

ЕФИКАСНОСТ И РАЗВОЈНИ ПРЕДИЗВИЦИ НА ПАЗАРИТЕ НА КАПИТАЛ ВО ПОМАЛИ ЕКОНОМИИ

Мила Митрева¹, Благица Колева², Јанка Димитрова³

¹ Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип
mila.mitreva@ugd.edu.mk

² Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип
blagica.koleva@ugd.edu.mk

³ Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип
janka.dimitrova@ugd.edu.mk

Апстракт: Ова истражување претставува теоретски осврт на ефикасноста и развојните принципи на пазарите на капитал во помалите економии. Анализирани се неколку клучни аспекти, како што се важноста и предизвиците на пазарите на капитал во помалите економии и препораки за нивен развој. Бидејќи не постои унифицирано правило за да се поттикне развој, потребно е да се следат економските услови во самата држава и да се имплементираат оние детерминанти кои веќе покажале позитивно влијание. Преку следење на макро-фундаменталните предуслови, а потоа проценување на потребите на домашната економија, компаниите и инвеститорите, како и на сите учесници на пазарот ќе се добие основата за имплементирање на мерки кои ќе дадат резултат во развојот на пазарите на капитал.

Клучни зборови: *пазар на капитал, развој, мали економии*

EFFICIENCY AND DEVELOPMENT CHALLENGES OF CAPITAL MARKETS IN SMALLER ECONOMIES

Mila Mitreva¹, Blagica Koleva², Janka Dimitrova³

¹ Faculty of Economics, Goce Delcev University, Stip, Macedonia
mila.mitreva@ugd.edu.mk

² Faculty of Economics, Goce Delcev University, Stip, Macedonia
blagica.koleva@ugd.edu.mk

³ Faculty of Economics, Goce Delcev University, Stip, Macedonia
janka.dimitrova@ugd.edu.mk

Abstract: This research presents a theoretical review of the efficiency and development principles of capital markets in smaller economies. Several key aspects are analyzed, such as the importance and challenges of capital markets in smaller economies and recommendations for their development. Since there is no unified rule to encourage development, it is necessary to monitor the economic conditions in the country itself and to implement those determinants that have already shown a positive impact. By monitoring the macro-fundamental prerequisites, and then assessing the needs of the domestic economy, companies and investors, as well as all market participants, the basis for implementing measures that will yield results in the development of capital markets will be obtained.

Key words: *capital markets, development, small economies*

1. Вовед

Пазарите на капитал се од големо значење за економскиот раст. Односот помеѓу пазарот на капитал и економскиот раст е истражуван во многу трудови, како што се трудовите на [1], [2], [3], [4], [5]. Преку ефикасни пазари на капитал може да се обезбеди дополнително финансирање за државата, како и за приватниот сектор. Пазарите на капитал исто така го подобруваат квалитетот и ефикасноста на распределбата на ресурсите во економијата. Сепак, помалите економии имаат одредени ограничувања, односно, им недостигаат одредени

макро-економски услови без кои е невозможен развој на пазарот на капитал. Според истражување спроведено од Светска Банка тие предуслови се однесуваат на: *стабилна политичка средина со кредибилно донесување на политики, усојаната макроекономска стабилност, здраво фискално управување и државно задолжување, стабилни каматни стапки и девизни курсеви*. Дополнително, добро развиен банкарски сектор е интегрален дел од одржување ликвидност на финансиските пазари. Ефикасна правна и институционална средина е неопходна за да можат компаниите и инвеститорите да пристапат до пазарите на капитал. Дополнително, за добро развиен пазар на капитал неопходно е постоењето на големи компании кои се подготвени да ги исполнат сите барања за транспарентност и управување. Помалите економии често се соочуваат со поголеми предизвици и имаат многу помалку големи компании кои ги исполнуваат барањата на пазарите на капитал споредено со поголемите економии [6]. Земајќи ги во предвид овие ограничувања, овде се наметнува прашањето како помалите економии може да ги надминат овие препреки за да создадат добро развиени пазари на капитал. Анализирајќи ја постоечката литература, не постои унифицирано правило како да се создадат развиени пазари на капитал, бидејќи се зависи од економските услови во државата. Под овие услови најчесто се подразбира каква е макроекономската и даночната средина, дали има присуство на институционални инвеститори, дали постои ликвидност на пазарот, колкава е конкурентноста на финансиските институции, колкав е бројот на компании кои бараат капитал и многу други. Кога ќе се земат во предвид сите економски услови и субјекти во економијата, може да се пристапи кон поставување на темели за креирање на добро функционален пазар на капитал. Затоа и целта на ова истражување е да даде теоретски осврт на предизвиците со кои се соочуваат малите економии и како да се надминат одредените бариери кои постојат за да може да се создадат ефикасни пазари на капитал.

2. Важност на пазарите на капитал за малите економии

Кога станува збор за важноста на пазарите на капитал за малите економии, постојат неколку истражувања кои се фокусирале на оваа проблематика. Во истражување спроведено од страна на Светска Банка, анализирани се податоци од 80.000 компании со цел да се утврди како пазарите на капитал влијаат врз креирањето инвестиции и како тие влијаат врз зголемување на продажбата и вработеноста во земји со помали приходи [7]. Од страна на Банката за меѓународни порамнувања, во 2019 година направено е истражување во кое се анализираат трендовите во развојот на пазарите на капитал и детерминантите кои имаат влијание во поттикнување на поголем развој [8]. Edward and Gabriele (2023), во нивното истражување го анализирале пристапот на малите и средни претпријатија до изворите на финансирање преку пазарите на капитал и заклучиле дека финансиските инструменти мора да бидат специјално прилагодени за МСП, обезбедувајќи поголема флексибилност од оние што им се нудат на поголемите компании. Тие исто така заклучиле дека владите имаат фундаментална улога во зголемувањето на довербата на финансирање на МСП преку пазарите на капитал [9]. Hearn and Piesse (2010) во нивното истражување утврдиле дека постоењето на успешна берза во економија во развој може да биде главен фактор за развој преку кој ќе се стимулираат домашните заштеди и ќе се привлечат странски инвестиции, иако како најголема пречка може да претставува политичкиот фактор [10]. Дополнително, во истражување спроведено од страна на Köke, et al. (2001) е анализирана улогата на пазарите на капитал во Централна и Источна Европа и улогата што тие ја имаат во корпоративното и јавно финансирање [11].

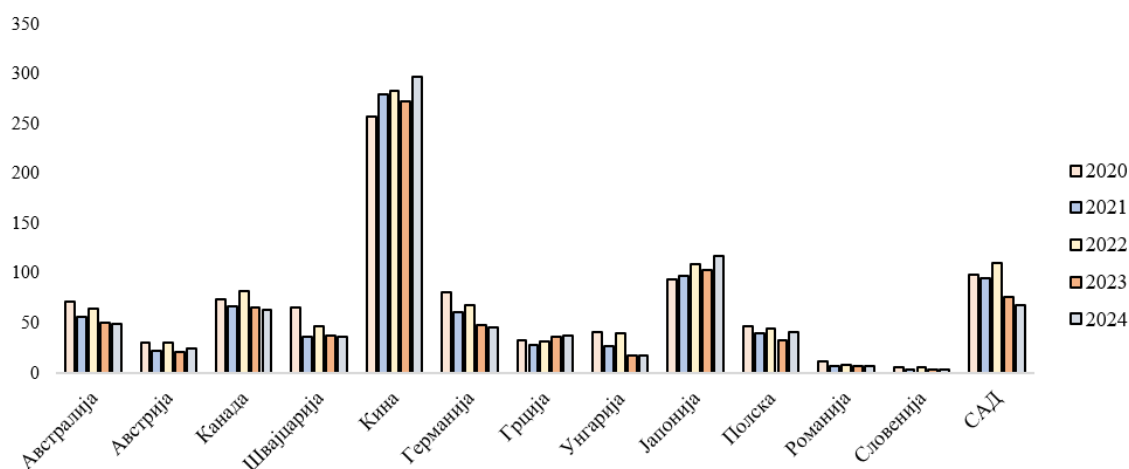
Оттука може да се заклучи дека пазарите на капитал се клучен сегмент од финансиските пазари како за помалите, така и за поголемите земји. Ефикасни и развиени пазари на капитал придонесуваат за креирање продуктивни инвестиции, зголемување на изворите на финансирање, поголема вработеност на населението и привлекување на странски инвестиции. Demirgüç-Kunt et al. (2013) имаат утврдено дека развојот на пазарот на капитал го поттикнува економскиот раст. Од една страна пазарите на капитал нудат можности за долгорочно финансирање на проекти со различно ниво на ризик, што придонесува кон зголемување на ликвидноста и диверзифицирање на ризикот. Од друга страна, пазарите на капитал покажуваат многу помала цикличност од банкарското финансирање и имаат

способност побрзо да закрепнат при економски шокови [12]. Во овој контекст важно е да се спомене дека според истражување спроведено од Светска Банка во 2020 година, утврдено е дека на микро ниво добро развиените пазар на капитал се важен извор за финансирање на корпорациите. Предност за компаниите е тоа што може да ги диверзифицираат нивните извори на финансирање, а исто така преку пазарите на капитал може да се финансираат и поризични активности (она што не би било поддржано од банкарскиот сектор). Освен што се предност за компаниите, добро регулираните и надгледувани пазари на капитал можат да ја подобрат финансиската стабилност. Тие овозможуваат пристап до долгорочно финансирање во локална валута, кое им помага на компаниите, владите и инвеститорите да управуваат со инфлацијата и девизните ризици. Сепак, ова не значи дека пазарите на капитал доаѓаат без ризик. Секој нов финансиски инструмент е проследен со одредено ниво на ризик, но, предностите кои ги имаат пазарите на капитал ги надминуваат слабостите [18].

Кога станува збор за развиеноста на пазарот на капитал на една држава, тој може да се анализира преку повеќе индикатори како што е стапката на обрт на домашни акции, број на котирани компании, пазарна капитализација/БДП, присуство на институционални инвеститори и многу други. За да може визуелно да се прикаже која е разликата помеѓу пазарот на капитал во развиени и помалку развиени економии, во Табела 1 е прикажана стапката на обрт на домашни акции за одредени земји. Преку овој показател може да се донесе еден погенерален заклучок, односно, колку е повисока вредноста на овој показател тоа значи дека пазарот е поликвиден и обратно. Од прикажаниот графикон Кина има највисоки вредности, што е и очекувано имајќи го во предвид брзиот економски раст и големата динамичност на кинескиот пазар.

Табела 1. Трговани акции, стапка на обрт на домашни акции (%)

Table 1. Stocks traded, turnover ratio of domestic shares (%)



Извор: The World Bank Group (2024) [13]

Предизвици на пазарите на капитал во малите економии

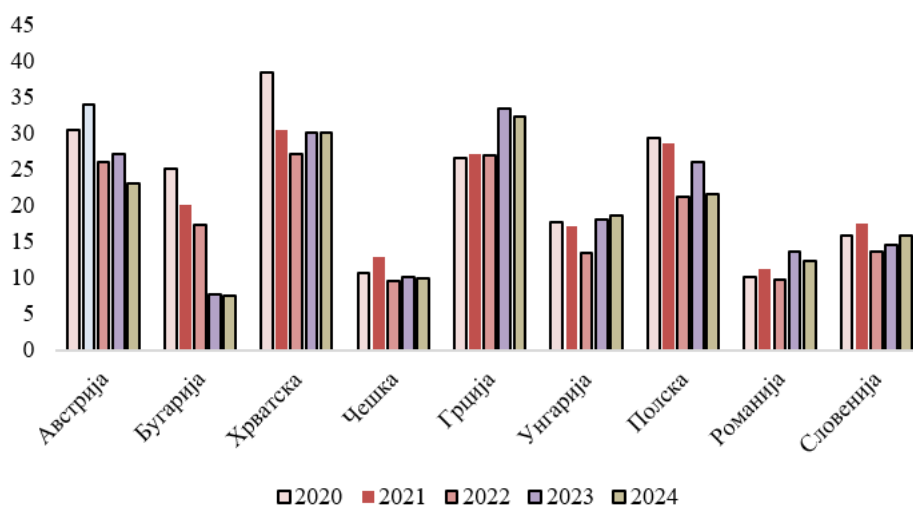
Малите економии и покрај тоа што доживуваат умерен економски раст низ годините, сепак немаат обем за да развијат просперитетни пазари на капитал преку нивната локална база на инвеститори. Локалните пазари кои се добро интегрирани со глобалните финансиски пазари им овозможуваат на инвеститорите да одржуваат диверзифицирано портфолио и подбро да управуваат со своите ризици [14]. Она што е важно да се спомене на светско ниво е фактот што многу азиски економии во последните дваесетина години имаат спроведено сеопфатни реформи за зајакнување на нивните финансиски системи и промовирање на пазарното финансирање. Како резултат на тоа, Азија постигна робустен раст на бројот на котирани компании, пазарната капитализација и издавањето корпоративни обврзници, истакнувајќи ја растечката улога на пазарите на капитал во поддршката на регионалниот економски раст и растечката улога на регионот на глобалните пазари на капитал. И покрај

растечката улога на пазарното финансирање во регионот, корпоративното финансирање во поголемиот дел од Азија останува претежно базирано на банки. Притоа, држави како Камбоџа и Виетнам се банко-центрични, додека Јапонија, Кореја, Малезија и Тајланд се повеќе пазарно ориентирани. Сепак многу азиски земји немаат развиено ниту кредитно ниту пазарно финансирање, што влијае многу бизниси да бидат финансиски ограничени. Ова е ситуација и во многу други земји на глобално ниво [15].

Gamkrelidze (2019) во својот труд ја има истражувало моменталната состојба на пазарите на капитал и можностите за нивен развој во земјите во развој и притоа дава препораки како пазарите може да се развијат. Функционирањето на пазарот на капитал бара постоење на добро функционален пазар на пари, вклучувајќи ги и алатките за управување со ликвидноста на централната банка. Како што е прикажано во неговиот труд, продлабочувањето на паричниот пазар, државните хартии од вредност, корпоративните обврзници и берзата ќе создадат основа и ќе генерираат потреба за развој на пазарот на деривати. Развојот на пазарите на капитал е во голема мера зависен од довербата, а за да се изгради таква доверба потребно е да се зголеми знаењето на населението за начините на инвестирање, нивните предности и недостатоци [16].

За да може да се разбере колку е голем пазарот на капитал во однос на економијата, најдобар показател е пазарната капитализација на котирани домашни компании (% од БДП). Овој показател ја покажува вкупната пазарна вредност на сите акции на компаниите кои се котирали на берзата, во однос на БДП. За да се оцени развиеноста на пазарите на капитал за одбрани земји од Централна и Југоисточна Европа во Табела 2 се прикажани вредностите на пазарната капитализација во однос на БДП. Притоа, вредностите за сите овие земји се релативно ниски бидејќи се под 40%, што укажува на послабо развиени пазари на капитал. Најголем процент има кај Хрватска и Австрија, а најмал кај Бугарија и Романија. Она што исто така е карактеристично за сите овие земји е падот на вредностите во периодот после корона пандемијата, што укажува дека овие економии биле погодени од економската криза.

Табела 2. Пазарна капитализација на котирани домашни компании (% од БДП)
Table 2. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)



Извор: The World Bank Group (2024) [17]

Препораки за развој на пазарите на капитал

Креирање на ефикасни пазари на капитал бара да се задоволат одредени критериуми и да се земат во предвид одредени предуслови. Како еден од најважните чекори е да се проценат кои се макро-фундаменталните предуслови, а потоа да се процени кои се потребите на домашната економија, компаниите и инвеститорите, како и на сите учесници на пазарот. Специфичните потреби за финансирање на една економија ја дефинираат агендата за развој на нејзиниот пазар на капитал. Со воспоставени основни предуслови и генерално позитивни

трендови, се препорачува иницијална анализа од страна на понудата и побарувачката, со фокус на причините за недоволниот развој [6]. Како мерка за поттикнување на развојот на пазарите на капитал е издавањето на домашни обврзници кои може да бидат успешни доколку постојат учесници на пазарот кои брзо и лесно може да купуваат и продаваат по стабилни цени. На овој начин ќе се постигне ефикасност бидејќи инвеститорите на ликвидните пазари можат да продаваат средства на секундарните пазари наместо да ги чуваат до достасување. Дополнително, издавањето на корпоративни обврзници е важен показател за созревањето на пазарите на капитал. Дополнително, развојот на институционалните инвеститори е неопходен за да имаме развој на пазарите на капитал. Преку нив може да се финансираат различни инфраструктурни проекти кои не можат да бидат финансирани од банкарскиот сектор. Дополнително, правилно функционирање на пазарите на капитал е возможно само преку строга регулација. Застапниците на регулацијата тврдат дека финансиските пазари, доколку останат нерегулирани, ќе имаат тенденција кон губење на конкуренцијата, стабилноста, ефикасноста и кредибилитетот, што доведува до повлекување на поединци и фирми од учество на пазарот на капитал [19]. Затоа државите треба да се стремат кон креирање на строга правна и регулативна рамка. Исто така, издавањето на корпоративни обврзници е важен показател за зреењето на домашните пазари на капитал. Учесството на банките на пазарите на капитал им овозможува да остварат дополнителни приходи, а со тоа да се ослободи дополнителен капитал кој понатаму може да се додели како кредит на различни заемопримачи [20].

Заклучок

Несомнено е дека пазарите на капитал се многу важни за развој на економијата на една држава. Поголемите држави остваруваат поголем економски раст, благодарение на добро развиените финансиски пазари. Кога станува збор за помалите економии, тие се соочуваат со многу послабо развиени пазари на капитал и помал број на учесници. Сепак, за да се оствари развој на овие пазари, не постои едно унифицирано правило по кое креаторите на политики ќе треба да се раководат, туку, развојот на ефикасни пазари претставува комплексен процес и зависи од повеќе фактори. Прво и основно се потребите на домашната економија и економската ситуација во самата држава. Различни фактори може да имаат влијание и затоа е потребно идентификување на оние фактори кои можат да придонесат кон креирање на ефикасни пазари и остварување на долгорочна ефикасност. Креирање на строга регулативна рамка, одржување на фискална дисциплина, поттикнување на поголемо учество на институционалните инвеститори, подобрување на фискалните и даночни политики се едни од аспектите кои може да придонесат кон креирање на пофункционални пазари на капитал. Само преку нивно добро менаџирање може да се обезбеди стабилност на пазарите и да се поттикнат сите учесници да имаат поголема доверба во самите пазари. Она што исто така е важно е да се следат примерите на успешни држави кои имаат високо развиени пазари на капитал и преку нивните веќе имплементирани мерки, да се искористат како пример во оние послабо развиени економии.

Користена литература

- [1] Bekaert et al. (1995). *The Role of Capital Markets in Economic Growth*. Chicago: Catalyst Institute.
- [2] Bekaert and Harvey, (1998). Capital Markets: An Engine for Economic Growth. *Brown Journal of World Affairs*. Vol. 5, No. 1, pp. 33-53.
- [3] Coşkun, et al. (2017). Capital market and economic growth nexus: Evidence from Turkey. *Central Bank Review*. Vol. 17, No. 1, pp. 19-29.
- [4] Yadirichukwu and Chigbu (2014). The impact of capital market on economic growth: the Nigerian Perspective. *International Journal of Development and Sustainability*. Vol. 3, No. 4, pp. 838-864.
- [5] Brasoveanu, et al. (2008). Correlations between capital market development and economic growth: The case of Romania. *Journal of Applied Quantitative Methods*. Vol. 3, No. 1.
- [6] The World Bank Group (2019). *Practical guide on the potential of capital markets development in small economies*. International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank Group.

- [7] The World Bank Group (2025). Rise in capital-market financing powers investment and employment in developing countries. IFC website. Retrieved from: https://www.ifc.org/en/pressroom/2025/rise-in-capital-market-financing-powers-investment-and-employment-in-developing-co?utm_source=chatgpt.com
- [8] Bank for International Settlements. Establishing viable capital markets. CGFS Papers No 62. Retrieved from: <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf>
- [9] Edward, A. and Gabriele, S. (2023) The role of capital markets in funding MSMEs in Latin America and the Caribbean. IDB Publications. Retrieved from: <https://publications.iadb.org/en/role-capital-markets-funding-msmes-latin-america-and-caribbean>
- [10] Hearn, B. and Piesse, J. (2010) The limited role of small stock exchanges in economic development: A case study of Mozambique and Swaziland. *Development Southern Africa*. Vol. 27, No. 2, pp. 205-224.
- [11] Köke, J., et al. (2001). The Future Role of Capital Markets in Central and Eastern Europe for the Domestic Economy. The New Capital Markets in Central and Eastern Europe, Springer. Retrieved from: https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-642-56520-5_16?utm_source=chatgpt.com#citeas
- [12] Sommer, C. (2024). The Role of Capital Markets for Small and Medium-Sized Enterprise (SME) Finance. *The Journal of Development Studies*. Vol. 60, No. 11.
- [13] The World Bank Group (2024). Stocks traded, turnover ratio of domestic shares (%). The World Bank website. Retrieved from: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR>
- [14] Andritzky, J. R. (2007). Capital Market Development in a Small Country: The Case of Slovenia. International Monetary Fund, IMF Working Paper. Retrieved from: https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2007/229/article-A001-en.xml?utm_source=chatgpt.com
- [15] OECD (2025). Asia Capital Markets Report 2025. OECD Capital Market Series. Retrieved from: https://www.oecd.org/en/publications/2025/06/asia-capital-markets-report-2025_8c82611c/full-report/the-role-of-capital-markets-in-increasing-competitiveness_a163ab22.html?utm_source=chatgpt.com
- [16] Gamkrelidze, D. (2019). Capital Market Development: Challenges and Opportunities. *International Journal of Business and Economic Affairs*. Vol. 4, No. 3, pp. 109-115.
- [17] The World Bank Group (2024). Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP). Retrieved from: <https://databank.worldbank.org/metadataglossary/world-development-indicators/series/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>
- [18] The World Bank Group (2020). Capital Markets Development, A Primer for Policymakers. World Bank. Retrieved from: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/228291627375113518/pdf/Capital-Markets-Development-A-Primer-for-Policymakers.pdf>
- [19] Teall, J. L. (2013). Chapter 4 - Regulation of Trading and Securities Markets. *Financial Trading and Investing*. No. 91-1218.
- [20] The World Bank Group (2016). Developing domestic capital markets. International Finance Corporation. Retrieved from: https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2016/01/Developing-domestic-capital-markets_IFC-World-Bank-Group_IATF-Issue-Brief.pdf