувајќи прогресивно развиена од 50-тите години од минатиот век. Токму овој период на глобализацијата, како и сегашниот, е воден од редукции на бариерите во трговските односи и острите падови во транспортните трошоци, благодарение на развојот на железничкиот превоз и парабродот<sup>4</sup>.

Сепак, меѓународните капитални текови практично сè уште не постоеле во меѓувоениот период, бидејќи владееле наметнати капитални контроли во обид за изолирање на секоја национална економија од влијанието на глобалниот пад и промените. Капиталната контрола е задржана и по Втората светска војна, со оглед на тоа дека победниците во оваа војна одлучиле да ги одржат девизните курсеви како фиксни, креирајќи на тој начин еден вид на глобална стабилност. Меѓутоа, поголемите економски сили сметале дека намалувањето на трговските бариери е витално за опоравување на светската економија.

Токму со ова се воспоставува и GATT<sup>5</sup>, по што се дозволува флукутирање на меѓународните пазарни сили. Ова веќе сигнализира преродување на глобалниот

---

<sup>4</sup>Zucman, Gabriel (2013) 'The Missing Wealth of Nations: Are Europe and the U.S. net Debtors or net Creditors?', The Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, vol. 128(3).

<sup>5</sup>General Agreement on Tariffs and Trade имплементиран од 1957ма година, организиран со серија преговори во кои постепено се намалување увозните царини, со ова GATT се заменува со WTO -World Trade Organization веќе официјално од 1995 година.

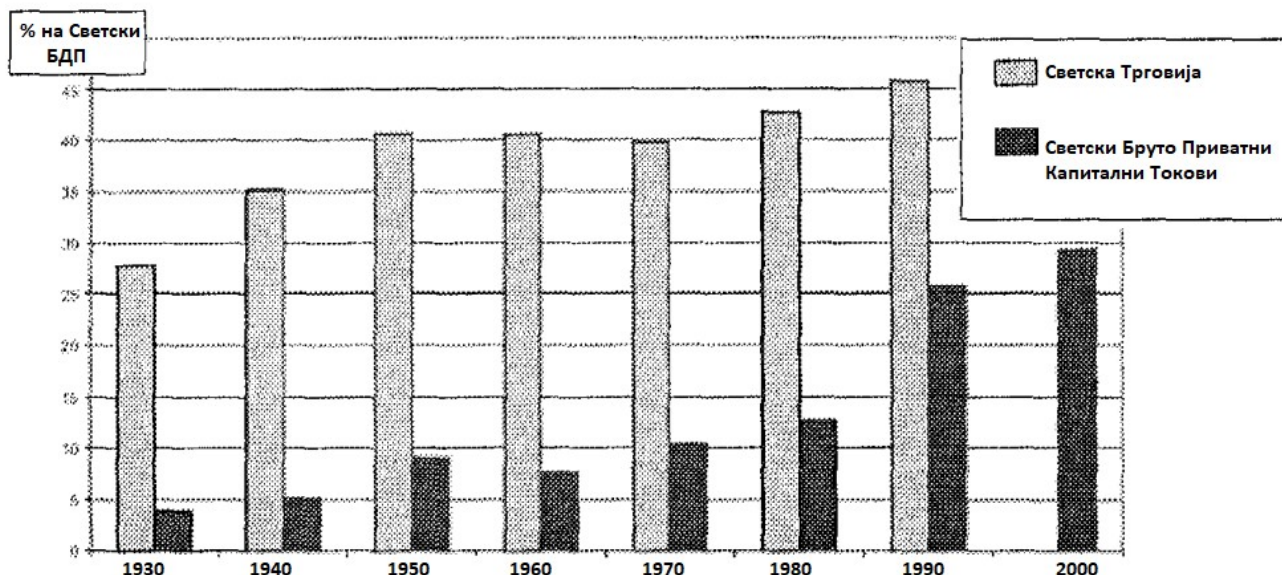
капитален пазар. САД и Германија набргу престануваат строго да го контролираат приливот и одливот на капиталот; Британија започнува да ги поништува целосно капиталните контроли имплементирани од 1979 година, Јапонија во 1980 година, додека Франција и Италија не го напуштаат последното од нивните рестрикции на прекугранични инвестиции до 1990 година<sup>6</sup>. Ваквите сили и основни извори на глобализацијата претставуваат фактор за забрзување на прекуграничните токови на производи и капитал.

Едниот извор е технолошкиот прогрес, воедно и смислата за наглиот пад на трошоците за комуникација, отргнувајќи ги бариерите на времето и просторот, кои ги раздвојувале националните пазари. Додека пак, вториот извор претставува самата либерализација.

Како резултат на ова, ГАТТ преговара и донесува и одлуки на национално ниво, во скоро сите земји, со што ги намалува бариерите за меѓународна трговија. Трговската либерализација е иницирана непосредно по Втората светска војна со посредство на ГАТТ, проследена со капитална либерализација, која го достигнува својот врв кон крајот на минатиот век, што е јасно идентификувано подолу на имплементираниот графички приказ.

---

<sup>6</sup> UNCTAD, "World Investment Report 2009: Towards a New Generation of Investment Policies", New York and Geneva, 2009.



**Графикон 1. Приказ на трендот на трговската и финансиска либерализација од почетокот на минатиот век до почеток на новиот век<sup>7</sup>**

Како што може да се увиди од погоре имплементирианиот графикон бр. 1, всушност трендот на глобализацијата е сосема јасен, меѓутоа степенот на глобализирање е често преувеличуван, особено во споредба со глобализацијата евидентирана пред Првата светска војна. Всушност, разгледувајќи го пазарот на добрата, капиталот и работната сила, може да се донесе дури и дијаметрално спротивни заклучоци. Една од мерките по кои ќе може да се анализира интегрираноста на продуктите на националните пазари е односот на трговијата и аутпутот како индикатор на отвореноста на конкретните економии. Студираниот однос нагло е зголемен веќе од 1913 година, кога во овој период Јапонија е помалку отворена од кога било. Другата анализа за силата на трговската интеграција е степенот на меѓународната конвергенција на цени.<sup>8</sup>

Слободната трговија придонесува кон намалување на цените и нивната конвергенција, со оглед на значителниот притисок од меѓународната конкуренција.

<sup>7</sup> Emilie Crozet (2003), A survey on key issues behind international trade and financial integration and liberalisation, стр 83-99.

<sup>8</sup> UNCTAD, "World Investment Report 2012: Towards a New Generation of Investment Policies", New York and Geneva, 2012.

Меѓутоа, докажано е дека постои голема дивергенција во цените кои траат веќе подолг период. Една од причините за егзистенција на оваа дивергенција на цени е опстојувањето на увозните бариери во нецаринските, помалку видливи облици, што имплицира на заклучокот дека трговските бариери, иако значително редуцирани, не се во целост користени како инструмент на трговската политика<sup>9</sup>.

Финансискиот пазар ни од близу не е интегриран во однос на набљудуваниот период. Покрај новонастанатата популаризација на меѓународните инвестиции, капиталниот пазар исто така станува индикатор кој упатува на фактот на поголема интеграција на почетокот на 20 век, отколку кон крајот на истиот век. Исто така, ниту странските директни инвестиции, вклучително контрола на имотот или претприемништвото, преку националните граници, не се воопшто нови феномени.

Додека капиталниот пазар станува растечки интегриран во периодот веднаш по Втората светска војна, веќе десетици милиони луѓе започнуваат да работат надвор од нивните домови или пак, работната сила е веќе помобилна отколку што била во минатиот век. Дури и во рамките на Европа, која им дозволува на своите граѓани да имаат право да работат и да живеат во која било земја од Европската Унија, на почетокот мобилноста на работната сила сè уште не се наоѓала на завидно ниво, поради јазичните и културните бариери, како и некомпатибилните образовни и професионални квалификации.

Според тоа, од погоре наведеното може да се изведе заклучок дека иако трендот на глобализацијата е неминовно присутен и значително влијае врз трговскиот поредок до ден денес, особено однесувајќи се на развојот на капиталниот пазар на меѓународно ниво, светската економија сè уште се наоѓа далеку од целосна и вистинска интеграција.

---

<sup>9</sup> The World Bank, "Global Economic Prospects", Washington, 2013.

## 1.2. Појава и развој на светскиот пазар на капитал

Пред деветнаесеттиот век, географскиот опсег на меѓународните финансии беше релативно ограничен во споредба со она што требаше да дојде во иднина. Италијанските банки на ренесансата ја финансираа трговијата и владата околу Медитеранот, а со проширувањето на трговијата во Европа, финансиските иновации се проширија подалеку на север, преку акредитивите развиени на саемите на Шампањ и новите банки во пристаништата во Северното Море, како што се Бриж и Антверпен. Подоцна, Лондон и Амстердам станаа клучни центри, а нивните валути и финансиски инструменти беа главен фокус на играчите на пазарот<sup>10</sup>. Додека индустриската револуција ги собра силите од Велика Британија, важноста на меѓународните финансиски пазари стана поочигледна и во јавната и во приватната сфера.

Обемот на таквите занаети навреме се прошири и на други центри кои ги развија пазарите и институциите, способни за поддршка на меѓународните финансиски трансакции, а чии влади не беа непријателски настроени кон такви случувања. Во источните Соединетите Американски Држави, широк спектар на центри, вклучувајќи ги Бостон, Филадельфија и Балтимор, отстапија пред она што стана доминантен центар на националните и меѓународните финансии — Њујорк. До крајот на деветнаесеттиот век, и Франција и Германија развија софистицирани и проширувачки меѓународни пазари, добро интегрирани во мрежите на глобалните финансии. На други места во Европа и во Новиот Свет, сличните пазари започнаа од почетна етапа, а на крајот финансиското тргување се прошири до места како што се Мелбурн и Буенос Аирес<sup>11</sup>.

Во рамките на финансиските, технолошките и институционалните случувања, како позначајни се истакнуваат: употребата на современи комуникации за пренесување на цените; развојот на многу широк спектар на приватни должнички и

<sup>10</sup>Hirshleifer, D., 2001, Investor psychology and asset pricing, Journal of Finance 56.

<sup>11</sup>S Ferre, M. and Hall, S.2002, "Foreign exchange market efficiency and cointegration," Applied Financial Economics, vol. 12.

сопственички инструменти и проширување на опфатот за активности за осигурување; проширувачката улога на пазарите на државни обврзници на меѓународно ниво; како и пошироката употреба на договори за иднина и фјучерси и дериватни хартии од вредност. До 1900 година, употребата на овие инструменти проникнуваше во главните економски центри на десетици земји ширум светот, кои се протегаа од Европа, исток и запад, север и југ, кон Америка, Азија и Африка. Клучните валути и инструменти беа познати насекаде и ја формираа основата за проширена светска комерцијална мрежа, чиј пораст беше подеднакво метеорски. Мерките на меницата, финансирањето на обврзниците, прашањата на капиталот, странските директни инвестиции и многу други видови на трансакции досега беа доста чести меѓу главните земји, како и меѓу сè поголем број нации на периферијата<sup>12</sup>.

Освен финансирањето на високите цени, сè повеќе и повеќе активности од ден на ден влегоа во орбитата на финансиите преку растот и развојот на банкарските системи во многу земји, нудејќи проверка и заштеда на сметки со текот на времето. Ова, од своја страна, го покренало прашањето дали банкарската супервизија ќе биде направена од самите банки или од страна на владините власти со решенија, вклучувајќи банки за слободно банкарство и „диви мачки“ (како и во САД), па со тек на времето да се менуваат супервизорските функции, како дел од пошироката централна монетарна власт, т.е. централната банка<sup>13</sup>. Од она што некогаш беше езотеричен сектор на економијата, финансискиот сектор се зголеми на локално и на глобално ниво, за да доведе до постојано проширување на активноста.

На страна на понудата најзначајни се: државните, регионалните и локалните органи на власта, државните агенции, како и големите корпорации. Со анализа на различните видови на хартии од вредност, примарни и секундарни, светскиот пазар е всушност, во добар дел покриен со ефективни начини и услови на работење на

<sup>12</sup> Carsten A. Holz, "China's Economic Growth 1978-2025: What We Know Today about China's Economic Growth Tomorrow", The Hong Kong University of Science and Technology, Hong Kong, 2005.

<sup>13</sup> Dooley, M., Hutchison, M., 2009. Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis. Journal of International Money and Finance.



пазарот на капитал. Според тоа, тука е неопходно да се напоменат и неколку должнички емитувани ХОВ од страна на државните органи на власта на САД<sup>14</sup>:

- *Среднорочни и долгорочни државни меници – со нив се финансираат националните долгови, со рок на доспевање до 30 години.*
- *Агенциски меници – емитувани ХОВ од страна на агенциите кои се спонзорирани од самата држава, која не гарантира експлицитно за овие ХОВ, иако инвеститорите веруваат дека државата не би дозволила агенциите да пропаднат.*
- *Меници на локалните државни органи – со нивна продажба се финансираат проекти од јавен интерес, како што се: градење на училишта, патишта, каде каматите на овие ХОВ се исклучени од плаќање данок, што значајно влијае на намалување на трошоците на позајмување.*

Сепак, настрана од ова, светските пазари на капитал забележаа значаен раст во текот на изминатите две децении, особено во 90-тите години на минатиот век. При влегувањето во новиот милениум, вредноста на американските берзански индекси се зголеми нагло врз основа на атрактивни, но исто така и во голема мера преценети сопственички хартии од вредност на интернет-компаниите. Силниот раст беше проследен со корекција на пазарот, што беше многу лошо за инвестициските фондови и за многу други инвеститори. Ентони Саундерс и Марсија Милон Корнет изјавиле дека „од 1994 година до крајот на 2001 година вредноста на акционерите била зголемена за 140 % (се зголеми на 170 % од 1994 година до крајот на 2000 година. Во 2001 година, вредноста на берзата изгубила 13,6 % во надолна фаза на економијата на САД)“ (2006, 218). Пазарот на капитал во САД се сметаше и сè уште се смета за главен светски пазар на капитал.

Процесите на глобализација доведоа до забрзување на светот — најважната улога што овој процес може да ја има во сферата на финансиите. Глобализацијата ги брише границите меѓу економските системи за нивно вкрстено поврзување во

<sup>14</sup>Saunders, Anthony, and Marcia Millon Cornett. 2006. Financijska trzista i institucije: Moderno vidjenje [Financial markets and institutions: A modern vision]. 2nd ed. Zagreb: Masmedia, стр.72-83.

огромна, меѓусебно поврзана структура. Тоиската берза, Лондонската берза и Франкфуртската берза денес се најважни финансиски центри, но овие центри сè уште не можат да го преземат водството. Водечкиот финансиски центар сè уште е во Америка.

Всушност, додека на инвеститорите на пазарот на пари, основната цел е да одржат реална вредност на финансиските средства, чекајќи во меѓувреме да се укаже можност за продуктивно инвестирање, инвеститорите на пазарот на капитал всушност инвестираат долготрајно, со цел да го зголемат својот профит. Поради сè поголемата разлика која го следи долготрајното инвестирање, каматните стапки на пазарот на капитал се повеќе во однос *важечки*, отколку на пазарот на пари. Најкрупните инвеститори на пазарот на капитал се домаќинствата, кои своите парични средства обично ги доверуваат на големите институционални инвеститори<sup>15</sup>.

Така, како што минуваше времето, обемот на пазарите на капитал стана сè поголем. Бидејќи сè поголемиот дел од националните и меѓународните економии станаа монетизирани и чувствителни на финансиските пазари, беа засегнати агентите во сите сфери — јавни и приватни, труд и капитал, домашни и странски. Кој ќе добие или ќе изгуби? Какви политики ќе се појават кога ќе се развијат владините цели? Дали глобалните пазари на капитал ќе продолжат непречено да функционираат или не? Од крајот на дваесеттиот век, историјата на развојот на меѓународниот пазар на капитал е од огромен увоз. Во различни времиња, пазарот го обликуваше текот на националниот и меѓународниот економски развој и ги заостри политичките интереси во сите насоки. Во однос на распределбата и еднаквоста, тој направи победици и губитници, иако победниците и губитниците, на национално и глобално ниво, често се нејасни. Токму според тоа, целта на ова поглавје, гледано од дедуктивно-индуктивен теоретски аспект, е да се раскаже

---

<sup>15</sup>Adler, M., Dumas, B., 2013. International Portfolio Selection and Corporation Finance: A Synthesis. Journal of Finance 38.

начинот на кој се создаде вистинскиот глобален пазар на капитал во пресрет на новиот век и да се истражи како тоа влијаело врз текот на настаните оттогаш<sup>16</sup>.

### 1.3. Инструменти и функционалност на пазарот на капитал

Пазарот на капитал, како што можеше да се увиди од погоре имплементираните дефиниции, се однесува како збир на понуда и побарувачка на долготрајните и среднотрајни финансиски средства. Ова е дел од вкупниот финансиски пазар, кој опфаќа уште и пазар на пари и краткотрочни средства. Како што се гледа од погоре имплементираните теории, пазарот на капитал се состои од банкарски пазар на капитал и берзански пазар на капитал.

На банкарскиот пазар на капитал се појавува заемен капитал на банката. Банката се јавува во улога на заемодавач и долготрајни депозити, а претпријатијата како заемопримач. Меѓу должникот и доверителот се формира директен кредитен однос на основа на долготрајниот банкарски кредит<sup>17</sup>.

На берзанскиот пазар пак, се купуваат и се продаваат акции и обврзници. Берзанскиот пазар се нарекува и секундарен пазар на капитал. Тешко е и скоро невозможно прецизно да се раздвојат пазарот на пари и пазарот на капитал. Поделбата е скоро теоретско-хипотетска, односно станува збор за конвенција<sup>18</sup>, т.е. сè со рок до година дена се смета за краткотрајно вложување, додека пак, сè со рок над една година се смета за долготрајно, инвестиционо вложување. Меѓутоа, денес постојат инвестициони пласмани на пократки рокови, особено на ниво на финансиски облици. Од друга страна пак, постои механизам на постојано прелевање на пари од пазарот на пари на пазарот на капитал и обратно.

---

<sup>16</sup> Baur, D., Lucey, B., 2009. Flights and Contagion: An Empirical Analysis of Stock-Bond Correlations. *Journal of Financial Stability* 5.

<sup>17</sup> Berger, D., Pukthuanthong, K., and Jimmy Yang, J., 2011. International Diversification with Frontier Markets. *Journal of Financial Economics* 101.

<sup>18</sup> Cappiello, L., Engle, R., and Sheppard, K., 2006. Asymmetric Dynamics in the Correlations of Global Equity and Bond Returns. *Journal of Financial Econometrics* 4.

Тешко е да се утврди што е краткорочно, а што долгорочно, по својата природа и функција. Со тоа, ваквата поделба на финансискиот пазар е повеќе од формална, а помалку од суштинска природа. Истовремено доаѓа до постојано прелевање на едни и други облици на средства. Поради тоа, денес не постои строга поделба на краткотрајниот и долготрајниот сектор на финансискиот пазар.

Во модерните економии во кои брзо и лесно краткорочните средства се претвораат во долгорочни пласмани, во кои постојат бројни финансиски облици кои се наоѓаат меѓу краткорочните и долгорочни средства, тоа станува сè повеќе единствен пазар. Пазарот на капитал претставува фин механизам со бројни институции, инструменти и процеси, со кои се врши дистрибуција и алокација на финансиските средства, најчесто во инвестиции. Тоа е и основната функција на пазарот на капитал — на него и преку него да се концентрира понудата на слободните средства за да се подмират различните инвестиции<sup>19</sup>.

Доколку на некој му се потребни инвестициски средства, тогаш може да ги добијат на пазарот на капитал преку емисија на обврзници, како заемниот капитал, или преку емисија на акции, како акциски или сопственичкиот капитал.

На тој пазар се бара долгорочен капитал за инвестиции. Тоа е примарен пазар на капитал. Тргувањето во новите односи со веќе порано емитувани ХОВ обично се нарекува секундарен пазар на капитал. Овој пазар им овозможува на сите субјекти на пазарот на капитал за брзо време да ја менуваат структурата на својот имот и портфолио<sup>20</sup>. Така, планираните средства во долготрајни ХОВ преку продажба на пазарот на капитал лесно може да се претворат во ликвидни средства, во пари. Пазарот на капитал овозможува преку слободниот капитал да се насочат рентабилни проекти, односно инвестиции. Понудата на пазарот на капитал ја сочинуваат слободни неистрошени средства, главно заштедени средства од доход и приход, како одложена потрошувачка.

---

<sup>19</sup> Bouaziz, M., Selmi, N., and Boujelbene, Y., 2012. Contagion Effect of the Subprime Financial Crisis: Evidence of DCC Multivariate GARCH Models. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* 44.

<sup>20</sup> Rocha, I. (2016) NPL resolution: prerequisites for loan portfolio sales in the CESEE region, стр. 658.

На пазарот на капитал, всушност, се емитираат долготрајни средства во облик на различни финансиски инструменти<sup>21</sup>:

- *акции*
- *обврзници*
- *јавни заеми*
- *хипотекарни хартии*
- *индустриски обврзници и сл.*

Мотивот за понуда на овие финансиски облици е добивката која може да се реализира преку камати или дивиденди. Со оглед на тоа дека ризикот кај долготрајните инвестиции е поголем во однос на краткотрајните вложувања, тоа е и каматата, односно дивидендата е поголема кај долготрајните пласмани. Кога побарувачката за долготраен капитал опаѓа, носителите на понудата на капиталот може да ги пласираат во краткорочни облици, пазар на пари, со помал ризик и помал принос на вложен капитал. Пазарот на капитал може да биде организиран и неорганизиран.

Организиран пазар на капитал е оној на кој се однесува понудата и побарувачката на финансиските средства, каде што се одвиваат преку соодветните институции. Најзначајните институции на пазарот на капитал се берзите на ХОВ или берзите на ефекти. Целта на берзата е преку концентрација на понуда и побарувачка на едно одредено место да се утврди пазарната цена на ХОВ, пари, девизи и слично. Покрај берзите на ефект на организираниот пазар на капитал се наоѓаат и банките кои се занимаваат со долгорочни вложувања. Средствата за овој облик на кредитирање на банките се собираат преку емисија на обврзниците, акциите и со собирање на долгорочни депозити и заштедени улоги.

Како носители на понудата главно се јавуваат: осигурителните друштва, инвестиционите фондови, разните финансиски посреднички организации. Неорганизираниот пазар на капитал се однесува на директните меѓусебни односи на

---

<sup>21</sup> Caporale, G., Pittis, N., and Spagnolo, N., 2006. Volatility Transmission and Financial Crisis. Journal of Economics and Finance 30.

субјектите кои капиталот ги нуди и субјектите кои сакаат да ги инвестираат. Врските непосредно се воспоставуваат, додека циркулацијата на капиталот се одвива со посредство на различните облици на ХОВ. Со оглед на карактерот на економскиот и финансискиот систем, пазарната економија, развиениот пазар, високото ниво на слободен капитал, соодветната понуда на пазарот на капитал но и останатите значајни фактори за функционирање на капиталот, стабилноста на економијата, функција на каматата, профитни мотиви, развој на банкарскиот систем и слично, пазарот на капитал е значително развиен во развиените пазарни економии на капитализмот<sup>22</sup>.

Трансакциите на финансиските облици на овој специфичен пазар на капитал се нарекуваат капитална трансакција или трансакција со капитал. Пазарот на капитал, со оглед на трансакцијата, може да биде национален и меѓународен пазар на капитал, кој ќе биде темелно анализиран во однос на неговата функционалност, дејствување, динамичност и влијание врз економскиот перформанс на земјите во развој, особено на Северна Македонија.

#### 1.3.1. Обврзници како ХОВ

Обврзниците се ХОВ, со која издавачите се обврзуваат на лицето назначено во обврзниците (или по негова наредба), односно на носителите на обврзниците, на даден ден да им го исплатат износот наведен во обврзницата, односно износот на ануитетскиот купон. Обврзниците се по правило долготрајни, упорни и лесно преносливи ХОВ, што е значително важно за циркулацијата на финансискиот пазар. Обврзниците за издавачите служат за собирање на одредени долготрајни средства за решавање на крупните инвестициони зафати.

---

<sup>22</sup> Kasch-Haroutounian, M., Price, S., 2001. Volatility in the Transition Markets of Central Europe. Applied Financial Economics.

Обврзницата мора да содржи неколку основни значајни елементи<sup>23</sup>:

- *ознака дека е обврзница*
- *фирма и седишта на издавачот*
- *фирма и назив на купувачите*
- *ознака за обврзницата да гласи на доносителот*
- *износ на кој гласи*
- *висина на каматната стапка кога е предвидено плаќање на камата*
- *процент на учеството во добивката*
- *рокови на отплата на каматите и акциите*
- *место и датум на издавање на обврзниците*
- *сериски и контролен број на обврзниците*
- *факсимил на потписи на издавачите на обврзниците.*

На финансискиот пазар се јавуваат обврзниците кои ги издава јавниот, банкарскиот, како и приватниот сектор. Обврзниците може да бидат гарантирани и негарантирани, со фиксната камата и со променливата камата, како и со правото на учеството во добивката. Сето тоа мора да биде назначено кога се пристапува кон емитување на обврзниците. Доколку се издава обврзница со гаранција, тогаш на првата страница мора да стои името на гарантот и неговото седиште, односно неговата локација.

Всушност, издавањето на обврзниците е постапка со која се собира потребниот капитал за инвестициите. Заемопримачот и издавачот на обврзниците даваат ветување дека ќе се исплаќа одреден паричен износ во секој наведен период. Издавачот на обврзниците бара капитал од 100 денари на три години со пет проценти камата годишно, каде ветува дека секоја година ќе наплаќа по десет денари годишно. Со дисконтирање на позајмената квота се истакнува следната формула:

$$Vs = 10/(1+0.005) + 10/(1+0.0052) + 10/(1+0.0053) + 100/(1+0.0054) = 11.36^{24}$$

<sup>23</sup> Saunders, Anthony, and Marcia Millon Cornett. 2006. *Financijska trzista i institucije: Moderno vidjenje* [Financial markets and institutions: A modern vision]. 2nd ed. Zagreb: Masmedia, стр.11-16.

Бидејќи ваквиот износ може веднаш да се реинвестира по истата каматна стапка, сега дисконтниот фактор за оваа следна година е до нула точка педесет и два денари, на истиот начин се формира и дисконтниот фактор за третата година потоа. Бидејќи заемателот на овој износ мора по трета година да врати целокупна позајмена квота од сто единици, овој износ мора да се сведе на сегашната вредност.

### 1.3.2. Акционерски капитал

Акцијата е сопственички финансиски инструмент со чие купување сопственикот на акцијата станува носител на сопствеништвото над капиталот. Акцијата овозможува остварување на трајниот капитал во имотот на акционерското друштво. Акцијата овозможува право на дел од добивката, дивидендата од деловните резултати на акционерските друштва. Одредените облици на акциите овозможува односно, дава право, на управување со акционерското претпријатие. Обврзниците, се должничките ХОВ бидејќи со нивното издавање се создава долг на страна на издавачот на обврзницата<sup>25</sup>.

Основата на долгот мора да се врати во моментот на доспеаност на обврзницата, додека во меѓувреме се исплаќа камата означена во купонот на истата. Акцијата му овозможува на емитентот осигурување на трајниот капитал на претпријатијата. Акцијата претставува ризичен инструмент во однос на обврзниците. Затоа, акционерското друштво мора најпрвин да ги исплати каматите на исплата на обврзниците, а дури потоа да ги распределува дивидендите<sup>26</sup>. Каматите се третираат како секој друг расход и не влегуваат во добивката на претпријатијата. Кога ќе се утврди добивката, се исплаќа евентуалното учество во добивка на вработените. Притоа се плаќа и данок на добивка, а остатокот се дели на дивидендите и на дел кој се распределува во резерви.

<sup>24</sup> Sajnoski, K. (2006). Macedonian stock exchange boom in 2005 - fiction or reality. VLABOR LLC: Skopje, стр.68.

<sup>25</sup> Petkovski, M. (2002). Financial institutions and markets. Skopje, стр. 567.

<sup>26</sup> Saunders, Anthony, and Marcia Millon Cornett. 2006. Financijska trzista i institucije: Moderno vidjenje [Financial markets and institutions: A modern vision]. 2nd ed. Zagreb: Masmedia, стр. 95.



Резидуалниот карактер на дивидендите укажува на тоа дека сопствениците на акциите снесуваат многу поголем ризик, бидејќи дивидендите зависат од конечниот резултат на делување, кој често може и да изостане или да биде значително мал. Сопствениците на обврзниците добиваат договорена камата независно од реализираната добивка. Во услови на инфлација, акциите се помалку ризични финансиски инструменти. Обврзницата која ја носи фиксната камата во услови на инфлација често е негативна камата, така што приходот од каматата е инфлаторно обезбеден<sup>27</sup>.

Акциите имаат варијабилна дивиденда која зависи од висината на добивката. Бидејќи инфлацијата се вградува и се надава на приходот на претпријатијата, тогаш со тоа се пренесува добивка и дивиденда. Во дејностите на висока инфлација на вложување во финансиските инструменти, каде станува ризично, бидејќи работењето на најголемиот број на претпријатија станува неизвесно и со тоа финансиските инвестиции на капитал во услови на висока инфлација се високоризични<sup>28</sup>.

Од наведените причини, еден од значајните фактори за развој на финансискиот систем, динамиката на финансискиот пазар и сите облици на финансиски инструменти, се релативно стабилната економија и ниската стапка на инфлација, како и ефикасната функција на каматната стапка и чувствителноста на економските и останатите субјекти на промена на каматната стапка<sup>29</sup>.

Постојат обични, редовни акции кои претставуваат одреден вид на комбинација од акции и обврзници, каде од редот на обичните се приоритетните, кои се помалку ризични во однос на обичните, бидејќи нивните сопственици имаат првично при наплаќање дивиденди по однапред утврдена стапка.

Дивидендите по приоритетните акции се дел од добивката на акционерските друштва каде подлежат на оданочување на добивка на претпријатијата, додека

---

<sup>27</sup> Eun, C. and Lee, J. 2010, "Mean-variance convergence around the world," Journal of Banking & Finance, vol. 3.

<sup>28</sup> Saunders, Anthony, and Marcia Millon Cornett. 2006. Financijska trzista i institucije: Moderno vidjenje [Financial markets and institutions: A modern vision]. 2nd ed. Zagreb: Masmedia.

<sup>29</sup> Petkovski, M. (2002). Financial institutions and markets. Skopje.

каматите се третираат како трошоци и се исклучени од оданочување. Со тоа, приоритетните акции не се толку популарни и раширени во развиените пазарни економии, како што се тоа обврзниците и обичните акции. Акциите можат да бидат основачки, кога се формира основачкиот капитал на акционерското претпријатие, емисите и нивните нови акции. Новите акции се емитираат поради зголемување на капиталот, докапитализација на акционерските друштва, каде еднаш кога ќе се издадат скоро никогаш не се повлекуваат од финансискиот пазар, така што обемот на новите акции е релативно помал во однос на нивниот број и вредноста на акциите<sup>30</sup>.

#### 1.4. Основни обележја на пазарот на капитал во земјите во развој

Бранот на финансиска глобализација и интернационализација кој го зафати светот во изминатите децении, не остави Латинска Америка и другите пазари како и Република Северна Македонија, која исто така се наоѓа во процес на развој, да не бидат засегнати; всушност, создаде сили за промена<sup>31</sup>. Како што е забележано, многу децении и како дел од договорот од Бретон Вудс, повеќето пазари во развој наметнаа строга контрола на нивните финансиски сектори. Пазарите на домашниот капитал пред 1990-тите години беа претежно банкарски, а пазарите на хартии од вредност практично не постоеја. Владините силно регулирани каматни стапки интервенираа директно во работењето на финансиските институции и ја организираа распределбата на кредитите од страна на приватни банки<sup>32</sup>. Овој дел ги опишува начините на кои глобалните трендови на меѓународните финансиски пазари влијаеја на Латинска Америка како и на останатите европски земји во развој, истовремено истакнувајќи го начинот на кој владината политика на овие земји, меѓу

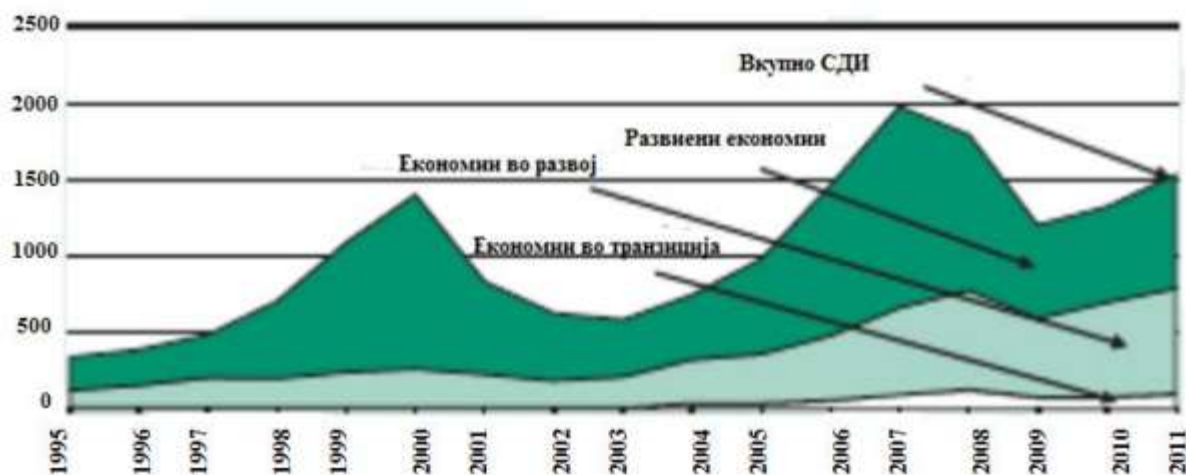
---

<sup>30</sup> OECD, European Training Foundation, European Union and European Bank for Reconstruction and Development (2019) – “Small Business act for North Macedonia”, available from: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/b8aaa569-en>.

<sup>31</sup> Kolev, Z. (2008). MA thesis: Analysis of stock exchange's operations. Skopje. стр.127.

<sup>32</sup> Sajnoski, K. (2006). Macedonian stock exchange boom in 2005 - fiction or reality. VLABOR LLC: Skopje. стр. 58.

кои се наоѓа и Република Северна Македонија, одговори на влијанијата на меѓународните глобални токови на капитал.



**Графикон 2. Влијание на финансиската глобализација врз земјите во развој**

Финансиската глобализација, како што може да се увиди од погоре имплементираниот графикон, земајќи го предвид периодот пред поголемата економска криза во 2008 година, имаше големо влијание на приливот на капитал на пазарите на земјите во развој на најмалку два начина: прво, *преку промени во обемот и составот на капиталните текови*, и второ, *преку интернационализација на финансиските услуги*<sup>33</sup>. Поголемата достапност на ликвидноста на меѓународните пазари на капитал доведе до различни бури во капиталните текови во земјите во развој.

Првиот бран го рефлектираше рециклирањето преку меѓународниот банкарски систем на петродоларите, акумулирани од извозниците на нафта за време на скандалот со цената на нафтата од 1970-тите. Од приливот во ликвидноста,

<sup>33</sup> Zografski, E., & Mrsikj. J., & Kjupev. M., & others. (1998). Stock exchange manual, Macedonian stock exchange of long-term securities JSc. Skopje.

меѓународните комерцијални банки ги користеа средствата главно за финансирање преку владини синдицирани кредити на пазарите во развој<sup>34</sup>.

И покрај тоа што најпрво се третира како проблем со ликвидноста, должничката криза во земјите во развој на крајот беше видена како главен суверен проблем со солвентност, што мораше да се реши преку меѓународно договорен протокол за намалување на долгот. Иницијативата Брејди, која беше лансирана во овој контекст, обезбеди рамка за задолжените земји да преговараат во рамките на програмите поддржани од ММФ, а тоа доведе до намалување на долгот и сервисирање на долг со нивните комерцијални банкарски доверители. Преговарачките пакети на Брејди резултираа со реструктуирање и трансформација на старите и потресени банкарски заеми во новите таканаречени *Брејди обврзници*. Како резултат на тоа, и за релативно кратко време, развиен е длабок пазар за суверените обврзници на новите економии, отворајќи го патот за „враќање“ на овие економии во просперитетните меѓународни пазари на капитал<sup>35</sup>.

Со воспоставувањето на овој нов пазар на обврзници на Брејди, започнат во 1989 година, довербата на инвеститорите во земјите во развој почна постепено да закрепнува и со растечката побарувачка за новите пазарни обврзници, владите наскоро ја искористија можноста да издаваат долг надвор од пазарот на Брејди. П Наскоро следеа приватните издавачи. Така, издавањето на обврзници на пазарот на нови пазари се зголеми од 4 милијарди американски долари во 1990 година на 99 милијарди американски долари во 1997 година. Како последица на кризата од Источна Азија и Русија од 1997 до 1998 година, издавањето значително се намали, но се зголеми силно во последниве години, достигнувајќи врв од 183 милијарди долари во 2005 година<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Zografski, E., & Mrsikj. J., & Kjupev. M., & others. (1998). Stock exchange manual, Macedonian stock exchange of long-term securities JSc. Skopje.

<sup>35</sup> Schäfer, L. (2016) Forgive but not forget: the behaviour of relationship banks when firms are in distress, EBRD Working Paper no. 186.

<sup>36</sup> Zografski, E., & Mrsikj. J., & Kjupev. M., & others. (1998). Stock exchange manual, Macedonian stock exchange of long-term securities JSc. Skopje.

Бранот на прилив на капитал на пазарите во развој, кој започна во 1990-тите, се разликува на најмалку два начина од периодот на капиталните приливи во периодот 1976 — 1982: прво, во однос на големината и второ, во однос на составот на протокот. Протокот на капитал во земјите во развој во 1990-тите години ги засени оние од 1980-тите, достигнувајќи врв од 353 милијарди американски долари (по цени од 2000) во 1997 година, во споредба со 158 милијарди американски долари на врвот пред должничката криза во 1982 година, како што може да се увиди преку погоре поставениот графикон бр. 2. Како последица на финансиската криза во Источна Азија и Русија, капиталните текови значително се намалија по 1997 година, но тие во последниве години силно заздравуваат, надминувајќи го претходниот врв и достигнувајќи 379 милијарди долари (по цени од 2000) во 2004 година<sup>37</sup>.

Составот, како и основните особини на капиталните текови во земјите во развој, исто така, значително се промени. Иако капиталните текови пред 1990-тите беа претежно официјални текови и заеми од комерцијални банки, деведесеттите години не доведоа само силно намалување на значењето на официјалните текови, туку и промена од заемите на комерцијалните банки кон тековни обврзници и капиталот. Особено, странските директни инвестиции (СДИ), поткрепени со дел од големите шеми за приватизација, доживеаја силна експанзија. Промената кон тековите поврзани со капиталот, а посебно СДИ, е уште посилна во последниве години (Светска банка, 2006). Со оглед на тоа што тековите на капиталот претставуваат околу 53 проценти од вкупните текови на капитал во земјите во развој помеѓу 1990 и 2000 година, тие достигнаа 67 проценти помеѓу 2001 и 2004 година. Трендот кон зголемен удел во капиталните текови по 2000 година е особено изразен во Латинска Америка и Источна Азија<sup>38</sup>.

Иако приливот на приватен капитал кон земјите во развој значително се зголемил за време на неодамнешниот бран на финансиска глобализација, приватниот капитал не се движи кон сите земји подеднакво. Некои земји имаат

<sup>37</sup> Dimitrova, J. (2010). Doctoral dissertation: The informative function of audited financial reports during the capital mobilization through securities emission. Prilep.

<sup>38</sup> Zografski, E., & Mrsikj. J., & Kjupev. M., & others. (1998). Stock exchange manual, Macedonian stock exchange of long-term securities JSc. Skopje.

тенденција да примаат големи количини на приватни приливи, додека други добиваат мал странски капитал. Во првите 10 земји во однос на тековите на приватен капитал помеѓу 1990 и 2004 година, околу 68 проценти од овие текови се концентрирани<sup>39</sup>. Повеќето од остатокот се упатија кон земјите со среден приход, при што земјите со ниски приходи добиваат само маргинален износ на приватни странски капитал. Високата концентрација на капиталните текови може да има значителни импликации, до степен до кој земјите имаат корист од пристапот до странски капитал. Меѓу овие земји, секако се наоѓа и Република Македонија како и останатите национални пазари во регионот.

Значајна карактеристика на неодамнешниот бран на финансиска глобализација е интернационализацијата на финансиските услуги, односно зголемената употреба од страна на локалните издавачи и инвеститори за финансиски производи, што ги обезбедуваат меѓународните финансиски посредници. Овој тренд е делумно објаснет со поголемо присуство на меѓународни финансиски посредници на локалните пазари, но исто така и со фактот што издавањето и тргувањето со локални хартии од вредност продолжува да мигрира на меѓународните пазари. Конечно, неодамнешниот бран на финансиска глобализација се совпадна со висок степен на нестабилност на тековите на капитал и на домашните финансиски системи. Ненадејните промени во достапноста на надворешните финансии поради нагли промени во чувството на инвеститорите кон пазарите во развој, ја откриваат ранливоста на овие земји. Особено, источната азиска криза од 1997/98 година и руската криза во 1998 година ја зголемија свеста за потребата за подобро справување со капиталните текови, бидејќи ненадејните пресврти во меѓународните текови ги принудија болните макроекономски прилагодувања на домашниот фронт<sup>40</sup>. Контагијата, еден од нус-производите на финансиската глобализација, дополнително обезбеди болката да не се чувствува само во земјите во епицентарот на кризата, туку и низ глобалните пазари на капитал.

---

<sup>39</sup> Bernstein, W., (2001). Intellectual assets allocator. McGraw Hill, стр.7673.

<sup>40</sup> Schäfer, L. (2016) Forgive but not forget: the behaviour of relationship banks when firms are in distress, EBRD Working Paper no. 186.

На основа на погоре изнесените податоци, со сигурност може да се потврди фактот дека глобалните трендови наведени погоре ги погодија земјите во развој на најмалку три начина.

Прво, новиот капитал стана достапен на меѓународните финансиски пазари, а земјите во развој се обидуваат да го привлечат на нивните домашни пазари.

Второ, земјите во развој се обидуваат да го имитираат зголеменото користење на пазарите на капитал, што ги карактеризира развиените економии со воведување на серија реформи.

Трето, моделот на бум-биста на капиталните приливи, особено во втората половина на 1990-тите, ги мотивира креаторите на политиката да станат сè повеќе свесни за потребата за правилно управување со ризиците од глобалната финансиска интеграција.

### 1.5. Принципи на движење на капиталот

Под основно движење на капиталот се подразбира трансфер на реалните и финансиските средства меѓу субјектите во една иста или пак, во различни земји, со одложени контратрансфери за одреден временски период, сè со цел реализација на одредени економски и политички интереси на учесниците во истиот. Ниту една современа економија денес не може да се изолира од потребата да извезува и увезува капитал, без оглед на тоа дали, вкупно гледано, има нето-суфицит или дефицит во капиталот, така што движењето на капиталот меѓу земјите е двонасочно. Со ова, во еден случај, субјектите на одредена земја се појавуваат како давачи, додека другата страна се појавува како корисник на капиталот. Најголемиот дел од меѓународното движење на капиталот се одвива меѓу развиените земји, односно субјектите од овие земји кои се главните даватели и корисници на капиталот во светски размери.

Додека пак, економиите кои се сè уште во развој, се на самиот почеток кога станува збор за користење на сите бенефиции од неизмерното движење на капиталот од една земја до друга. Движењето на капиталот меѓу субјектите од различни земји се извршува во разни облици, од кои постојат два основни, како меѓународното движење на приватниот капитал и меѓународното движење на јавниот капитал<sup>41</sup>.

Приватниот капитал се истакнува преку поединци, приватни компании, комерцијална форма на кредит и депозити, додека јавниот капитал се однесува на државниот буџет и централната државна банка, движејќи се првично во облик на билатерални заеми и кредити, портфолио-инвестиции и во форма на неповратна економска помош<sup>42</sup>.

Особен вид на јавниот капитал се однесува на заемите на меѓународните организации како што се *ММФ, IBRD, IDA, EBRD, IFC*, и останатите институции со сличен профил на ангажирање. Меѓународните текови на капитал, според должината се делат на: *краткорочен, среднорочен и долгорочен капитал*.

При тоа, не постојат усогласени и стриктни критериуми за ваквата квалификација и сегментација на движењата на капиталот. Меѓутоа, во категоријата на краткорочниот капитал, главно се вбројуваат пласмани со рок од година дена, што повеќе би можело да се имплементира како меѓународно движење на пари, не на капитал<sup>43</sup>. Додека пак, среднорочниот капитал е оној кој е пласиран на периодот од една до пет години, некаде и до седум години најмногу. Долгорочниот капитал се истакнува со пласман над пет години, иако во поединечни случаи како рок се земаат и преку осум до десет години.

По правило, краткорочниот капитал се користи за финансирање на тековното работење, додека среднорочниот и долгорочниот капитал се истакнуваат најмногу

---

<sup>41</sup>Schäfer, L. (2016) Forgive but not forget: the behaviour of relationship banks when firms are in distress, EBRD Working Paper no. 186.

<sup>42</sup> Џон Бејлис, Стив Смит и Патриша Овенс-Табернакул, “Глобализацијата на светската политика”, Скопје, 2009, превод

<sup>43</sup>Bouaziz, M., Selmi, N., and Boujelbene, Y., 2012. Contagion Effect of the Subprime Financial Crisis: Evidence of DCC Multivariate GARCH Models. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences 44



за инвестициони цели. Капиталот може да се трансферира во паричен облик, како: трансфер на финансиски средства или трансфер на реални вредности, извоз на опрема и други добра. Во поединечни случаи, при одобрување на финансискиот кредит, како услов се поставува добиените средства да се користат за купување на добра и услуги од одредени нарачателите, при што тогаш станува збор за врзан кредит. Посебен вид на кредит, чија употреба е поврзана за одредени намени, се извозните кредити кои се одобруваат на испорачателите на опремата – испорака на кредити, додека другиот вид на извозни кредити се познати како кредит на купувачот, кои ги одобруваат финансиските институции на земјите извозници на странските купувачи, за финансирање на нивната испорака на кредит од земјата на кредиторот, која е многу поблиско до класично врзаните кредити<sup>44</sup>.

Според погоре наведените податоци, постои и сегментација на финансиските кредити, односно кредитите кои се даваат и се враќаат во парични средства и кредити за добра, односно кредити кои се даваат со цел финансирање за купување на добра или плаќање на услуги, каде што со договорот за кредит се истакнува одредена намена за која кредитот може да се искористи.

По својата намена, странскиот капитал може да се пласира во точно одредени проекти или пак, при реализација на пошироки развојни цели, односно програми. Капиталот за реализација на одредени проекти најчесто го бараат поединечни претпријатија, но тоа може да бидат и некои држави, доколку овие проекти се од стратешка економска значајност, каде државите се оние кои бараат капитал за програмите. Приватните инвеститори скоро исклучително го пласираат капиталот во одредени проекти, додека пак, јавниот капитал, покрај проектот, прифаќа да се ангажира и во реализација на програмите. Проектите повеќе одговараат на давателот на капитал, особено на оние од приватен карактер, бидејќи нудат поголема гаранција за рентабилна употреба на средства и полесно врзување на трансферот на капитал за испорака на добра, услуга и технологија.

---

<sup>44</sup>Brooks, C., 2008. Introductory Econometrics for Finance. 2 nd edition, New York, Cambridge University Press.

Со оглед на глобалната природа на програмата, заемите за програмите сè повеќе одговараат на корисниците, бидејќи пред сè, предвидуваат помал степен на врзување, но носат со себе и ризик од недоволно наменско и ефикасно користење на средствата, кое се покажува во многубројни програми од јавната помош за развој. Суштински, определувањето на проектите и програмите се однесува, а воедно е и меѓусебно поврзано со достигнатото ниво на развојот на самата земја, и на своевидниот однос на планот и пазарот при алоцирање на ресурси во секоја поединечна земја. Според тоа, потребна е правилна комбинација на проектите и програмите, за да се задоволат макро и микроинтересите при искористување на меѓународниот капитал.

#### 1.6. Фактори на развој на интернационализација на пазарот на капитал

Претходното поглавје покажа дека во текот на изминатите две децении, пазарите на капитал значително се зголемиле во развиените, како и во економиите во развој, со голема хетерогеност низ региони и земји. Овој раст се одвиваше во контекст на растечката финансиска глобализација, зголемени прекугранични текови на капитал, значителни странски директни инвестиции во финансискиот сектор и издавање на хартии од вредност и тргување, што сè повеќе се одвиваше во странство. Според тоа, со цел да се земат предвид факторите кои влијаат врз интернационализација на капиталот, од голема значајност е да се имплементира фокусот на локалните пазари на капитал<sup>45</sup>. Со тоа, се истакнуваат два вида фактора кои го водат нивниот развој.

Првин, од голема значајност е да се земе предвид улогата на макроекономските и институционалните фактори, како што се: монетарната стабилност, фискалните политики, приходите и правното опкружување. Според тоа, на ова прашање ќе се постави хипотетски одговор, главно преку анализирање на докази за пазарите на акции и пазарите на обврзници во текот на еден долг период.

<sup>45</sup>Kaufmann, Daniel, Gil Mehrez, and Sergio L. Schmukler, 2005, Predicting currency fluctuations and crises: Do resident firms have an informational advantage?, Journal of International Money and Finance.

Во случај на пазари на обврзници, од голема важност е да се проучи, не само нивната големина, туку и нивната валута и зрелост, бидејќи овие прашања предизвикаа значителен интерес кај креаторите на политиката и академиците, со оглед на нивната релевантност за неодамнешните финансиски кризи. Токму во тие рамки е неопходно да се студира начинот на кој институционалните фактори се однесуваат на валутниот состав на пазарите на државни обврзници, што исто така дава одговор на причината за тоа зошто новите пазари имаат тенденција да позајмуваат краткорочно, иако овој вид на долг ја зголемува нивната изложеност на кризи на ликвидност<sup>46</sup>.

На основа на добиените податоци од погоре споменатите анализи, се имплементира целосна основа за анализа на интернационализацијата на берзанските активности (котација, подигнување на капитал и тргување во странство). Слично како и анализата на развојот на пазарот на капитал опишана погоре, студијата може да се оцени и со подолу имплементирани емпириски истражувања за тоа како економските основи и реформи се поврзани со степенот на интернационализација на капиталот во една земја. Всушност, главниот интерес во ова поглавје е да се разбере дали факторите што го водат развојот на домашниот пазар на капитал исто така, влијаат на процесот на интернационализација и, ако е така, во која насока. Резултатот не е основан на директен принцип. Од една страна, доброто домашно опкружување би можело да ги поттикне фирмите да развијат акции на берзата на локалниот пазар во однос на пазарите во странство, со што се оневозможува процесот на интернационализација. Од друга страна, транспарентен и добро функционален домашен пазар може да ги поттикне меѓународните инвеститори да понудат подобри услови за финансирање на локалните фирми, со што ќе го продлабочат процесот на интернационализација. Понатаму, од голема важност е да се земе предвид и начинот на кој процесот на интернационализација на берзата влијае на активностите за тргување и ликвидноста на локалните пазари.

---

<sup>46</sup> Brainport Development NV, "Brainport 2020 top economy, smart society ", Eindhoven, 2011.

Доколку се случи интернационализацијата да ја поттикнува миграцијата на трговските активности кон пазарите во странство или да предизвикува пропаст во агрегатното тргување, со што се намалуваат економиите на обем, тоа би можело да ја попречи домашната активност на пазарот. Од друга страна, ако интернационализацијата ја промовира интеграцијата на пазарот и ја зголемува транспарентноста на пазарот, активноста на домашниот пазар може да доживее пораст<sup>47</sup>.

Многу фактори се поврзани со развојот на пазарите на капитал. Во овој дел особено се зема предвид односот помеѓу економските и институционалните основи и пазарите на капитал на глобално ниво. Истовремено, неопходно е да се спомене и силното влијание на реформите во економиите во развој, како и начинот на кој се поврзани со пазарите на капитал.

Во последниве години, со акумулација на доказите дека финансискиот развој не е само во корелација со здравата економија, туку дека има тенденција да предизвика раст, се зголемува интересот за разбирање на детерминантите за развој на финансискиот пазар. Во литературата<sup>48</sup> се истакнува улогата на неколку фактори, вклучувајќи ги фискалните и монетарните политики, нивото на приход и институционалното и правното опкружување.

Иако повеќето од овие фактори се поврзани со пазарите на акции и пазарите на обврзници, вреди да се направи разлика помеѓу двата вида инструменти, со цел да се анализираат различните варијабли кои можат да влијаат на секоја од нив<sup>49</sup>. На пример, внатрешните карактеристики на обврзниците ги прават група инструменти зависни од фактори, како што се законите за банкрот и валутните режими, коишто немаат голем ефект врз развојот на берзите. Резервите, од друга страна, не генерираат неусогласености на билансната состојба, ниту од зрелост, ниту од гледна

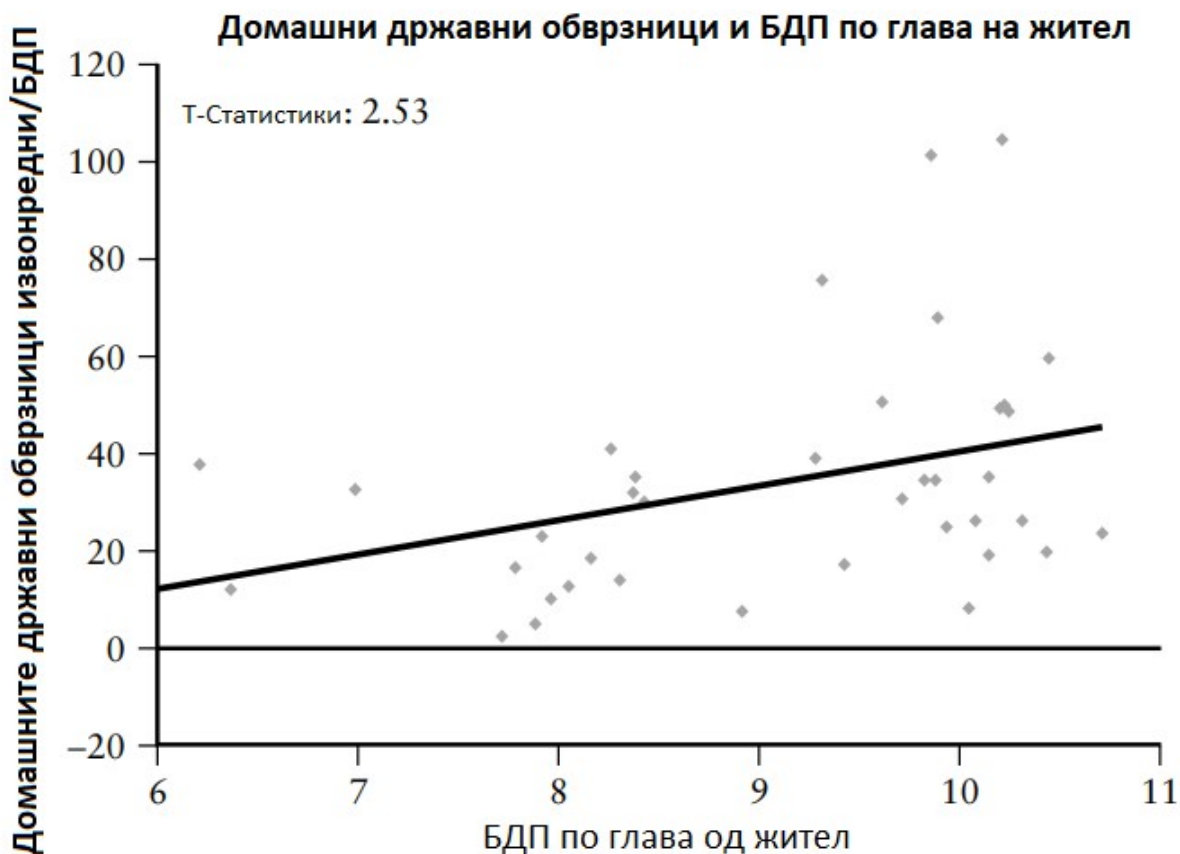
---

<sup>47</sup> Froot, K., O'Connell, P., and Seasholes, M. 2001, "The portfolio flows of international investors," *Journal of Financial Economics*.

<sup>48</sup> Hallerberg, M. and C. Gandrud (2017) How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan, *Bruegel Policy Contribution* 6/2017.

<sup>49</sup> Arcand, J.-L., Berkes, E. and Panizza, U. (2015), "Too much finance?", *Journal of Economic Growth*, Vol. 20, No 2, pp. 105-148.

точка на валутата, заради фактот што овој тип на инструмент не го изложува издавачот на задолжителни плаќања, независно од конкретната економска изведба.



**Графикон 3. Однос помеѓу развојот на домашниот пазар и нивото на приходи<sup>50</sup>**

Погоре имплементираниот графикон 3, исто така дава слични податоци за случајот на пазарите на обврзници. На горниот панел е прикажан односот помеѓу пазарната капитализација на домашните државни обврзници и БДП по глава на жител, со што може да се претстават слични податоци за приватните обврзници, доколку во случајот со берзите, постои силна позитивна врска меѓу развојот на домашните пазари на обврзници, и за државните и приватните обврзници, и за

<sup>50</sup> Извор: finance.gov.mk

приходите. Овие односи може да се објаснат на неколку начини. Побогатите земји имаат тенденција да имаат висококвалитетни институции, вклучувајќи и подобри права на сопственост и владеење на правото, што може да влијае на финансискиот развој (како што е дискутирано подолу). Помалку развиените земји пак, имаат тенденција да имаат повеќе нестабилни инвестициски средини и поголемо вклучување на владата во економијата, што може да влијае на финансиските пазари.

Второ, монетарната и фискалната политика, како и севкупната макроекономска стабилност, исто така, се позитивно поврзани со развојот на пазарот на капитал. Причината за тоа е дека финансиското склучување договори станува потешко во средини со висока инфлација. Фирмите и поединците сметаат дека е потешко да се прават планови, кога идните вистински вредности се неизвесни, и затоа се со помала веројатност да се вклучат во финансиски договори кога инфлацијата е несоодветно предвидена.

Всушност, погоре изнесените податоци и веќе истакнатите автори, јасно ја нагласија улогата на сите фактори опишани погоре, а емпириските анализи наоѓаат поддршка на докази<sup>51</sup>. Повеќето истражувања покажуваат негативна, иако нелинеарна врска меѓу инфлацијата и финансискиот развој, но тоа нема да биде целосно анализирано во рамките на оваа студија. Покрај тоа, постојат и докази за негативно влијание на изобличувањата на цените и фискалната дефицит на финансиските пазари<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> European Central Bank (2017) "Access to Finance in the Western Balkans", Occasional Paper Series, No. 197/September 2017.

<sup>52</sup> European Bank for Reconstruction and Development (2018), Factoring Survey in EBRD Countries of Operation", available at: [file:///C:/Users/user/Downloads/Factoring%20Survey\\_3rd%20Edition.pdf](file:///C:/Users/user/Downloads/Factoring%20Survey_3rd%20Edition.pdf).

## 2. АНАЛИЗА НА МЕЃУНАРОДНО ДВИЖЕЊЕ НА КАПИТАЛОТ

### 2.1. Основи и мотиви на меѓународно движење на капиталот

Меѓународното движење на капиталот се одвива како трансфер на реалните и финансиските средства меѓу субјектите на различни земји со одложен контратрансфер за одреден временски период, сè со цел за реализација на одредени економски и политички интереси на сите учесници во дадената трансакција. Ниту една современа економија денес не може да се изолира и да се огради од неопходноста за извезување и увезување на капитал, без оглед на тоа дали има нето-суфицит или нето-дефицит во својот капитал. Според тоа, движењето на капиталот меѓу земјите е двонасочно, каде што во еден случај, субјектите на одредена земја се јавуваат како даватели, а во други случаи, се истакнуваат како корисници на капиталот<sup>53</sup>.

Најголемиот дел на меѓународното движење на капитал се одвива меѓу развиените земји, односно субјектите од овие земји, кои се главните даватели и корисници на капитал на глобално ниво, во споредба со економиите кои се наоѓаат во процес на развој и земјите во транзиција, меѓу кои спаѓа и Република Северна Македонија, иако некои од нив во последно време се јавуваат и како релативно значајни даватели на капитал. Меѓународното движење на капитал веќе се истакнува како значаен феномен, кој постои повеќе од еден век.

Повеќето земји го имаат основано својот економски раст и развој на приливот на странски капитал уште од почетокот на минатиот век. Инвестирањето го имплементираат главно земјите кои реализираат поголема ефикасност во домашната економија отколку во останатите земји. Вишокот, материјализиран во понудата на капиталот, го извезуваат во друга земја која не е толку ефикасна. За да дојде до ефикасно движење и динамичност на мобилизираност на капиталот, значително се важни условите, односно мотивите.

<sup>53</sup>Zucman, Gabriel (2013) 'The Missing Wealth of Nations: Are Europe and the U.S. net Debtors or net Creditors?', The Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, vol. 128(3).

Сите мотиви на движење на приватниот капитал на страна на понудата, можат да се групираат во неколку основни и тоа: реализација на што поголем профит, евтина работна сила и ниски цени на сировини и енергија во странство, како и проширување на пазарот, желба за што поголем профит, евтина работна сила, ниски цени на сировини и енергија во странските земји, ширење на пазарот, тенденција за комплетирање на производниот процес и перформанс на производството, како и тенденција кон вертикална интеграција на сите или на значајни фази на изработка на финалниот производ. Во овие рамки секако спаѓаат и престижно психолошките мотиви на повеќето култури и политички ставови, на кои се основаат овие мотиви за меѓународно движење на капиталот<sup>54</sup>.

#### 2.1.1. Мотиви на меѓународно движење на капитал

Како што веќе се истакна, мотивите на меѓународно движење на капиталот зависат од облиците во кои се вложува самиот капитал. Различните мотиви, на пример, ги определуваат приватните во однос на јавните текови на капитал, каде постојат разлики меѓу поединечните видови на приватен и јавен капитал, со тоа што во принцип, приватниот капитал се движи кон економските мотиви, додека јавниот капитал се базира на основа на пошироки општествено-политички интереси<sup>55</sup>.

Реализација на сè поголем профит, како и друг вид на приход од вложениот капитал, камата, дивиденда, е основниот мотив за извоз на капиталот, додека останатите мотиви најчесто се посредни и се во функција на главниот мотив<sup>56</sup>. Останатите мотиви би можело да се групираат во неколку посебни категории.

Тука спаѓа и мотивот за користење на побогати и евтини ресурси во странските земји, во однос на оние стојат на располагање во земјата извозник на капиталот. Дел од тие ресурси се: поевтина работна сила и ниски цени на сировини и

<sup>54</sup> Hüttl & Merler (2016) An update sovereign bond holdings in the euro area the impact of QE.

<sup>55</sup> Mersch, Yves (2017) Loan-level data transparency: achievements and future prospects, стр.94.

<sup>56</sup> Jin, Li, and Stewart Myers, 2006, R-squared around the world: New theory and new tests, Journal of Financial Economics.



енергија, што е особено значајно кај интензивните производни процеси. Покрај трошоците на производство и освојување на пазарот на одредена земја, значително чест е мотивот за извоз на капитал, пред сè поради величина на овој пазар и можноста за пласман, при што користат локални извори на снабдување, се намалуваат транспортните и останатите трошоци, а воедно се користат и заштитените статуси на домашното производство во рамките на царинскиот систем на една земја<sup>57</sup>.

Одреден број производи, пред сè, капиталните добра, опрема, машини, постројки, бродови, поради својата висока единечна цена на меѓународниот пазар, не можат да се продадат без соодветни кредитни услови, додека пак, добар дел на развиени земји, кои имаат голема потреба за овие производи, немаат потреба од платежна способна побарувачка, така што извозното кредитирање, кое претставува облик на извоз на капиталот, претставува економска неопходност за испорачателот.

Меѓутоа, поради значајноста на извозот за национална економија, извозните кредити, односно системот на нивното финансирање, почиваат на државата и нејзините специјализирани агенции за кредитирање на извозот. Мотивот на извор на капиталот може да биде и намера за да се обезбеди одредено политичко влијание во некоја земја, кое главно е забележано при пласирање на капиталот со јавни извори, пред сè, кај разните програми за поддршка или со омекнување на комерцијалните услови на пласирање на приватен капитал низ разните јавни субвенции.

Инаку, инвестициите од јавен капитал се во добар дел насочени на тоа да се олеснуваат инвестициите на приватниот капитал. Мотивот за меѓународните развојни институции при пласирање на капиталот се темели на унапредување на економскиот и општествениот раст и развој на земјата корисник, со цел да се придонесе кон складен развој на светската економија.

Основниот мотив за увоз на капитал пак, од гледна точка на претприемниците и деловното дејствување, како и на земјата корисник, е

---

<sup>57</sup>Mersch, Yves (2017) Loan-level data transparency: achievements and future prospects, стр.118.

обезбедување на недостасувачките средства за работење и развој, односно реализација на одредени проекти и програми, во услови кога за тоа нема доволно сопствени средства самата држава, односно домашна акумулација или условите за нивно ангажирање се неповолни. На макроплан, увозот на капитал го покрива и дефицитот на платниот биланс, ја подобрува снабденоста на домашниот пазар, реализира раст на вработеност и производство, врши трансфер на технологија и слично. Сето ова има влијание на економскиот раст и развој на една земја. Увозот на капитал, особено доколку националната економија премногу зависи од тоа, со текот на време доведува, покрај економски, до разни видови на политичка зависност, со цела низа на позитивни но и негативни репрекусии<sup>58</sup>.

## 2.2. Облици на меѓународно движење на капитал

Движењето на капиталот надвор од националните граници влијае на меѓународната диверзификација на деловните активности, што пак влијае на зајакнување на конкурентската предност и создавање на глобален конкурентен производ. Меѓународното движење на капиталот влијае на: економскиот раст, промената на економската структура, платниот биланс, вработеноста и економската стабилност на поединечните земји<sup>59</sup>. Од тие причини, меѓународното движење на капиталот, како што може да се увиди од погоре имплементираниите анализи, претставува еден од основните генератори и акцелератори на глобализацијата.

Денес, во теоријата постојат три основни облика на меѓународно движење на капиталот и тоа<sup>60</sup>:

- *меѓународно движење на заемен капитал*
- *портфолио-инвестиции*
- *директни инвестиции*

<sup>58</sup> Таки Фити, „Економија“, Економски факултет - Скопје, 2008.

<sup>59</sup> Forbes, K., Rigobon, R., 2002. No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements. Journal of Finance.

<sup>60</sup> Petkovski, M. (2004). Financial markets and institutions. Faculty of Economics: Skopje., стр.29-38.

Меѓународното движење на заемниот капитал претставува финансиско посредување во реализација на финансиски вишок на едниот сектор во финансирање на недостигот на останатите сектори. Со развојот на економијата и финансискиот пазар, во економски развиените земји доаѓа и до диверзификација на методите и инструментите на финансиското посредување. Сето тоа започнува со класични заеми, а продолжува со позајмување на долготрајниот капитал преку емитување на обврзници. Во тој случај, корпоративниот сектор, преку емитување на разни финансиски инструменти, врши реалокација на финансискиот вишок и недостаток, директно или со минимално посредување на банкарскиот сектор<sup>61</sup>.

Во земјите во развој не е развиен финансискиот пазар, со тоа што и денес главниот облик на прилив на странскиот капитал е заемниот капитал. Во периодот од 1961 до 70-тите години од минатиот век, од вкупниот прилив од странство, 66 % биле во облици на заеми, додека во периодот до 90-тите, веќе околу 40 %<sup>62</sup>.

Остатокот го сочинуваат портфолио-инвестиции и директни инвестиции во странство<sup>63</sup>. Со кулминација на должничката криза во земјите во развој и одливот на капитал доаѓа до прелом на овој облик на меѓународно движење на капиталот, иако таквата ситуација не е конечна, бидејќи денес тенденциите на деловното банкарство се од мултинационален карактер и се однесуваат на меѓународниот платен промет, емитување на обврзниците и промет на девизи.

Развојот на финансискиот пазар и финансиските инструменти со себе носат ризик, кој инвеститорите се обидуваат да го диверзификуваат држејќи во своето портфолио хартија од вредност. Во последно време, всушност, портфолио-инвестициите се третираат како купување на ХОВ, до ниво кое не дава право за контрола над субјектите во кои се вложува и со нив најмногу се занимаваат пензиските фондови, заемните фондови и фондовите за здравствено осигурување.

---

<sup>61</sup>Nouy, D. (2017) Too much of a good thing? The need for consolidation in the European banking sector, speech given at the VIII Financial Forum, Madrid, Sept. 2017.

<sup>62</sup> Koley, Z. (2008). MA thesis: Analysis of stock exchange's operations. Skopje. стр.47.

<sup>63</sup>Devenow, A. and Welch, I. 2011, "Rational herding in financial economics," European Economic Review, vol. 40.

При порфолио-инвестициите не постои контрола над работата на претпријатијата во странство, туку станува збор за купување на ХОВ<sup>64</sup>, кое на сопствениците им нос рента во висина од каматата на вложениот капитал во ХОВ. Со глобализацијата на финансискиот пазар, овој облик на меѓународно движење на капиталот добива на значење, бидејќи полесно се диференцира ризикот, во случај на постоење на поголем број на пазари. Под овие инвестиции се подразбира меѓународна диверзификација, која носи висок степен на валутен ризик, т.е. ризик од промена на девизниот курс. Портфолио-инвестициите како некогаш атрактивен облик на меѓународно движење на капиталот, се всушност актуелни се до големата економска криза од 30-тите години на минатиот век, кога дури 90 % од странскиот капитал е пласиран во овој облик, и за истиот може да се истакнат само два начина. Првиот начин е вложување во обврзници и ХОВ, кои ги емитуваат странските влади или претпријатијата. На тој начин се позајмуваат средства со камата и се реализира трансфер на капиталот со минимален ризик. Другиот начин е вложување на капиталот во странските претпријатија, каде сопствениците не учествуваат во неговата употреба, но учествуваат во поделба на профитот.

Мотив за портфолио-инвестициите е и можноста за принос на вложениот капитал, имајќи ја предвид позитивната корелација на приноси и ризици. Со глобализацијата на финансискиот пазар и нивното поврзување, тие добиваат на значајност. Тоа ја создава можноста за диверзификацијата на ризикот да биде уште поголема, бидејќи капиталот може да се инвестира и во домашните и странските хартии. Присуството на различните финансиски пазари, со посредство на купување во странски хартии, создава можност за диверзификација на ризикот, што ги прави овие инвестиции атрактивни за оние инвеститори кои сакаат сигурност за своите вложувања, со остварување на релативно високи приноси. Овој процес ја инвентизира појавата на транснационалната компанија, која има за цел намалување на ризикот, купувајќи ХОВ од локалните економски субјекти.

---

<sup>64</sup>Chesnay, F., Jondeau, E., 2001. Does Correlation between Stock Returns Really Increase during Turbulent Periods? Economic Notes 30.

Портфолио-инвестициите обично се привилегија на развиените земји, бидејќи условот за нивното постоење е развиеноста на финансискиот пазар. Со цел привлекување на ваквиот облик на капитал кај земјите во развој, како што е и Република Северна Македонија, сите нивни напори се насочени кон либерализација на надворешно-трговските политики, девизната политика, како и кулминирање на развојот на финансискиот пазар<sup>65</sup>.

Директните инвестиции во странство првично се однесуваат на долготраен пласман на приватниот капитал во странство. Во глобалното деловно опкружување неопходно е и поврзувањето и соработката со странските фирми. Директните инвестиции во странство се одреден облик на движење на капиталот во претпријатијата надвор од матичната земја, на која се стекнува сопственичка контрола над претпријатијата.

До триесеттите години од минатиот век, кога веќе се шири големата должничка криза низ целиот свет, портфолио-инвестициите имале 90 % од ино капиталот<sup>66</sup>. Оттогаш, на светската економска сцена стапуваат директните инвестиции на меѓународно ниво, кои доживуваат кулминација во 80-тите години од минатиот век и со тоа светските текови почнуваат годишно да растат за околу 30 % во просек, што е дури трипати повеќе од растот на светскиот извоз.

Директните инвестиции во странство сепак се нешто повеќе од меѓународното движење на капиталот, со оглед на елементот на контрола во претпријатијата. Нивната исклучителна динамика несомнено се припишува на активностите на транснационалните компании и промените во глобалното деловно опкружување. Поврзувањето со странските фирми на кој било начин води кон проширување на деловните активности на претпријатијата надвор од државните граници, што претставува чекор кон глобализацијата. Очигледно е дека директните инвестиции во странство се најсигурниот пат кон глобализацијата и најважните аспекти во оценување на тоа до каде претпријатијата имаат стигнато во дадениот процес. Тие придонесуваат за процесот на глобализацијата и

<sup>65</sup> Jayasuriya, S., Shambora, W., 2009. Oops, we should have diversified! Applied Financial Economics.

<sup>66</sup> Bekaert, G., Wu, G., 2000. Asymmetric Volatility and Risk in Equity Markets. Review of Financial Studies 12.

интернационализацијата, помагајќи во им економското интегрирање и на земјите како Македонија, односно земјите во развој во светските економски текови, каде нивната значајност и улога расте со процесите на либерализација на светската трговија.

Во практиката, Кина е најдобриот примерок за тоа како директните инвестиции во странство може да бидат меч со две острици. Поточно, од ваквиот примерок во пракса, се укажува на претерувањето во давање повластици на странските инвеститори, што може дури и да ја загрози домашната економија, во овој случај домашното производство. Кина моментално ја има најголемата стапка на раст на економија во светот и има најголемо, односно високо ниво во директните инвестиции, така што уште од почетокот на 2000-тата година ги стигнува и САД<sup>67</sup>.

Меѓутоа, во Кина се претерува со повеќето ефективни услови на странските инвеститори и на тој начин се дискриминира сопственото производство и нивните претпријатија. Затоа многу претпоставуваа дека ова ќе доведе до распаѓање на домашното производство и индустријата на Кина, но ваквиот недостиг Кина го искористи во нивни бенефиции, зголемувајќи го извозот на нивните производи и балансирајќи го на тој начин нивото на производство. Всушност, директните инвестиции се добри за економијата и еден од најзаслужните фактори за тоа е Кина, која моментално се наоѓа на завидно ниво во однос на меѓународното движење на капитал и неговото влијание врз економскиот перформанс на една земја.

За разлика од Кина, САД и европските земји како клучни инвеститори, меѓу кои се Германија и Велика Британија, својот капитал воглавно го пласираат на релација на развиените земји – развиени земји и тоа до 90 проценти. Јапонија пак ги насочува своите ДИ кон земјите во развој<sup>68</sup>. За тие цели, користат околу шеесетина проценти од својот извозен инвестиционен капитал<sup>69</sup>. На овој начин Јапонија сака да обезбеди евтина суровина, работна сила и дислоцирање на нечистите технологии од

---

<sup>67</sup>Nouy, D. (2017) Too much of a good thing? The need for consolidation in the European banking sector, speech given at the VIII Financial Forum, Madrid, Sept. 2017.

<sup>68</sup>Ohashi, Kazunari and Manmohan Singh (2004): Japan's distressed debt market, IMF Working Paper no. 04/86.

<sup>69</sup>Nouy, D. (2017) Too much of a good thing? The need for consolidation in the European banking sector, speech given at the VIII Financial Forum, Madrid, Sept. 2017.

своите подрачја, за што земјите во развој се најповолни за таквиот процес на делување. Во почетокот, својот капитал Јапонија го насочуваше во гранки кои може да понудат поддршка на регуларниот извоз на јапонските добра, дистрибуција, транспорт, сервис и слично, па од тука анализата е дека јапонските инвестиции биле повеќе ориентирани кон надворешната трговија.

Сепак, во последните неколку години, Јапонија ја менува својата трговско-ориентирана стратегија на инвестирање, со тоа што нивните директни инвестиции денес се насочени кон Европа и САД, како и динамичните земји во Азија, и одат во индустриски гранки, како што се автомобилската индустрија и електрониката<sup>70</sup>, со цел опслужување на локалните пазари. Со својата нова инвестициона стратегија, Јапонија има тенденција во секоја членка на Тријадата да изработи регионално-интегрирана мрежа на афилијации, која е независна и самодоволна. Целта е преку имплементација на ваквата мрежа да се стекне статус на инсајдер или присутен член во сите три чекори – Европа, САД и Азија, обезбедувајќи на тој начин целосен слободен пристап кон пазарот на глобално ниво.

### 2.3. Меѓународни директни инвестиции

Странските директни инвестиции (СДИ), подразбираат отворање или зголемување на бројот на филијали во една друга земја, домаќин, каде инвеститорот го контролира влогот, бидејќи филијалата е дел од истата организациона структура на претпријатието. Инвеститорот ја ужива добивката, но го снесува и ризикот со инвестиционото делување во странска земја. Се тргнува од претпоставката дека вложените средства носат добивка, доколку се почитува теоријата на локација, поблиску до изворот и теоријата на интернационализација, поблиску до пазарот<sup>71</sup>.

<sup>70</sup>Bekaert, G., Harvey, C., and Lundblad, C., 2003. Equity Market Liberalization in Emerging Markets. Journal of Financial Research 26.

<sup>71</sup>IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April.

Според класичната теорија<sup>72</sup>, вложувањето на капиталот во странство доаѓа по трговијата, додека во современата, која ѝ претходи на истата, што е особено докажано во дваесеттиот век, вложувањето на капитал има поголема стапка на раст од трговијата.

Според тоа, основните облици на странските директни ивнестиции, односно на меѓународните директни инвестиции во странските земји се следните<sup>73</sup>:

- *Целосно сопствеништво на странскиот инвеститор кој настанува или целосно со ново нивестирање како green field инвестиција, или со откупување на постоечки компании во странска земја.*
- *Заедничко вложување со домашните фирми во земјата на пласман.*
- *Вложување на капитал во постоечки претпријатија кои остануваат во сопствеништво на земјата домаќин.*

Во директните инвестиции спаѓаат и концесиите. Во потесна смисла на зборот, концесија е договорен однос во кој давателот на примателот, т.е. корисникот му го отстапува правото на користење на одредено природно богатство, кое обично се гледа да биде обновливо, вклучувајќи ги овде јавните добра или извршување на одредена јавна служба. Предноста им е во тоа што на овој начин се доаѓа до капитал и нова технологија, а добро е тоа што се отуѓува само за одредено време, најчесто до дваесетина години, по што истото продолжува да функционира, враќајќи му се на сопственикот. Се ангажираат и домашните капацитети и со тоа се зголемува вработеноста во една земја. Предноста е и што странскиот капитал влегува, но не се зголемува задолженоста на земјата, бидејќи не постојат фиксни исплаќања на странскиот капитал. Се зголемува финансиската стабилност на економијата и се имплементира рамнотежа на платниот биланс. Добро во концесијата и вкупното делување има и третманот на домашно производство, со што се зголемува и бруто домашниот производ.

---

<sup>72</sup>PWC (2017) European Bank restructuring, available on the internet.

<sup>73</sup>Hill, R., Griffiths, W., and Judge, G., 2001. Undergraduate Econometrics. 2 nd edition, Hoboken, John Wiley & Sons.



Во овие дејности се имплементираат и активности кои се работат по БОТ системот односно BOT – Build, Operate, Transfer, со значење *изгради, експлоатирај, оперирај и трансферирај*. Најчесто се практикуваат при градење на инфраструктурни објекти, сообраќајници, мостови и тоа со рок на експлоатација до триесет години<sup>74</sup>.

Во овие активности спаѓаат и дејностите на времено користење на објектот или Time Sharing, кога на пример, странецот инвестира во градење на ресторан, деловни и станбени објекти, при што делот после може да му се врати на сопственикот за понатамошна употреба, секако откако прво ќе се исплати реалноста вредност на дадениот влог.

Во овој облик на соработка спаѓа и монтажното производство. Првото монтажно производство во странство е имплементирано од страна на компанија во САД и тоа во Шкотска, кон крајот на деветнаесеттиот век. Монтажата се реализира преку домашно, странско или преку заедничко претпријатие или нивни филијали. Мотивите за овие дејности се: ниските трошоци на транспорт, инфраструктурата, ниските надоместоци во странство и високиот степен на заштита на странскиот пазар, со што на овој начин се избегнуваат повеќе ризици и полесно се освојува пазарот, вклучително и пазарите на соседните земји на земјата домаќин.

Странските директни инвестиции се всушност, најповолниот облик на меѓународно движење на капиталот и од страна на инвеститорот исто така, бидејќи нудат:

- *значајни можности за реализација на профит во странски земји*
- *овозможување контрола над сопственото работење во земјата на пласман на капиталот*
- *можности да се користат поволни локални услови во однос на царина, поволни даночни стапки, инфраструктура, евтина работна сила, евтини сировини, растечки пазар и слично.*

---

<sup>74</sup> Aizenman, J. and R. Glick (2010), "Asset class diversification and delegation of responsibilities between central banks and sovereign wealth funds", Working Paper Series 2010-20, Federal Reserve Bank of San Francisco, revised 2010.

Најсигурно е сопствеништвото кое се обезбедува кога инвеститорот поседува повеќе од педесетина проценти од сопствеништвото на капиталот во претпријатијата во странство, односно во земјата во која инвестираат. Меѓутоа практиката покажува дека овие бројки се различни. Во САД, Одделението за комерцијала и продажба смета дека се доволни и 25 проценти од акциите, доколку останатите сопственици се втиснати и неповрзани, додека по правила на OECD, доволно е дури и 10 проценти од истите. Меѓутоа, доколку инвестициите се помали од десет проценти, вредноста на капиталот се третира како портфолио-инвестиции.

Данинг (1993)<sup>75</sup> ги наведува следните мотиви за меѓународни директни инвестиции и тоа:

- *обезбедување на ресурси во земјите домаќини*
- *обезбедување и прширување на пазарот*
- *зголемување на ефикасноста на работењето, низ економија на обем, диверзификација на производство и дисперзија на ризици*
- *реализација на стратешки предности во развој на нови технологии и совладување на конкуренцијата во земјата на пласман на капиталот.*

Според овие мотиви, капиталот ги менува земјите и економските дејности, прилагодувајќи се на законот за поголем профит и помалку ризик, така што уште од почетокот на минатиот век, веќе 50 проценти од вкупно пласираниот капитал во странство одел во земјите во развој, за веќе од 2010 година, да бидат само половина од педесет проценти. Исто така, најмногу капитал пред почетокот на минатиот век бил пласиран во рударството, нафтата и земјоделството, додека веќе од 2010 година во преработувачката индустрија и услужната индустрија има поголем степен на обработка и технолошка содржина, во чии рамки повеќе се инвестира денес.

Главните носители на меѓународните, странски директни инвестиции се главно мултинационалните успешни компании, кои својот капитал го пласираат по сопствени интереси, но и интереси на земјите во кои го пласираат капиталот, чии

---

<sup>75</sup> Dunning, John H. (1993). Multinational Enterprises and the Global Economy. Addison Wesley Publishing Company.

субјекти знаат да ги искористат бенефициите од СДИ. Бидејќи овие инвестиции овозможуваат ефективен развој, каде што не постојат фиксни исплаќања кои го оптоваруваат платниот биланс на земјата и сè зависи и од реализација на профитот и извозот, тогаш се даваат секако позитивни ефекти и за земјите каде се пласира поголемиот капитал преку овие странски инвестиции.

Според Светскиот инвестициски извештај на UNCTAD за 2021 година<sup>76</sup>, нето-протоците на СДИ кон Северна Македонија се значително намалени и достигнуваат 274 милиони американски долари во 2020 година, во споредба со 446 милиони американски долари една година порано, како резултат на глобалната економска криза предизвикана од пандемијата „ковид-19“. Вкупната залиха на СДИ била проценета на 7,3 милијарди американски долари во 2020 година. Според бројките на Централната банка, главни земји кои инвестираат во однос на залихите се Велика Британија и Австрија, а потоа следат Грција, Холандија и Словенија. Производството е секторот кој привлекува најмногу СДИ, пред финансиските и осигурителните активности. Според најновите податоци достапни на Централната банка, во првата половина од 2021 година СДИ во Северна Македонија изнесувале 244,3 милиони евра во првата половина од 2021 година, наспроти нето-приливот од 139,6 милиони евра во истиот период една година претходно. Приливот на СДИ се зголемил главно како резултат на регистрираните нето-приливи од реинвестирање на приходите и капиталот и во помала мера, благодарение на меѓукомпаниските заеми.

### 2.3.1. Странски портфолио-инвестиции

Основниот мотив за странските директни инвестиции како што веќе е познато е сопственото управување на производството и дејностите и сопствеништвото на инвеститорите. Мотивот на пазарот на капитал е заработка, заштита на имотот од ризик и реализација на ликвидност<sup>77</sup>. Процесот на функционирање на пазарот на капитал, комплетирано со другите облици на

<sup>76</sup> [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2021\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2021_en.pdf) [пристапено на 01.10.2022].

<sup>77</sup> Rocha, I. (2016) NPL resolution: prerequisites for loan portfolio sales in the CESEE region, стр. 67.

меѓународно движење на капиталот, претставува значајна можност за финансирање на прости и проширени репродукции. Овој начин на финансирање е во значителна предност во однос на кредитниот износ, бидејќи всушност, го тангира сопственичкиот однос кон имотот. Смислата на акционерското работење е зголемување на економските и финансиските текови преку емисија и промет на акции кои се транспортираат на берзата<sup>78</sup>.

На секундарниот пазар на капитал се реализира концентрација на понуда и побарувачка на долготрајните ХОВ и во исто време акционо одредување на цените, по објективни пазарни критериуми. Со ова, пазарот на капитал овозможува купувачите и продавачите да го диверзификуваат своето богатство и да го намалат двоумењето на својот доход. На пазарот на капитал се забележуваат добро познатите портфолио-пласмани, т.е. акциите и обврзниците, како што веќе се истакна во погоре имплементираните поглавја од трудот.

Не случаен е фактот што можната заработка кај акциите е поголема, но затоа и ризикот е поголем. Развојот на пазарот на капитал е директно поврзан со: односот на штедењето и инвестициите, стапката на инфлација, каматата и девизниот курс. Без конвертибилни и стабилни национални валути и ниски стапки на инфлација, не евозможен развој на вистински пазар на капитал. Со тоа, пазарот на капитал:<sup>79</sup>

- *обезбедува попазарни услови, капитал кој недостасува за економскиот развој*
- *обезбедува реализирање на оптимална алокација на средства и суфицити, покривајќи ги дефицитите во капиталот на претпријатијата, граѓаните и државата*
- *утврдува реална цена на капитал, односно реални каматни стапки. Инвестирањето во акциите и обврзниците е ризично, додека кај*

---

<sup>78</sup>Hallerberg, M. and C. Gandrud (2017) How not to create zombie banks:lessons for Italy from Japan, Bruegel Policy Contribution 6/2017.

<sup>79</sup>Hallerberg, M. and C. Gandrud (2017) How not to create zombie banks:lessons for Italy from Japan, Bruegel Policy Contribution 6/2017.

*пазарот почива надежта дека утре ќе биде повисока цената, иако може да биде и пониска и да настане загуба.*

За развој на пазарот на капитал, во рамките на ваквите делувања, потребни се следните услови:<sup>80</sup>

- *Приближно рамнотежена понуда и побарувачка на пари и конвертабилна валута на долг рок.*
- *Стабилни и ниски цени на долг рок.*
- *Транспарентна и стабилна економска политика.*
- *Стабилен политички систем, динамичен и стабилен економски развој.*
- *Ефикасна, конзистентна и транспарентна правна регулатива и судска заштита на сопственикот.*
- *Соодветен обем и структура на квалитетни финансиски инструменти.*

Банките, берзите и инвестиционите фондови, како и основните носители на пазарот на капитал, се одамна реализирани како мултинационални, со голема финансиска сила и опремени со електронско-автоматизирани и дигитално-софистицирани процеси, што одговара на потребите на современото глобално финансиско работење на финансискиот меѓународен пазар. Покрај банките на пазарот на капитал се наоѓаат и: берзанските посредници, институционалните инвеститори, комисијата за ХОВ и институциите на државен надзор.

На пазарот се јавуваат и отворени и затворени инвестициски фондови. Кај отворените инвестициски фондови инвеститорите купуваат акции на истите. Тоа што ги прави овие фондови специфични е нивната обврска кон заинтересираните инвеститори, директно да ги продаваат своите акции и од своите членови, каде што инвестираат, задолжително да ги откупуваат издадените акции на нивно барање. Откуп на акциите се врши по нето-вредностите на активата на фондот.

---

<sup>80</sup> Agmon, T., 2002. The Relations among Equity Markets: A Study of Share Price Co-Movements in the United States, United Kingdom, Germany, and Japan. Journal of Finance 27.

Затворените инвестициони фондови, собираат средства преку емитување на документите во одделот во фондовите, при што собраните средства фондот ги инвестира во финансиските инструменти. Сопствениците на документацијата во уделот можат во секој момент да побараат од фондот тие удели да ги откупат по цена која е еднаква на нето-вредноста на имотот на фондот, поделен со бројот на удели.

Покрај фондот, на пазарот на капитал, значајни се и институционалните инвеститори, кои инвестираат и преку 100 милијарди долари на пазарот на капитал во Соединетите Американски Држави. Во овие рамки на делување, банките имаат три улоги на пазарот на капитал и тоа: да пласираат и да купуваат вредносни хартии за своја сметка, да комисионираат кога ја преземаат емисијата на ефектот од нејзината натамошна продажба на инвеститорите, како и посредничка улога кога само постапуваат по налог на купувачите и продавачите. Во развиените земји, вкупната банкарска актива веќе три пати ја надминува БДП по глава од жител.

На пазарот на капитал, портфолиото претставува инвестиција во повеќе различни облици на актива, најчесто на различни видови на ХОВ во посредство со индивидуалните инвеститори или институции. Изборот и структурата на портфолијата зависи од очекуваниот принос на поединечните облици на имот, капиталните добитоци, како и ризиците кои се вклучени во истите. Покрај поголемиот принос, основната причина за формирање на портфолија е и намалување на ризиците за инвестирање.

Во портфолио-инвестициите спаѓаат акциите под десет проценти сопствеништво, над тоа се директни инвестиции. Со обемот и цената на портфолио-инвестициите управува пазарот, односно односите на понудата и побарувачката на истиот.

Примарниот пазар на капитал опфаќа финансиски трансакции меѓу емитентот на ХОВ и првите инвеститори. Емисијата на овој пазар може да бидат приватна и јавна.

Додека пак, секундарниот пазар на капитал е пазар каде што понатаму се продава хартијата емитувана на примарниот пазар. Истото обезбедува ликвидност, формирање на реални пазарни цени, одржување на ефикасност на работење на економските субјекти и оптимизација на структура на нивниот имот. Трговијата може да биде ефективно организирана како берзанска или вонберзанска.

Генерално, без ефикасниот секундарен пазар нема ни висински развој на примарниот пазар на капитал, бидејќи на секундарниот пазар државаата, претпријатијата и локалните власти обезбедуваат средства за сопствен развој и работење. Без добар развој на секундарниот пазар, земјата нема да биде способна да привлече странски инвестиции, кои директно влијаат на подобрување на технологијата и ефикасноста на работењето на претпријатијата, без разлика дали се и портфолио-инвестиции, кои значително влијаат на приливот на капитал во земјата домаќин.

Всушност, главните носители на пазарот на капитал се берзите. Тоа се местата каде се среќава понудата и побарувачката и се заклучуваат договори преку брокери и дилери. На нив се јавуваат купувачите и продавачите на капитал, банките, фондовите, пензиски здравствени и инвестициони, како и други субјекти. Берзите во Англија и САД се во сопствеништво на акционерите, а банките и останатите институции не можат да бидат членови на берзата. Постојат и трети комбинирани видови на берза, покрај англиската, њујоршката и француската берза, која се наоѓа во Германија, поголемиот дел од сопствениците на берзите се банките, додека и банките може да бидат членови на берзите во Германија.

### 2.3.2. Меѓународни комерцијални кредити

Позајмувањата и кредитите ги даваат пред сè, банките, поточно комерцијалните банки, меѓународните финансиски институции и организациите за финансирање на извозните дејности, поретко и претпријатијата. Државите кои од

својот буџет даваат економска поддршка, кои се условувани со разни уцени, каде слободно може да се истакне и дека несреќната земја која себеси си дозволува да живее од бесповратна помош, посегнува кон овој акт. Комерцијалните банки ги одобруваат двата вида на кредит преку кредитните линии и заемите со фиксните отплатни програми<sup>81</sup>.

Првата категорија на одобрени кредити ги даваат кредиторските банки на поединечно партнерските банки со основна намена на тие кредити за олеснување на тековните финансиски надворешно-трговски трансакции, а најчесто станува збор за увоз на сировини и енергенти од земјите кредитори во земјите дебитори. За овие кредити обично се договараат меѓубанкарските кредитни лимити.

Втората категорија на кредити ја даваат поединечните банки или конзорциумите на комерцијалните банки и тоа директно на корисниците, со гаранција од државата<sup>82</sup>:

- *Кај синдикализираните кредити станува збор за големи износи каде поединечните банки не сакаат да носат толкави ризици.*
- *Поединечни кредити се даваат преку странските банки или директно на корисниците во странство или во земјата, поради пласман на добра, и во странство, или за друга потреба во странство.*

Кредитите на комерцијалните банки, односно комерцијалните странски кредити, по правило имаат рок на доспевање до седум, исклучително и десет години. Како се менува пазарната каматна стапка, во текот на траењето на кредитниот аранжман, во кредитните договори се вградува и клаузулата за ревизија на каматните стапки на избраните кредити во секој сукцесивен период од три или шест месеци.

Како референтна каматна стапка за одредени кредити обично се зема предвид LIBORx, односно London Interbank Offered Rate, плус каматната маржа, која се

---

<sup>81</sup>Schäfer, L. (2016) Forgive but not forget: the behaviour of relationship banks when firms are in distress, EBRD Working Paper no. 186.

<sup>82</sup>Portes, Richard, and Helene Rey, 2005, Journal of international economics, Journal of Finance, стр.55-73.



фиксира во кредитниот договор, а зависи од бонитетот на должникот и степенот на ризик на неговата земја. Во земјите зачленети во системот на евро, се применува EUROLIBOR<sup>83</sup>.

Корисниците на конзорцијалните кредити најчесто се странските банки, држави или угледните производствени компании кои се користат за проектно финансирање, финансирање на преземање на компании низ фузија и аквизиција и за финансирање на платни биланси и целосни девизни резерви. Во самата нивна основата лежи карактеристична брзина и ефикасност, каде нивните одобрувања се на прво место, бидејќи се одобруваат на основа на стандардно пропишана кредитна документација.

За да се заштити побарувачката со одобрени кредити, банките организираат и Лондонски клуб на дебитори, доверлители. Мултилатералните заеми се одобруваат од меѓународните институции како: Светска Банка, Меѓународен монетарен фонд и регионалните банки исто така.

Меѓународниот монетарен фонд или ММФ исто така дава краткотрајни и среднорочни кредити поради финансирање на платен биланс и пополнување на девизните резерви поради одржување на стабилниот курс на домашната валута. Светската банка, како значително значајна банка, одобрува среднорочни и долгорочни кредити за развој, структурно прилагодување и спроведување на друштвените реформи и транзиции. Исто како од Светската банка, кредитите се одобруваат и од регионалните банки.

Исто така, посебните облици на кредитирање на извозот или увозот се: *лизинг, факторинг и форфетинг*. Лизинг истовремено претставува и меѓународна робна трансакција па се обработува во посебни анализи. Факторинг служи за краткорочно финансирање на надворешната трговија. Откуп на извозни документи вршат факторинг-фирмите. Најчесто станува збор за рок на доспевање на финансиските документации до шест месеци. Банката на клиентот му исплаќа од побарувачката каде е намалена каматата, како и ризик на наплата и трошоци за

---

<sup>83</sup>Portes, Richard, and Helene Rey, 2005, Journal of international economics, Journal of Finance.

обработка на предметот, додека пак, самата го презема и го снесува ризикот за наплата. Со тоа и оваа дејност се сведува на краткотрајно кредитирање на извозот. Бидејќи најчесто станува збор за дисконтирање на фактура на извозниците, по фактура овој банкарски процес добива назив факторинг. Постојат случаи во практиката каде банките само го кредитираат клиентот, ризикот на наплата и натаму го снесува клиентот кој однапред цедира, земајќи го предвид девизниот прилив на банката, поради сигурност за исплаќање на кредит и банката му помага во наплаќање на побарувачката<sup>84</sup>.

Форфетинг всушност е и технологија на дејност, сличен на факторинг, само што роковите на доспевање се дисконтни по документите и подолги, најчесто до десет години, станувајќи збор воглавно за соло-откуп или повлечени акции. Во игра, овде се четири субјекти: продавач, купувач, банка на продавачот и банка на купувачот.

Додека факторингот, поради краткотрочноста, е проследен со потрошувачки добра, форфетингот поради долгорочноста, го следи извозот на опремата, сообраќајните средства и градежните дејности, што значително им дава предност на имплементација на меѓународните комерцијални кредити, односно кредити кои се имплементираат на меѓународно ниво<sup>85</sup>.

#### 2.4. Ефекти од меѓународното движење на капиталот – увоз/извоз

Покрај ефектите од меѓународните движења на капиталот врз производството и благосостојбата, може да има и некои други ефекти кои се анализирани подолу:

---

<sup>84</sup> Alcidi C. and D. Gros (2018), "Global Trends to 2035 - Economy and Society", with M. Busse, M. Elkerbout, N. Laurentsyeve and A. Renda, Study requested by EPRS Global Trend Unit.

<sup>85</sup> Bauwens, L., Laurent, S., and Rombouts, J., 2006. Multivariate GARCH Models: A Survey. Journal of Applied Econometrics 21.

### **Влијание врз вработувањето на трудот<sup>86</sup>**

Ако се претпостави дека двата фактори на производствениот труд и капиталот биле целосно вработени претходно, ќе се зголеми вкупниот и просечниот поврат на капиталот и ќе се намали вкупниот и просечниот поврат на трудот во земјата што инвестира по трансферот на капитал<sup>87</sup>. Земјата која инвестира, сепак, во целина добива добивка од странски инвестиции; постои прераспределба на домашниот приход од трудот во капитал. Во земјата домаќин постои добивка од капиталните текови во форма на прераспределба на приходот од капитал на трудот. Ако има помалку од полн работен однос во земјата што инвестира, трансферот на капитал најверојатно ќе го намали нивото на вработеност. Сепак, во земјата домаќин, вработувањето може да се прошири. Токму поради оваа причина, организираниот труд во САД се спротивставува на американските инвестиции во странство.

### **Ефект врз платниот биланс**

Меѓународните движења на капиталот влијаат на ПДП на инвеститорите и земјите домаќини. Година во која се врши трансфер на капитал, дефицитот на БДП се појавува за земјата што инвестира. Од друга страна, постои подобрување во ПБ за земјата домаќин во таа година. Програмата за странски инвестиции на Соединетите Американски Држави во текот на 1960-тите предизвика огромен дефицит на БОП затоа што доведе до ограничувања на странските инвестиции на САД од 1965 до 1974 година<sup>88</sup>. Сепак, почетниот капитален трансфер и трошењето во странство од страна на земјата инвеститор резултира со зголемен извоз на капитални добра, резервни делови и други производи. Постои, исто така, последователен проток на добивка во земјата што инвестира по истекот на пет до десет години во просек. Но, на долг рок, исто така, може да има можност за замена на извозот и увозот на земјата што инвестира. Тоа го прави долгорочниот ефект на трансферот на капитал за

---

<sup>86</sup>Petkovski, M. (2004). Financial markets and institutions. Faculty of Economics: Skopje.стр.59.

<sup>87</sup>Baele, L., Inghelbrecht, K., 2009. Time-Varying Integration and International Diversification Strategies. Journal of Empirical Finance 16.

<sup>88</sup>Baele, L., Inghelbrecht, K., 2009. Time-Varying Integration and International Diversification Strategies. Journal of Empirical Finance 16,стр.57.

земјата што инвестира неизвесен, а краткорочниот или непосредниот ефект е негативен за него. Што се однесува до земјата домаќин, ефектот на трансфер на капитал на ВОР е позитивен.

### **Ефект врз даноците**

Ефектот на трансферот на капитал може да се појави и за земјите што инвестираат и за земјата домаќин, од различни стапки на оданочување и странски заработки во различни земји. Ако даночната стапка во земјата инвеститор е 50 проценти, а во земјата домаќин е 40 проценти, фирмите во првата ќе преземат инвестиции во втората, или ќе пренасочат странска продажба преку подружници, со цел да платат помали даночни стапки. Доколку странските заработувачки се враќаат од фирмите на земјата што инвестира во земјата на потекло, земјата инвеститор ќе наплати данок од само 10 проценти (бидејќи повеќето земји имаат договори за избегнување на двојното оданочување)<sup>89</sup>. Значи, трансферот на капитал може да предизвика намалување на даночната основа и намалување на износот на собраните даноци. Наспроти тоа, постои проширување на даночната основа и зголемување на наплатата на даноците во земјата домаќин<sup>90</sup>.

### **Ефект врз условите за трговија**

Трансферот на капитал може да влијае на условите на трговија преку ефектите врз производството и обемот на трговијата. Постои веројатност дека условите за трговија ќе се претворат во корист на земјата што инвестира и против земјата домаќин.<sup>91</sup>

### **Ефект врз технолошкиот трансфер**

Пред меѓународниот трансфер на капитал, технолошкиот јаз помеѓу инвеститорите и земјите домаќини значително беше обемен и имаше

---

<sup>89</sup>Baele, L., Inghelbrecht, K., 2009. Time-Varying Integration and International Diversification Strategies. *Journal of Empirical Finance* 16.

<sup>90</sup> Belke A. and U. Volz (2019), "The role of institutions and macroprudential policy in managing spillovers from quantitative easing policies", *Macroeconomic Shocks and Unconventional Monetary Policy*, pp.263-293, Oxford University Press.

<sup>91</sup> Исто

предиспозиции да биде доста широк. Но, пренесувањето на пакетот ресурси, вклучувајќи ги растенијата и опремата, резервните делови, технолошкото знаење, научниот менаџмент, користењето на патенти и имиња на брендови, доведува до стеснување на технолошкото водство што претходно ги имаа земјите инвеститори во земјите домаќини<sup>92</sup>.

Секако, за последен и најзначаен ефект се смета ефектот на земјата домаќин и нејзината способност за контрола над инвестициите, увозот и извозот и дејностите кои се одвиваат при реализација на меѓународен трансфер на капитал. Сепак, големите капитални трансфери и проширувањето на активностите во земјите домаќини обично поставуваат некои ограничувања во способноста за спроведување и контролирање на сопствените економски политики.

---

<sup>92</sup> Belka M. (2013), "How Poland's EU Membership Helped Transform its Economy, Occasional Paper No. 88, Group of Thirty", Washington, DC.

### 3. ВЛИЈАНИЈА НА ГЛОБАЛИЗАЦИЈАТА ВРЗ ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ

#### 3.1. Глобална економска консолидација и формирање на трилатералата

Глобализацијата се истакнува како феномен препознатлив од повеќе аспекти. Сите тие дадени аспекти се одразуваат на сите полиња на животот и делувања на современиот човек. Тие не се одвоени меѓусебно, туку глобализацијата е севкупност од нивната меѓуповрзаност и испреплетеност. Глобализацијата може да се набљудува од повеќе аспекти, меѓутоа како најважни може да се издвојат: економскиот, политичкиот, општествениот, еколошкиот и културниот аспект. Првиот и еден од најважните е сигурно економскиот аспект, кој ќе се набљудува во даденото поглавје.

Економскиот аспект на глобализацијата се фокусира на превласта на слободниот пазар и принципот на либерализам во економската наука со минимизирана улога на државата, односно економската политика во однос на регулирање на слободно формираните, перфектно функционални пазарни механизми, како што е институционализирано низ функционирањето на трилатералите во меѓународните економски односи и трансакции<sup>93</sup>.

Под економска глобализација се подразбира сеопшта либерализација на капиталните трговски текови на меѓународниот план, како и дерегулација на движењето на факторот на производство во форма на меѓународна мобилност на капитал, работна сила, идеја, информации, технологија и слично.

Поимот трилатерала подразбира три институционални стапки на меѓународната економија, на која се темели меѓународниот економски поредок и

---

<sup>93</sup>Baele, L., Inghelbrecht, K., 2009. Time-Varying Integration and International Diversification Strategies. Journal of Empirical Finance 16.

трговија: Меѓународниот монетарен фонд, Светската банка и Светската трговска организација<sup>94</sup>.

Трилатералата се однесува на формирање на три големи регионални блокови или три центри на моќ и тоа: САД, Западна Европа, како и Азија. Токму со промените на центрите на светската економска моќ, предизвикани се повеќе силни меѓузависности во светската економија и така доаѓа до засилен процес на глобализираност во економските текови. Економскиот аспект на глобализацијата е оној со кој денес бројните научници најмногу се занимаваат и дебатираат. Една од причините за тоа може да биде фактот дека современиот светски економски поредок почива на постоење на големиот број мултинационални компании кои неретко имаат буџет кој е поголем и од буџетот на некои постоечки држави, меѓу кои спаѓа и Северна Македонија.

Во своето работење, тие вклучуваат милиони луѓе низ целиот свет, кои и покрај големата оддалеченост, меѓусебно се поврзани. Тие надзираат во планетарните ресурси, капиталот и технологијата. На тој начин се проширува производството без граници и се работи како да не постојат политички и економски бариери. Мултинационалните компании не се само економски субјекти, туку стануваат важни, влијателни и незаобиколна политичка странка и актери во глобалниот поредок. Токму затоа не треба да зачудува фактот дека новиот светски поредок се базира на постоење на овие компании, како и фактот дека ефективно меѓународно движење на капиталот зависи токму од трилатералата<sup>95</sup>.

Всушност, целиот светски поредок се темели на постоењето на овие глобални и светски компании кои преку своите граници пренесуваат не само добра и капитал, туку и различни видови современа технологија.

Втората важна компонента во однос на економските токови и аспекти на глобализацијата се темелат на светските финансиски и економски институции,

---

<sup>94</sup> Основана уште од 1994 година, претходејќи на ГАТТ Договорот кој ја регулира меѓународната трговска трансакција и дејност скоро цел еден век.

<sup>95</sup> La-Bhus Fah J. and J. Rahman (2018), "Foreign Direct Investment in New Member States of the EU and Western Balkans: Taking Stock and Assessing Prospects", IMF Working Paper WP/18/187.

првенствено ММФ и Светската банка. Влијанието на овие институции на политиката на големиот број држави е очигледно каде расте прогресивно како моќ и влијанието врз тие држави паралелно со ова, опаѓа<sup>96</sup>.

Освен мултинационалните компании како значајни актери во денешната економска трговска размена, секако се наоѓаат и банките и берзата. Поврзаноста на банките најдобро се гледа во фактот дека ликвидацијата на една банка доведува до ликвидација и на други филијали и банки. Кога станува збор за берзите пак, тие се способни со заедничко делување да ги генерираат големите, глобални профити, додека од друга страна крахот на берзата може да предизвика и криза од глобален карактер. Затоа, со право може да се потврди фактот дека глобализацијата има двонасочен карактер и дека носи доста противречности со себе, особено земајќи го предвид меѓународното движење на капиталот, бидејќи колку од една страна го поврзува светот, мултинационалните компании и повеќето земји, дотолку, од друга страна, создава длабок јаз меѓу истите, во самото создавање на трилатералата.

### 3.2. Трансмисиони канали на влијанија врз глобализирано движење на капитал

Денес, мултинационалните компании доминираат на светскиот пазар на капиталот, добрата и услугите, реализирајќи приходи кои се мерат со милијарди долари, додека бројот на вработени ја надминува бројката дури и од неколку стотици илјади. Најголемите компании во светот имаат финансиска сила во повеќе земји. Всушност, главните мотори на глобализацијата се: транснационалните корпорации и медиските организации, меѓувладините и невладините организации и алтернативните владини организации. По глобализацијата на капиталот, на ред

---

<sup>96</sup>Baele, L., Inghelbrecht, K., 2009. Time-Varying Integration and International Diversification Strategies. Journal of Empirical Finance 16.



доаѓа и глобализацијата на осигурителните, правните, здравствените, образовните и социјалните услуги<sup>97</sup>.

Од друга страна, значајноста и моќта на мултинационалните корпорации во голема мерка е присутна и значајно расте секој ден. Мултинационалните корпорации се клучни носители на глобализационите процеси и во голема мерка се подготвени да го релоцираат производството и инвестициите во било кој дел од светот со тоа овозможувајќи влез не само во глобалните добра, туку поттикнувајќи го и ефективното движење на меѓународниот капитал. Всушност, проширувањето на дејноста на надворешната трговија во различни делувања, носи сè повеќе бенефиции за националната економија. Модерниот развој на економијата, која има технолошки и економски пропулзивна структура, подразбира целосна ориентација на просперитетните сектори и гранките на услужниот сектор кои имаат соодветно ниво и квалитет на побарувачка. Глобалното работење ја забрзува и ја поттикнува економијата на најразвиените земји онаму каде што производството сè повеќе се свртува кон евтина работна сила и неразвиените земји кои ги искористуваат мултинационалните компании и кои преку имплементација на крупен капитал придонесуваат кон растот и развојот на националната економија во која дејствуваат<sup>98</sup>.

Студиската анализа во дадениот магистерски труд не се насочува само кон истакнување на цврсти докази за стилизираниот импакт и ефект кој мобилноста на капиталот го има врз глобализираната економија и обратно, особено во поглед на глобалната еволуција на пазарот на капитал, туку емпириското истражување се насочува и кон имплементација на јасна организациска рамка за разбирање на таа еволуција и силите кои ја обликуваа меѓународната економија од крајот на деветнаесеттиот век до ден денес. Со оглед на стилизираниот опис се истакнува прашањето: Кои се трансмисионите канали кои ја поттикнуваат големата мобилност на капиталот што преовладува на економскиот глобален пазар денес?

---

<sup>97</sup> Connolly, R., Stivers, C., and Sun, L., 2005. Stock Market Uncertainty and the Stock-Bond Return Relation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40.

<sup>98</sup> IMF (2016) "Article IV", available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16356.pdf>

Одговорот е поврзан со една од централните и највидливите области во кои отвореноста кон светскиот пазар на капитал ја ограничува владината моќ: изборот на режим на девизниот курс<sup>99</sup>. Трилемата за макроекономска политика за отворени економии (исто така позната како неконзистентен триничен предлог) тргнува од основниот факт: Отворениот пазар на капитал ѝ ја одзема способноста на владата на таа земја, каде истовремено го насочува својот девизен курс и ја користи монетарната политика во остварување на други економски цели. Трилемата се јавува затоа што режимот на макроекономска политика може да вклучи најмногу два елемента од неконзистентното тројство на трите политички цели:

- *целосна слобода на прекугранични движења на капиталот*
- *фиксен девизен курс*
- *независна монетарна политика ориентирана кон домашните цели*

Ако се забранат движењата на капиталот, во случај кога е исклучен елементот број еден, земјата со фиксен девизен курс може да ги прекине редовите со странски каматни стапки и со тоа да води независна монетарна политика. Слично на тоа, флукуирачкиот девизен курс, во случај кога е исклучен елементот (2), ја помирува слободата на меѓународните движења на капиталот со ефективноста на монетарната политика (барем кога некои номинални домашни цени се лепливи). Но, монетарната политика е немоќна да ги постигне домашните цели кога девизниот курс е фиксен и движењето на капиталот е слободен, во случај кога е исклучен елементот (3), бидејќи интервенцијата за поддршка на парите на размена потоа ги вклучува капиталните текови, кои точно ја надоместуваат монетарната политичка акција, заканувајќи се да ги измени домашните каматни стапки

Всушност, на основа на овие податоци, централно тврдење е дека секуларните движења во обемот на меѓународното позајмување, воедно и мобилизација на капиталот, може да се разберат во смисла на оваа трилема. Мобилноста на капиталот преовладуваше и се прошири во услови на широко распространета политичка поддршка, или за монетарниот режим под притисок на размена (на пример,

---

<sup>99</sup>Извор - Obstfeld and Taylor – Analysis of the Trillema, 1998 година, САД.

златниот стандард), или за монетарниот режим кој е главно насочен кон домашните цели, на сметка на стабилноста на девизниот курс (на пр. плови). Средната основа во која земјите се обидуваат истовремено да ги погодат целите на девизниот курс и целите на домашната политика, речиси како логична последица, опфаќа контроли на размена или други тешки ограничувања на меѓународните трансакции.

Токму овој конфликт меѓу изборите на ривалските политики (трилемата) ја информира главната дискусија за историската еволуција на светските пазари на капитал во однос на погоре имплементираната научна анализа, придонесувајќи кон тоа да се објасни дадениот одлив и проток на капиталната мобилност на долг рок и во поширокиот политичко-економски контекст. Се разбира, трилемата е само блиско објаснување, во смисла дека подлабоките социополитички сили ја објаснуваат релативната доминација на некои политички цели пред другите. Коен (1996, 274-75) корисно разликува четири потенцијални категории на објаснување во врска со еволуцијата на меѓународната финансиска интеграција. Со тоа се парафразираат накратко неговите категории, со разликување во објаснувањата врз основа на:

- *технолошките иновации, вклучувајќи резултирачко зголемување на конкурентноста на пазарот*
- *конкуренијата на политиките помеѓу владите кои сакаат да го унапредат „државниот интерес“, некако дефинирани;*
- *внатрешната политика, вклучително и партиското ривалство и лобирање на интересни групи*
- *идеологијата и напредокот во економското знаење.*

Прецизната дефиниција на државниот интерес може добро да ја одразува структурата на домашната политичка моќ, така што објаснувањата на класите (2) и (3) не треба да бидат неповрзани. Сепак, може да има ситуации во кои постои широк домашен консензус во врска со одредени политики, како во националниот интерес. Слично на тоа, идеологијата и состојбата на знаењето може да ги одредат политиките, со коишто државите се стремат да бараат даден национален интерес. Како што ќе стане јасно во она што следува, ние ги разгледуваме објаснувањата во

согласност со (2) и особено (3) како „длабоки фактори“, зад движењата во меѓународната финансиска интеграција, со потполна улога за (4). 14 Централната улогата на трилемата е да го ограничи изборот во кој длабоките фактори ги играат нивните улоги.

Широките трендови и циклуси на светскиот пазар на капитал кои ќе ги документираме, ги отсликуваат промените на одговорите на фундаменталната трилема. Пловечките девизни курсеви дозволија експлозија на меѓународните финансиски пазари во текот на истите три децении. Ослободени од еден елемент од фиксните девизни курсеви за трилема, земјите можеа да ги отворат своите пазари на капитал, а сепак да ја задржат флексибилноста за распоредување на монетарната политика во остварувањето на националните цели. Без сомнение, искуството стекнато по инфлациските '70-ти за зацврстување на монетарната политика, со цел да се избегне нестабилност на цените, помогна да се промовира тековната финансиска интеграција. Можеби за првпат во историјата, земјите научија како да ја држат инфлацијата под контрола под пензии и пловечки девизни курсеви<sup>100</sup>.

Меѓутоа, постојат неколку потенцијално валидни причини, сепак, земјите сè уште да ги фиксираат своите девизни курсеви, на пример, да се задржи подобар капак на инфлацијата или да се спречи нестабилност на девизниот курс поради шокови на финансискиот пазар. Таквите аргументи може да најдат особено резонанца, се разбира, во земјите во развој. Сепак, неколку земји кои се обиделе да ги поправат, успеале долго; на крајот, стабилноста на девизниот курс има тенденција да дојде во конфликт со другите цели на политиката: пазарот на капитал се фати за проблемот на владата, а кризата додава доволно економска болка за да ги вклучи властите. Во последниве години, само многу малку главни земји забележаа дисциплина на фиксниот девизен курс за најмалку пет години, а повеќето од нив беа прилично посебни случаи<sup>101</sup>.

<sup>100</sup> Haben, P. and M. Quagliariello (2017) 'Why the EU needs an assetmanagement company', Central Banking.

<sup>101</sup> Nardo, M., N. Ndacyayisenga, A. Pagano and S. Zeugner (2017), Finflows: a database for bilateral financial investment stocks and flows, European Commission JRC Technical Reports.

Како и секогаш, треба да ги земат предвид потенцијалните трошоци и придобивки од меѓународниот мобилен капитал за националните учесници. Очигледно, способноста да се позајмува или позајмува претставува тривијално олабавување на ограничувањата во однос на совршено затворената економија. Во оваа димензија, барем отворената трговија со финансиските пазари нуди недвосмислени придобивки во однос на затворената економија. Ваквите занаети дозволуваат осигурување и измазнување на шокови, воедно дозволуваат и капиталот да ги бара своите највисоки награди, што значи вообичаени резултати од добивката од трговијата. Меѓутоа, на други начини, меѓународната финансиска мобилност покренува загриженост, особено за креаторите на политиките поврзани со одредени политички цели, кои можеби не се во согласност со слободниот проток на капитал преку меѓународните граници. Покрај тоа, ризиците од финансирање и биланс на плаќањата — некои од нив самостојно исполнети кризи кои не се поврзани со „основите“ — можат да претставуваат понатамошни пречки за усвојување на слободни пазари на капитал<sup>102</sup>.

Иако ова се многу современи проблеми на светските пазари на капитал, прашањата што тие ги покренуваат, може да се проследат до самиот почеток на меѓународните финансиски пазари пред многу векови, за време на ренесансата. Исто така, напредните форми на финансиските занаети се развија многу брзо, понекогаш како одговор на ограничувањата наметнати од Црквата, како што се провизиите од лихварството. Финансиските иновации беа предмет на сомневање од различни четвртини, јавни и приватни. Така, повиците за регулирање и ограничување на активноста на финансискиот пазар се сè уште присутни до ден денес<sup>103</sup>.

Овие настани ја демонстрираат моќта на трилемата (мобилноста на капиталот, мобилноста на девизниот курс и монетарната политика) за

---

<sup>102</sup> Ogawa, E, and M Muto (2017), “Inertia of the US Dollar as a Key Currency through the Two Crises,” *Emerging Markets Finance and Trade*, 53 (12), 2706-2724.

<sup>103</sup> Rodrik, D (2008), “The Real Exchange Rate and Economic Growth”, *Brookings Papers on Economic Activity* 39(2): 769–797.

макроекономска политика, за да ги откријат многуте подеми и падови во глобалната еволуција на пазарот на капитал во дваесеттиот век.

### 3.2.1. Анализа на краткорочно движење на капиталот во механизмот на меѓународно приспособување

Во споредба со теориите за меѓународната трговија, анализата на меѓународно движење на капиталот е сè уште во доенска фаза. Сепак, од 1950 година, повеќе внимание се посветува на улогата на краткорочните движења на капиталот во процесот на усогласување со БОП и влијанието на капиталните текови врз домашните монетарни и фискални политики на индустриските земји. Краткотрајното движење на капиталот игра многу важна улога во домашниот и меѓународниот процес на приспособување на индустриските земји, поради постоењето на високоразвиениот девизен пазар и краткорочниот пазар на капитал<sup>104</sup>.

#### **Модел бр.1<sup>105</sup>**

*Рамка* — Класична теорија за протокот на видовите и модерната теорија на пари за пари кои се применуваат на отворена економија.

*Претпоставка* — Високо флексибилен во цена и трошоци за производство.

#### **Моделот е анализиран преку:**

- Ефектот од движењето на резервите на домашната парична маса
- Корекциите помеѓу промените на релативната каматна стапка, прилагодувањата помеѓу цените и движењето на резервите.

Во моделот, краткорочното движење на капиталот се определува со разлика во приносите. Овие текови се нарекувани како рамномерни движења од Нурке, бидејќи помогнаа да се врати привремената рамнотежа во ПБ. Под нормални

<sup>104</sup>PWC (2017) European Bank restructuring, available on the internet.

<sup>105</sup>IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April.

движења на златниот стандард, исто така, се реагираа на очекувањата за прилагодувања на девизниот курс. Овие движења биле наречени неуредливи движења од страна на Нурсе, бидејќи тие имале тенденција да ја влошат БОП — лошиот невулибиуриум. Овој механизам (класичен) презеде пасивна улога за централните банки. Инаку, во рамките на краткорочните движења на капиталот влегуваат: арбитража, шпекулации, во однос на странските пазари за трговска размена, и тоа од отворена позиција во странскиот девизен курс, влијаејќи на однесувањето на индивидуалниот спекулатор. Исто така, во овие рамки влегува и Trade Hedging каде Tsang претпостави дека сите трговци ќе, така што целата трговија која не е финансирана со долгорочни кредити ќе генерира движења на капиталот. Насоката на движењата би била определена со услов за арбитража на интерес.

### 3.2.2. Анализа на нови текови на капитал во услови на глобализација

Променетите услови на работење на меѓународниот пазар ја карактеризираат појавата на глобалниот пазар, глобалната конкуренција и глобалните производи. Државите и претпријатијата во новоформираните и модерни услови во интернационалната област на делување денес се наоѓаат на значајна раскрсница, па како императив се поставува насочувањето на економската политика во правец на интернационализација и глобализација<sup>106</sup>.

Ова е неопходно за опстанок и развој во овие нови услови на работење. Меѓународното движење на капиталот секако, е еден од најатрактивните облици на меѓународна соработка на компаниите. Глобализацијата може да се применува само тогаш кога доаѓа до промена на деловното размислување и доколку постојат компании подготвени да го прифатат ризикот кој истата го носи со себе. При тоа, пазарот претставува основа за постоење на глобалната конкуренција денес.

---

<sup>106</sup> Topias, L. (2018), "A method for estimating 'pass-through activities' in official FDI statistics," IFC Bulletins chapters, Bank for International Settlements (ed.), External sector statistics: current issues and new challenges, Volume 48, Bank for International Settlements.

Капиталот, инвестиран надвор од националните граници, добива мултинационален карактер, кој го оправдува фактот за меѓународно движење на капиталот како најважен облик на меѓународно финансирање и претставува одлучувачки фактор на глобализацијата, бидејќи влијае на економскиот раст, промената на производствената индустриска структура, платниот биланс, вработеноста и економската стабилност на поединечните земји. Меѓународното движење на капиталот се трансферира од една земја во друга, каде растот на куповната сила во земјата увозник на капиталот делува во насока на раст на увозот, бидејќи приливот на паричната маса предизвикува раст на цените<sup>107</sup>.

Во земјата извозник на капиталот, куповната сила се намалува, со што се стеснува пазарот за производи на првата земја. Глобализацијата и нејзината неопходност се наметнува како особеност на економските процеси, тенденции и односи и се истакнува како карактеристично самосвојство на безграничен просперитет на капиталот. Од тие причини, меѓународното движење на капиталот е следната нишка која им претходи на странските директни инвестиции. Очекуваниот след на меѓународното движење на капиталот е отворање на пазар на добра и капитал, со креирање на привлечни и стабилни институционални услови за странските инвеститори<sup>108</sup>.

Притоа, присутни се и: значајноста на институционалниот развој, макроекономската стабилност, која се покажа во погоре истакнатото поглавје, отвореноста на економијата, но и финансиската развиеност на земјите кај странските директни инвестиции. Со самата глобализација на финансиските пазари, повеќето облици на меѓународно движење на капиталот добиваат повеќе разни пазари. Значајната динамика на странските инвестиции практично настанува поради активностите на транснационалните компании и промените во глобалното деловно опкружување. СДИ се многу постабилни во однос на портфолио-

---

<sup>107</sup> Demekas, Dimitri G, Balazs Horvarth, Elina Ribakova and Yi Wu "Foreign Direct investment in Southeastern Europe: How (and How Much) Can Policies Help?", IMF Working Paper 110, 2005.

<sup>108</sup> Coeuré B. (2019), "The euro's global role in a changing world: a monetary policy perspective".



инвестициите, бидејќи подразбираат директни инвестиции во фиксен имот кои репрезентираат долготрајни намери на инвеститорот<sup>109</sup>.

На основа на овие инвестиции, се доаѓа и до повеќе облици на соработка меѓу партнерствата во меѓународната економија, кои се повеќе од вообичаени пазарни трансакции, а помалку од спојување и приспојување на претпријатие. Целта на пристапувањето кон вакви облици на соработка треба да биде зајакнувањето на конкурентната предност на претпријатијата на целиот глобален пазар или во неговите сегменти, со што во таа смисла, за земјата домаќин ќе претставува значајна бенефиција од голема важност. Неразвиените земји пак, и натаму се наоѓаат надвор од тековите на меѓународниот пазар и тоа е значително голем проблем со кој се соочуваат повеќето кои се занимаваат со меѓународно работење<sup>110</sup>.

### 3.2.3. Развој на домашниот пазар на капитал

Драматичното зголемување на меѓународните текови на капитал, и покрај привремената контракција за време на глобалната криза, мотивираше дискусии за политиките за придружните придобивки и трошоците за мобилност на капиталот. Додека меѓународните движења на капиталот можат да го поддржат долгорочниот раст, тие исто така претставуваат краткорочни политички предизвици, вклучувајќи ги и оние поврзани со несакани последици од апресијацијата на девизниот курс, циклусите на финансиски и ценовни цени и ненадејните застои во капиталните текови<sup>111</sup>. Земјите се соочија со вакви предизвици преку соодветни макроекономски политики и во некои случаи се обидоа да ги намалат капиталните приливи преку макро- и микропрудентни мерки, даночни инструменти и директни контроли на

<sup>109</sup> Darvas, Z., P. Hüttel, S. Merler and T. Walsh (2015), "Analysis of developments in EU capital flows in the global context", Report commissioned by the European Commission, November.

<sup>110</sup> European Commission (2015), "Action Plan on Building a Capital Markets Union", Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, COM(2015) 468 final, September.

<sup>111</sup> Zucman, Gabriel (2013) 'The Missing Wealth of Nations: Are Europe and the U.S. net Debtors or net Creditors?', The Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, vol. 128(3).

капиталот<sup>112</sup>. Додека некои рестриктивни мерки можат да бидат ефективни на краток рок, тие исто така вклучуваат ризици, вклучувајќи ги и оние поврзани со одмазднички мерки од други земји и прогресивна фрагментација на меѓународните пазари на капитал<sup>113</sup>.

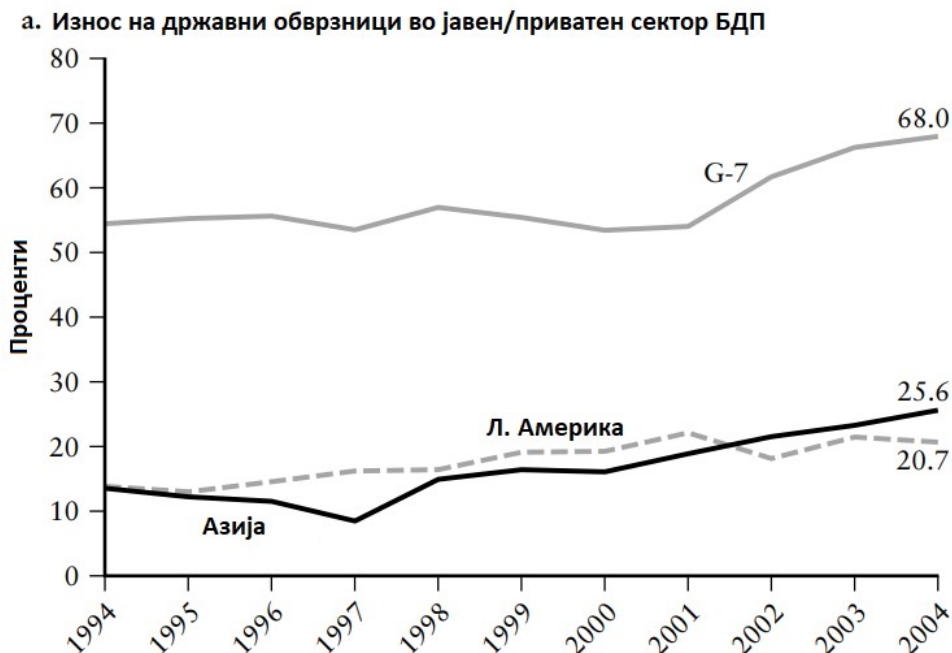
Во земјите како што е и Република Северна Македонија, на финансиските пазари и понатаму доминираат банките и се карактеризираат со краткотрајност, неликвидност и во многу земји, долализација. Пазарите на акции и приватни обврзници не се развија како сериозна алтернатива на банкарските заеми. Како што е забележано, зголемувањето на големината и прометот на локалните пазари на обврзници најмногу се смета од страна на државниот весник. Иако многу земји направија напори да ја продолжат рочноста на обврзниците и да развијат значајни кризи на принос за државни обврзници, рочноста останува прилично кратка, освен во неколку земји, особено во Чиле, Мексико и Колумбија. Во голем број земји, неликвидноста е уште едно сериозно ограничување на пазарите на хартии од вредност. Ова јасно е случај за скоро сите котирани приватни долгови и сопственички хартии од вредност, но дури и ликвидноста за јавен долг во Северна Македонија е недоволна<sup>114</sup>.

Неколку реномирани бизниси редовно тргуваат со обврзници и акции на домашните пазари. На пример, три корпорации контролираат близу 50 % од вредноста на домашниот пазар во Чиле и Аргентина. Во Мексико, една компанија (Telmex) учествува помеѓу 20 и 40 проценти од трговијата и приближно 25 проценти од пазарната вредност. Слика 2.16 покажува дека за разлика од помалку од 10 % во Соединетите Американски Држави, првите 10 корпорации во повеќето земји од Латинска Америка претставуваат повеќе од 50 % од размената вредност. Дополнително, како што ќе се дискутира понатаму во овој дел, се чини дека локалните берзи се намалуваат бидејќи корпоративните издавачи продолжуваат да се движат кон глобалните финансиски центри.

<sup>112</sup>Portes, Richard, and Helene Rey, 2005, Journal of international economics, Journal of Finance, стр.136.

<sup>113</sup>Vitanova, G.. (2003). Financial markets and institutions. Faculty of Economics: Prilep.

<sup>114</sup>НБРМ -“Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2010 година”, јули 2011.



**Графикон 4. Примерок од пракса — Развој на пазарот на обврзници во избрани региони, од '90-тите до 2004 година<sup>115</sup>**

Како што беше подетално разгледано во претходните подглавја, недостатокот на соодветна ликвидност е едно од главните ограничувања на пазарите на капитал во земјите како што е Латинска Америка, која е земена за пример, бидејќи се наоѓа токму на средина меѓу развиените економии и економиите кои се наоѓаат во процес на развој. Иако трговската активност на домашните берзи значително се зголемила од почетокот на деведесеттите години, сè уште е многу ниска во споредба со другите региони. Неликвидноста е широко распространета и ја одразува концентрацијата во понудата и побарувачката на хартии од вредност. На страната на понудата, само неколку фирми се способни да издаваат хартии од вредност во износи кои ги исполнуваат минималните прагови, за да се постигне значителна ликвидност; на страната на побарувачката доминираат неколку институционални инвеститори, кои имаат тенденција да ги следат инвестиционите стратегии за купување и одржување и да концентрираат поголем дел од своите удели во државниот долг. Неликвидноста на секундарните пазари го попречува откривањето на цените, што често се смета за

<sup>115</sup>Извор - BIS; World Bank, 2015.

најпрепознатлива функција на пазарите на хартии од вредност, во однос на банките. Неликвидноста ја ослабува веродостојноста на обележувањето на пазарот и сметководството на објективна вредност<sup>116</sup>. Понатаму, ги зголемува ефектите од шокови врз флуктуациите на цената на активата.

И покрај значителното продлабочување на пазарите за државни должнички хартии од вредност, овие пазари се фрагментирани и релативно неликвидни, со неколкуте споменати исклучоци од Чиле (каде долгот на јавниот сектор главно е долг на Централната банка), Мексико и Колумбија. Неликвидноста на пазарите на јавни обврзници е особено распространета во помалите земји. Всушност, честопати она што се нарекува „пазари на хартии од вредност“ во овие земји е скоро исклучиво пазарен пазар на пари во централизирана размена, каде хартијата од јавниот сектор се користи како најчеста основна безбедност<sup>117</sup>.

Сепак и покрај ова, веќе од почетокот на 2006 година, бразилската влада успешно ги пласираше глобалните обврзници во вредност од 1,5 милијарди долари, деноминирани во локална валута. Вреди да се напомене дека две заеднички карактеристики на овие прашања се нивната среднорочна зрелост и значителното учество на меѓународните инвеститори<sup>118</sup>.

Овие искуства се случија во повеќе земји во светот, со што ги зголемија очекувањата за променливиот тренд на желбата на странските инвеститори да инвестираат во инструменти на домашната валута од пазарите во развој, што би можело да помогне да се намали изложеноста на латиноамериканските економии на валутен ризик.

Сепак, сè уште е премногу рано да се каже дали овој позитивен тренд претставува трајна промена во апетитот на инвеститорите за инструментите во домашна валута или е само привремен феномен (Borensztein, Eichengreen и Panizza 2006). Од една страна, многу земји од Латинска Америка значително ги подобрија

---

<sup>116</sup> Vitanova, G.. (2003). Financial markets and institutions. Faculty of Economics: Prilep.

<sup>117</sup> Kolev, Z. (2008). MA thesis: Analysis of stock exchange's operations. Skopje.

<sup>118</sup> Brigham, E.F., & Ehrhardt, M.C. (2004). Financial Management: Theory and Practice. Harcourt College Publishers Series in Finance: New York.

нивните макроекономски основи, одржувањето на фискалните суфицити, намалувањето на нивниот долг кон БДП и подобрувањето на нивните позиции за солвентност. Исто така, повеќето латиноамерикански земји во моментов имаат многу поголеми резерви отколку во текот на 1990-тите и имаат тенденција да имаат помалку краткорочен долг. Покрај тоа, има значителен напредок во усвојувањето на режими на флексибилен девизен курс и веродостојни шеми за таргетирање на инфлацијата во целиот регион. Сите овие фактори треба да ги направат инструментите на локална валута попривлечни за инвеститорите, како локални така и меѓународни<sup>119</sup>. Од друга страна, разумно може да се тврди дека зголемениот апетит за инструментите за локална валута кај меѓународните инвеститори е во голема мера последица на сегашниот меѓународен момент. Всушност, ниските каматни стапки во развиените земји и изобилната ликвидност на глобалните финансиски пазари ги поттикнуваат инвеститорите да бараат поризични можности за инвестирање во новите економии. Постојаната апresiasiја на девизниот курс во Латинска Америка во последниве години ги направи инструментите на локална валута поатрактивни. Исто така, дел од подобрувањето на економските основи во земјите како Латинска Америка е последица на надворешни фактори, како што се подобри услови на трговија и глобален економски раст. Оттука, не е јасно дали апетитот за облигации во локална валута меѓу меѓународните инвеститори ќе се одржува ако се влошат меѓународните услови и глобалната ликвидност се намалува.

Пазарите за деривативи експлодираа на меѓународната сцена во текот на изминатите неколку децении, но тие заостануваат во многу земји во развој. Дериватите на пазарите во развој сочинуваат само 1 процент од вкупниот износ на заобиколен износ на пазарите на деривати ширум светот. Развојот на структурирани финансиски трансакции кои помагаат да се претворат неликвидните средства во разменливи хартии од вредност, е важна финансиска иновација во изминатите децении. Структурираните финансиски трансакции значително се зголемија во

---

<sup>119</sup> Koley, Z. (2008). MA thesis: Analysis of stock exchange's operations. Skopje.ccp.173.

развиените земји: со издавање достигнаа речиси 6,8 трилиони долари во 2015 година (од кои околу 85 проценти беа објавени од страна на САД)<sup>120</sup>.

Спротивно на релативната неразвиеност на структурираните финансиски пазари, се покажа дека репо-пазарите во земјите во развој се прилично активни и многу повеќе ликвидни. Всушност, се чини дека е заедничка карактеристика што повеќето средства се купуваат и се чуваат до достасување, додека репо-пазарите се користат за управување со ликвидноста. Во повеќето земји од Латинска Америка, државните должнички хартии од вредност се практично единствено основно средство за овие видови трансакции. Репо-операциите сочинуваат значителен дел од тргувањето со обврзници во повеќето земји во регионот, а во многу случаи репо-трансакциите го надминуваат обемот со кој се тргува основниот инструмент<sup>121</sup>. На пример, во Бразил, на пазарот за репо се најде најликвидниот пазар — тој изнесува 60 проценти од просечната дневна вредност со која се тргува на сите пазари, по што следат свопови и фјучерси, кои претставуваат 20 проценти<sup>122</sup>.

На основа на ова, всушност, се појави и значаен тренд во повеќето земји низ светот, каде во текот на изминатата деценија беше исклучувањето на големите издавачи од домашните берзи. Бројот на котираните фирми на најголемите берзи во регионот веќе се намалил кон крајот на минатиот век, со бројот на делистинзи кои постојано го надминуваат оној на новите огласи. Delisting е важна димензија на поширокиот феномен на интернационализација на берзата, за што се дискутира во повеќе детали подолу во ова поглавје.

Иако пазарите на капитал на земјите низ целиот свет, како Латинска Америка, споделуваат некои заеднички карактеристики и претставуваат севкупна депресивна држава, како што е опишано погоре, некои земји, особено Чиле, се прилично успешни во развојот на нивните домашни пазари на хартии од вредност и отидоа подалеку од регионалниот просек во однос на капиталот развој на пазарот. Уште една

---

<sup>120</sup> Kolev, Z. (2008). MA thesis: Analysis of stock exchange's operations. Skopje.

<sup>121</sup> Kjupev, M. (2004). Manual for shareholders, shareholder-Association of shareholders.

<sup>122</sup> Dimitrova, J. (2010). Doctoral dissertation: The informative function of audited financial reports during the capital mobilization through securities emission. Prilep.

регионална успешна приказна во поново време е Мексико, каде што пазарите на капитал, особено пазарот со фиксен приход, се соочуваат со значителен пораст, дури и ако тие сè уште остануваат недоволно развиени во однос на споредливи земји со среден приход.

#### 3.2.4. Бенефиции за земјите од партиципација во меѓународниот пазар на капитал

Како што е опишано во делот за глобален контекст во ова поглавје, глобализацијата напредуваше во изминатите децении со: зголемени прекугранични текови на капитал, построги врски меѓу финансиските пазари и поголемо комерцијално присуство на странски финансиски фирми ширум светот. Важен елемент на овој тренд на глобализација е интернационализацијата на финансиските услуги, што значеше употреба на меѓународни финансиски посредници од страна на локалните издавачи и инвеститори. Многу фирми од пазарите во развој сега ги прекршуваат своите акции на глобалните пазари. Како дел од овој процес на глобализација, депозитарните сметки (DRs) стануваат сè повеќе популарни инструменти. Тргувањето со ДР во размена на САД се прошири од 75 милијарди американски долари во 1990 година на 1 трилион долари во 2005 година, а во моментот има повеќе од 1 900 спонзорирани програми за ADR, издадени од фирми од 73 земји, во споредба со 352 програми во 1990 година. Меѓународните пазари на обврзници, исто така, значително се зголемија, од вкупен износ од 1,6 милијарди долари во 1990 година до 14 трилиони американски долари во 2004 година. Учеството на земјите во развој на овие пазари се зголеми експоненцијално во изминатите 15 години, од вкупен износ од 100,3 милијарди долари во 1990 година на 801,9 милијарди американски долари во 2004 година<sup>123</sup>.

---

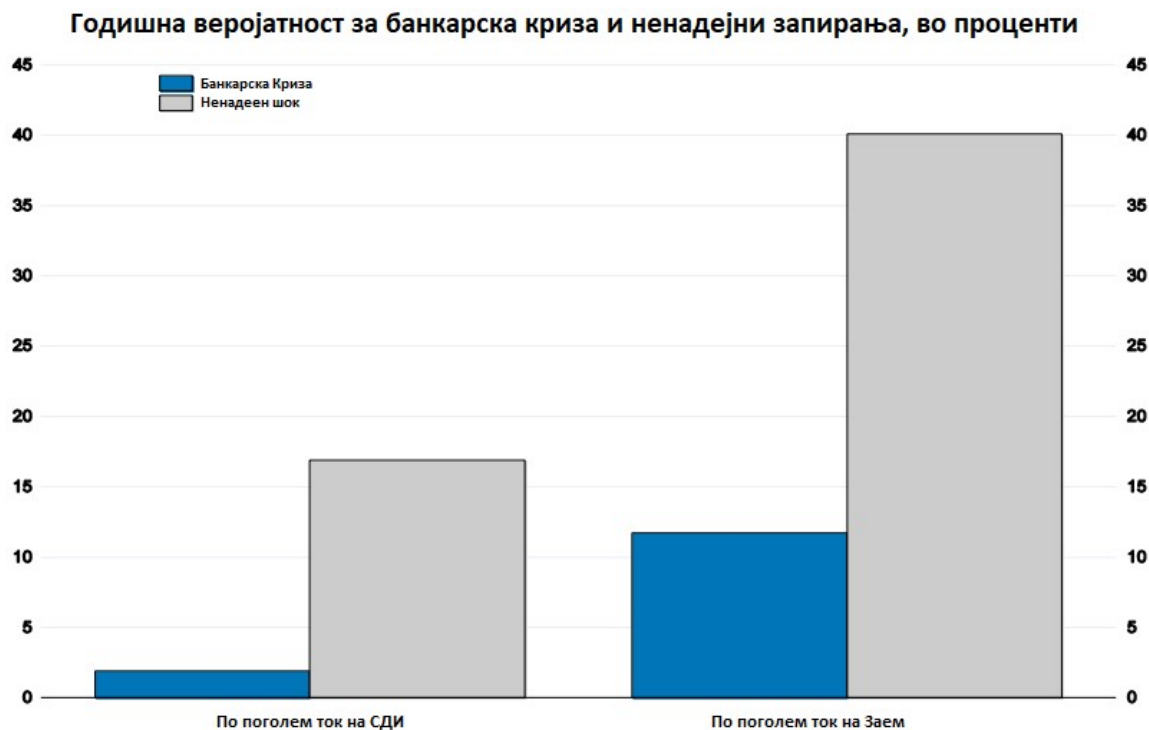
<sup>123</sup>PWC (2017) European Bank restructuring, available on the internet. <https://www.pwc.co.uk/transaction-services/assets/pdf/pag-european-bank-restructuring-conference-2017.pdf> пристапено на 01.10.2022.

Меѓународните движења на капиталот можат да го поддржат долгорочниот раст на една земја, но не се без краткорочни ризици. Долгорочните придобивки произлегуваат од ефикасната распределба на штедењето и инвестициите помеѓу земјите со вишок и дефицит. Сепак, големите капитални приливи можат да го оспорат абсорптивниот капацитет на земјите домаќини на краток рок, со тоа што ќе бидат: ранливи на надворешни шокови, ќе ги зголемат ризиците од прегревање на економијата и наглиот пресврт во приливот на капитал и ќе го олеснат порастот на цената на акциите на кредитите и имотот циклуси. Емпириската анализа спроведена од страна на ОЕЦД за голем примерок на зрели економии и пазари во развој покажува дека веројатноста од банкарска криза или нагло застанување се зголемува за фактор 4 по големите капитални приливи<sup>124</sup>. Всушност, веројатноста од појава на криза или ненадејно запирање е особено висока по големи приливи на долг капитал (граф.6). Покрај тоа, епизодите на големи долгови придвижувани од долг имаат тенденција да имаат поголемо влијание врз домашниот кредит отколку кога приливите се првенствено насочени од инвестиции од СДИ или портфолиото на капитал.

---

<sup>124</sup>PWC (2017) European Bank restructuring, available on the internet.





**Графикон 5. Веројатност за криза зависно од природата на капиталните текови и движења<sup>125</sup>**

Реформите на структурната политика можат да ги максимизираат долгорочните придобивки од меѓународните движења на капиталот во поддршка на посилен, порамномерен и одржлив раст. Структурната политика, вклучувајќи ја и регулативата за финансиски пазар и производ, има големо влијание врз нето странските капитални позиции. Анализата на ОЕЦД за голем примерок на зрели економии и пазари во развој, покажува дека земјите со повеќе отворени финансиски пазари, подобар институционален квалитет и поконкурентни пазари на производи и пазари се чини дека се поспособни да привлечат и да апсорбираат странски и домашни текови на капитал и да ги балансираат, така што овие земји имаат пониски нето девизни средства.

Структурната политика исто така може да ги минимизира краткорочните ризици поврзани со движењето на капиталот. Од една страна, подобрените

<sup>125</sup>Извор: OECD калкулации, 2011 година.

структурни политички поставки најверојатно ќе ја зголемат вкупната скала на капитални текови, што може да ги зголеми краткорочните ризици. Од друга страна, подобрите структурни политики (поконкретно регулирање на пазарот на производи, поприлагодливи пазари на труд, повисок институционален квалитет и поголема отвореност на сметката на капиталот) се поврзани со составот на капиталните приливи — главно, повеќе СДИ и помалку долг — што е постабилна и помалку склона кон ризик. Нето-ефектот од капиталните текови врз краткорочните ризици ќе зависи од конкретната форма на донесен структурни реформи, но и од тоа како тие се поддржуваат од напредокот во финансиските реформи за да се зајакне прудентната и макропрудентната рамка во економиите во подем и во напредна фаза<sup>126</sup>.

Макроекономските политики, особено девизниот курс и фискалната политика, исто така имаат важна улога во намалувањето на слабостите поврзани со приливот на капитал. Флексибилноста на девизниот курс ублажува дел од ефектот на големи приливи на капитал врз домашните кредити. Покрај тоа, земјите кои вообичаено ја следат контрацикличната фискална политика, во просек искусиле поумерени кредитни бонови за време на големи епизоди на прилив, а особено за време на епизоди на приливи на долг. Меѓутоа, овие се општи наоди и сродни препораки на политиката, да се земат предвид индивидуалните услови и институционалните поставувања на земјите.

На таа основа, накратко може да се изнесат бенефициите за сите земји кои имаат тенденција да учествуваат во меѓународните капитални токови:

- *Земјата добива меѓународна поддршка и признание за својата отвореност.*
- *Земјата комуницира дека како кооперативен член на меѓународната заедница, се воздржува од пристапот „просјак-сосед“.*
- *Земјата ги ужива мерките за либерализација на другите учесници, без оглед на сопствениот степен на отвореност.*

---

<sup>126</sup>Извор: OECD (2011), OECD Economic Outlook, Број 89 и Furceri 2011та година, Париз.

- *Земјата е заштитена од евентуален неправеден и дискриминаторски третман на инвеститорите основани во други земји учеснички и ќе има право да донесе проблеми во рамката и да побара правен лек.*
- *Земјата има право на транспарентност во однос на мерките на другите земји учеснички.*
- *Земјата ги уверува учесниците на пазарот дека нема намера да одржува пошироки контроли или подолго отколку што е потребно.*
- *Како учесник со еднакви права и одговорности, земја целосно учествува во обликувањето на судската практика и подобрувањето на правилата на рамката.*

Всушност, за земјите да може да ги искористат сите бенефиции од учество на меѓународните текови на пазарот на капитал, особено значајно е да бидат добро запознаени со Кодексот имплементиран од страна на ОЕЦД-земјите. Кодексот воспостави процес консензус управуван и контролиран од страна на земјите кои се придржуваат кон нив. Кодексот го поткрепува правото на земјите да ги одржуваат мерките за проток на капитал, но исто така ги поставуваат основните принципи во врска со нивната употреба и поттикнуваат прогресивна либерализација<sup>127</sup>. Таа е развиена со цел да се одржи конзистентност со правата и обврските на земјите според други меѓународни договори, вклучувајќи ги и Статутите на договорот на ММФ. Кодексот обезбедува рамнотежа на правата и обврските за земјите кои се придржуваат: тие имаат право да одржуваат мерки и, под одредени услови, да воведат нови; но тие се согласуваат да ги подложат таквите мерки на дисциплини (Рамка 2). Кодексот ги повикува мерките да бидат транспарентни и недискриминаторски. Преку Кодексот, земјите се залагаат да го задржат своето ниво на отвореност (застој), постепено да либерализираат и да земат ригорозен поглед на она што се смета за ограничување. Кодексот, исто така, го признава политичкиот простор на секоја земја и содржи заштитни мерки, вклучително и за повторно воведување на рестриктивни мерки за соочување со кризната ситуација. Оваа рамнотежа на права и обврски, на земјите им овозможи да напредуваат во

<sup>127</sup>PWC (2017) European Bank restructuring.

агендата за либерализација на свој начин, истовремено задржувајќи го нивниот капацитет да ги регулираат и надгледуваат финансиските пазари и да одговорат на итни ситуации. Приврзаниците заедно и со консензус, исто така, продолжуваат да ги обликуваат обврските. Со текот на времето, приврзаниците развија судска практика во однос на имплементацијата на правата и обврските на Кодексот и како да ги разгледаат мерките на секоја земја. Советот на ОЕЦД, раководното тело на Организацијата, одлучи да ги отвори Кодексот на ОЕЦД за либерализација на капиталните движења и тековните невидливи операции за придржување кон земјите кои не се членки на ОЕЦД. Советот ги усвои потребните измени и дополнувања на Кодовите на својата седница на 19 мај 2011 година<sup>128</sup>.

### 3.3. Трансмисиони канали на влијание на глобалниот пазар на капитал врз земјите во развој

Концептот на меѓународните трансакциони механизми, објаснети од начините на пренесување на економските фактори меѓу државите, го истакнува првиот бран на глобализација на финансискиот систем, кој се врзува за период од златниот стандард до Првата светска војна, каде се забележува првиот значаен бран на меѓународното движење на капиталот и прогресивно поврзување на земјите во светската мрежа на финансии и инвестиции. Со тоа се покажа дека процесот на глобализација носи предности, но и разлики, како за развиените, така и за земјите кои се ноаѓаат во процес на развој, со различни последици за нив<sup>129</sup>.

Една од поголемите предности за поврзување на земјите во развој на пазарот на капитал на меѓународно ниво е во можноста за привлекување повеќе извори на надворешно финансирање со пониски трошоци. Со пристап на поголем број на

---

<sup>128</sup>Akyüz, Yilmaz (1998), "The East Asian financial crisis: back to the future?", *Tigers in Trouble: Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Jomo Kwame Sundaram (ed.), Hong Kong, Hong Kong University Press.

<sup>129</sup>Zucman, Gabriel (2013) 'The Missing Wealth of Nations: Are Europe and the U.S. net Debtors or net Creditors?', *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 128(3).

финансиски инструменти, финансиската интеграција овозможува подобра дисперзија на ризикот. Особено кога станува збор за странските директни инвестиции, странскиот капитал се подигнува на ниво на знаење и технологија која може да ја зголеми националната продуктивност, додека учеството на странските инвеститори во банкарскиот систем и на пазарот на капитал неминовно доведува до подобрување на квалитетот на финансиските услуги<sup>130</sup>.

Во текот на последните три децении, глобализацијата станува наизглед тих процес, за кој се верува дека е доволно да постојат капацитети во самите пазари кои може да го водат овој комплексен процес на делување. Во таквите околности земјите во развој, меѓу кои се наоѓа и Македонија, и граничните пазари стануваат изложени на удар преку самиот пазар на капитал, како и преку реалниот сектор. Влијанието на глобалниот пазар на капитал на пазарот на капитал на земјите во развој, зависи пред сè, од нивото на развој на локалното производство и достигнатиот економски, политички и друштвен односно општествен развој. Доколку станува збор за значително затворена економија со рестриктивни услови за влез во странскиот капитал и инвестиции, постои изолираност и од останатите глобални економски движења и нивното влијание на доманиот пазар на капитал<sup>131</sup>.

Бидејќи земјите во развој се наоѓаат во рана фаза на економскиот развој, тие обично имаат принцип, со кој подолго ги штитат своите домашни ресурси, одложувајќи го така неминовниот процес на инклузија во глобалните текови. Сепак, неминовно е дека низ трансмисионите канали и таквата економија се изложуваат глобалните текови.

Влијанијата на глобалниот пазар на капитал на пазарот на капитал во земјите во развој се одвива преку повеќе трансмисиони канали, од кои најзначајни се следните<sup>132</sup>:

- *Приватизација на општествени и државни сопствеништва во земјите во развој.*

---

<sup>130</sup> Mersch, Yves (2017) Loan-level data transparency: achievements and future prospects, стр.91.

<sup>131</sup> Јовановски Тихомир, "Меѓународни финансии" Еуро-Мак Компани ДОО-Скопје, 2007 година.

<sup>132</sup> Узунов Ванчо, " Глобализација и економски развој", Правен факултет Скопје, 2002 година.

- *Портфолио-инвестиции во ХОВ.*
- *Влијание на промената на регулаторните механизми.*
- *Кризни елементи.*

Приватизацијата претставува трансфер на сопствеништво или услуги во државното или општествено сопствеништво на приватниот сектор. Може да се дефинира и како избор на намалување на улогата на државата и зголемување на улогата на приватниот сектор во управување и сопствеништво над имотот. Ова ја подразбира секоја активност која државните сектори ја изложуваат на пазарните фактори и услови<sup>133</sup>. Приватизацијата најчесто се поврзува со индустриските или услужните претпријатија, но може да се однесува и на кој било вид на имот, како и услугите поврзани со здравството, образованието и слично<sup>134</sup>.

Меѓутоа, приватизацијата сама по себе, претставува многу повеќе од прост трансфер на сопствеништво која пред сè, претставува цивилизациски потомок на едно општество, напредок кон повисок степен на развој и промени кои ги предизвикува во едно општество, имајќи исклучителна значајност. Ефектите од приватизацијата, која претставува еден од видовите на СДИ, се и фактите дека во тие трансмисиони канали во земјата која го спроведува процесот на приватизација, реализираат и дополнителни позитивни трендови, покрај порано наведените, како што се: зголемување на бројот на новите претпријатија, зголемување на кредитната активност на банките, активности на градежните компании, осигурителни компании, се зголемува и стапката на вработеност и бројот на пазарните инструменти. Покрај овие, постојат и споредни ефекти за локалната заедница, која низ зголемување на бројот на вработени во приватизирани компании реализира поголеми приходи од продажбата на добрата на широката потрошувачка и услуги, што води кон понатамошно зголемување на потрошувачката и инвестициите.

Портфолио-инвестициите пак, претставуваат инвестиции во капитал на претпријатијата со реализација на профит за земјите во развој, без директно

<sup>133</sup> Mersch, Yves (2017) Loan-level data transparency: achievements and future prospects, стр.46.

<sup>134</sup> Baines T et al. (2017). Servitization: Revisiting the state-of-the-art and research priorities. International Journal of Operations & Production Management. 37(2):256–278.

вклучување и управување на истата. Како што веќе се увиде, овие инвестиции може да бидат во форма на инвестирање во акции или корпоративни обврзници. Тие се разликуваат од директните инвестиции и преземање на компаниите, во кои инвеститорите активно учествуваат во менаџментот. Исто така, странските портфолио-инвестиции за земјите во развој имаат поголема ликвидност и со тоа поголема можност за повлекување на средствата назад во земјата на потекло, кое ја прави значително волатилна, од што можат директните странски инвестиции или инвестициите преку приватизација.

За земјите во развој, странските портфолио-инвестиции со ова, претставуваат можност за забрзан развој на пазарот на капитал, бидејќи тие претставуваат поризичен капитал кој се обидува да ја стекне предноста преку инвестирање во услови на најава на економски раст, зголемување на вработеноста и раст на богатства во овие економии. Меѓутоа, во услови на економска криза во земјите во развој, овој капитал се одлива назад во матичната земја како стампедо, предизвикувајќи и вдлабнувајќи ја кризата во големи размери на самата земја. Портфолио-инвеститорите имаат диверзификувано портфолио кое поради својата широчина и обем треба да ги ублажува негативните ефекти на кризата, но во услови на глобална поврзаност со пазарот на капитал каде не постои пазар кој може да биде сигурна нишка во услови на криза, така што портфолио-инвеститорите носат со себе големи бенефиции и потенцијално високи ризици за неразвиените пазари во земјите во развој или граничните пазари на капитал<sup>135</sup>.

Ефектите од ваквата волатилност не се поврзани само со движењето на финансискиот пазар, туку во голема мера влијаат и на движењето на девизниот курс на валутата на земјите во развој, кога паничното повлекување на овие инвестиции може во краток рок да доведе до голема депресијација на домашната валута.

За разлика од овие трансмисиони фактори, регулаторните механизми кои се применуваат кај финансиските пазар претставуваат значително важен дел за секој финансиски систем. Регулаторните механизми на една земја обично имаат одредена

<sup>135</sup> UNCTAD (2017). World Investment Report 2017: Investment and the Digital Economy. United Nations publication. Sales No. E.17.II.D.3. Geneva.

специфичност, но тие, посебно во развиените финансиски пазари, во најголема мера се темелат на идентични принципи на почитување на јавноста, рамноправност на сите акционери и ригорозност при казнување на престапи. Збирот на мерки со кои се дефинира функционирање на финансискиот пазар опфаќа регулација на различни области од корпоративното управување во чии рамки спаѓа и:<sup>136</sup>

- *права на малцинските акционери*
- *обврска за редовно известување*
- *политика на дивиденди*
- *емитување на нови акции*
- *права на илустрирање и берзански трговски акции.*

Корпоративното управување исто така, е неопходно да се имплементира преку ефективни односи меѓу: менаџментот на компаниите, нивното управување, нивните акционери и другите заинтересирани страни во организацијата. Корпоративното управување исто така обезбедува сигурна структура, преку која се одредуваат цели на компанијата како и средствата за постигнување на истите и проследување на предвидените резултати. Добро корпоративно управување треба да се обезбеди преку соодветно поттикнување на менаџментот и вработените во остварување на целите кои се во интерес на компанијата и нејзините акционери, како и да се олесни ефикасното проследување на реализација на целите.

Присуството на ефикасниот систем на корпоративното управување во рамките на поединечните компании и економии како целина помага да се достигне степенот на доверба потребна за правилно функционирање на пазарната економија. Како резултат на ова, се истакнуваат пониски трошоци на капитал, фирмите се поттикнуваат ефикасно да ги користат своите ресурси и со тоа се потпомага целосно растот и перформансот на економијата во земјите во развој.

---

<sup>136</sup> Dell’Ariccia G, Mauro P, Spilimbergo A, Zettelmeyer J. Economic Policies for the COVID-19 War.



### 3.4. Кризни елементи при партиципација во меѓународните текови на пазарот на капитал

Во услови на глобализација доаѓа до намалување или укинување на ограничувањата во проток на пари, добра, луѓе, идеи, информации меѓу различни земји. Меѓудржавните граници се бришат за да се овозможи непречено движење на капиталот во сите свои облици, за да може што повеќе да се зголеми пазарот на кој под истите услови се произведуваат или се продаваат продуктите. Развиените земји, и преку директните инвестиции, го подигаат нивото на индустријата во помалку развиените земји, кое најчесто е проследено со либерализација на трговските и царински прописи.

Во реалноста, глобализацијата има свои позитивни и негативни страни. Позитивните ефекти релативно се лесно воочливи и претставуваат следни категории на делување<sup>137</sup>:

- ❖ *Помали рестриктивни трговски договори кои го олеснуваат движењето на добрата, работната сила и капиталот меѓу земјите.*
- ❖ *Поголемо присуство на инвеститори од различни земји, зголемувајќи ја бројноста на изворите на финансирање, кое доведува до намалување на трошоците на задолжување.*
- ❖ *Стандардизирање на прописи од сите економски области, правејќи го движењето на капиталот помалку ризично.*
- ❖ *Достапност на информации и знаење од различни области на општествениот живот, подигајќи го квалитетот на образование и воопшто начинот на живот.*

---

<sup>137</sup> Hüttl & Merler (2016) An update sovereign bond holdings in the euro area the impact of QE.

- ❖ *Присутност на локални културни и општествени содржини на светско ниво.*

Додека пак, негативните ефекти исто така се тесно поврзани со погоре истакнатите позитивни ефекти за земјите кои партиципираат во меѓународните текови на капитал на глобалниот пазар<sup>138</sup>:

- ❖ *Едноставен прилив на капитал од странство како ризик од еднакво лесен одлив на капитал од земја без рестрикции и ограничувања.*
- ❖ *Изложеност на глобален валутен пазар, оставајќи ја економијата на помалите земји на милост и немилост од глобалните движења и промени.*
- ❖ *Поедноставна процедура на задолжување и евтини извори кои доведуваат до раст на ризикот од морален hazard.*
- ❖ *Проследување на светските трендови кои ги нарушуваат традиционалните вредности на една земја.*

Сè поголемиот раст на електронската трговија, лесната достапност на производи и информации од целиот свет, преку интернетот денес, исто така ја сочинуваат реалноста на денешното глобално деловно опкружување.

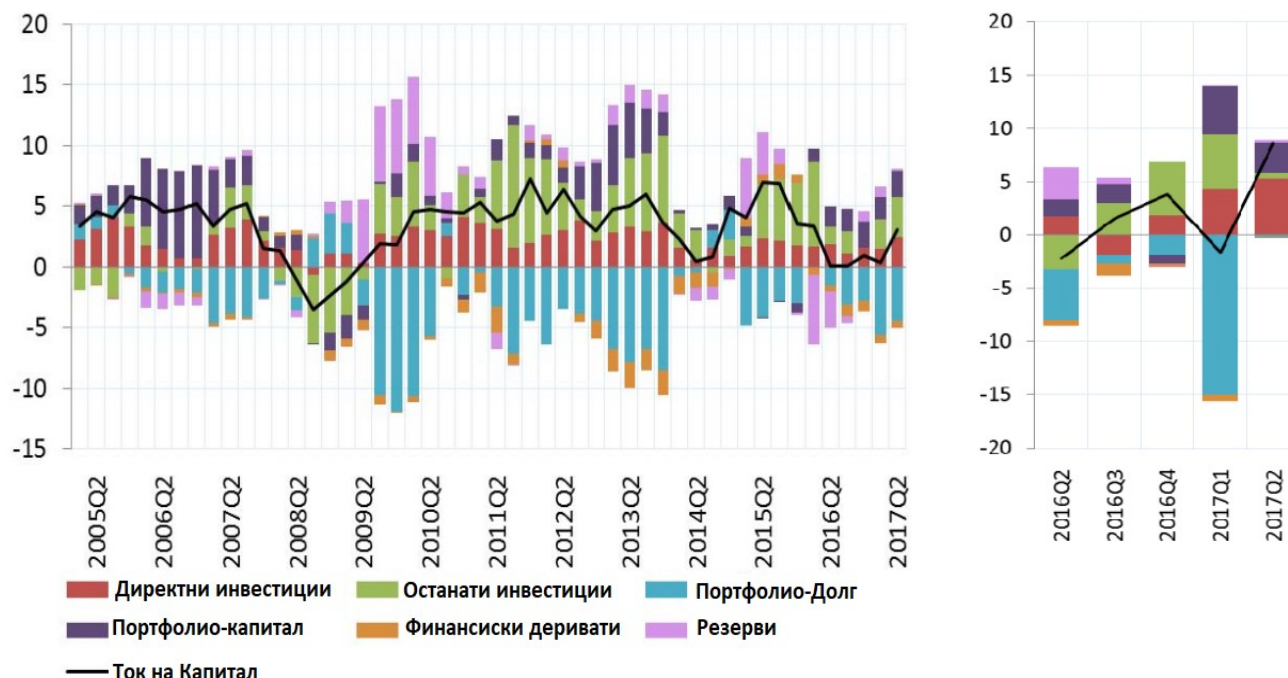
---

<sup>138</sup>Hüttl & Merler (2016) An update sovereign bond holdings in the euro area the impact of QE.

## 4. ЕМПИРИСКО ИСТРАЖУВАЊЕ – КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НА МЕЃУНАРОДНАТА ДИНАМИКА НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ И РАЗВИЕНИТЕ ЗЕМЈИ

### 4.1. Пазарот на капитал на европски развиените земји

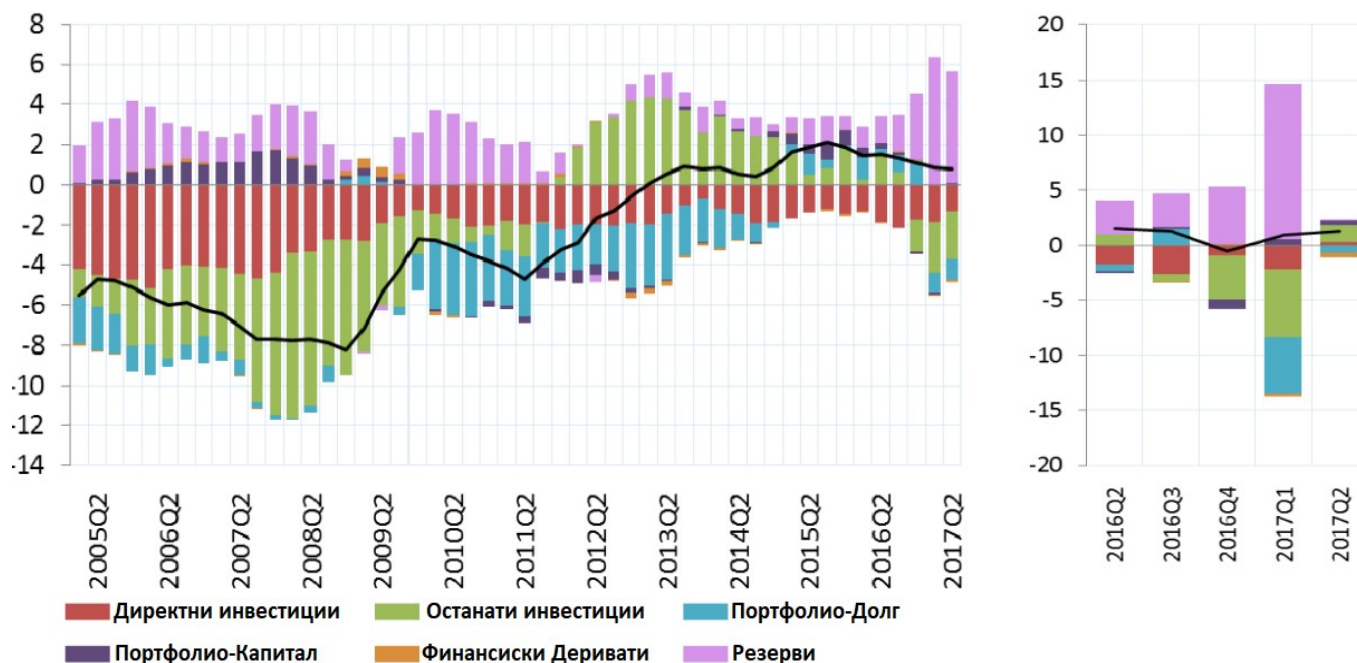
Од голема значајност е да се истакне движењето на капиталот на европскиот либерализиран финансиски пазар. Како едни од најуспешните европски земји, кога станува збор за капитални текови и финансиска стабилност, се истакнуваат особено земјите од Западна и Северна Европа. Гледајќи прво на нето-позицијата на финансиската сметка на групацијата Северна Европа, прикажано на подолу имплементираниот графикон бр.10, можеме да видиме дека регионот е најголем извозник на капитал, во поголемиот дел од времето: до крајот на 2007 година (одразувајќи ги вишоците на тековната сметка) и од 2009 година, тренд кој беше прекинат само во 2008 — 2009 година, во услови на зголемување на приливот на главни градови главно од еврозоната во движење на летот кон безбедноста. Ова прашање беше толку важно за Данска, што земјата на крајот мораше да ги усвои мерките на монетарната политика, како што се негативните стапки за спречување на приливот на капитал. Данската централна банка, исто така, масовно интервенирала на пазарот на девизниот курс, со цел да ја спречи круната да ја цени и да ја одржи стабилноста на својот монетарен приврзок со еврото. Ова е јасно видливо во порастот на девизните резерви во 2008 и 2009 година. Ова не беше случај за Шведска, која има променлива валута и не мораше да интервенира на девизниот пазар.



**Графикон 6. Нето-текови на ЕУ Северна по инструменти, % од БДП од 2005 до 2017 година<sup>139</sup>**

Земјите од Централна и Источна Европа (ЦИЕ) доживеаја подолг период на значителни приливи од главно директни инвестиции, со движење на капиталот „низ брдо“, главно од развиените земји од ЕУ до помалку развиените земји од Централна и Источна Европа, како што беше нагласено од Becker (2010). Паралелно со овој развој, кредитите на приватниот сектор брзо се зголемуваа пред кризата во регионот, поттикнаа кредитен бум во балтичките земји, Бугарија и Романија (Darvas and Szapáry, 2008). Сепак, до крајот на 2011 година, други инвестиции почнаа да се одвиваат, како одраз на масовното повлекување на банкарските средства од регионот. ЦИЕ се претвори во нето-извозник на средства до првиот квартал од 2013, тренд кој сè уште трае и денес (графикон 7).

<sup>139</sup>Извор - Eurostat (bop\_c6\_q & namq\_10\_gdp) достапно од [http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows\\_en.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows_en.pdf).



**Графикон 7. Нето-текови на ЦИЕ по инструменти, % од БДП<sup>140</sup>**

Споредбата со она што се случи во земјите должници на еврозоната е значително впечатлива. Земјите задолжени за еврозоната доживеаја значително поголем дефицит на тековната сметка пред кризата, од земјите на Централна и Источна Европа, но корекцијата за време на кризата беше побавна отколку во земјите од Централна и Источна Европа, особено благодарение на обезбедувањето на ликвидност на ЕЦБ и финансиска помош. Ова овозможи полесно приспособување на надворешната позиција од она што се случило во земјите од Централна и Источна Европа, особено во Балтичките земји<sup>141</sup>. Од 2013 година, нето-финансиската сметка во Централна и Источна Европа се стабилизираше малку, со оглед на стабилизирањето на другите одливи на инвестиции. До крајот на 2014 година регионот забележа пад на нето-капиталните одливи, тренд кој продолжи до 2015 и 2016 година.

<sup>140</sup>Извор [http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows\\_en.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows_en.pdf).

<sup>141</sup>Hallerberg, M. and C. Gandrud (2017) How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan, Bruegel Policy Contribution 6/2017.

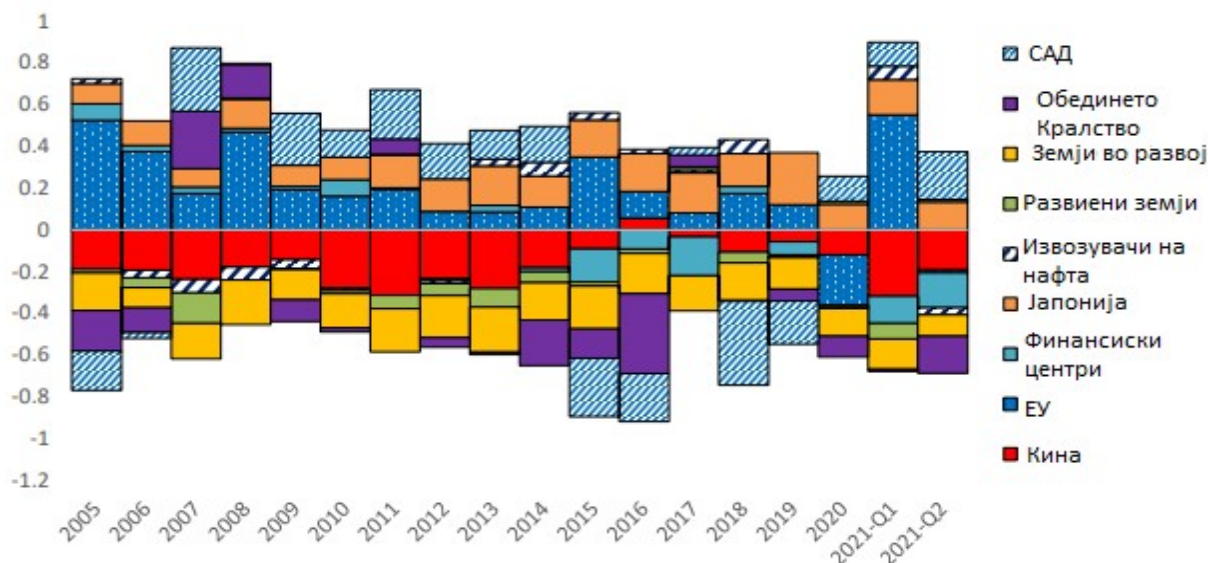
Повеќе патентно влијание на промените во даночната политика на САД е видливо кај бруто-тековите, а особено кај негативните приливи на СДИ и негативните одливи на СДИ на ЕУ во 2018 година. Што се однесува до 2020 година, бруто-тековите на СДИ, и приливи и одливи, во ниво се многу помали од оние од претходната година. Како процент од БДП, сепак, стапките изгледаат слични (графикон 8), поради падот на БДП. Ова е сосема поинаков случај од големиот пад забележан во 2009 година. Гледајќи го графиконот, 2018 година изгледа многу поповолна од 2020 година за СДИ, особено за СДИ на ЕУ.

Доколку се погледне регионалниот состав на нето-отековите на СДИ (графикон 8), се чини дека 2020 година означува важни промени за САД и ЕУ. САД се претворија од нето-примач во нето-инвеститор на СДИ за прв пат од 2014 година. ЕУ, која за првпат во 2019 година (по 15 години нето-одлив на СДИ) се чинело дека има нето-прилив на СДИ, забележала пораст на нејзините нето-приливи во 2020 година и станаа најголеми во светот.

**Графикон 8. Глобални бруто-текови на СДИ, % од светскиот БДП, 2005 — 2021<sup>142</sup>**

---

<sup>142</sup> Извор: European Commission. Study on the Analysis of Developments in EU Capital Flows in the Global Context (2021) p. 26.



Наспроти тоа, неразвиените економии, односно земјите во развој, како што е Република Северна Македонија, во која живеат осумдесетина проценти од жителите, нив 12 % одат на индустриското производство, до 18 % на извоз, 20 % на општествени производи, со висок надворешен долг кој делува како затегнат јаз, а најголем број влијае врз целокупната национална штедачка во земјата.

Несоодветните и неадекватни односи на глобалната трансакција, на овие земји во развој им прави да губат повеќе средства отколку што им е вкупната годишна јавна помош од Европската Унија. Денес, дури околу 500 трансанционални компании го контролираат најголемиот дел од светското богатство, каде 359 милијардери, протагонисти на крупниот капитал, имаат поголемо богатство од 45 проценти од вкупното население, односно од вкупно два и половина милијарди луѓе<sup>143</sup>.

Што се однесува до европскиот пазар на капитал, повеќето европски земји, од кои некои не се повеќе членки на Европската Унија, како што е Велика Британија, поточно, на територијата на Обединетото Кралство, Лондонската берза игра главна

<sup>143</sup> Strohecker K. Bond-buying risks could outweigh rewards for emerging central banks [Internet]. Reuters. Thomson Reuters; 2020.

улога со оглед на пазарите на капитал<sup>144</sup>. Според Лондонската берза (2014), историјата на берзата започнува во 1801 година. Лондонската берза е една од најстарите светски берзи. Лондон има долга традиција како финансиски центар и затоа зазема важна позиција во светскиот систем на пазарот на капитал.

Денес на Лондонската берза, инвеститорите тргуваат со околу 3 000 компании, со исклучок на Лондонската берза, големите берзи се наоѓаат во Париз и Франкфурт. Меѓу другите хартии од вредност на светските пазари, посебно внимание заслужува Токиската берза, а според Фредерик С. Мишкин и Стенли Г. Екинс, „тоа е најактивната берза во светот“<sup>145</sup>. Сè повеќе важна улога на пазарите на капитал имаат пазарите во развој, кои се очекува да направат значителен раст во иднина и плодна почва за добар избор за долготрајни инвестиции. Наведените пазари на капитал стануваат сè поважни светски пазари<sup>146</sup>.

Всушност, од голема значајност е да се истакне фактот дека Вараждинската берза, во однос на ЗСЕ, ги намали побарувањата за котација на хартии од вредност на одредени компании на пазарот. Фондот Вараждин за сигурно помогна да се развие младиот пазар на капитал во Хрватска<sup>147</sup>. Вараждинската берза беше споена со Загребската берза во 2007 година, која значително придонесе за прогресивен раст и развој на хрватскиот пазар на капитал, бележејќи успешен раст, особено во 2017 година.

Еден елемент кој всушност ја подобри интеграцијата на пазарот на капитал е Европската монетарна унија (ЕМУ). Таа ја зголеми европската финансиска интеграција со воведувањето на еврото, кое го елиминираше ризикот од девизниот курс и трошоците на девизниот курс во рамките на еврозоната. Всушност, голем број на трудови ги напишаа економисти и експерти од оваа област, кои ги елаборираат

---

<sup>144</sup>Taylor C. (2016) 'Analysis of the UK's international investment position:2016.', Office for National Statistics Article.

<sup>145</sup>Saunders, Anthony, and Marcia Millon Cornett. 2006. Financijska trzista i institucije: Moderno vidjenje [Financial markets and institutions: A modern vision]. 2nd ed. Zagreb: Masmedia.

<sup>146</sup>Taylor C. (2016) 'Analysis of the UK's international investment position:2016.', Office for National Statistics Article.

<sup>147</sup>Belak, Vinko, and Zeljana Aljinovic Barac. 2008. Tajne trzista kapitala [Secrets of capital markets]. Zagreb: BELAK EXCELLANS d.o.o.



следните позитивни ефекти на еврото на европските пазари на капитал (се прави разлика помеѓу специфични пазари на капитал)<sup>148</sup>:

- *На пазарот на јавни обврзници има знаци на зголемена интеграција бидејќи разликите во каматните стапки се намалија. Ова, всушност, се случи пред воведувањето на ЕМУ, а исто така беше придружено со зголемена побарувачка од страна на инвеститорите кои не се ЕМУ на двата пазари.*
- *На кредитниот пазар се истакнуваат разлики во каматните стапки, покажувајќи дека пазарите за хипотека и корпоративни заеми се слабо интегрирани. Една од причините за ова, според Џапели и Марко Пагано (2008), е хетерогеноста на должници и локалната природа на информациите што им се потребни на зајмувачите.*
- *На пазарот на капитал, позитивното влијание на ЕМУ е добро документирано. Таму каде што има повеќе индикатори, се покажува дека интегративните ефекти помеѓу берзите на ЕМУ започнале пред создавање на ЕМУ, кое не треба да се толкува како последица на светската интеграција на пазарот, туку како резултат на специфичен ефект на ЕМУ. Спротивно на тоа, Капело (2008) тврди дека интеграцијата се случила по воведувањето на еврото. Документот на Palaiodimos (2013) сугерира посреден заклучок: се чини дека интеграцијата на овој пазар се зголеми силно околу создавањето на валутната унија. Фрацшеер (2011) објаснува дека елиминирањето на нестабилноста на девизниот курс одигра клучна улога во овој процес.*

Доколку ЕМУ навистина беше важен услов за појава на паневропскиот пазар на капитал, пак немаше да биде доволно. Бројни триења во форма на даночни системи, административни оптоварувања, различни системи за порамнување и информативни асиметрии продолжуваат да ја попречуваат понатамошната интеграција. Покрај тоа, Еврозоната е само еден дел од Европската Унија (ЕУ) и се

---

<sup>148</sup>Taylor C. (2016) 'Analysis of the UK's international investment position: 2016.', Office for National Statistics Article.

чини дека другите земји на ЕУ имаат уште помалку интегрирани пазари на капитал во обврзници и акции. Конечно, глобалната финансиска криза го смени процесот на интеграција на пазарите на капитал во Европа. Последователните фискални неуспеси делумно ја неутрализираат оваа интеграција и на пазарите на капитал и на обврзниците, создавајќи многу повеќе сегментирана еврозона во однос на планирањето на политиките.

#### 4.1.1. Имплементација на Унија на пазарите на капитал – поддршка за реалната економија за 2019/2020 година

Кредитната криза што произлезе од глобалната финансиска криза ја остави Европа во очајна потреба од небанкарски извори на финансирање, а ситуацијата е влошена од фрагментираните европски пазари на капитал. Во рамките на овој контекст, Европската комисија (ЕК) објави дека ќе работи на создавање унија за пазари на капитал до 2019 година. Главните цели на Унијата за пазари на капитал се следните:

- ❖ *Создавање единствен пазар за капитал со отстранување на бариерите за прекугранични инвестиции.*
- ❖ *Зголемување на конкуренцијата за намалување на трошоците за зголемување на капиталот.*
- ❖ *Подобрување на пристапот до финансирање за сите бизниси низ Европа; особено да им се помогне на малите и средните претпријатија (МСП) полесно да се финансираат.*
- ❖ *Да се диверсифицира финансирањето на економијата преку усогласување на понудата на побарувачката.*
- ❖ *Максимизирање на придобивките од пазарите на капитал за да можат да го поддржат економскиот раст и создавањето работни места и*

- ❖ Помогнете на ЕУ да привлече инвестиции од целиот свет и да стане поконкурентна.

Како резултат на оваа иницијатива, тинк-тенкови и европски институции веќе формулираа препораки за напредок со овој сојуз, вклучувајќи го и следното:

- ❖ Колку повеќе земји учествуваат, толку е поголема користа. Во оваа смисла, Унијата за пазари на капитал треба да биде проект ширум ЕУ, а не иницијатива за еврозоната.
- ❖ Програмата за пазарите на капитал е многу амбициозна и тешко ќе може да се дефинира. Затоа, од суштинска важност е прецизно да се опишат нивото на амбиција и специфичните цели што се следат.
- ❖ Треба да се најде соодветен облик на надзор. Унијата треба да се потпре на постојните органи и да ги зајакне, со цел да ги зајакне и усогласи регулативите на ЕУ.
- ❖ Развојот на одредени пазарни сегменти (на пример, хартии од вредност, приватен капитал) треба прво да се реализира преку иницијативи предводени од пазарот, стандардизација, зголемена транспарентност (на пример, регистри на кредити) и усогласување.
- ❖ Политиката треба да се фокусира на зголемување на атрактивноста на пазарите на капитал и за инвеститорите во ЕУ и за инвеститорите надвор од Унијата.

Всушност, како што може да се увиди од погоре имплементираниите податоци, крајната цел на Европската комисија во воспоставувањето на Унијата за пазари на капитал е да се поттикне економскиот раст. Бидејќи економскиот раст главно е воден од нефинансиски корпорации (кои сочинуваат скоро 65 % од растот на бруто додадената вредност во еврозоната), поддршката за овие субјекти во форма на пристап до финансии е од суштинско значење.

#### 4.1.2. Значајноста на иберализација на проток на капитал

Слободниот проток на капитал е една од четирите одредби предвидени со Римскиот договор во основање на Економската европска заедница. Со Договорот за основање на ЕЕЗ<sup>149</sup> забрането е ограничување на движењето на капиталот меѓу земјите членки. Споменатите одредби на Договорот за основање се конкретизирани и детално утврдени со низа директиви, одлуки, одредби и други правни и институционални акти. Меѓутоа, овие одредби не ги спречуваат земјите членки во водењето на автономните даночни политики, контрола и надзор на финансиските институции, како и собирање на податоци во статистички цели<sup>150</sup>. Меѓутоа, либерализацијата во оваа област е спроведена побавно од либерализацијата, кога станува збор за трите преостанати слободи на економската европска заедница и регион. Причината за ова е во фактот дека во изминатите педесет години од минатиот век, постоеле скромни текови на капитал меѓу земјите членки, при што поединечните членки на ЕУ се обидуваат преку контрола на тековите да ги минимизираат негативните последици од нафтените шокови од седумдесеттите како и бавниот развој на регулативата во оваа област во рамките на ЕЕЗ.

Според тоа, успешното отстранување на контролата на тековите на капитал и меѓународните плаќања опфаќа не само девизни ограничувања, туку и кој било вид административни прописи, кои практично прават разлика во капиталот, особено на основа на неговиот извор или неговите крајни цели<sup>151</sup>:

- ❖ *Права на слободна трансакција доделувајќи се на резидентите.*
- ❖ *Слободни текови, исклучувајќи општа забрана, како и сите останати постапки на давање на овластувања.*

Дозволените исклучоци се однесуваат на националната безбедност пред сè, но не се однесуваат на економските интереси како што е етарната политика на пример. Земјите членки на Европската Унија имаат можност за воведување на краткорочни

<sup>149</sup> III дел, глава IV, членови 40-45.

<sup>150</sup> IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April.

<sup>151</sup> IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April.

ограничувања на движење на капиталот според третите земји, но само доколку движењето на капиталот предизвикало или се заканува да предизвика сериозна нестабилност во производството и економијата.

Првиот чекор кој се бара од земјите кои се во процес на пристапување кон Унијата, како што е Република Северна Македонија, се однесува на безусловната либерализација на тековните плаќања, како и текови од среднорочниот и долгорочниот капитал, односно оние текови со доспевање должно од една година. Либерализацијата на овие текови е клучна за останатите тековни движења, како што се трговијата на добра и услуги и поврзувањето со меѓународниот пазар на капитал, и либерализација на овие текови обично не претставува поголем проблем за водење на економска, односно етарната политика.

Вториот чекор се однесува на либерализација на краткорочните текови на капитал, кои се однесуваат на пренос на актива со доспевање пократко од година дена, како што се: трговијата со хартии од вредност, отворање на штедни сметки во странство и физички увоз и извоз на пари. Во оваа фаза, потребно е да се спроведе и либерализација на трговија со недвижности. Овој чекор во целост ја поврзува земјата со меѓународните финансиски пазари и ја востановува целосната конвертибилност на сметка на капиталот. Оваа фаза обично може да доведе до повеќе проблеми и со тоа бара воспоставена макроекономска стабилност и адекватно развиен инструментариум на финансиска политика, пред сè, на етарната политика<sup>152</sup>.

Кога станува збор за економијата во транзиција на Република Северна Македонија, која има тенденција кон Европската Унија, како и оние земји кои веќе се членки на Унијата, како: Бугарија, Естонија, Летонија, спровеле брза либерализација на капитални текови, која била скоро готова кон крајот на минатиот век.

Со тоа, со Договорот за стабилизација и придружување на дадените услови, Северна Македонија се обврзува дека во дадениот период ќе спроведе либерализација на сите тековни и капитални трансакции. Секако, периодот на

---

<sup>152</sup>IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April.

воведување може да биде пократок од четири години. На крајот треба да се има предвид дека со правилата на Унијата се дозволуваат неколку ограничувања во областа од посебна значајност, кои може да се задржат во предодредениот период, веднаш по влезот во Унијата. За овие надминувачки ограничувања не постојат јасни правила, тие се јавуваат како резултат од преговорите.

Кога станува збор за Северна Македонија, реално е да се очекува дека на капиталните текови, во следниот период повеќе ќе влијаат неколку фактори како што се: висината на каматната стапка, движењето на девизниот курс, економската стабилност, разликата во профитната стапка и слично, како и самиот чин на либерализација на капитални текови. Меѓутоа, бидејќи пристапувањето на Унијата е едно од основните стратешки определувања на Македонија, каде либерализацијата на капиталните текови е една од четирите основни слободи, се истакнува прашањето: Дали либерализацијата на капиталните текови во Северна Македонија може да се постави, како и кога е најсоодветен период да се воспостави целосна слобода на движење на капиталот во земјата? Во рамките на ваквиот пристап на размислување, Северна Македонија, сè до нејзиното пристапување кон Унијата, мора да ги либерализира сите капитални текови<sup>153</sup>.

#### 4.2. Компаративна анализа на е-трансакции во РСМ во однос на развиените земји и земји во развој

Иако беше основана во септември 1995 година, првата берза во Република Македонија се појави официјално на 28 март 1996 година<sup>154</sup>. Ваквиот настан го објави официјалниот почеток на тргување во земјата. Скромниот обем на трансакции на првиот ден од тргувањето не го ослаби фактот дека со овој чин започна создавањето на новата македонска економска историја<sup>155</sup>. Во својата почетна фаза на развој, акцијата беше активна двапати неделно, во вторник и

<sup>153</sup> IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April.

<sup>154</sup> PWC (2017) European Bank restructuring, available on the internet.

<sup>155</sup> Nestorovski, M. (2005). Economics of investments. Faculty of Economics: Skopje.

четврток. Тргувањето беше извршено на берзата преку методот на континуирана аукција и модел на пазарот, управуван од налози.

Веќе на 16 октомври истата година, Берзата беше примена како полноправна членка на Федерацијата на евроазиски берзи (FEAS). Во годините што следеа, македонскиот пазар на капитал се разви со скромни, но храбри достигнувања во обемот на тргување, со ставање посебен акцент на транспарентноста на трговијата и информациите за котираните компании, едукација за придобивките од котација на пазарот на капитал и можностите што ги нуди<sup>156</sup>.

**Табела 1. Статистички показатели за тргување на домашниот институционализиран пазар на капитал**

| Податоци и показатели                                                                            | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Вкупен промет - класично тргување и блок трансакции (во милиони денари)                          | 4,739   | 10,409  | 7,701   | 8,196   | 12,854  |
| Вкупен промет - класично тргување (во милиони денари)                                            | 2,908   | 4,889   | 4,178   | 5,965   | 6,737   |
| Вкупен промет при класично тргување / БДП (во %)                                                 | 0.5     | 0.7     | 0.6     | 0.9     | 0.9     |
| Годишна промена на вкупниот промет (во %)                                                        | 56.8    | 119.6   | -26.0   | 6.4     | 56.8    |
| Промет при класично тргување со акции (во милиони денари)                                        | 2,729   | 2,729   | 3,819   | 5,681   | 5,395   |
| Промет при класично тргување со обврзници (во милиони денари)                                    | 179     | 531     | 359     | 284     | 1,342   |
| Промет при класично тргување со акции / Вкупен промет (во %)                                     | 57.6    | 26.2    | 49.6    | 69.3    | 42.0    |
| Промет при класично тргување со обврзници / Вкупен промет (во %)                                 | 3.8     | 5.1     | 4.7     | 3.5     | 10.4    |
| Просечен месечен промет (во милиони денари)                                                      | 395     | 867     | 642     | 683     | 1,071   |
| Просечен месечен број на трансакции                                                              | 1,352   | 1,994   | 1,573   | 1,891   | 1,721   |
| МБИ - 10 на последен датум од годината                                                           | 2,539   | 3,469   | 4,649   | 4,705   | 6,153   |
| Годишна промена на МБИ 10, во %                                                                  | 19.0    | 36.6    | 34.0    | 1.2     | 30.8    |
| Пазарна капитализација на котираните акции, на крај од година (во милиони денари)                | 132,942 | 158,773 | 181,279 | 179,009 | 218,251 |
| Пазарна капитализација на котираните акции / БДП (во %)                                          | 21.5    | 24.0    | 26.3    | 27.0    | 30.2    |
| Пазарна капитализација на сите акции (котирани и со посебни обврски за известување) / БДП (во %) | 22.1    | 24.5    | 26.9    | 27.6    | 31.0    |

Извор: Македонска берза АД Скопје

<sup>156</sup> Dimitrova, J. (2005). MA thesis: Theoretical methodological aspects of the independent audit tests and their function in the implementation of the fundamental concepts in audit. Pilep.



Според табела 1, презентирана за тргувањето на домашниот институционален пазар на капитал, забележано е дека имаме наизменична промена во просечниот број на трансакции и истите бројки се разликуваат незначително. Треба да се напомене дека со почетокот на пандемијата на глобално ниво се јавува пораст на онлајн- трансакциите и е-трговијата бележи значителен пораст (табела 2).

Употребата на дигиталните технологии проникнува во секој аспект од професионалните пазари на капитал, кои со текот на времето ја променија продажната и трговската индустрија, а и ќе продолжат да го прават тоа.

Корпоративните и инвестициските банки имаат различен степен на успех со претходните дигитални иницијативи, и покрај нивниот потенцијал. Банките премногу често се наоѓаат во добивка, но ја губат трката, од аспект на техничкото вооружување. Тие се борат со управувањето, способностите и културите што ја попречуваат испораката, во обид да останат во чекор со ривалите кои се сметаат за „најдобри во класата“, страдајќи од разочарувачка е-економија, гледајќи дека скапите облози тргнуваат наопаку и не успеваат. Кога бизнисите успеваат да создадат дигитални франшизи, доаѓаат до заклучок дека одржувањето на овие практики е скапо, но е навистина една олеснителна околност и работата на овој начин е потранспарентна, а транспарентноста е една од целите кон кои цели секоја држава.

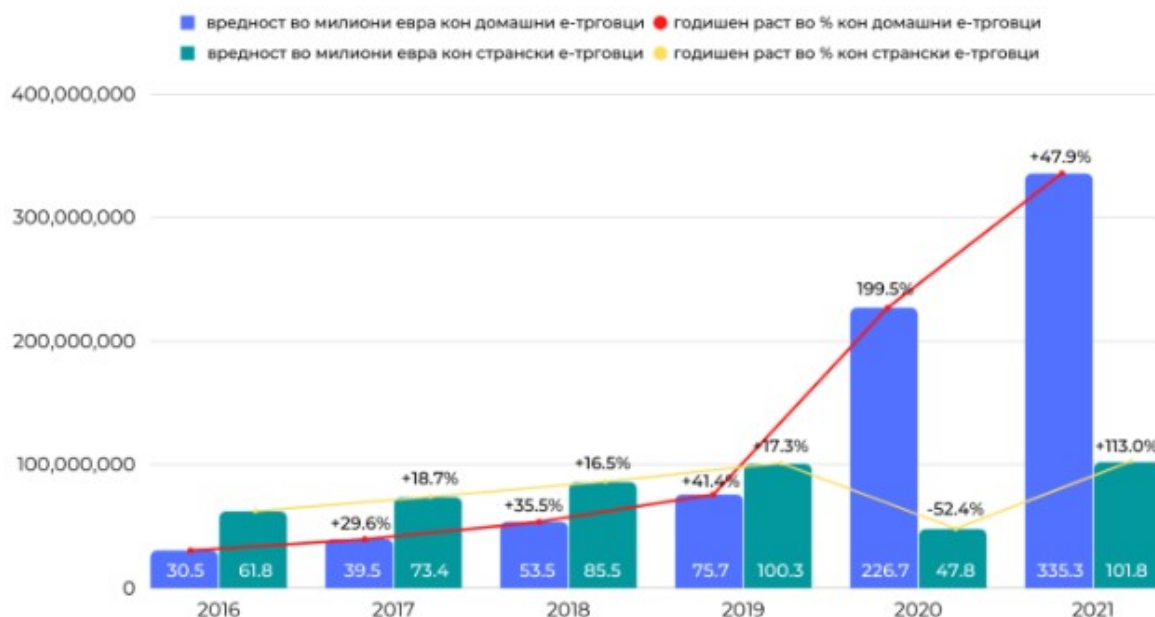
Пазарите на капитал се под силно влијание на дигиталните технологии. Сепак, народните банки треба да внимаваат и да ја балансираат нивната бујна моќ. Додека некои банки имаат забележителни дигитални триумфи, други имаат различен степен на успех. Храбрите предвидувања за дигиталната иднина честопати се во целосна спротивност со тековните предизвици, кои ги имаат банките во управувањето со дигиталните операции.

Грешките во стратегијата и планирањето честопати се основните причини за многу од овие тешкотии. Банките погрешно ја разбираат економијата на



електронското тргување, не успеваат да предвидат промени во структурата на пазарот или пак, започнале скапи, недиференцирани проекти.

Во други случаи, тие погрешно ги пресметале вештините и промената на начинот на размислување, потребни за дигиталниот процут.



**Табела 2. Вредност и пораст на електронските трансакции во РСМ**

**Извор: НБРСМ**

Во споредба со 2019 година, може да се забележи пораст од 113 % во 2020 година; во апсолутна смисла, во 2021 година се реализирани 101,8 милиони евра, додека во 2020 година се реализирани само 47,8 милиони евра.

Ако намалувањето на овој сегмент на трансакции во 2020 година беше очекувано, со оглед на пандемијата и рестрикциите за патувања, како и бавната достава на производите, очигледно е дека во 2021 година овие сегменти започнуваат да функционираат во голема мера, и поради тоа вредноста на е-

трансакциите со домашни платежни картички кон странски е-трговци го надминува нивото на кое била во 2019 година.

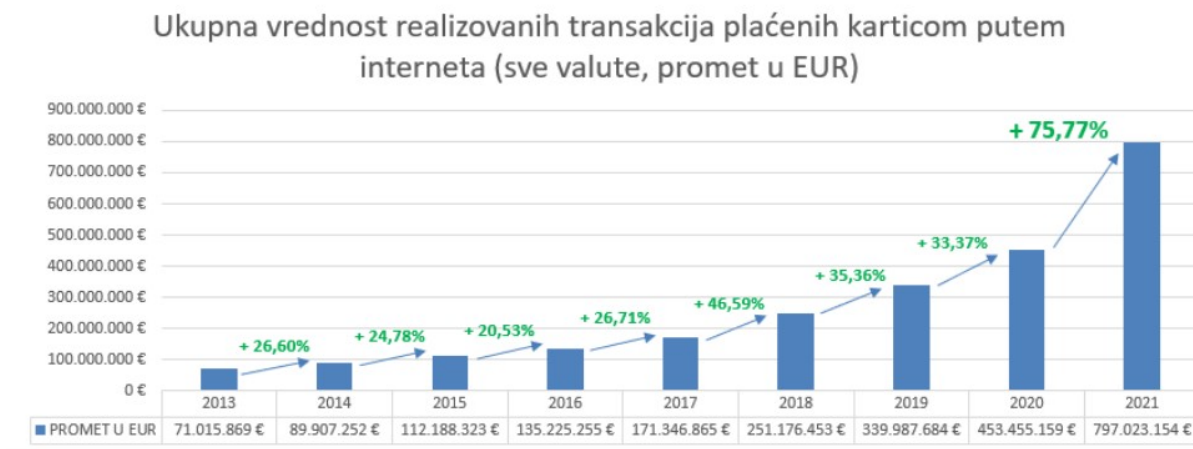
Со оглед на тоа дека во 2021 година, овие пазари ќе почнат значително да функционираат, како директна последица го имаме фактот дека вредноста на е-трансакциите спроведени со домашни платежни картички, насочени кон меѓународните е-трговци, ќе се искачи над нивото што го достигна во 2019 година. Но, тука е присутна и бавната испорака на производите, што упатува на тоа дека овие сектори ќе почнат послабо да функционираат во 2021 година. Тоа е затоа што пандемијата ќе стивне, а ограничувањата за патување ќе бидат укинати. На глобално ниво, може да се набљудува шема која е многу слична на онаа опишана претходно.

Ова е позитивен знак дека секторот за е-трговија се опоравува од значајните ефекти на пандемијата во 2020 година. 2021 година ќе биде година на експанзија и раст за секторот за е-трговија, со значителен пораст на меѓународните трансакции. Во Северна Македонија, во 2021 година, бројот на трансакции со е-трговија се очекува да се зголеми, како резултат на: наглиот пораст на онлајн-купувачите, подобриот пристап до опциите за дигитално плаќање и појавата на поагресивни бизнис-моделите за е-трговија. И вкупниот износ на трансакции со домашни платежни картички со странски онлајн-трговци, и процентот на трансакции од РСМ преку е-трговија во цела Европа, веројатно ќе се зголемат како резултат на ова. Меѓународните трансакции со е-трговија сега брзо се прошируваат, како резултат на зголемената технолошка софистицираност и зголемувањето на интернет-корисниците ширум светот, а Северна Македонија не е исклучок. Вкупната вредност на домашните трансакции со платежни картички со странските е-трговци се очекува да достигне рекордно високо ниво во 2022 година. Огромниот потенцијал на Северна Македонија како центар на е-трговија се очекува да се зголеми до 2022 година и понатаму.

Во продолжение на овој магистерски труд ќе разгледаме анализи од Република Србија, како земја во развој, и Кралството Данска како пример за развиена

земја, а потоа ќе направиме компаративна анализа на податоците достапни на страниците на Народните банки на секоја од земјите.

**Табела 3. Вредност и пораст на електронските трансакции во Република Србија**



**Извор: Народна Банка на Република Србија**

Табела 3. покажува нагло зголемување на е-трансакции во соседна Република Србија, каде што пандемијата „ковид-19“ имаше особено големо влијание врз обемот на трансакциите. Кога се споредуваат 2021 и 2020 година, може да се види дека имало 75,77 % повеќе онлајн-плаќања направени со динарски картички во 2021 година.

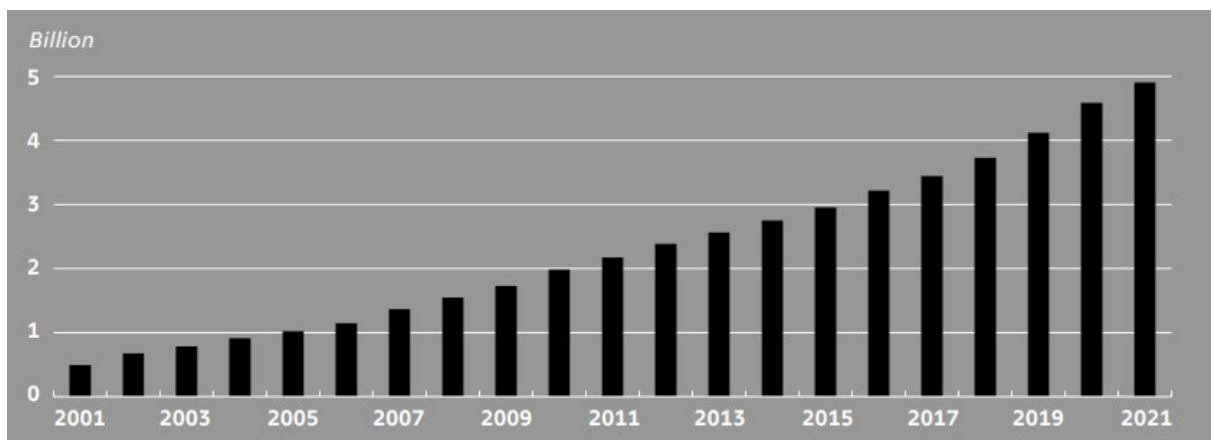
Овој впечатлив пораст на дигиталните трансакции во Србија веројатно е резултат на поголема побарувачка за онлајн-купување, што нуди повеќе безбедносни мерки на традиционална малопродажба за време на пандемија. Српската влада, исто така, ги намали таксите за трансакции и понуди стимулации за граѓаните кои ќе изберат да користат дигитални плаќања.

Бројот на е-трансакции во Србија се очекува да се зголеми во блиска иднина, бидејќи повеќе претпријатија почнуваат да прифаќаат дигитални плаќања и повеќе луѓе се навикнуваат да го користат овој начин на плаќање. Бидејќи граѓаните сега можат да вршат повеќе трансакции со нивните динарски картички, зголемувајќи ја

циркулацијата на капиталот, овој извонреден пораст на обемот на дигитални трансакции имаше значително влијание врз пазарот на капитал во Србија во форма на поголем прилив на капитал. Поради зголемувањето на дигиталните плаќања, што веројатно ќе доведе до повеќе инвестиции (бидејќи луѓето сега можат лесно да завршат повеќе трансакции), се очекува пазарот на капитал во Србија да се прошири во наредните години.

Поради раното усвојување на дигиталните плаќања, пазарот на капитал во Србија се прошири многу побрзо од оној во Северна Македонија. Сепак, се очекува и Северна Македонија да има корист во блиска иднина, бидејќи сè повеќе бизниси почнуваат да прифаќаат дигитални плаќања и сè повеќе граѓани се навикнуваат на нив. Поради владините иницијативи за промовирање на дигиталните плаќања, како што е воведувањето на унифициран платен систем, кој им овозможува на корисниците да вршат плаќања од кое било продажно место во нацијата, пазарот на капитал во РСМ е помал од српскиот пазар на капитал, но има потенцијал за раст.

**Табела 4. Вредност и пораст на електронските трансакции во Кралството Данска**



**Извор: World Telecommunication, Danmarks National Bank**

Поголемиот дел од плаќањата во Данска се вршат со помош на дигитални начини на плаќање. Во физичката трговија во 2021 година, 88 отсто од плаќањата се извршени по електронски пат. Најпопуларниот начин на плаќање сè уште е кредитна или дебитна картичка. Две од секои три плаќања биле извршени во 2021 година со помош на кредитна или дебитна картичка.

Сепак, според истражувањето на Danmarks Nationalbank, плаќањата со физички картички се намалиле во 2019 година како резултат на растот на мобилните плаќања. Во 2021 година имало приближно 2,1 милијарди физички трговски трансакции со вкупна пазарна вредност од околу 484 милијарди круни, според Извештајот на Danmarks Nationalbank. На крајот, вредноста на трансакциите во физичката трговија се зголемила за околу 17 милијарди круни, иако обемот на трансакции бил конзистентен со 2019 година<sup>157</sup>.

За ова зголемување е виновен порастот на онлајн-плаќањата, кои неодамна се здобија со популарност. Според податоците на данската Nationalbank, преминот кон дигитални плаќања зема замав и го забрзува падот на физичката трговија. Данскиот пазар на капитал може да се карактеризира како динамична и напредна индустрија, која обезбедува широк спектар на финансиски производи и услуги. Данските пазари на капитал се исто така познати по нивната отвореност, ефективност и конкурентни цени.

Има значителни разлики помеѓу пазарите на капитал на Данска и Северна Македонија. Иако пазарот на капитал во Северна Македонија е значително помал и помалку развиен од данскиот, со цел да привлече странски инвестиции и да промовира економски раст, Северна Македонија треба да се обиде да го следи успешниот модел на Данска за развој на пазарот на капитал.

Исто така, може да се види дека нивото на развој значително се разликува помеѓу пазарите на капитал во Србија и Данска. Поради нивната способност да

---

<sup>157</sup> Danmarks Nationalbank, J. Heisel and S. Pedersen, Danes primarily opt for electronic payment solutions, Danmarks Nationalbank Analysis, no. 15, September 2020.

мобилизираат ресурси, земјите со развиени пазари на капитал често се попривлечни за странските инвеститори и доживуваат повисоки стапки на економски раст.

Како пример, пазарот на капитал во Србија треба да гледа на Данска како модел за развој, со цел да им даде на инвеститорите повеќе можности и да придонесе за создавање средина на економска стабилност и просперитет.

Како заклучок, со цел да се привлечат странски инвестиции и да се поддржи економскиот раст, Северна Македонија и Србија треба да работат на усвојување на успешниот модел на Данска за развој на пазарот на капитал.

#### 4.3. Состојба на пазарот на капитал на РСМ во однос на развиените ЕУ-земји

Во 2017 година, на македонскиот пазар на капитал функционираа 11 овластени учесници на пазарот на хартии од вредност. Во јануари 2017 година, една нова банка (Sparkasse Bank Macedonia Skopje) започна со работа за тргување со хартии од вредност на Македонската берза (прва нова членка по 9 години)<sup>158</sup>. Историски гледано, максималниот број на овластени учесници на пазарот на хартии од вредност изнесуваше 27. Минималниот број на овластени учесници на пазарот на хартии од вредност изнесуваше само седум. Вкупниот износ на издавање на хартии од вредност (акции) во 2016 година изнесуваше околу 18,07 милиони евра.

Во периодот јануари — септември 2017 година, вкупниот износ на издадени акции изнесуваше 3 милиони евра. Во овој период се издаде една корпоративна обврзница во вкупен износ од 1 милион евра. Одобрените прашања беа реализирани како приватни ПРАВНИ И ИНСТИТУЦИОНАЛНИ РАМКИ, издадените акции изнесуваа 3 милиони евра. Во овој период се издаде 1 корпоративна обврзница во вкупен износ од 1 милион евра. Одобрените прашања беа реализирани како приватни пласмани. Вкупниот износ на издавање хартии од вредност (акции) во периодот 2013 — 2017 година изнесуваше околу 127,85 милиони евра. Одобрените прашања беа реализирани како 26 приватни пласмани и 1 јавна понуда<sup>159</sup>.

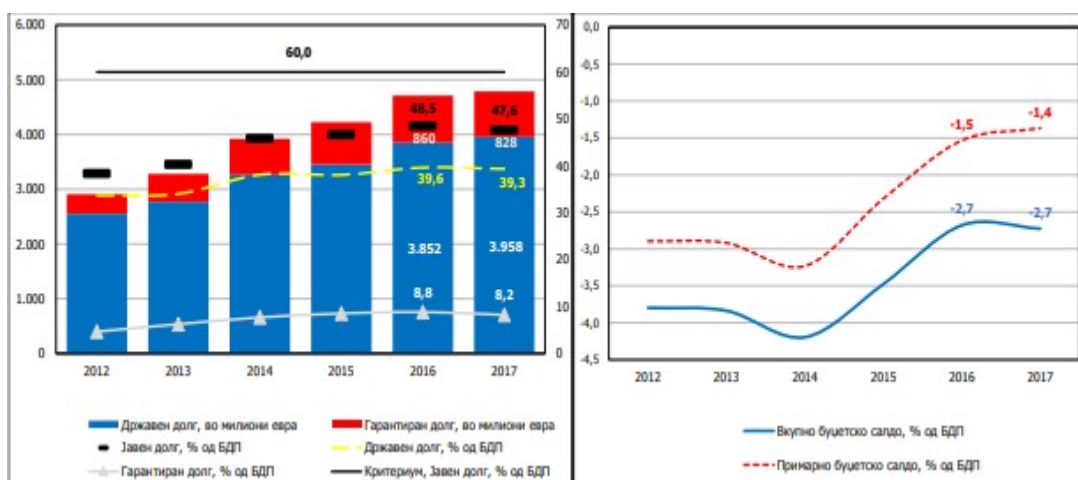
Во ноември 2017 година, бројот на друштва за управување со инвестициски фондови изнесувал 5 и тие успеале со 15 отворени инвестициски фондови. Нето-вредноста на средствата на отворените инвестициски фондови на 30.11.2017 година изнесуваше околу 94,09 милиони евра (↑ 59,96 % во однос на 2016 година) додека пак, во однос на пензиските фондови, вкупната нето-вредност на средствата на двата пензиски фонда на 30.11.2017 година изнесува 917,38 милиони евра: 3,13 %

<sup>158</sup> .Ivanovska N. et al. (2012) Macedonian Stock Exchange: Development of Investment Banking as Opportunity for Larger Investments in National Economy. UTMS Journal of Economics 2 (2).

<sup>159</sup> Dimitrova, J. (2018). Doctoral dissertation: The informative function of audited financial reports during the capital mobilization through securities emission. Prilep.

вложувања во акции и 49,68 % во обврзници, 6,20 % вложувања во странски акции, 21,91 % вложувања во странски инвестициски фондови.

Домашното опкружување во периодот во 2017 година може да се потврди со помалку достапност на ризици во однос на економијата и инвестициите, што доведува до зголемување на довербата на јавните инвестиции и економските субјекти, што води кон поволно економско опкружување за нашата земја. Во 2017 година, Народната банка ја нормализира монетарната политика со доведување на каматната стапка на исто ниво како што беше претходно во 2016 година. Во однос на јавниот долг и финансиската стабилност на државните средства во РСМ, се забележува растечка состојба но во забавена форма. Во следниот графикон е прикажана структурата на јавниот долг и вкупното буџетско салдо до 2017 година<sup>160</sup>.



**Графикон 9. Динамика и структура на јавен долг (лево) и динамика на примарното и вкупното буџетско салдо (во милиони евра и проценти)<sup>161</sup>**

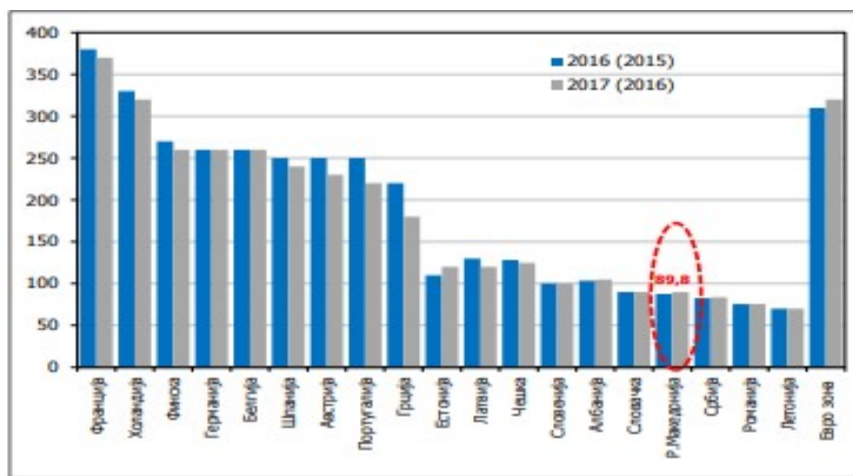
Од овде може да се увиди навистина благ пораст (за 2,2 процентни поени) на динамичноста на пазарот на капитал на финансискиот систем во Северна Македонија, иако укажува на забавеност во динамиката на финансискиот развој, кој пред сè, застанува најмногу на законодавните бариери, коишто имаат неопходност

<sup>160</sup> НБРМ, Министерство за финансии и Државен завод за статистика.

<sup>161</sup> НБРМ, Министерство за финансии и Државен завод за статистика.



од имплементација на ефективни регулативи за подобро работење на берзата и финансискиот маркет во Северна Македонија.



**Графикон 10. Вкупни средства на финансискиот сектор во однос на БДП по одделни земји во %<sup>162</sup>**

На оваа основа, може да се издвојат неколку круцијални карактеристики со кои моментално се истакнува пазарот на капитал на Република Северна Македонија, во однос на развиените пазари на капитал на меѓународно ниво, во земјите во Европската Унија:

- *Нестабилна динамика на прометот, обем и ликвидност на главните финансиски инструменти.*
- *Хибернирање на цени — нов тренд кој се појави во 2016 и 2017 година.*
- *Значително учество на домашните индивидуални инвеститори.*
- *Тренд на намалување на бројот на фирми членки и поединечни брокери.*
- *Недоволно ниво на финансиско образование.*
- *Отсуство на големи инвеститори.*
- *Ниска атрактивност на пазарот за странски портфолио-инвеститори.*
- *Ограничен и намален број на хартии од вредност и недостаток на нови финансиски инструменти.*

<sup>162</sup> Извештај за финансиска стабилност во РМ во 2017 година.

- *Силно влијание на физиолошките фактори и негативната колективна меморија од кризниот период.*
- *Случувања во некои котирани друштва (во однос на односите со инвеститорите, третманот на малцинските акционери, деловното работење, уделот на пазарот и сл.).*

Во однос на европските земји:

- *Релативно пасивни политики и неразвиена продажна практика на финансиските посредници.*
- *Значителна банкарска консолидација на националната економија.*
- *Ниски каматни стапки.*
- *Непредвидливо неекономско опкружување.*
- *Недостаток на континуирана систематска поддршка на развојот на пазарот (до сега).*

Исто така, се истакнуваат и одредени разлики, диференцијации, кои може да се увидат од погоре имплементираниот графикон на динамичноста на меѓународниот пазар на капитал во развиените европски земји, во однос на капиталниот пазар на македонското деловно опкружување. Овие разлики се однесуваат на интеграцијата и размената ЈИЕ во однос на македонскиот пазар на капитал:

- *Развиени размени: жестока конкуренција (и на страната на побарувачката и понудата) — намалување на трошоците и синергии се водечките фактори.*
- *Размена на ЈИЕ: фрагментирани, мали и неликвидни пазари со низок промет — главен двигател за интеграција е неизвесниот иден раст.*

На таа основа, заедничката цел која е неопходно да се исполни, за да дојде до подобрување на динамичноста на пазарот на капитал во Северна Македонија, е да се поттикне поврзување на пазарите на капитал преку олеснување на поврзаноста во

сите односи и насоки, со цел да се зголеми пазарната атрактивност на Република Северна Македонија на меѓународно, т.е. глобално ниво.

#### 4.4.   Анализа – Подобрување на пазарот на капитал во РСМ

Клучниот фактор за натамошното поврзување на пазарот на капитал на Северна Македонија со глобалниот пазар на капитал претставува развојот на македонската економија. Од висината на стапката на растот на БДП, зголемувањето на СДИ, растот на извоз и намалувањето на невработеноста зависи и темпото со кое ќе се развива македонскиот пазар на капитал. При тоа, значително е важно овие стапки да бидат значајно повисоки од оние во претходните години, како и од стапката на раст во земјите со кои Северна Македонија се споредува и со кои заедно конкурираат на светскиот, глобален пазар на добра и услуги<sup>163</sup>. Со цел за напредокот да биде прецизен и конкретен и ефектите конечно да може да се мултиплицираат, од голема значајност е да се имплементираат повеќе прецизни анализи и предвидувања за имплементација и партиципација на македонскиот пазар на капитал на меѓународните текови и динамики на пазарот на капитал на глобално ниво<sup>164</sup>.

Меѓутоа, според Европската банка за обнова и развој, Северна Македонија сè уште се вбројува во земјите во транзиција, со уште триесетина останати земји, главно наоѓајќи од Централна и Источна Европа, бившиот Советски Сојуз, Поранешна Југославија, заедно со Тунис, Монголија и други земји<sup>165</sup>.

Финансискиот пазар во Северна Македонија ја дели судбината на економскиот и општествен развој на земји, така што транзицијата на финансискиот пазар, а со тоа и пазарот на капитал, не е до крај финализирана. Во оваа основа сите

<sup>163</sup>IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April.

<sup>164</sup>PWC (2017) European Bank restructuring, available on the internet.

<sup>165</sup>IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April.

финансиски пазари имаат иста мисија — обезбедување на фер цени за финансиска актива, која подоразбира максимална рамноправност на сите учесници, без постоење на информациони асиметрии. Во денешни услови и со искуството на глобалната финансиска криза, може да се истакне фактот дека оваа состојба сè уште е недостижна и за најразвиените берзи и пазари и дека концептот на давање слобода на учесниците во креирање на финансиските инструменти, како и недоволно строгите параметри и контрола кои се заговараат од страна на неолибералните економисти, покажува свои недостатоци во изминатите години. Состојбата и потенцијалот на македонскиот пазар, како што може да се увиди, особено пазарот на капитал, претставува вклученост на број на институции, инструменти и странски инвеститори, како и домашни мали инвеститори. Нивното учество во вкупниот промет во акциите за 2016 година претставува моментална состојба и влијание на институциите и инструментите на пазарот на капитал, каде се дефинира преку одредбите, означувајќи ниско ниво на влијание како 1, додека 5 претставува високо ниво на влијание. Потенцијалот, всушност, ја претставува значајноста која институцијата или инструментот може да ја има на идниот квалитетен развој на македонскиот пазар на капитал, кој е дефиниран во бројките од еден до пет, каде еден означува ниско ниво на влијание, а пет спротивно<sup>166</sup>. Сите елементи имаат ист тежински коефициент, бидејќи секој од нив претставува значителен дел од развиениот пазар на капитал, кон кој македонскиот пазар има тенденција.

**Табела 5. Актуелна состојба и идна предикција на македонскиот пазар на капитал за 2017 година**

|           | Број/процент | Коефициент на влијание | Коефициент на потенцијал за влијание |
|-----------|--------------|------------------------|--------------------------------------|
| Берза     | 1            | 2                      | 4                                    |
| Невпишани | 722          | 2                      | 1                                    |

<sup>166</sup>IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April.

|                                |     |      |      |
|--------------------------------|-----|------|------|
| компани на берза               |     |      |      |
| Листрирани компании            | 7   | 2    | 3    |
| Иницијални главни понуди       | -   | 2    | 4    |
| Банки                          | 27  | 3    | 3    |
| Членови на Берза               | 21  | 2    | 5    |
| Финансиски Инструменти         | 2   | 3    | 4    |
| Комисија за ХОВ                | 1   | 3    | 2    |
| СИ                             | 39% | 5    | 4    |
| Домашни мали инвеститори       | 9%  | 1    | 3    |
| Инвестициски фондови           | 8   | 1    | 3    |
| Пензиски фондови               | 1   | 3    | 4    |
| Регионално поврзување на берза | 1   | 2    | 5    |
| ВКУПНА Вредност                |     | 1,92 | 3,87 |

*Извор – Македонска, скопска берза, 2017 година, Комисија за ХОВ на РМ, мај, 2017 година. Вредностите на коефициентот се резултат на авторско истражување*

Најголемото влијание на македонскиот пазар на капитал денес го има Комисијата за хартија од вредност, како и скопската берза, банките и странските инвеститори, како што може да се увиди од погоре имплементираната табела. Тоа влијание може да биде позитивно, во случај на берза и странски инвестиции, како и неутрално, во случај на Комисија за ХОВ, и секако негативно, во случајот на банките. Најниското влијание го имаат листрираните компании, бидејќи во најголема мера, тие се листрираат со проформи и не даваат никаков квалитет на пазарот на капитал, туку само: квантитет, иницијални понуди кои ги нема, членови на берзите кои гледаат само свои интереси и не се активни во промовирање на берзанската трговија, домашни мали инвеститори и инвестициски фондови со недоволна финансиска моќ и знаење, додека регионалното поврзување има ниска оценка само

поради тоа што проектот кон приклучување на Македонија во ЕУ и во пазарот на капитал во рамките на меѓународните текови и динамика сè уште се наоѓа на почетокот и сè уште нема покажано ништо од потенцијалот на стратешкиот пристап за поттикнување на развојот на економијата во земјата преку пристап од ваков тип.

Просечната вредност на актуелната состојба на македонскиот пазар на капитал се пресметува како просек на збирот од сите бројки и изнесува до 1,92, кој во рамките на реалната состојба е оценет со описната оценка — недоволен.

Најголемиот потенцијал и влијание на иднината на македонскиот пазар на капитал ја имаат: скопската берза, компаниите од листинг на берзата кои мора да бидат мотор на позитивните искуства и симбол на сериозноста на берзата, иницијалната јавна понуда, инвестициските и пензиски фондови, како и институциите на колективното инвестирање кои имаат огромен потенцијал, како и регионалното поврзување на берзата, процес кој започнува и во кој се крие клучот на опстанок на сите берзи во регионот. Најнискиот потенцијал за помош на развојот на пазарот на капитал го имаат банките, со кои пазарот на капитал само им пречи, во рамки со надминатиот пристап на локалното банкарство, кое се сведува на евтини депозити и скапи кредити<sup>167</sup>.

Притоа, овде се наоѓаат и нелистрираните компании од берзата со нивната ниска веројатност дека некоја од нив ќе стане идна квалитетна хартија до листингот на скопската берза, како и Комисијата за ХОВ, поради своите неутрални ставови како надзорен орган кој има сè помалку работа, а која би можела да одигра значителна медијаторска улога во истакнување на позитивен примерок.

Финансиските инструменти може да дадат исто така поголем придонес кон растот на ликвидноста на финансискиот пазар низ должничката хартија преку: муниципални обврзници, корпоративни обврзници, краткотрајни хартии. Се смета дека тие се значително важни за зголемување на понудата на хартија, иако не се работи за сопственички хартии на пазарот на капитал. Просечната вредност на

---

<sup>167</sup> [www.mse.mk](http://www.mse.mk).

потенцијалот на македонскиот пазар на капитал, изнесува накај 3,87, резултат кој претставува сериозно уреден и функционален пазар на капитал — пазар на кој може да му се верува.

Со својата величина, македонскиот пазар на капитал претставува микропазар во светски односи и основна цел за натамошниот развој не треба да биде инсистирање на неговата величина, туку на неговата ефикасност и квалитет. Во анализата може да се види дека скопската берза се гледа за две серии прва, која ги опфаќа сите компании на сите пазари на акции, како и стандардниот листинг и отворениот пазар, и втората, која опфаќа податоци за прометот и пазарната капитализација само на компаниите кои се наоѓаат на примарниот листинг и стандардниот листинг на скопската берза.

Оваа анализа е неопходна со цел издвоено да се набљудува сегментот на пазарот на капитал, кој ги опфаќа елементите кои ги исполнуваат високите финансиски, но и корпоративни услови за да бидат на листингот на берзата. Станува збор за акциите на компаниите кои единствено заслужуваат да бидат третирани како вистински берзански хартии, каде истите ќе се истакнуваат како ефективен фактор преку кој ќе се покаже каде навистина се наоѓа моменталната состојба на скопската берза, доколку се издвојат компаниите кои таму се наоѓаат пред или подоцна и не се делистираат за време на целосната анализа, кои сега само го подигаат нивото на пазарна капитализација.

Всушност, на основа на анализата на погоре наведените клучни показатели, развојот на еден пазар на капитал, како што е во Република Северна Македонија, може да покаже дека скопската берза се наоѓа во групата на неразвиените пазари на Југоисточна Европа, кои имаат слични карактеристики и тоа:

- ***мала величина на пазар на капитал***
- ***ниска ликвидност и промет на акции***
- ***мал број на квалитетни компании на листинг***
- ***неразвиена корпоративна култура.***

Периодот кој е земен предвид, всушност, претставува период кога развиените берзи веќе имаат надоместено за своите губитоци од времето на глобалната финансиска криза, додека сè уште се чувствуваа последиците од истата по државниот долг на Европа, истовремено земајќи ја предвид и огромната политичка и економска криза и шоките кои ги помина Северна Македонија од 2011 до 2018 година. Овие берзи мора да пронајдат начин за да привлечат нови компании, за да може да се листуваат на истите и на берзите да бараат инвеститори за докапитализација, што секако, како што може да се увиди од погоре имплементираната анализа, нема воопшто да биде лесна работа.

#### 4.4.1. Напори за развој на движење на капиталот

За да се обезбеди поголема понуда на хартии од вредност на македонскиот пазар на капитал, во јануари 2013 година беа изменети Законот за хартии од вредност<sup>168</sup> и Правилата за котирање, со што се променија параметрите за котација во поединечни пазарни сегменти. Листата на хартии од вредност значи постапка на влегување на официјалниот пазар на хартии од вредност, во согласност со одредени критериуми утврдени од берзата, и обврска за редовно објавување на финансиски и нефинансиски информации и податоци на ценовно чувствителни информации за јавноста.

Согласно измените и дополнувањата на Законот за хартии од вредност од 23.01.2013 година<sup>169</sup>, беше воведена обврска за задолжителна котација на хартии од вредност на издавачи кои ги исполнуваат следниве критериуми на пазарот под сегмент „Задолжителна котација“, имплементирани во подолу прикажаната табела бр. 6.

<sup>168</sup> „Службен весник („Службен весник на Република Македонија на Република Македонија на Република Македонија“ бр.95/2005 95/2005 95/2005, 25/2007 25/2007 25/2007, 7/2008, 7/2008, 57/2010, 57/2010, 135/2011, 135/2011, 135/2011, 13/2013 13/2013 13/2013, 188/13 и 43/14 и 43/14.

<sup>169</sup> Службен весник бр.13 / 2013.



**Табела 6. Критериуми за задолжителна котаџија**

|                                                                                                                                             |                                                                                                                |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Активност и објективност на финансиските извештаи<br>Номинален капитал<br>Распределба на приносот на акции на јавноста<br>Број на акционери | Ревидирани финансиски извештаи за последните две години<br>Барем 1 000 000 Евра<br>Најмалку 1 %<br>Најмалку 50 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Распределбата на најмалку 1 % од акциите на одреден вид треба да биде во сопственост на најмалку 50 акционери. При пресметување на процентот на горниот став, се прави изземање на акциите кои се во сопственост на:

- ❖ членовите на органите на управување на издавачот, доколку поседуваат над 5 % од тој вид на акции,
- ❖ значајни акционери (индивидуални или институционални) со над 10 % сопственост на акциите од ист вид и
- ❖ акции во сопственост на Република Северна Македонија и државни институции, доколку имаат повеќе од 10 % од истите акции.

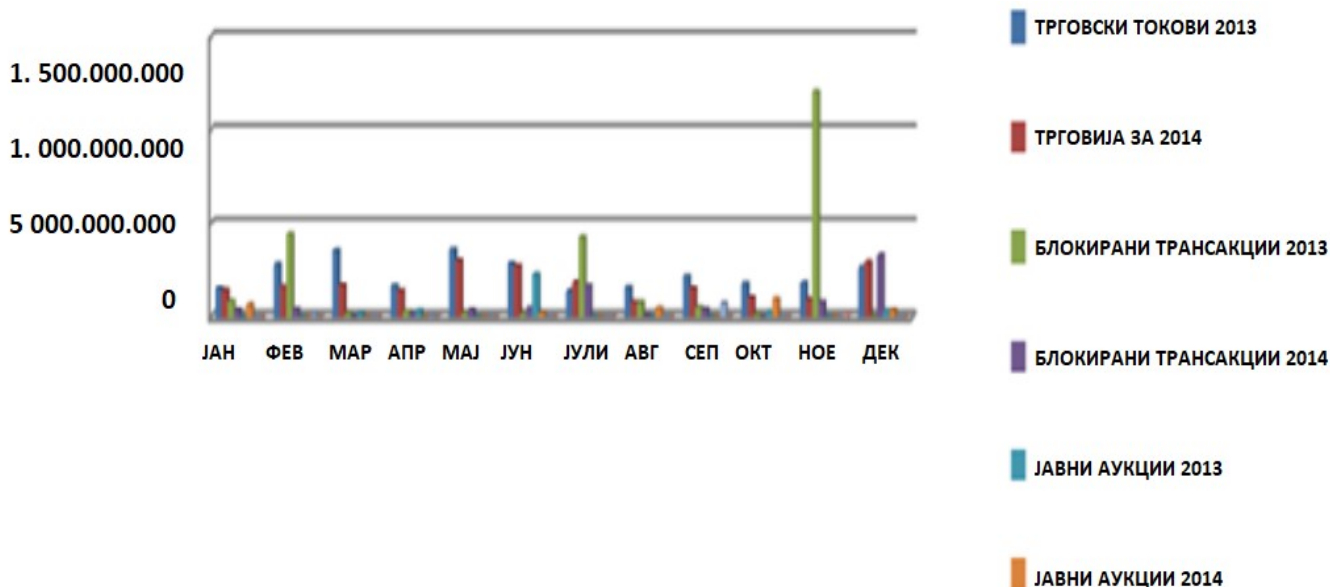
Според оваа обврска, 113 акционерски друштва од РСМ имаа обврска најдоцна до 30 април 2013 година да ги наведат своите акции (хартии од вредност) преку спонзорот на котаџија и да ги достават следните документи<sup>170</sup>:

- барање за котаџија, потпишано од овластен службеник на одлуката на издавачот на соодветниот орган на издавачот, кој одобрува котаџија на хартии од вредност
- одлука на надлежниот орган кој ги прифаќа одредбите од правилата за котаџија и сите негови последователни измени
- изјава на лицето одговорно за точноста на датумот на документацијата за котаџија

<sup>170</sup>Haben, P. and M. Quagliariello (2017) 'Why the EU needs an asset management company', Central Banking,

- *три копии од Проспектот за котација*
- *консолидација на статутот на издавачот во печатена и електронска форма*
- *потврда од овластен депозитар, не постар од 3 дена, кој потврдува дека не се поставени лимити на преносливоста на акциите од ист вид, кои се применуваат за котација*
- *доказ за платен еднократен надоместок за котација*
- *копија од моменталната состојба на компанијата, не постара од три дена*
- *ревидирани годишни финансиски извештаи за претходните три години*
- *копии од сите одлуки донесени од издавачот, кои ги одобрија сите промени во главнината на издавачот, што се случија во претходните години,*
- *изјава од спонзорот за котација, во согласност со член 15, став 2 од правилата за котација.*

Со овие промени во условите за котација, понудата на хартии од вредност се зголеми и се очекуваше дека движењето на обемот на тргување ќе има нагорен тренд. За да ги видиме ефектите од преземените акции за заживување на трговијата на македонскиот пазар на капитал, во следните табели се прикажани обемот на трговија за 2013 и 2014 година и компаративната графичка застапеност (графикон 11).

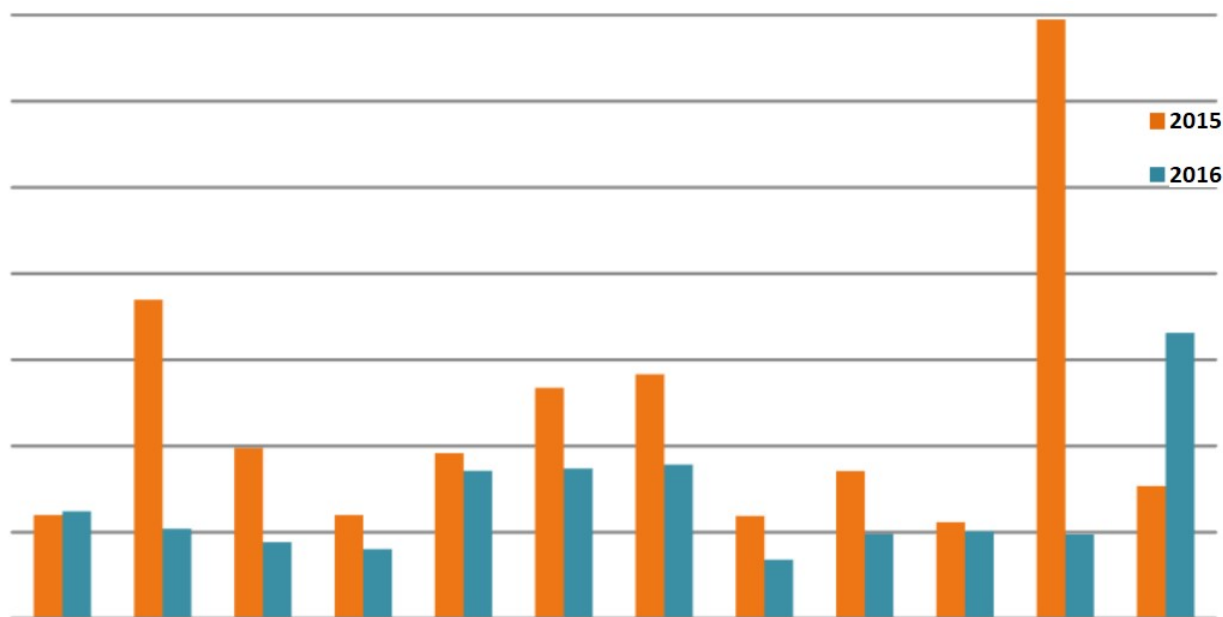


**Графикон 11. Компаративна графичка репрезентација на обемот на тргување по месец во 2013/14 година<sup>171</sup>**

Според табелата и графичката илустрација со податоци за вкупниот обем на тргување по месеци од 2013 до 2016 година, забележливо е дека во ноември 2013 година обемот е највисок и изнесува 1.389.895.260 денари, а најнизок е во август 2014 година, односно 136.434.263 денари. Исто така, забележливо е дека обемот на тргувањето е поголем во 2013 година во однос на 2014 година. Во 2013 година најнискиот волумен е забележан во октомври, односно 223.295.217 денари, што е за 63, 67 % повеќе во однос на август — најнизок во 2013 година.

Највисокиот обем на тргување во 2014 година е снимен во декември (662.672.507 денари), што е за -52, 32 % помалку од најголемиот обем на тргување познат за 2013 година.

<sup>171</sup>Извор - Годишни билтени 2004-2015 (www.mse.mk).



**Графикон 12. Вкупен обем на тргување по месец во 2013 и 2014 година**

Од вкупниот обрт во евра, земајќи го предвид поновиот период на движење на капиталот на македонскиот пазар, особено во однос на квантитативниот преглед на мобилноста и трансакцијата на капитал на домашниот пазар, во Скопје има целосен обрт од 2015 година до 43.174.360 евра, додека пак во 2016 година 49.091.310 евра, во 2017 година Северна Македонија прави тотален обрт од 76.965.667 евра, со тоа што вкупниот процент на обрт во однос на номиналната основа на движење и динамичноста на пазарот на капитал во Северна Македонија за периодот до 2017 година изнесува 56,78 проценти.

Всушност, податоците покажуваат апатија кон македонскиот пазар на капитал, иако голем дел од котираните компании, според ревидираните финансиски извештаи, покажуваат добри финансиски резултати. Со цел да се зголемат активностите на пазарот на капитал, потребно е создавање соодветна економска и политичка клима, која ќе привлече инвеститори од странски капитал. Берзата (пазар на капитал) е огледало и барометар на општите случувања во општеството.

Со ова, истакнувајќи ја значајноста на берзата, со цел да се увиди ефективното функционирање на македонскиот пазар на капитал, во подолу спроведениот прилог

бр. 1, се истакнува јасно спроведена *SWOT*-анализа на берзата и развојот на пазарот на капитал во Скопје. Според тоа, на основа на подолу спроведената *SWOT*-анализа на скопската берза, ќе може да се претстави јасна слика за можностите, недостатоците, како и предностите и заканите на кои се изложува скопската берза, кои сепак, ќе може да достават примарни податоци на чија основа ќе се потврдат или ќе се негираат хипотетските импликации на почетокот на магистерскиот труд.

**Прилог бр. 1 *SWOT*-анализа на развојот на скопската берза**

| ПРЕДНОСТИ                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | СЛАБОСТИ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>— Заокружен информациона систем</li> <li>— Млад пазар</li> <li>— Стекнато искуство во добри и лоши услови на берзата</li> </ul>                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Ниско присуство на домашни инвеститори, особено институционални инвеститори</li> <li>— Големо учество на странски инвеститори</li> <li>— Ниско ниво на корпоративна култура</li> <li>— Мал број на компании на официјалниот листинг</li> <li>— Недостаток на поддршка од државата за ИПО-државните компании</li> <li>— Тешка материјална ситуација и политичко-економски кризи</li> <li>— Мал процент на вработеност</li> </ul> |
| МОЖНОСТИ                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | ЗАКАНИ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>— Листирање на јавни претпријатија</li> <li>— Иницијална јавна понуда на поголеми приватни компании</li> <li>— Подигање на квалитет на постоечките понуди на акциите</li> <li>— Регионално берзанско поврзување</li> <li>— Олеснување на листирање на МСП</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Делистирање на постоечки компании</li> <li>— Повлекување на странски инвеститори поради политички фактори</li> <li>— Непредвидливи политички промени и шокови</li> <li>— Листирање на поголеми компании на странски берзи</li> <li>— Продажба на јавни претпријатија преку тендер или вон берзата</li> </ul>                                                                                                                    |

*Извор: Резултат од анализа спроведена од авторот на магистерскиот труд*

Глобалниот пазар на капитал може на Република Северна Македонија да ѝ го трансформира знаењето и искуството во однос на развојот на пазарот на капитал, со иницијалните јавни понуди или со известување на компаниите, за технички да

бидат подготвени за прилив на нови компании на берзата, но тоа нема да го зголеми и прометот, ниту пак да доведе до капиталзација на берзата.

Растечката глобална активност денес, може да доведе до нови инвестиции од странство во македонски акции, бидејќи повторно расте интересот за вложување во неразвиени пазари на капитал, како што е македонскиот. Меѓутоа, сето ова носи веќе позната голема доза на ризик за инвеститорите. Доколку македонскиот пазар на капитал не изгради само нова база на инвеститори или не понуди многу поквалитетни хартии/акции, кои ќе се атрактивни за компаниите кои ги објавуваат податоците и имаат тенденција да растат заедно со берзата, нема да може да тргнат напред.

На основа на анализата на дадените клучни индикатори на развој на дадениот пазар на капитал, може со сигурност да се заклучи дека скопската берза се наоѓа во групата на сè уште неразвиени пазари на капитал во Југоисточна Европа, кои имаат слични карактеристики, како што се:

- *мала величина на пазарот на капитал*
- *ниска ликвидност*
- *низок промет на акции*
- *мал број на квалитетни компании на листингот*
- *неразвиена корпоративна култура.*

Периодот кој е земен предвид за анализа, претставува значително бурен период, како и временски период кога развиените берзи веќе го имаат надоместено губитокот од времето на глобалната финансиска криза, додека сè уште се чувствуваа последиците од кризата на државниот долг во Европа од 2011 година. Според тоа, оваа берза мора да ја насочи целата организациона структура во рамките на законодавната инфраструктура, да пронајде начин да привлече нова компанија за да се листрира на нив, како и на берзите да може да се побараат инвеститорите за докапитализација.

## ЗАКЛУЧОК

Принципиелниот придонес на овој магистерски труд е ретко презентирана анализа на развојот на пазарот на капитал во Република Северна Македонија. Клучните макроекономски индикатори се земени од статистички извори од страна на државните владини институции, воглавно достапни на нивните официјални страници. Емпиriskите докази за пазарот на национален капитал не се достапни во финансиската или во која било друга јавна достапна статистика, но се добиваат од локални експерти и извори на податоци. Се прават споредби на макроекономските индикатори, севкупните пазари на капитал и пазарите на капитал во развиените економии, со цел не само да се увиди ефектот и влијанието, како и функционалноста на меѓународните текови на капитал врз национална економија на една земја, туку и воедно да се имплементира јасен преглед во заостанатиот раст и развој на динамичноста на пазарот на капитал во Република Северна Македонија, јасно истакнувајќи ги индикаторите неопходни за да се прикаже нивото на развиеност на еден од најзначајните инструменти на финансискиот пазар.

Всушност, регионалниот развој и адаптација на пазарите на капитал, особено во Југоисточна Европа, е бавен и тежок процес. Може да се забележи напредок во усогласувањето на законите во согласност со барањата на ЕУ. Сепак, земјите апликанти за членство во ЕУ, како Северна Македонија, воведоа само локални трговски системи на нивните берзи, додека на ниво на ЕУ се водат повеќе берзи за продлабочување на нивната консолидација. Тргувањето со деривати е во почетна фаза на развој, а иницијалните јавни понуди се исклучоци. Истовремено, се очекува дека економската функција на берзите е да ја процени очекуваната профитабилност на голем број котирани друштва и да го процени целиот прилив на идни профити од сопственоста на капиталот. Пазарите на капитал на овие земји сè уште се далеку од ефективно спроведување на нивните макроекономски функции. Проблематичните фактори со кои се соочуваат пазарите на капитал во Југоисточна Европа остануваат ограничен опсег на финансиски инструменти и значителни флуктуации на цените

на тргуваните финансиски инструменти. Во развој се нови финансиски инструменти, како што се налози и дериватни производи, но овој процес ќе биде долг, со оглед на недостатокот на клиринг-инфраструктури за оваа намена. Со почетокот на преговорите за пристапување во ЕУ, изгледите пред пазарите на капитал во Југоисточна Европа ќе бидат да иницираат сеопфатен процес на прилагодување кон европската регулаторна рамка.

Тековната интеграција на пазарот на капитал на Република Северна Македонија во ЕУ е погодна за оптимална распределба на главни градови и е од огромно значење за зголемување на економскиот раст и конкурентноста на земјата. Овој процес е резултат на заедничкото функционирање на институционалните структури и пазарните сили и бара дополнителни мерки од сите заинтересирани страни за надминување на преостанатите ограничувања со кои се соочува пазарот на капитал на Северна Македонија во процесот на интеграција. Сепак, на основа на погоре истакнатите податоци, македонскиот пазар на капитал останува мал и недоволно интегриран на пазарите на капитал на ЕУ, на позадината на забрзаниот процес на консолидација на берзите на ЕУ. Движечките сили зад овие процеси се неопходност за диверзификација на приходите, генерирани од берзите, во поглед на ублажување на ризиците во текот на глобалната финансиска и економска криза и последователната должничка криза во еврозоната.

Тековите на капиталот во Република Северна Македонија се погодени како резултат на глобализацијата, што може да се види во форма на меѓународно купување на капитал и обврзници, како и заеми од други земји. Достапноста на повеќе капитал е од корист за големите фирми, особено за меѓународните корпорации. Затоа, различни анализи го испитуваат напредокот на пазарот на капитал. Истражувањето на елементите кои придонесуваат за неговиот развој е особено интригантна тема. Во секоја студија се разгледуваат многу различни фактори, па така со разгледувањето на принципиелниот придонес во овој магистерски труд, со јасно истакнување на неопходните индикатори, се прикажува (не)развиеноста на една од најважните компоненти на финансискиот пазар.



Разгледуваме како растот на економијата на Република Северна Македонија може да влијае на пазарот на капитал во земјата. Растот на пазарите на капитал е главен економски фактор кој има ефект врз најважните економски движења. Напорите за развој на пазарот на капитал во Република Северна Македонија досега беа спроведени првенствено на поттик на единствен пазарен учесник и со фокус на еден географски регион. Поради ограничените и минливи резултати што вообичаено ги даваат овие видови напори, веќе некое време очајно е потребна похолистичка и меѓуинституционална стратегија.

Меѓутоа, и покрај негативните резултати добиени од страна на државните статистики, мора да се истакне дека сепак се забележува благ пораст во развојот на пазарот на капитал. Всушност, Северна Македонија постигна значаен напредок во развојот на институционалната и правната рамка, неопходна за правилно функционирање на пазарот на капитал. Овој пазар претрпе различни промени во правец на постигнување поголема усогласеност со законодавството на ЕУ. Ажурираната законска рамка гарантира: примена на принципите на легитимитет, транспарентност, недискриминација, конкуренција, заштита на правата на инвеститорите и правна сигурност. Позитивни фактори за идниот развој на пазарот на капитал во Северна Македонија се: зголемената транспарентност на котираните компании, активностите на инвестициските фондови, поволниот даночен режим и ниската инфлација. Земјата во 2018 година презеде чекор за забрзување на интеграцијата на Северна Македонија во ЕУ, ставајќи ја на прво место благосостојбата на граѓаните, како и подобрување на финансискиот и економскиот перформанс во земјата.

За да се доближи пазарот на капитал на Република Северна Македонија до просекот на ЕУ, мора да се преземат низа мерки, вклучително и: подигнување на нивото на пазарна капитализација, зголемување на ликвидноста на пазарите на капитал, модифицирање на структурата на изворите на финансирање на корпоративните проекти и структурата на инвестициските портфолија за индивидуални инвеститори, како и зајакнување на нивото на финансиска едукација

кај пошироката јавност. Улогата на финансиската едукација и зголемувањето на разбирањето на јавноста за предностите на достапните инструменти не може да се прецени. Растот и можностите на пазарот на капитал може да се унапредат со помош на јасна и прецизна интерпретација на податоците обезбедени од финансиските пазари.

Во Р Македонија, пазарот на капитал сè уште не е доволно развиен, особено пазарот на долгорочни хартии од вредност. Ваквиот недоволен развој на долгорочниот пазар на хартии од вредност има негативно влијание врз економијата, односно деловните субјекти се соочуваат со големи тешкотии при мобилизирање на финансиските ресурси неопходни за финансирање на нивната работа, а сето тоа влијае на растот и развојот на земјата. Многу важен фактор за обезбедување успешен развој на пазарот на капитал во Република Македонија е постоењето и функционирањето на Берзата. Македонската берза треба да обезбеди: ефикасно, транспарентно и безбедно функционирање на организиран пазар на хартии од вредност; диверзификација на ризикот кај потенцијалните инвеститори, преку нудење голем број на различни финансиски инструменти; правилна распределба на ресурсите и контрола во управувањето, заштита на интересите и инструментите на инвеститорите, преку кои државата ќе ги задоволува своите финансиски потреби преку пазарни ресурси, а не преку скални и монетарни.

Според мене, позитивен импакт врз пазарот на капитал на Република Северна Македонија би имала дигитализацијата и демократизацијата, од едноставни причини што пазарите на капитал се менуваат поради дигитализацијата и демократизацијата. Потребите и очекувањата на инвеститорите и компаниите се менуваат со текот на времето, а голем број нови играчи се приклучуваат на традиционалните финансиски институции, за да ја задоволат оваа побарувачка. Има многу други системски проблеми кои ја загрозуваат стабилноста на светската економија. Неодамнешниот пад на пазарот ги влоши овие проблеми.

Затоа, од клучно значење е да се осигураме дека: тимовите одговорни за иновации се соодветно екипирани, имаат јасни параметри за тоа каде да се

фокусираат, имаат соодветна слобода за експериментирање и се правилно поврзани со поширокиот круг, со цел брзо да се забрзаат иновативните идеи.

Исто така, многу е важно за земјите во развој како пример да се земат добрите практики од развиените земји. Најразвиените пазари на капитал се во земјите каде што владее традиционално право со англиски стил (Обединетото Кралство и поранешните колонии како што се: САД, Австралија, Индија и Сингапур), додека најслабите пазари на капитал се во земјите со правни системи засновани на францускиот Наполеонов законик (Франција, Италија, Шпанија). Доколку го разгледуваме Европскиот пазар на капитал може да се забележи дека поради Брегзит, имаше големи промени на европските пазари на капитал и овие промени се далеку од завршени. И покрај тоа, Обединетото Кралство останува со најсилниот пазар на капитал.

Придобивките од пристапот кон дигитализација и ставање на прво место на потрошувачите постепено се реализира во индустријата на пазарите на капитал, со што се подобрува: брзината, ефикасноста, безбедноста и точноста, затоа што го менува јадрото на бизнисот на начин што му овозможува да гледа и да набљудува повеќе, брзо да донесува одлуки и да произведува повеќе од кога било досега. Дигитализацијата има моќ да ги врати старите системи во живот и да ги прерасне во паметна и одговорна организација, а токму ова би придонесло до позитивни промени на повеќе полиња за Република Северна Македонија, со поголема транспарентност, помал процент на непотизам и побрз, поефикасен систем.

## КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

Adler, M., Dumas, B., 2013. International Portfolio Selection and Corporation Finance: A Synthesis. *Journal of Finance* 38

Aizenman, J. and R. Glick (2010), "Asset class diversification and delegation of responsibilities between central banks and sovereign wealth funds", Working Paper Series 2010-20, Federal Reserve Bank of San Francisco, revised 2010.

Agmon, T., 2002. The Relations among Equity Markets: A Study of Share Price Co-Movements in the United States, United Kingdom, Germany, and Japan. *Journal of Finance* 27

Akyüz, Yilmaz (1998), "The East Asian financial crisis: back to the future?", *Tigers in Trouble: Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Jomo Kwame Sundaram (ed.), Hong Kong, Hong Kong University Press

Alcidi C. and D. Gros (2018), "Global Trends to 2035 - Economy and Society", with M. Busse, M. Elkerbout, N. Laurentsyevea and A. Renda, Study requested by EPRS Global Trend Unit

Alexander, G., Edwards, A., and Ferri, M., 2000. What Does NASDAQ's High-Yield Bond Market Reveal about Bondholder-Stockholder Conflicts? *Financial Management* 29

Arcand, J.-L., Berkes, E. and Panizza, U. (2015), "Too much finance?", *Journal of Economic Growth*, Vol. 20, No 2, pp. 105-148

Baines T et al. (2017). Servitization: Revisiting the state-of-the-art and research priorities. *International Journal of Operations & Production Management*. 37(2):256–278

Baele, L., Inghelbrecht, K., 2009. Time-Varying Integration and International Diversification Strategies. *Journal of Empirical Finance* 16

Baur, D., Fry, R., 2009. Multivariate Contagion and Interdependence. *Journal of Asian Economics* 20

Baur, D., Lucey, B., 2009. Flights and Contagion: An Empirical Analysis of Stock-Bond Correlations. *Journal of Financial Stability* 5

Bauwens, L., Laurent, S., and Rombouts, J., 2006. Multivariate GARCH Models: A Survey. *Journal of Applied Econometrics* 21

Barajas, A., Chami, R. and Yousefi, S. R. (2013), "The Finance and Growth Nexus ReExamined: Do All Countries Benefit Equally?", IMF Working Paper Series, No 13/130

Bekaert, G., 2005. Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets. World Bank Economic Review 9

Belak, Vinko, and Zeljana Aljinovic Barac. 2008. Tajne trzista kapitala Zagreb: BELAK EXCELLANS d.o.o

Bekaert, G., Harvey, C., and Lundblad, C., 2003. Equity Market Liberalization in Emerging Markets. Journal of Financial Research 26,

Bekaert, G., Wu, G., 2000. Asymmetric Volatility and Risk in Equity Markets. Review of Financial Studies 12

Berger, D., Pukthuanthong, K., and Jimmy Yang, J., 2011. International Diversification with Frontier Markets. Journal of Financial Economics 101,

Belke A. and U. Volz (2019), "The role of institutions and macroprudential policy in managing spillovers from quantitative easing policies", Macroeconomic Shocks and Unconventional Monetary Policy, pp.263-293, Oxford University Press

Belka M. (2013), "How Poland's EU Membership Helped Transform its Economy, Occasional Paper No. 88, Group of Thirty", Washington, DC.

Bouaziz, M., Selmi, N., and Boujelbene, Y., 2012. Contagion Effect of the Subprime Financial Crisis: Evidence of DCC Multivariate GARCH Models. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences 44,

Brooks, C., 2008. Introductory Econometrics for Finance. 2 nd edition, New York, Cambridge University Press

Caporale, G., Pittis, N., and Spagnolo, N., 2006. Volatility Transmission and Financial Crisis. Journal of Economics and Finance 30

Cappiello, L., Engle, R., and Sheppard, K., 2006. Asymmetric Dynamics in the Correlations of Global Equity and Bond Returns. Journal of Financial Econometrics 4

Carrieri, F., Errunza, V., and Hogan, K., 2007. Characterizing World Market Integration through Time. Journal of Financial and Quantitative Analysis

Chesnay, F., Jondeau, E., 2001. Does Correlation between Stock Returns Really Increase during Turbulent Periods? Economic Notes 30

Connolly, R., Stivers, C., and Sun, L., 2005. Stock Market Uncertainty and the Stock-Bond Return Relation. Journal of Financial and Quantitative Analysis 40

Darvas, Z., P. Hüttl, S. Merler and T. Walsh (2015), “Analysis of developments in EU capital flows in the global context”, Report commissioned by the European Commission, November.

Demekas, Dimitri G, Balazs Horvarth, Elina Ribakova and Yi Wu “Foreign Direct investment in Southeastern Europe: How (and How Much) Can Policies Help?”, IMF Working Paper 110, 2005

Devenow, A. and Welch, I. 2011, “Rational herding in financial economics,” European Economic Review, vol. 40

Dooley, M., Hutchison, M., 2009. Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis. Journal of International Money and Finance

Dunning, John H. (1993). Multinational Enterprises and the Global Economy. Addison Wesley Publishing Company.

Eun, C. and Lee, J. 2010, “Mean-variance convergence around the world,” Journal of Banking & Finance, vol. 3

European Commission (2015), “Action Plan on Building a Capital Markets Union”, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, COM(2015) 468 final, September

European Investment Bank (2016), “Macedonia: Assessment of Financing Needs of SMEs in the Western Balkan Countries, August 2016”, available at: [https://www.eib.org/attachments/efs/assessment\\_of\\_financing\\_needs\\_of\\_smes\\_fyrom\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/efs/assessment_of_financing_needs_of_smes_fyrom_en.pdf)

European Central Bank (2017) “Access to Finance in the Western Balkans”, Occasional Paper Series, No. 197/September 2017.

European Bank for Reconstruction and Development (2018), Factoring Survey in EBRD Countries of Operation”, available at: [file:///C:/Users/user/Downloads/Factoring%20Survey\\_3rd%20Edition.pdf](file:///C:/Users/user/Downloads/Factoring%20Survey_3rd%20Edition.pdf).

Ferre, M. and Hall, S. 2002, "Foreign exchange market efficiency and cointegration," *Applied Financial Economics*, vol. 12

Forbes, K., Rigobon, R., 2002. No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements. *Journal of Finance*

Froot, K., O'Connell, P., and Seasholes, M. 2001, "The portfolio flows of international investors," *Journal of Financial Economics*,

Haben, P. and M. Quagliariello (2017) 'Why the EU needs an asset management company', Central Banking,

Hallerberg, M. and C. Gandrud (2017) How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan, Bruegel Policy Contribution 6/2017

Hirshleifer, D., 2001, Investor psychology and asset pricing, *Journal of Finance* 56

Hill, R., Griffiths, W., and Judge, G., 2001. *Undergraduate Econometrics*. 2<sup>nd</sup> edition, Hoboken, John Wiley & Sons.

Hüttl & Merler (2016) An update sovereign bond holdings in the euro area the impact of QE,

IMF (2016b) 'Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets', Chapter 2 in 'World Economic Outlook: too slow for too long', April

Jayasuriya, S., Shambora, W., 2009. Oops, we should have diversified! *Applied Financial Economics*

Jin, Li, and Stewart Myers, 2006, R-squared around the world: New theory and new tests, *Journal of Financial Economics*

Kasch-Haroutounian, M., Price, S., 2001. Volatility in the Transition Markets of Central Europe. *Applied Financial Economics*

Kaufmann, Daniel, Gil Mehrez, and Sergio L. Schmukler, 2005, Predicting currency fluctuations and crises: Do resident firms have an informational advantage?, *Journal of International Money and Finance*

Mersch, Yves (2017) Loan-level data transparency: achievements and future prospects,

Nardo, M., N. Ndacyayisenga, A. Pagano and S. Zeugner (2017), Finflows: a database for bilateral financial investment stocks and flows, European Commission JRC Technical Reports

Ogawa, E, and M Muto (2017), "Inertia of the US Dollar as a Key Currency through the Two Crises," *Emerging Markets Finance and Trade*, 53 (12), 2706-2724

Ohashi, Kazunari and Manmohan Singh (2004): Japan's distressed debt market, IMF Working Paper no. 04/86

Portes, Richard, and Helene Rey, 2005, *Journal of international economics*, *Journal of Finance*

PWC (2017) European Bank restructuring, available on the internet.

Rocha, I. (2016) NPL resolution: prerequisites for loan portfolio sales in the CESEE region

Rodrik, D (2008), "The Real Exchange Rate and Economic Growth", *Brookings Papers on Economic Activity* 39(2): 769–797.

Saunders, Anthony, and Marcia Millon Cornett. 2006. *Financijska trzista i institucije: Moderno vidjenje* [Financial markets and institutions: A modern vision]. 2nd ed. Zagreb: Masmedia

Schäfer, L. (2016) Forgive but not forget: the behaviour of relationship banks when firms are in distress, EBRD Working Paper no. 186.

Topias, L. (2018), "A method for estimating 'pass-through activities' in official FDI statistics," IFC Bulletins chapters, Bank for International Settlements (ed.), *External sector statistics: current issues and new challenges*, Volume 48, Bank for International Settlements

Zucman, Gabriel (2013) 'The Missing Wealth of Nations: Are Europe and the U.S. net Debtors or net Creditors?', *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 128(3)



## Хипотеза

Во интерес на ефективна реализација на студиските емпириски и општествени цели во рамките на истражувањето на трудот, се истакнува основна хипотетска рамка во истражувањето, која гласи:

***Ho — Меѓународните придобивки за диверзификација на пазарот на капитал се чини дека се намалуваат со глобализацијата.***

Токму во рамките на хипотетската основа постои мотивација да се испита меѓузависноста на различните класи на капитал. Искористувањето на ниските корелации помеѓу различните класи на имот на глобалните пазари на капитал е примарна цел на меѓународната диверзификација, која е водена од глобалното влијание врз пазарот на капитал и неговото меѓународно движење.

Со цел да се истакне и да се потврди основната хипотетска рамка, во студијата на трудот се имплементираат неколку подредени хипотези, за да може да се навлезе подлабоко во поврзување на меѓуодносот на глобализацијата и интернационалното движење на капиталот на денешниот пазар.

***H1 — Значајни придобивки од диверзификацијата постојат помеѓу интернационални инвеститори, и покрај забрзувањето на економско-финансиската интеграција.***

***H2 — Светскиот глобален пазар на капитал нема влијание на вонберзанскиот промет на акции; се одвива преку понуди за преземање на акции каде учествуваат и домашните инвеститори и мултинационалните компании.***

***H3 — Емитирањето на македонските корпоративни обврзници претставува вистински инструмент за развој на меѓународниот пазар на капитал во Македонија.***

Во однос на погоре имплементираниите хипотетски рамки, од голема значајност е да се истакне недостатокот на студии и литература, земајќи ги предвид меѓусебното влијание на глобализацијата и меѓународното движење на капиталот, поради што е неопходно да се имплементираат специфични методолошки мерки, со кои ќе може да се измери позитивното и помалку позитивното влијание врз развојот, како и ефективното движење на капиталот надвор од националните граници на регионите.

## Методологија на истражување

Научното објаснување на дадената проблематика се истакнува како комплексен процес во кој се имплементираат сложени задачи и цели за да може да се дефинираат ефективно корелациите на појавите и варијаблите кои се испитуваат. Ваквиот процес се поедноставува со избирање на правилните и ефективни методолошки рамки на истражување, односно методолошки пристапи кон самото испитување на проблематиката.

Според тоа, со цел да се примени појасна диверзификација меѓу имплементираните методи, трудот ќе се подели на **теоретски и емпириски дел**. За теоретскиот дел на магистерскиот труд, користени се стандардни методи на секундарни истражувања, за кои низ секундарни извори на податоци, соберени се информации за карактеристиките на глобализираноста на пазарот на капитал и интернационализацијата на движењето на капиталот во регионалните пазари, особено насочувајќи се кон функционалноста на пазарот на капитал на земјите во развој, како и влијанијата на пазарите на капитал на развиените земји во светот. Како примарни извори на податоци ќе се постават електронските бази на податоци, односно интернетот, научната и стручната домашна и странска литература, како и разни документации и информации набавени по пат на релевантно истражување.

Додека пак, **во емпирискиот дел на трудот** ќе се спроведе **квалитативен метод на истражување**. Во рамките на квалитативниот метод на истражување ќе се примени *објективен метод на анализирање, собирање на примарната и секундарна дата*, која компаративно ќе се спореди, со цел изнаоѓање на валидните податоци потребни за спроведување на квалитетно студирање на проблематиката која се истражува.

Според тоа, со цел докажување на поставените хипотези на овој труд, користени се повеќе различни методи за да бидат задоволени основните методолошки потреби — *објективноста, валидноста на информациите, аналитичноста, основата и систематичноста на истиот*.

Истражувањата се претежно научно-теоретски сознанија, при што користени се релевантна литература и современо методолошко-практично истражување, со користење на основните аналитички и синтетички методи, пред сè, преку процес на методолошка анализа, индукција и дедукција.

Од општо научните методи, користен е исто така и **хипотетичко-дедуктивниот и статистички современ метод.**

Во **собирање, сегментирање и анализирање на податоците**, користени се следните методи и техники: *анализирање на датата, анализирање на содржината на информацијата, проверувајќи ја релевантноста на истата*, и тоа како примарни, така и секундарни содржини и информации од веќе извршените истражувања. Освен тоа, истражувањето е изведено преку статистичко собирање на податоци со помош на студија на случаи (case study), преку процеси на набљудување и испитување на одредени субјекти поврзани со дадената тематика на погоре наведениот труд.

Пристапот во самото истражување е *интегративен, синтетички* во смисла на тоа што ниту една методолошка постапка не дава исклучителна предност, туку сите заедно се подеднакво застапени во самиот процес на истражување и обработка на податоците.