

“УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“ - Скопје

ШКОЛА ЗА ДОКТОРСКИ СТУДИИ

Економски факултет - Скопје

Студиска програма за економски науки

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

**ВЛИЈАНИЕТО НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ ВРЗ РАЗВОЈОТ
НА МАЛИТЕ И СРЕДНИ ПРЕТПРИЈАТИЈА (МСП) КАКО
ЧИНТЕЛИ НА ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ
- ОСВРТ ВРЗ СЛУЧАЈОТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА -**

Кандидат:

м-р Самије Бајрами

Ментор:

проф. д-р Пеце Недановски

Скопје, 2017

АПСТРАКТ

Поаѓајќи од актуелноста и комплексноста на темата, основна цел во ова истражување ќе биде анализа на влијанието на финансиските пазари врз развојот на малите и на средните претпријатија, како и анализа на нивното влијание врз економскиот развој, со посебен акцент на Република Македонија.

Што се однесува до главната хипотеза на овој труд, таа гласи: развиените пазари позитивно влијаат врз развојот на малите и на средните претпријатија (МСП), а оттука и врз развојот на земјата, како целина (БДП), додека, пак, потхипотезите, кои се тесно поврзани со главната хипотеза и кои го потврдуваат истото, се: приходите и задолжувањето на едно претпријатие влијаат директно врз повратот на средства (ROA); бруто-додадената вредност на малите и на средните претпријатија влијае врз економскиот развој на земјата (искажан преку порастот на БДП).

Прибраните податоци преку спроведената анкета беа обработени со помош на SPSS – програмата, а со употреба на повеќекратен регресионен модел, беше утврдена зависноста меѓу анализираните појави.

Тргувајќи од резултатите од истражувањето на остварувањата на низа европски развиени и недоволно развиени земји, меѓу кои и Република Македонија, се извлече одговор на прашањето до кои финансиски извори имаат полесен пристап малите и средните претпријатија, дали МСП ги познаваат условите на пазарот на капитал и дали тие навистина можат да се идентификуваат како двигатели т.е. движечка сила на економскиот развој.

Клучни зборови: финансиски пазари, економски развој, мали и средни претпријатија (МСП), Република Македонија.

ABSTRACT

Starting from the significance and complexity of the topic, the main goal in this research is to analyze the impact of financial markets on the development of small and medium enterprises, as well as analysis of their impact on economic development, with particular emphasis on the Republic of Macedonia.

As the main hypothesis reads: developed markets positively influence the development of small and medium enterprises (SMEs) and also, the development of the country as a whole (GDP), other hypothesis that are closely related to the main hypothesis prove the same, and they are:

Revenues and borrowing directly affect the return on assets in a enterprise(ROA), gross value added of small and medium enterprises impact on the economic development of the country (expressed through GDP growth).

Collected data through the survey, were processed using the SPSS program and using multiple regression model to determine the dependence between the analyzed data.

Starting from the research results of the performance of various European developed and underdeveloped countries, including Macedonia, withdrawn answer to the question to which financial resources SMEs (small and medium enterprises) have easier access, if SME know the conditions of the capital market and whether they can really be identified as drivers say the driving force of economic development.

Key words: financial markets, economic development, small and medium enterprises (SMEs), Republic of Macedonia.

СОДРЖИНА

ВОВЕД	14
 ГЛАВА I – ТЕОРЕТСКИ ПРИСТАП КОН ИСТРАЖУВАЊЕТО НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ	
1. Функцијата на финансиските пазари во динамично бизнис опкружување.....	24
2. Ефикасноста на финансиските пазари.....	27
3. Видови финансиски пазари и нивно познавање како предуслов за успех.....	29
3.1. Пазарот на пари и неговите карактеристики.....	32
3.1.1. Видови пазари на пари	33
3.1.2. Инструменти на пазарот на пари.....	34
3.2. Пазарот на капитал и можноста за долгорочно финансирање.....	37
3.2.1. Пазарот на обврзници.....	41
3.2.1.1. Мерење на ризикот од неплаќање на обврзниците како императив на пазарот на капитал.....	44
3.2.1.2. Видови обврзници.....	45
3.2.1.3. Цени и приноси на обврзниците.....	48
3.2.2. Акцијата како резидуално побарување.....	49
3.2.2.1. Рангирање и видови акции.....	49
3.2.2.2. Неопходност за вреднување на акциите.....	51
3.2.2.3. Фактори што влијаат врз цената на акциите.....	54
3.2.2.4. Вреднување на акциите како основа за донесување одлука за вложување капитал во други деловни субјекти.....	57
3.2.2.5. Вреднување на акциите во функција на остварување поголема мобилизација на слободните парични средства.....	60
3.2.2.6. Влијанието на вреднувањето на акциите врз ефикасноста на пазарот на капитал	62
3.2.3. Берзата како место за тргување со долгорочни хартии од вредност.....	64
3.2.3.1. Котација и услови за котација на берза.....	66
4. Теорија на портфолио-избор.....	69
4.1. Детерминанти на портфолио-изборот.....	70
4.2. Предности на диверзификацијата.....	77
4.3. Ограничувања во поглед на примена на диверзификацијата.....	78
5. Проблеми во функционирањето на финансиските пазари во Република Македонија (пазарите на капитал, пари и девизи).....	79
 ГЛАВА II - ТЕОРЕТСКИ ОСНОВИ ЗА МЕСТОТО И УЛОГАТА НА МАЛИТЕ И НА СРЕДНИТЕ ПРЕТПРИЈАТИЈА	
1. Дефинирање на малите и на средните претпријатија.....	82
1.1. Предуслови за појавата и развојот на малите и на средните претпријатија.....	88

1.2. Карактеристики и фази во развојот на малите и на средните претпријатија.....	92
1.3. Анализа на предностите и недостатоците на малите и на средните претпријатија.....	97
2. Извори на финансирање на мали и на средни претпријатија и нивни карактеристики.....	101
2.1. Улогата на банките како извор на дополнителен капитал за малите и за средните претпријатија.....	106
2.2. Улогата на пазарот на капитал во мобилизирање средства преку емисија на долгорочни хартии од вредност	108
2.3. Атрактивни извори за финансирање на малите и на средните претпријатија – бизнис-ангели и ризико-капитал.....	109
2.4. Карактеристики на користењето на ризико-капиталот како извор на финансии за малите и за средните претпријатија.....	111

III ГЛАВА. МАЛИТЕ И СРЕДНИТЕ ПРЕТПРИЈАТИЈА И НИВНОТО ЗНАЧЕЊЕ ЗА ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ НА ОДБРАНИ ЕВРОПСКИ РАЗВИЕНИ И НЕРАЗВИЕНИ ЗЕМЈИ

1. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на развиените земји	117
1.1. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на Германија.....	119
1.2. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на Австрија.....	123
1.3. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на Швајцарија.....	128
2. Значењето и улогата на мали и на средни претпријатија на економскиот развој на неразвиените земји.....	130
2.1. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на Србија.....	130
2.2. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на Хрватска.....	135
2.3. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на Бугарија.....	140
2.4. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на Албанија.....	143

IV ГЛАВА. МАЛИТЕ И СРЕДНИТЕ ПРЕТПРИЈАТИЈА И НИВНОТО ЗНАЧЕЊЕ ЗА ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Организациски форми на деловните субјекти во Република Македонија.....	146
2. Анализа на економскиот развој на Република Македонија.....	153
3. Улогата на малите и на средните претпријатија во економскиот развој на Република Македонија.....	160
4. Бизнис-амбиентот и постојните политики и мерки за поддршка при основањето и функционирањето на малите и на средните претпријатија.....	168
4.1. Законска рамка за поттикнување на развојот на малите и на средните	

претпријатија	
4.2 Административни постапки и бариери во развојот на малите и на средните претпријатија.....	170
4.3 Финансиско-кредитна поддршка на малите и на средните претпријатија.....	173
4.4. Нефинансиска поддршка на развојот на малите и на средните претпријатија.....	179
4.5. Збогатување на претприемничкото знаење и јакнење на претпримничката свест и култура	184
4.6. Воведување и развој на информациските системи кај малите и кај средните претпријатија.....	185
4.7. Поефикасно управување со човечките ресурси.....	188
4.8. Оценка на бизнис-амбиентот во Република Македонија според релевантни меѓународни институции	189

V ГЛАВА. ИСТРАЖУВАЊЕ И АНАЛИЗА НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Пазар на пари и краткорочни хартии од вредност.....	194
1.1. Пазар на државни и благајнички записи.....	195
1.2. Меѓубанкарски пазар на депозити.....	198
1.3. Девизен пазар.....	202
2. Пазар на капитал.....	204
2.1. Примарен пазар на капитал.....	205
2.2. Секундарен пазар на капитал.....	209
2.2.1 Специфичности на пазарот на капитал во Република Македонија.....	220
2.2.2 Анализа на движењето на цените на акциите на македонскиот пазар на капитал	226

VI ГЛАВА. ФИНАНСИРАЊЕ НА МАЛИТЕ И НА СРЕДНИТЕ ПРЕТПРИЈАТИЈА ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА – ИСТРАЖУВАЊЕ ПО ПАТ НА АНКЕТА

1. Вовед.....	231
2. Опис и дефинирање на примерокот.....	232
3. Структурирање на анкетата со прашалник.....	233
4. Резултати и анализа на прибраните податоци.....	234
5. Опис на варијаблите.....	251
6. Специфицирање на регресиониот модел.....	253
7. Резултати од повеќекратната регресија.....	255

ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА.....257

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА.....265

ЛИСТА НА КРАТЕНКИ:

COSME - (Program for the Competitiveness of enterprises and small and medium enterprises) - Европска програма за конкурентност на мали и на средни претпријатија

ЕБИТ - Оперативна добивка

EFG (Equity Facility for Growth) - Платформа за ризичен капитал

ERP - Систем за планирање на ресурсите во претпријатие

EUROSTAT - Заводот за статистика на Европската унија

EVCA - Европска асоцијација на приватна сопственост и ризичен капитал

FIBOR (Frankfurt Interbank Offered Rate) – Каматна стапка која се нуди на меѓубанкарскиот пазар во Франкфурт

GEM - Глобален претприемачки монитор (Global Entrepreneurship Monitor)

KfW - Банка на развој на германската влада со седиште во Франкфурт

LGF (Loan Guarantee Facility) - Платформа за кредитни гаранции

NIBOR (Madrid Interbank Offered Rate) - Каматна стапка која се нуди на меѓубанкарскиот пазар во Мадрид

PHARE - Програма креирана од ЕУ за помош на реформите на земјите од Централна и Источна Европа, насочени кон пристапување во ЕУ

PIBOR (Pariz Interbank Offered Rate) – Каматна стапка која се нуди на меѓубанкарскиот пазар во Париз

ROA - Поврат од средства

SBA - Законоски акт за малиот бизнис (Small Business Act)

SLA (Service Level Agreement) - Договор за ниво на испорачана услуга

TEA - Индекс на вкупна претприемачка активност (Total Entrepreneurial Activity indeks)

АМПТ - Активни мерки на пазарот на трудот

АРР - Агенции за регионален развој

БВП – Бруто-вредност на производот

БДВ – Бруто-додадена вредност

БДП – Бруто-домашен производ

БЕСТ – Берзански електронски систем за тргување

ДДВ - Данок на додадена вредност

ДОО – Друштво со ограничена одговорност

ДООЕЛ – Друштво основано од едно лице

ЕАТ – Добивка по оданочување

ЕДУСОФТ - Професионална софтверска компанија што е специјализирана за дизајн, развој и имплементација на софтверски апликации

ЕК - Европска комисија

ЕУ - Европска Унија

ЕУРИБОР - Референтна каматна стапка на меѓубанкарскиот пазар на европски банки

ЕЦБ – Европска централна банка

ИКТ - Информатичко-комуникациска технологија

ИФАД - Кредитна линија од Италија

ЛИБОР (London Interbank Offered Rate) – Каматна стапка која се нуди на Лондонскиот меѓубанкарски пазар

ЛПК - Локални претприемачки компании

МБИ – Македонски берзански индекс

МБПР – Македонска банка за поддршка на развојот

МКДОНИА - Меѓубанкарска каматна стапка на Република Македонија

ММФ – Меѓународен монетарен фонд

МСП - Мали и средни претпријатија

НБРМ – Народна банка на Република Македонија

НЕПА (National Enterprise Promotion Agency) – Агенција за помагање на развојот на малото стопанство)

ОМБ - Индекс на обврзници

РСП - Регионална селективна помош

САД - Соединети американски држави

СЕАФ - Македонија е инвестиционен фонд основан со странски капитал.

СЕЕД - Проект на Светска банка за финансирање на еквити-капитал

СИДА - Агенција за меѓународен развој на Шведска.

СКИБОР - Референтна каматна стапка на меѓубанкарскиот пазар на големите финансиски центри

СТО - Светска трговска организација

СФРЈ - Социјалистичка Федеративна Република Југославија

ФАО - Организација за исхрана и земјоделство на Обединетите нации.

ЦЕФТА - Централноевропски договор за слободна трговија

ЦОП - Програма за интегрален развој на малите и на средните претпријатија

ШГКМ - Шема за гарантирање кредити на малите фирми.

ЛИСТА НА ШЕМИ:

Шема 1: Канали низ кои се движат финансиските средства

Шема 2: Критериуми за дефинирање на малите и на средните претпријатија

Шема 3: Извори на финансии за мали и за средни претпријатија

Шема 4: Чекори во реализирање на емпириската студија

ЛИСТА НА ГРАФИКОНИ:

Графикон 1: Локација на која се наоѓа претпријатието

Графикон 2: Кои се основните одредници при носење одлуки во врска со финансирањето?

Графикон 3: Кои се најголемите препреки?

Графикон 4: Дали сметате дека во Република Македонија постои доволно развиен финансиски пазар?

Графикон 5: До дополнителни финансиски средства доаѓате преку банкарскиот систем или преку берзата?

Графикон 6: Дали мислите дека берзата е неконкурентна во однос на банкарскиот систем?

Графикон 7: Дали мислите дека досегашен проблем на работата на Берзата претставува недоволниот материјал за тргување?

Графикон 8: Дали сметате дека треба да се развие и пазарот на корпоративни обврзници освен традиционалниот пазар на државни обврзници?

Графикон 9: Дали мислите дека пред да се инвестира во некоја хартија од вредност треба да се анализира кредитната состојба на емитерот (нејзиниот издавач)?

Графикон 10: Дали мислите дека при оценка на приносите од некоја хартија од вредност треба да се применат соодветни техники, како што е нето сегашна вредност на паричните текови?

Графикон 11: Дали сметате дека државата треба да ги стимулира претпријатијата да котираат на берзата?

Графикон 12: Дали мислите дека диверзификација на портфолиото овозможува да се минимизира ризикот при инвестирање или тргување со хартии од вредност на финансискиот пазар?

Графикон 13: Дали сметате дека надворешното долгорочно финансирање треба да има предност во однос на краткорочно финансирање?

Графикон 14: Дали сметате дека девизниот пазар, како еден од финансиските пазари функционира поорганизирано и поефикасно?

Графикон 15: Дали на девизниот пазар треба да има интервенција на државата, т.е. дали може Народната банка да влијае на девизниот пазар врз формирање на девизниот курс?

Графикон 16: Дали сметате дека значајна улога во пазарните цени на хартии од вредност имаат каматните стапки?

Графикон 17: Дали сметате дека конкуренцијата на странскиот капитал позитивно влијае врз намалување на каматните стапки?

Графикон 18: Дали сметате дека развиените и функционални финансиски пазари влијаат врз развојот на мали и на средни претпријатија (SME) и оттука врз развојот на земјата како целина?

ЛИСТА НА ТАБЕЛИ:

- Табела 1:** Преференциите на финансиските институции при вложување во обврзници;
- Табела 2:** Болтонови дефиниции на малите фирми;
- Табела 3:** Дефиниции на ЕК за мали фирми според бројот на вработени;
- Табела 4:** Класификација на компаниите според бројот на вработени во одделни земји;
- Табела 5:** Карактеристики на претпријатијата во одделните фази на развој;
- Табела 6:** Број на претпријатија, вработувања и бруто-додадена вредност во ЕУ-27, по големина на претпријатија во 2012 година;
- Табела 7:** Број на претпријатија, вработени и бруто-додадена вредност според големина на претпријатија во Германија, во 2013 година;
- Табела 8:** Преглед на малите и на средните претпријатија во Австрија, во 2012 година;
- Табела 9:** Претпријатија во Австрија според бројот на вработени, во 2012 година (со исклучок на земјоделството и шумарството и личните услуги);
- Табела 10:** Учеството на МСП во австриската економија според сектори, во 2012 година (со исклучок на земјоделството и шумарството, личните услуги и придружните друштва);
- Табела 11:** Број на претпријатија во Швајцарија по големина и според број на вработени, во 2012 година;
- Табела 12:** Претпријатија во Швајцарија по сектори, во %, за 2012 година;
- Табела 13:** Број на вработени по претпријатија и по сектори, во %, за 2012 година;
- Табела 14:** Број на претпријатија, вработени, промет, бруто-додадена вредност (БДВ), извоз, увоз, инвестиции, според големина на претпријатија во Србија, во 2011-2012 година;
- Табела 15:** Индикатори за секторот на МСП во Србија (2012 год.)
- Табела 16:** Индикатори за малите и за средните претпријатија во Србија, по сектори, за 2012 година;
- Табела 17:** Број на претпријатија во Хрватска, по големина, во 2001, 2011, 2012, 2013 и 2014 година;
- Табела 18:** Вкупниот приход, вработеноста и извозот според големина на претпријатијата во Хрватска, во 2011 и 2012 година;
- Табела 19:** Структурата на вработеноста во Хрватска во однос на големината на компанијата во 2001, 2011 и 2012 година;
- Табела 20:** Број и структура на вработеноста во малите претпријатија во Хрватска, за периодот 2008-2012 година;
- Табела 21:** Број и структура на вработеноста во средните претпријатија во Хрватска за периодот 2008-2012 година;

- Табела 22:** Активни деловни субјекти во Албанија според големина, од 2006 до 2013 година;
- Табела 23:** Претпријатија, вработени, нето-продажба, инвестиции - според големина на претпријатија во Албанија, за 2013 година;
- Табела 24:** Класификација на деловните субјекти во Република Македонија;
- Табела 25:** Активни деловни субјекти во Р Македонија по големина на претпријатија, од 2009 до 2013 година;
- Табела 26:** Активни деловни субјекти според сектори на дејност и број на вработени во 2013 година, во Република Македонија;
- Табела 27:** Градови со над 1000 мали и средни претпријатија во Р Македонија;
- Табела 28:** Бруто домашен производ од 2000 до 2014 година во Република Македонија, главните индекси на берзите од регионот, по години;
- Табела 29:** Основни економски показатели за Република Македонија, 2003-2015;
- Табела 30:** Покриеност на увозот со извоз во Република Македонија од 2000 до 2010 година;
- Табела 31:** Бруто-додадена вредност во РМ, вид на деловни субјекти, за периодот 2003-2008;
- Табела 32:** Бруто-додадена вредност во РМ по големина на претпријатија и според бројот на вработени од 2010 до 2013 година;
- Табела 33:** Бруто-додадена вредност во РМ по вид на претпријатија по сектори, во 2013 година;
- Табела 34:** Број на вработени во РМ по сектори на економска активност, за 2013 година;
- Табела 35:** Трошоци поврзани со регистрација на претпријатие во Македонија;
- Табела 36:** Кредитни линии на МБПР креирани од сопствени средства, во 2013 година;
- Табела 37:** Кредитна линија за финансирање микро, мали и средни претпријатија од KfW (КМБ 1) за 2012 и 2013 година;
- Табела 38:** Кредитна линија за финансирање микро, мали и средни претпријатија од KfW (КМБ 2) за 2012 и 2013 година;
- Табела 39 :** Кредитна линија за финансирање микро, мали и средни претпријатија од KfW (КМБ 3) за 2012 и 2013 година;
- Табела 40:** Рангирање на Р Македонија според извештајот Doing Business, од 2006 до 2012 година;
- Табела 41:** Компаративна анализа на условите за водење бизнис во Р Македонија од 2011 до 2015 година;
- Табела 42:** Структура на државни записи во РМ (по рачност и валута), во милиони денари (износ) и во проценти (структура), за 2012 и 2013 година;
- Табела 43:** Структура на државни записи во РМ (по рачност и валута), во милиони денари (износ) и во проценти (структура), за 2012 и 2013 година
- Табела 44:** Коефициенти на поврзаност на движењата на МБИ-10 со движењата

на главните индекси на берзите од регионот по години;

Табела 45: Структура на остварени емисии на долгорочни хартии од вредност во РМ, во милиони денари од 2011 до 2013 година;

Табела 46: Котација на официјалниот пазар на сопственички хартии од вредност (акции) на Берзата на Република Македонија;

Табела 47: Вкупен промет на Македонската берза, од основањето до 2015 година;

Табела 48: Структура на МБИ-10;

Табела 49: Трговани хартии од вредност во МБИ-10 во 2014 година;

Табела 50: Тргување на странците на 2/3.4.2008 година на Македонска берза, во денари;

Табела 51: Локација каде се наоѓа претпријатије.

ВОВЕД

Економскиот развој е процес што се одвива под влијание на објективни економски законитости и принципи, кои дејствуваат независно од волјата на луѓето. Всушност, се работи за многу сложен процес кој се одвива со различен интензитет во време и простор, во зависност од дејството на факторите што го условуваат.

Во економската наука големо внимание им се посветува на факторите од кои зависи развојот на економијата во една земја. Кога се зборува за факторите што го овозможуваат економскиот развој на една земја или на едно помало подрачје, вообичаено се мисли на природните услови, т.е. на природните богатства врз кои би можел да се базира развојот на стопанството. Ваквото мислење е многу лаичко бидејќи не ги зема предвид другите многубројни фактори. Навистина природните богатства се значајни, но во современи услови постојат уште многу други фактори што може да се сметаат дури и за поважни.

Искуството покажува дека големо влијание врз економскиот развој имаат факторите од општествено-политичка природа и капиталот. Капиталот се вбројува меѓу најзначајните фактори за економскиот развој, особено во неразвиените земји и во земјите во развој, каде што недостигот на капитал е многу голем проблем за развојот.

Во глобални рамки, финансискиот систем и економскиот раст претставуваат предмет на истражување на многу студии: од чиста теоретска анализа на каналите преку кои што таа се остварува, до емпириски студии за поширок круг земји. Главно, емпириските докази укажуваат на позитивна врска помеѓу финансискиот развој и економскиот раст. Некои студии дури истакнуваат дека финансискиот развој добро ги предвидува идните стапки на економски раст. Панел - студиите, студиите на одделни земји, како и анализите на ниво на сектори и фирми документираат периоди во коишто финансискиот развој клучно влијаел врз брзината и текот на економскиот развој. Сепак, се чини дека студија од ваков тип, досега не е изработена во Македонија.

Република Македонија како земја во развој има голема потреба од капитал, особено ако се има предвид малата домашна заштеда, но и фактот дека

воведувањето и примената на иновации, како и трансферот на техника и технологија од поразвиените земји бараат многу финансиски средства. Како што е познато, основниот извор на инвестициони средства за натамошниот економски развој се наоѓа во заштедите од бруто-домашниот производ (БДП). Колку е поголем БДП, толку се поголеми можностите за заштеда кај фирмите и кај населението. Во овој контекст, од посебна важност е ефикасноста на механизмите за трансформирање на заштедите во инвестиции или во капитал што ќе се ангажира во економскиот развој. Се знае дека во Република Македонија, пред крајот на 2001 година, кога еврото постепено ги заменуваše повеќето европски валути, се востанови дека населението имаше заштеди од преку една милијарда германски марки, кои поради недовербата на граѓаните во банкарскиот систем, не биле внесени во банкарските канали и затоа не биле активирани како инвестиции во економскиот развој.

Во економската теорија одамна е утврдено дека сопствената акумулација односно сопствената заштеда е главен извор на инвестициони средства за економскиот развој под претпоставка дека ќе бидат активирани на ефикасен начин. Анализирајќи ги земјите во развој, познатиот норвешки економист Рагнар Нуркс одамна има речено дека „капиталот се прави дома“. Секако, постои и друг дополнителен извор на инвестиции. Тоа се инвестициите што можат да дојдат од странство, односно странски капитал во вид на државни заеми и банкарски кредити, или, пак, заеднички вложувања на домашни и на странски фирми. Користењето странски средства е објективна потреба не само како преодна фаза туку и како континуиран феномен што продолжува и во највисокиот степен на развиеност, кога земјата се јавува истовремено како увозник и извозник на капитал.

Во Република Македонија се јавува хроничен недостиг на капитал, како поради ниската домашна заштеда, така и поради недоволниот прилив на странски капитал. Поради долгорочиот недостиг на капитал не може да се вработи целото работоспособно население и да се искористат природните ресурси. Всушност, кога во светот се случува многу динамичен технолошки прогрес, стопанството на Република Македонија се судрува со недостиг на сопствен капитал за развој при што, подолг временски период голем број претпријатија работат со загуба и не се во состојба да издвојат средства за заштеда и за инвестиции. Во ваква ситуација на недостиг на капитал, објективна е потребата од користење странски

средства во вид на заеми и кредити од меѓународните финансиски институции, банки и странски земји, но и како заеднички вложувања на домашни и на странски фирми. Посебно се значајни средствата добиени од меѓународните финансиски институции, како што се Светската банка и Меѓународниот монетарен фонд.

Претпријатијата и државата полесно ќе дојдат до финансиски средства или финансиски капитал само доколку ефикасно функционираат финансиските пазари во земјата или, пак, меѓународните пазари на капитал. Од одлуките кои ги носат менаџерите за финансиското работење и од настапот на финансискиот пазар, во голема мера зависи растот и развојот во иднина. Така, денес сме сведоци на голем број банкротии на корпорации, банки и на други финансиски институции, пред сè, како резултат на неадекватни одлуки во областа на финансирањето и на непочитување на финансиските принципи, правила и норми. За да не дојде до тоа, неопходни се темелни познавања на проблематиката на финансирање, инвестирање, тргување со хартии од вредност, котирање на берзата, итн. Така, теоретско-методолошкото познавање на процесот на водење рационална деловна политика на финансирање претставува перманентен процес кој постојано треба да се потврдува во практиката и да биде во функција на постојан раст и развој на компаниите.

Доброто функционирање на финансиските пазари е клучен фактор за продуцирање висок економски раст, а лошите перформанси на финансиските пазари се една од причините зошто многу земји во светот остануваат очајно сиромашни. Функционирањето на финансискиот пазар е тесно поврзано со понудата и побарувачката на финансиски средства, односно со интеракцијата меѓу економски суфицитарните и дефицитарните субјекти. Притоа, економски суфицитарните субјекти треба да бидат подготвени да им позајмат дел од својот капитал на економски дефицитарните субјекти, со ветување дека истиот ќе го вратат по определен период, со однапред утврден надоместок, во облик на камата, како цена за употребата на капиталот. Во развиените пазарни економии каналзирањето на средствата од инвеститорите до субјектите коишто имаат потреба од средства за остварување на проектите се врши на многу лесен и брз начин. Современите услови на работење што се карактеризираат со динамични и структурни промени, со развој на модерни технологии, интернационализација на бизнисите, растечка глобална конкуренција, фрагментираност на пазарот и со раст

на несигурноста ја наметнаа потребата од поголемо запознавање на финансиските пазари. Од друга страна, наведените карактеристики на современите услови на работење ја наметнаа потребата од развој на еден релативно нов и динамичен сектор, т.е. секторот на мали и на средни претпријатија (МСП). Всушност, самите процеси на глобализација иницираат амбиент што радикално се менува и притоа светот станува еден голем пазар каде што националните, регионалните и локалните пазари губат од традиционалното значење.

Во осумдесеттите години од минатиот век настанаа турболентни промени во функционирањето на одделните економски системи и национални економии поради напуштање на социјалистичкиот систем и поставување темели на едно постабилно демократско општество (капитализам). Кризата што ги зафати финансиските пазари, проследена со високите каматни стапки, уште повеќе ја наметна појавата на малите и на средните претпријатија и нивното значење за целата економија заради нивната финансиска структура. Во тој период, најпрвин во САД е поттикнато институционално опкружување што поволно се рефлектира врз експанзијата на овие претпријатија, а таквите услови доживуваат експанзија и во останатите земји, при што започнува фокусирање врз претприемачките активности. Токму поради тоа, овој период ќе остане запаметен поради силниот ефект на претприемачка иницијатива, а економската наука оттогаш сè повеќе укажува на значењето на малите и на средните претпријатија, како носители на реструктурирањето на националните економии, благодарение на нивната виталност, што е генератор на нови вработувања и мобилизатор на сите фактори на производство.

Имајќи го предвид сето ова, истражувачкиот фокус на дисертацијата е насочен кон проучување на финансиските пазари како извори на финансирање на малите и на средните претпријатија, со посебен осврт на нивната улога во реализирање на економските активности и во придонесот за економскиот развој. Оттука е детерминиран и предметот на истражување – пристапот на малите и на средните претпријатија на финансикиот пазар, како извор на финансирање и нивната улога во економскиот развој, со посебен акцент на состојбите и тенденциите во современите пазарни економии, односно во Република Македонија. Потребата од истражување на теоретскиот и прагматичниот третман на малите и на средните претпријатија е генерирана од следниве сознанија:

- финансиските пазари во последно време заземаат централно место во дискусиите за постигнување определени цели;
- ризикот и неизвесноста во услови на глобална конкуренција ја имплицираат потребата од добро познавање и анализирање на финансиските пазари;
- структурните промени и сè поголемата неизвесност ја наметнуваат потребата од развој на флексибилни и иновациски субјекти како што се малите и средните претпријатија;
- денес, малите и средните претпријатија се доминантен и многу витален сектор во развиените, па и во неразвиените земји или на земјите во развој;
- како такви, малите и средните претпријатија со своите економски активности се движечка сила на економскиот развој.

Тргувајќи од актуелноста и од комплексноста на овие прашања, основна цел во ова истражување ќе биде анализа на влијанието на финансиските пазари врз развојот на малите и на средните претпријатија, како и анализа на нивното влијание врз економскиот развој, со посебен акцент на Република Македонија.

Што се однесува на главната хипотеза **H0**, таа гласи: развиените пазари позитивно влијат врз развојот на малите и на средните претпријатија (МСП) и оттука врз развојот на земјата како целина (БДП). А потхипотезите, кои се тесно поврзани со главната хипотеза и кои, исто така, ја потврдуваат, се:

H1 - Приходите и задолжувањето на едно претпријатие влијаат директно врз повратот на средства (ROA),

H2 – Бруто-додадената вредност на малите и на средните претпријатија влијае врз економскиот развој на земјата (искажан преку порастот на БДП).

Темата што е предмет на истражување е современа проблематика, со несомнена актуелност и атрактивност во светски рамки, но таа сè поинтензивно се наметнува како реалност и во Република Македонија. Истражуваната проблематика во докторската дисертација ќе биде обработена во шест посебни делови, што се меѓусебно логично поврзани и сочинуваат кохерентна целина. Покрај овие шест делови, во композицијата на дисертацијата се инкорпорирани

вовед и заклучни согледувања, како посебни сегменти.

Во *првиот дел*, насловен како: *Теоретски пристап кон истражувањето на финансиските пазари и влијанието врз развојот на малите и на средните претпријатија*, посебен акцент ќе биде ставен врз анализа на теоретската основа на финансиските пазари кои овозможуваат трансфер на средства од луѓе на кои им недостасува шанса за продуктивни инвестиции до луѓе кои ги имаат тие прилики (Mishkin). Од дефиницијата се подразбира дека финансиските пазари се набљудуваат како канали низ кои континуирано се движат финансиски средства, при што доаѓа до нивно повлекување од страна на побарувачката. Функционирањето на финансискиот пазар е тесно поврзано со понудата и побарувачката на финансиски средства, односно со интеракцијата меѓу економски суфицитарните и дефицитарните субјекти. Притоа, економски суфицитарните субјекти треба да бидат подготвени да им отстапат дел од својот капитал на економски дефицитарните субјекти, со ветување дека истиот ќе го вратат по определен период, со однапред утврден надоместок во облик на камата, како цена за употреба на капиталот. Во развиените пазарни економии канализирањето на средствата од инвеститорите до субјектите коишто имаат потреба од средства за остварување на проектите се врши на многу лесен и брз начин, бидејќи развиеноста на финансиските пазари е на повисоко ниво во однос на степенот на развиеност на финансиските пазари во Република Македонија. Во овој дел ќе се обрне посебно внимание на главните функции што ги врши финансискиот пазар, продолжувајќи со посебен осврт на ефикасноста на пазарите, имплементација на процесот на вреднување на пазарот на капитал, со што инвеститорите и инвестиционите аналитичари при донесување одлуки за продавање или купување акции вршат нивно вреднување, при што главна цел е да се идентификуваат акциите кои се потценети за да се купат и преценетите акции за да се продадат. На крај, вниманието ќе се задржи на теоријата на портфолио - изборот, која се обидува да најде одговори околу вложувањето на средствата во портфолиото и предвидува како еден економски субјект ќе ги распредели своите заштеди помеѓу алтернативните инвестиции. Врз онова на оваа теорија, претпријатието не би требало сите јајца да ги стави во една кошница, туку да настојува да го минимизира ризикот, така што ќе ги распредели своите инвестиции во повеќе проекти (Drury).

Во *вториот дел* посебно внимание ќе се посвети на малите и на средните

претпријатија (МСП) кои се карактеризират со едноставна организациска структура, поголема централизација во одлучувањето, поголема флексибилност, краткорочна ориентација во работењето, поефикасна координација во работењето и сл. Врз основа на ваквите карактеристики, тие многу побргу можат да се приспособат на современите предизвици во стопанисувањето, во споредба со големите компании. Токму поради тоа, денес, во стручната литература сè почесто се објаснува улогата и значењето на МСП во развојот на националната економија, односно нивните ефекти врз економскиот развој и врз подобрувањето на животниот стандард и благосостојбата на населението, преку зголемување на бројот на работни места, зголемување на конкуренцијата, поттикнување иновации, зголемување на производството, и сл.

Финансирањето на малите и на средните претпријатија е поспецифично и има посебни одлики во споредба со финансирањето на големите претпријатија и бизниси, при што главната причина за тоа доаѓа од степенот на ризик кој обично се поврзува со малите и средните претпријатија. Оттука, при крајот на вториот дел вниманието ќе се задржи на овој специфичен момент, со објаснување дека многу претприемачи и МСП автоматски се исклучени од некои извори на финансирање, како што е Берзата и се соочуваат со тешкотии во прибирањето одредени видови финансии, како што се долгорочните заеми. Како што беше потенцирано, тоа е резултат на повисокиот ризик кој е поврзан со претпријатијата кои имаат мала актива во форма на акционерски капитал.

Надоврзувајќи се на случувањата во низа развиени земји и земји во развој, целта на истражување во *треттиот дел* ќе биде анализа на значењето и улогата на малите и на средните претпријатија во економскиот развој на развиените земји и на земјите во развој, земајќи ги предвид емпириските анализи дека малите и средните претпријатија имаат круцијална улога во развојот на секоја национална економија, пред сè поради нивниот придонес во подобрување на распределбата на доходот, во креирањето работни места, редуцирањето на сиромаштијата, зголемувањето на производството и раст на извозот. Резултатите покажуваат дека оваа појава е присутна не само во развиените земји туку и во земјите во развој.

Четвртиот дел ќе ѝ биде посветен на Република Македонија, и тоа почнувајќи од организациските форми на деловните субјекти во Република Македонија, бидејќи економските активности во националната економија се

реализираат преку деловните субјекти, т.е. бизнис-активностите се формализираат преку отворање соодветни деловни субјекти. Посебен сегмент од анализата во овој дел ќе се насочи кон економскиот развој на Република Македонија и улогата на малите и на средните претпријатија во создавање на бруто-домашниот производ, не занемарувајќи го бизнис-амбиентот и постојните политики и мерки за поддршка при основањето и функционирањето на малите и на средните претпријатија од страна на самата држава.

Петтиот дел се надоврзува на истражувањата на степенот на развиеност на финансиските пазари во Република Македонија, и тоа на пазарот на пари, како пазар на нискоризични, високоликвидни, кусорочни финансиски побарувања, и на пазарот на капитал, како механизам за мобилизација на долгорочни финансиски средства. Во Република Македонија се јавува хроничен недостиг на капитал и се чини дека поради ваквиот долгорочен недостиг на капитал не може да се вработи целото работоспособно население и да се искористат природните ресурси. Фактички, кога во светот се случува многу динамичен технолошки прогрес, стопанството во Република Македонија се судрува со недостиг на сопствен капитал за развој и повеќе години голем број претпријатија работат со загуба и не се во состојба да издвојат средства за заштеда и за инвестиции. Во ваква ситуација на недостиг на капитал, објективна е потребата за развивање, организирање и добро функционирање на финансиските пазари, кои, на тој начин, би овозможиле ефикасно алоцирање на слободните финансиски средства до економските субјекти што имаат потреба од нив. На овој начин, претпријатијата, па и државата полесно ќе дојдат до финансиски средства или финансиски капитал, само доколку соодветно функционираат финансиските пазари во самата земја, или, пак, меѓународните пазари на капитал.

Шесттиот дел се состои од истражувања на секторот на мали и на средни претпријатија во Република Македонија, преку анкета, со користење на соодветно подготвен прашалник за таа намена. Најпрвин е дефиниран истражувачкиот примерок, бидејќи истражувањето врз определен примерок ќе даде доверливи резултати само доколку тој е коректно дефиниран. Прашалникот е дизајниран согласно поставките во релевантната литература. Прашањата се формулирани многу внимателно, со цел да бидат јасни и да се стимулира соработка од страна на испитаниците (менаџерите не претпријатијата опфатени со анкетата) за да дадат релевантни и прецизни одговори. На изготвувањето на прашалникот му беше

посветено посебно внимание, со оглед на тоа што се работи за комплексна и одговорна задача, бидејќи поентата е да се допре до психологијата на менаџерот - испитаник. Всушност, изготвувањето на прашалникот е многу значајна фаза во истражувачката работа, ако се знае дека резултатите ќе бидат релевантни толку колку што се добри поставените прашања. Примарните податоци прибрани преку анкета беа обработени преку SPSS - програмата и добиените резултати помогнаа за подетално објаснување на истражуваната материја. Описот на варијаблите зазема централно место во овој дел, од каде следува спецификација и анализа на резултатите на регресиониот модел, како статистички метод за потврдување или за отфрлање на поставените хипотези.

На крајот, во *Заклучниот дел*, тргнувајќи од резултатите од истражувањето на остварувањата на низа европски развиени и недоволно развиени земји, меѓу кои и Република Македонија, се извлекува одговор на прашањето до кои финансиски извори имаат полесен пристап малите и средните претпријатија, дали МСП ги познаваат условите на пазарот на капитал и дали тие навистина можат да се идентификуват како двигатели, т.е. движечка сила на економскиот развој.

За реализирање на поставената цел се употребени методи што се карактеристични за општествените науки: методите на индукција и дедукција, анализа и синтеза, компарација и набљудување, како и спроведување анкета за прибирање примарни податоци. Теоретската елаборација и анализа направена во оваа докторска дисертација е поткрепена и со најновите сознанија од современата домашна и странска литература од областа на финансиските пазари и претприемништвото, како и со статистички податоци, објавени во одделни статистички публикации во земјата и во странство.

Со користење на методите на индукција и дедукција се добија сознанија за состојбите, односите и динамиката на промените што ја детерминираат проблематиката што е предмет на истражување, а, од друга страна, неизбежно е и користењето на дедукцискиот метод, бидејќи со негова помош се откриваат составните компоненти на појавата и на предметите, а потоа се утврдуваат и квантитативните односи меѓу нив и нивното дејство врз целината. Методот на компарација има најголема апликација при согледување на различните извори за финансирање на малите и на средните претпријатија. Податоците прибрани преку спроведената анкета беа обработени со помош на SPSS-програмата, а со

употреба на повеќекратен регресионен модел, беше тестирана поставената хипотеза и беше утврдена зависноста меѓу анализираните појави.

ГЛАВА I – ТЕОРЕТСКИ ПРИСТАП КОН ИСТРАЖУВАЊЕТО НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ

1. Функцијата на финансиските пазари во динамично бизнис-опкружување

Постојат две главни функции на финансиските пазари. Првата е тргување со финансиските побарувања помеѓу економските агенти кои имаат различни временски потреби за потрошувачка. „Некои економски агенти сакаат да ги трансферираат средствата со кои сега располагаат во иднина (поради што на пример ги орочуваат своите средства во некоја банка на една година), додека на други им е потребно да трошат над износот на финансиските ресурси кои ги поседуваат (поради што тие земаат кредити од истата или некоја друга банка).“ (Петковски, 2009, стр. 24). Финансиските пазари го олеснуваат таквото тргување и овозможуваат поврзување на сегашноста со иднината и практично се овозможува движење на куповната сила низ времето. „Ако не постоеше оваа функција, некои деловни субјекти можеби би презеле помалку атрактивни вложувања, а други, пак, би одложувале или откажувале многу перспективни можности за вложување“ (James & Horn, 2008, p. 19).

Претходното може пластично да се појасни со помош на следните фиктивни примери: компанијата „X“ која се занимава со производство на електрична енергија предвидува зголемување на побарувачката на електрична енергија. Затоа компанијата планира да ги прошири своите капацитети за производство на електрична енергија преку изградба на нова електрична централа. Во моментот компанијата не располага со доволни финансиски средства кои треба да бидат значителни за таква изградба. Компанијата може да ги обезбеди потребните средства на финансиските пазари. Од друга страна, да претпоставиме дека компанијата „Y“, која во своја сопственост има продажен салон со бела техника, носи одлука да отвори нов салон, со нови производи. Веднаш се поставува прашањето, каде можат да се обезбедат пари за отварање на новиот салон? Во исто време, компанијата „Z“ има приходи поголеми од нејзините тековни расходи, односно има расположиви средства за инвестирање. Оттука, „дуѓето и компаниите што сакаат да зајмат пари или што имаат

неангажирани средства и кои сакаат да инвестират, се среќаваат на финансиски пазари “ (Шукаров и Ивановски, 2005, стр. 25).

Кога велíme пазари, зборуваме во множина заради фактот што постојат различни видови пазари кои функционираат со различни видови инструменти, во однос на нивниот рок на достасување и со различни средства, а различните пазари опфаќаат различни видови купувачи. Една здрава национална економија зависи од ефикасноста на трансферите на финансиските фондови од луѓето кои се нето-штедачи на фирмите и поединците на кои им се потребни вакви фондови. Едноставно, без успешен трансфер на средства, економијата не може да функционира. Претходната компанија „X“ не може да го зголеми својот капитал, неопходен за изградба на централа, што значи дека граѓаните нема да имаат доволно струја, компанијата „У“ нема да може да го прошири или збогати асортиманот на своите продавници со бела техника, а исто и компанијата „Z“ која располага со вишок од финансиски средства, нема да има добра алтернатива каде да ги инвестира. Како заклучок, може да се потенцира дека поради неефикасен трансфер на финансиските средства, животниот стандард на населението ќе биде на пониско ниво.

Втората функција која ја извршуваат овие пазари е да обезбедат ликвидност за размена на финансиските побарувања, кои се создадени да ја трансферираат куповната сила низ времето. Ова дозволува да се тргува со финансиски инструменти помеѓу агентите кои сакаат да ги купуваат и продаваат, пред нивното доспевање. Кога се купуваат хартии од вредност, многу е битно дали во иднина ќе можеме да ги продадеме бргу и по добра цена, така што ќе бидеме во состојба да ги вратиме нашите заштеди, или да купиме други хартии од вредност.

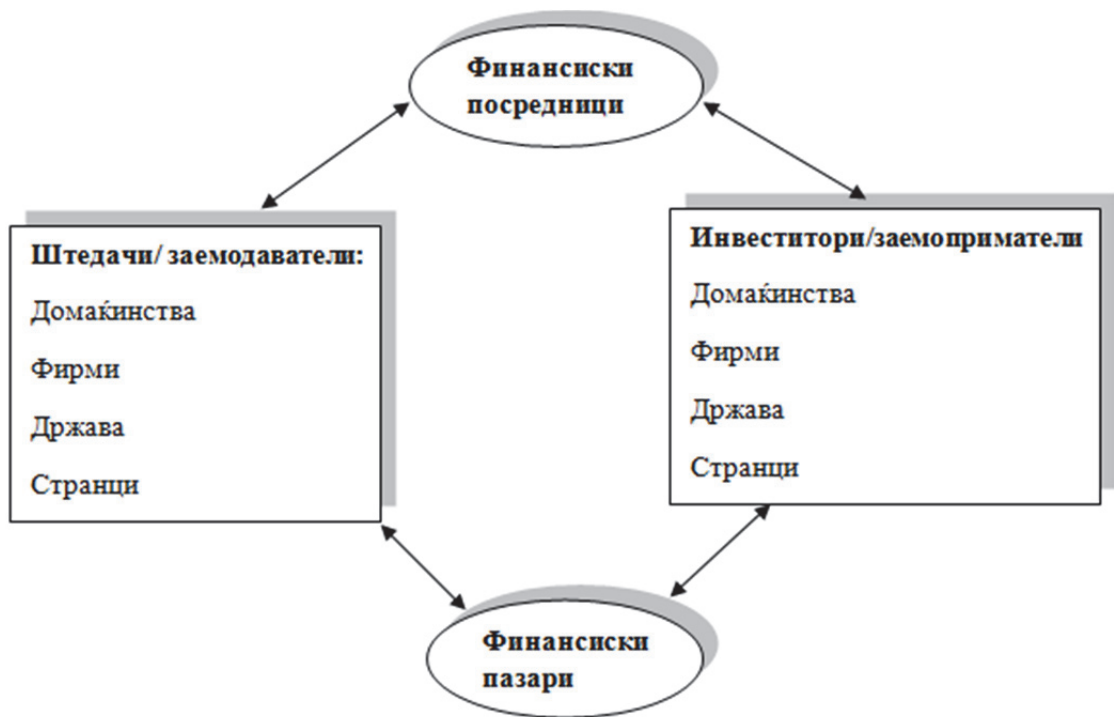
Зошто за националната економија е толку важна ориентацијата на средства од штедачи кон потрошувачи? Одговорот лежи во самиот факт дека луѓето штедачи во повеќе случаи не се претприемачи, всушност, не ги познаваат профитабилните шанси или можности што им стојат на располагање. За ова може да се размислува на индивидуално ниво. Да претпоставиме дека имаме заштедено 1000 долари, но немаме прилика за нивен пласман бидејќи не постојат финансиски пазари. Во ваква ситуација сме принудени парите да ги држиме дома, без да имаме приходи од камата. Во меѓувреме, еден непознат човек знае да ги

користи парите на продуктивен начин. Тој ќе позајми средства со кои ќе го скрати времето за изградба на куќа. Ова ја зголемува неговата благосостојба за 200 долари годишно. Доколку претходно се сретнавме со тој човек, ќе можевме да му го понудиме нашиот износ од 1000 долари како позајмица, со евентуална камата од 100 долари на годишно ниво. На овој начин двете страни ќе реализираат позитивен резултат: ние ќе добиевме 100 долари годишно, како камата, додека непознатиот човек ќе реализираше пораст на благосостојбата од 100 долари годишно (200 \$ годишно минус, 100 \$ каматни трошоци што треба да ги плати за нашите средства) (Frederic & Tanley, 2009). Ако не постоеја финансиските пазари, можеби никогаш не ќе се сретнавме со тој непознат човек. Без финансиски пазари многу тешко е да се трансферираат средствата од лице кое не гледа шанси за инвестиции до лице кое ги има таквите шанси. Двете лица се во „статус кво“ и за двете лица е полошо ако не функционираат пазарите. Затоа финансиските пазари се многу значајни за подигање на нивото на економска ефикасност. Сето ова произлегува од самата дефиниција дека финансиските пазари овозможуваат трансфер на средства од луѓе на кои им недостасува шанса за продуктивни инвестиции до луѓе што ги имаат тие прилики (Mishkin, 2009).

Во речиси сите земји, независно од степенот на нивна економска развиеност, главни дефицитни економски субјекти се нефинансиските фирми на кои им се потребни големи финансиски средства заради инвестиции во нивни залихи на готови или недовршени производи, како и во капитална опрема, неопходна за нивното производство. Исто така, без исклучок, насекаде во светот главен извор на штедење е секторот на домаќинства кои штедат од различни причини. Државата, пак, најчесто се наоѓа во дефицитните економски субјекти, со оглед на тоа дека даночните приходи во многу случаи се недоволни да ги покријат државните расходи. Се разбира дека во овие нефинансиски сектори не се наоѓаат само суфицитни ниту само дефицитни економски субјекти.

Во продолжение, преку шема бр. 1. е прикажано како се движат средствата од суфицитните кон дефицитните економски ентитети на директен начин, преку финансиските пазари и индиректно, преку финансиските посредници.

Шема 1: Канали низ кои се движат финансиските средства



Извор: Петковски, М., 2009: „Финансиски пазари институции“, Економски факултет – Скопје

2. Ефикасноста на финансиските пазари

Кога сме кај структурата и однесувањето на финансиските пазари, особено на пазарот на капитал, треба да се спомене ефикасноста како нивна главна карактеристика која е неопходна за успешно функционирање. Економската наука тврди дека финансиските пазари помагаат да се зголеми економската ефикасност на повеќе начини. Постојат три различни аспекти на ефикасноста на финансиските пазари, кои ќе бидат објаснети во продолжение:

- *Алокативна ефикасност* - состојба во која финансиските ресурси одат кај оние поединци, фирми и организации кои имаат најдобри инвестициони можности. „Под алокативна ефикасност подразбираме трансфер на финансиски средства од економски агенти што поседуваат заштеди и одредена акумулација кон агенти што имаат потреби и бараат дополнителни финансиски средства за финансирање во инвестициони проекти и потрошувачки предвидувања.“ (Fadil, 1998, p. 107). Генерално, алокативната ефикасност значи дека фирмите инвестираат во проекти кои нудат највисоки стапки на принос, додека домаќинствата инвестираат во

финансиски инструменти кои даваат највисоки приноси за определено ниво на ризик. Постигнувањето алокативна ефикасност зависи од другите два вида ефикасност на финансиските пазари ценовната и оперативната ефикасност.

- *Информациона (ценовна) ефикасност*. Се поставува прашањето како ценовната ефикасност влијае на алокативна ефикасност? „Во еден информационо ефикасен пазар, цените на хартиите од вредност се најдобри индикатори за нивната релативна вредност, бидејќи пазарните цени ги рефлектираат сите релевантни информации за хартиите од вредност.“ (Петковски, 2009, стр. 28). Ценовната ефикасност претпоставува пазар каде што цените постојано ги рефлектираат сите расположливи информации што се битни за вреднување на финансиските инструменти. Ова значи дека инвеститорите веднаш го приспособуваат своето однесување кога се појавува некоја нова информација и бргу ја вградуваат информацијата во цената.
- Од друга страна, *оперативната ефикасност* постои кога трошоците на финансиските трансакции се колку што е можно пониски, имајќи ги предвид трошоците поврзани со давањето трансакциони услуги на финансиските инвеститори (брокерски и дилерски). Купувачите и продавачите на еден финансиски инструмент се спојуваат преку брокерите, кои се постојано во потрага по информации, наплатувајќи провизија за нивните услуги. За разлика од нив, дилерите во нивна сопственост држат определен број хартии од вредност и заработуваат на разликата помеѓу цената по која ги продаваат и цената по која ги купуваат хартиите од вредност. На пример, ако трансакционите трошоци се високи, ќе се вршат помалку финансиски трансакции, што значи дека определен број инаку вредни инвестициони проекти ќе отпаднат. Како резултат на ова ќе се намали алокативната ефикасност на финансиските пазари и со тоа ќе се попречуваат фирмите да инвестираат во сите пожелни проекти. Ова подразбира дека изгубените инвестициони можности ќе значат помалку работни места и забавување на економскиот раст.

3. Видови финансиски пазари и нивно познавање како предуслов за успех

Финансиските пазари се набљудуваат како канали низ кои континуирано се движат финансиски средства, при што доаѓа до нивно повлекување на страна на побарувачката. Според природата на финансиските побарувања, финансиските пазари се класифицираат на: должнички пазари (debt markets) и пазари на акции (equity markets). Во случај кога компанијата има потреба за финансиски средства, на пример, кога предвидува да ја зголеми продажбата, има потреба од надворешно финансирање и тогаш финансискиот менаџер пред себе има две алтернативи, да земе банкарски заем или да емитира обврзници (bonds). Кога ќе се одлучи да земе банкарски заем, тогаш компанијата како заемопримач договорно се обврзува на сопственикот на инструментот да му плаќа фиксни парични износи во регуларни временски интервали (вообичаено, месечно, полугодишно или годишно), на име на главница и камата. Кредитирањето е екстерен извор за финансирање на активностите на секој вид претпријатија и слободно може да се каже дека традиционално е најзастапено како екстерен извор, но истовремено е проследено со високи трошоци. Всушност, кредитирањето е однос меѓу два или повеќе партнери кои му отстапуваат еден дел од средствата на друг партнер, под определени услови и во определено време. За да се користи кредитирање како извор за финансирање, треба да бидат исполнети следниве три битни елементи:

- Преотстапување определени средства на користење под определени услови;
- Обврска дека добиените средства ќе бидат вратени со договорениот надоместок - камата;
- Доверба дека преостанатите средства ќе бидат вратени.

Во земјите каде е развиен пазарот на капитал, вообичаен извор за стекнување капитал е емисијата на долгорочни хартии од вредност. Преку емисијата на хартии од вредност претпријатијата се стекнуваат со сопствен или позајмен капитал, зависно од видовите хартии од вредност. Доколку доминираат акциите, тогаш претпријатијата се стекнуваат со сопствен капитал, а ако доминираат обврзниците, тогаш структурата на капиталот се поместува во корист

на позајмениот капитал. Се поставува прашањето, од што зависи одлуката на претпријатијата да се стекнат со капитал од акциите или позајмен капитал. Постојат многу разновидни причини:

- одржување оптимална рамнотежа меѓу сопствениот и туѓиот капитал;
- актуелните услови за обезбедување акционерски или кредитен капитал - имено довербата во институционалните инвеститори, постапката за преземање сопственост над хартиите од вредност, довербата и развиеноста на банкарските институции, условите за добивање кредит, развиеноста на берзата, висината на каматната стапка и сл.;
- степенот на ризик на вложувањата за кои се врши мобилизација на финансиските средства - доколку ризикот на вложувања е поголем, тогаш субјектот ќе ѝ даде приоритет на емисијата на акции или доколку степенот на ризик е помал, тогаш ќе се определи за зајмовен капитал;
- степенот на задолженост, исто така, е одлучувачки фактор при изборот на алтернатива за мобилизација на капитал. Додека субјектот се приближи до лимитот на дозволеното задолжување, кој се изразува преку коефициент на задолженост, а сепак има потреба од капитал, тогаш ќе се определи за емисија на акции, а не за емисија на обврзници;
- степенот на развој игра важна улога при одлучувањето која финансиска форма да се избере. Во ситуација кога бизнисот има стабилен и успешен развој, логично е субјектот да се определи за емисија на обврзници како извор на капитал, затоа што тие ќе му овозможат и во иднина да го задржи високиот степен на самостојност и независност во современите услови на стопанисување;
- цената на сопствените акции, исто така, е значаен фактор за донесување одлука кој извор на финансирање да се употреби, акционерскиот или позајмениот капитал преку емисија на обврзници. Кога цените на сопствените акции се високи, економскиот субјект ќе се одлучи да се финансира со емисија на акции како најевтин извор на капитал, и обратно;

- даночната политика може да има големо влијание врз одлуката за избор на изворот на капитал. На пример, кога постојат даночни олеснувања кои се однесуваат на акциите, тогаш субјектот ќе се определи за емитирање акции или спротивно, кога постојат даночни олеснувања кои се однесуваат на обврзниците, тогаш како извор на финансирање ќе се употребат обврзници.

Една од најважните поделби на финансиските пазари е онаа која зборува за пазар на пари и пазар на капитал. Пазарот на пари може да се дефинира како пазар на нискоризични, високоликвидни и краткорочни финансиски побарувања, со рок од една година. „Покрај предноста што краткорочните хартии од вредност ја имаат, тие уште се карактеризираат со низок ризик и висока ликвидност, но, сепак, при вложувањето во краткорочни хартии од вредност постои определен недостаток што произлегува од тоа што вложувањето во овие хартии од вредност на нивните сопственици да им носи помали приноси, отколку ако тие своите слободни парични средства би ги вложиле во долгорочни хартии од вредност каде што, пак, ризикот е поголем.“ (Камчева, 2002, стр. 48). Во суштина, пазарот на пари не е само еден пазар, туку серија на тесно поврзани пазари. Овој вид финансиски пазар ги доведува во врска претпријатијата кои имаат потреби за позајмување во куси временски периоди, со оние кои имаат големи суми слободни средства.

Пристапот кон пазарот на пари за да се добијат потребните средства не е толку сигурен. Имено, поради промени во условите на пазарите, парите можат да не бидат расположливи во некоја точка од иднината. За да се заштитат од овие потенцијално негативни можности, компаниите настојуваат да добијат средства со подолг рок на отплата. Во вакви случаи тие се насочуват кон пазарот на капитал, кој претставува медиум за мобилизација и алокација на долгорочни финансиски средства, што им овозможува на економските субјекти да ги задоволат своите потреби за финансирање на инвестициите (Fadil, 1998). Во негови рамки функционираат примарен и секундарен пазар на капитал. „На примарниот пазар на капитал се врши примарна емисија и иницијален пласман на хартии од вредност, додека на секундарниот пазар на капитал се тргува со долгорочни хартии од вредност, емитирани на примарниот пазар“ (Fadil, 1998, p. 227).

3.1. Пазарот на пари и неговите карактеристики

На пазарот на пари се тргува со голем број краткорочни должнички хартии од вредност, кои обично лесно се продаваат. „Овие хартии од вредност честопати се тргуваат во големи износи и потешко се достапни за индивидуалните инвеститори.“ (Мицески и Пасовска, 2013, стр. 8). Но, фондовите на пазарите на пари се лесно достапни и за малите инвеститори и тие фондови ги обединуваат ресурсите на голем број инвеститори и во нивно име на пазарот на пари се купуваат различни видови хартии од вредност. Слободно може да се каже дека пред петнаесетина години и во најразвиените земји, обичните луѓе не знаеја речиси ништо за пазари на пари. Денес, познавањата за пазарот на пари се присутни кај пошироката публика и тоа придонесува за значителен трансфер на пари. Спротивно на ова, во нашата земја пазарот на пари сè уште е оддалечен од секојдневниот живот и за мнозинството луѓе тој не претставува предмет на интерес.

За да ги финансираат нивните активности, претпријатијата треба да имаат пристап до финансиски средства. Овие пари често се добиваат од финансиските пазари. На пример, тие можат да понудат сопствени акции за продажба на пазарот на акции; потоа можат да ги осигураат парите преку директни заеми или преку емисија на должнички хартии од вредност на пазарот на обврзници; или, пак, претпријатијата можат да се здобијат со средства преку емисија на должнички инструменти на пазарот на пари.

Пазарот на пари ги поврзува претпријатијата кои имаат потреби за позајмување во куси временски периоди, со оние кои имаат големи суми слободни средства. Бидејќи структурата на приходите на фирмите не се совпаѓа со структурата на нивните расходи, претпријатијата се наоѓаат во состојба на нерамнотежа, така што може да имаат вишок на пари или кусок на финансиски средства. Ако, на пример, претпријатијата држат премногу слободни пари во форма на средства на тековна сметка, постои можност да загубат поради неинвестирање на тие средства (би заработиле камата). Од друга страна, ако претпријатијата држат премалку слободни пари, може да бидат забавени некои важни трансакции. Токму пазарот на пари е ефикасниот медиум кој ги доведува во рамнотежа овие кусорочни суфицити и дефицити. Битно е финансискиот

менаџер навреме да биде информиран за случувањата на пазарот на пари за да може успешно и лесно да се воспостави рамнотежа на ликвидните средства.

Пазарот на пари се дели на примарен и секундарен. На примарниот пазар кусорочните средства се добиваат бргу и лесно, по каматни стапки што варираат според кредитниот рејтинг на позајмувачот, природата на финансискиот инструмент, изворот на средства, итн. На секундарниот пазар побарувањата се тргуваат по каматни стапки што резултираат од играта меѓу понудата и побарувачката за овие инструменти.

На пазарот на пари нема потреба од физичка локација која би била дел од овој пазар. Потребно е да се има работна маса, телефон и вообичаено, лиценца за водење на бизнисот. Сепак, постојат учесници кои имаат доминантна позиција или присуство на овој пазар. Во САД многу од нив се лоцирани во Њујорк. Оваа голема група се состои од 30 големи комерцијални банки, десетици дилери со државни хартии од вредност и дилери кои се специјализираат во разни активности од депозити, сертификати до банкарски акцепти. Но, важна улога на пазарот на пари во САД игра Централната банка (Федералниот резервен систем), која ја применува монетарната политика на овој пазар низ интервенциите на Федералната банка од Њујорк. Во Македонија, слободно може да се каже дека пазарот на пари е исклучиво пазар на комерцијални банки, плус Централната банка, која со помош на ограничениот број инструменти кои ги има на располагање, ја спроведува монетарната политика токму на овој пазар.

3.1.1. Видови пазари на пари

Според времето на позајмување и кредитирање, пазарите на пари може да се поделат на два сегменти:

- *Таканаречен пазар на пари на повик (call money market)*, на кој се тргува на многу кус рок; и
- *Меѓубанкарски пазар на пари*, на кој се тргува во период од неколку недели, до една година.

Пазарот на пари на повик, покрај многу кусиот рок, се карактеризира и со тоа што на него не се тргува со преносливи инструменти или хартии од вредност.

Овде парите се позајмуваат од една банка на друга и може да се повикаат во кое било време. На меѓубанкарскиот пазар банките меѓусебно си позајмуваат пари за периоди што се движат од неколку недели до една година. Во случаи кога финансискиот менаџер има краткорочен дефицит или суфицит на пари, за да може успешно да инвестира, треба да има точни и релевантни информации за меѓубанкарскиот пазар, односно за каматните стапки, така што своите средства треба да ги депонира во банка која нуди поголеми каматни стапки преку кои ќе оствари добра заработка. Од друга страна, краткорочниот дефицит ќе го покрива на тој начин што ќе позајми кредит од банките со ниски каматни стапки, при што ќе може да ги минимизира трошоците од интерес. Во случај финансискиот менаџер да не располага со доволно информации за варирањето на каматните стапки, тој може да избере погрешна алтернатива која ќе ја доведе компанијата во неповолна ситуација или во најлоша ситуација, банкрот. За да се елиминираат ваквите ситуации, финансискиот менаџер треба да биде соодветно квалификуван и специјализиран за да може успешно ги менаџира активностите, снабдувајќи се со релевантни и актуелни информации.

Каматните стапки на меѓубанкарскиот пазар претставуваат основа за формирање на другите каматни стапки. Една од репрезентативните каматни стапки е т.н. либор, која ја претставува каматната стапка која се нуди на Лондонскиот меѓубанкарски пазар. Слично на тоа, постои FIBOR (пазарот во Франкфурт), NIBOR (Мадрид), PIBOR (Париз), итн. Бидејќи висината на каматните стапки варира од рочноста, меѓубанкарските камати за 1 месец, 3 месеци, 6 месеци и за 12 месеци се различни.

3.1.2. Инструменти на пазарот на пари

На пазарот на пари се тргува со одреден број инструменти кои имаат заеднички карактеристики: прво, сите тие се должнички обврски; второ, имаат рокови од еден ден до една година, а мнозинството инструменти се со рок од три месеци и помалку; трето, овие инструменти се многу ликвидни и покажуваат голем степен на сигурност на главницата. Се поставува прашањето - зошто? Кусото времетраење на инструментите овозможува да не бидат подложни на значителен каматен ризик и должничките инструменти, генерално, се издаваат од

заемобаратели со висок кредитен рејтинг; четврто, инструментите на пазарот на пари имаат висок степен на ликвидност. Битно е дека значителен број инструменти на пазарите на пари имаат и активен секундарен пазар, што значи дека тие можат да се продадат пред доспевање; и петто, овие инструменти се издаваат во високи парични износи.

Како најважни инструменти на пазарот на пари се сретнуваат:

- *Државните хартии од вредност.* Државите (владите) често се наоѓаат во ситуација кога приходите од даноци не се константни, ниту нивните расходи не се правилно временски распоредени. Покрај мобилизирањето на средства со среднорочни и долгорочни државни хартии од вредност, пожелно е да се позајмува за пократки периоди и, на тој начин, да се урамнотежат паричните текови на државниот буџет. Од оваа група инструменти вреди да се споменат државните записи. Во Македонија државните записи се издаваат според шестмесечен календар, а агент е Министерството за финансии. Државните записи имаат широко дисперзирани рокови на доспевање и се различни за различни земји. Најчесто, инструментите на пазарот на пари, на пример, благајничките записи, се продаваат по дисконт и се гарантираат од страна на државата што ги издава како номинална вредност, при што носат одредена камата. Карактеристика на државните записи е тоа што приходот остварен од нив е ослободен од оданочување, што не е карактеристика за другите инструменти на пазарот на пари. Ова значи дека предноста на овој вид хартија од вредност зависи од нивоата на данок и од каматната стапка. Колку се повисоки нивото на пазарната каматна стапка и нивото на даноците, толку и државните записи стануваат сè поатрактивни. Оваа карактеристика му дава можност на потенцијалниот инвеститор да калкулира во кој облик хартии од вредност ќе ги пласира своите слободни средства.
- *Хартии од вредност на локалните власти и на јавниот сектор.* Овие харти од вредност се нудат од општини, федерални држави (САД) или од јавни компании. Овој вид пазар во Македонија уште не постои, иако во големите држави е многу развиен, на пример во Германија, во

Франција, итн.

- *Сертификати за депозити*. Тие се преносливи рочни депозити. Мноштвото сертификати имаат фиксна каматна стапка до доспевање. Сепак, некои од нив имаат варијабилни каматни стапки, каде што периодот на инструментот е поделен на еднакви потпериоди и каматите се менуваат на почетокот на секој нов потпериод. Постојат 4 вида сертификати, со различни каматни стапки: *сертификати за домашни депозити*, се издаваат на домашниот пазар, од домашните банки; *евродоларски сертификати*, се издаваат од странски филијали или од филијали на домашните банки во странство; *штедни сертификати*, се издаваат од големи штедни асоцијации; *јенки сертификати*, се хартии од вредност, издадени на домашниот пазар од филијали на странски банки. Истражувањата покажуваат дека во САД и во европските земји (исклучиво во Германија) постои многу развиен пазар на сертификати за депозити. Во Македонија се извршени само две емисии на сертификати за депозити (не се повторира, бидејќи не постоела соодветна побарувачка).
- *Комерцијални хартии од вредност* - се кусорочни неосигурани хартии од вредност кои се емитираат од финансиски компании и од нефинансиски фирми. Пазарот на комерцијални хартии од вредност порасна наеднаш во текот на последните десетина години. Тој претставува огромен пазар во САД, каде што комерцијалните хартии се вториот најголем инструмент на пазарот на пари, по државните хартии од вредност (Петковски, 2002). Во Европа пазарот е релативно нов и се јавува во последните 10 години. На овој пазар се смета дека кредитниот ризик е релативно низок, но присутен, а ликвидноста, исто така, е ниска. Инвестиционите фондови на пазарот на пари се најголеми инвеститори на овој вид инструмент. Банките, штедните институции, осигурителните компании се важни инвеститори во комерцијални хартии. Квалитетот на комерцијалните хартии зависи од финансиската состојба на компанијата што ја издала хартијата од вредност, односно од нејзината репутација. Генерално, на пазарот доминираат големите корпорации со највисоки кредитни рејтинзи. Во последно време, комерцијалните хартии од вредност привлекуваат

големо внимание поради нивната експанзија и употребата на краткорочните банкарски заеми како алтернатива.

- *Банкарски акцџији* - се инструменти на пазарот на пари и се употребуват за да финансираат стоки што сè уште не се трансферирани од продавачот до купувачот.
- *Опџерации за реопџкуи* – тие се состојат од продажба на краткорочна хартија од вредност, под услов дека по извесен период почетниот продавач повторно ќе ја купи по однапред определена цена.
- *Евродоларски депозити* – се создават кога депозитите на сметки во САД се трансферираат во банка надвор од земјата и се држат во форма на долари. Многу компании би сакале да држат доларски депозити надвор од САД, бидејќи доларот е најупотребувана валута во меѓународната трговија, така што компанијата ќе може да ги спроведува своите меѓународни трансакции. Освен тоа, доларите се прекуморски депозити што се чуваат во земји што не им наметнуваат стапки на задолжителна резерва или рестрикции при изнесувањето на депозитите надвор од земјата. Финансискиот менаџер треба да биде свесен за бенефитите што може да ги има од евродоларски депозити. Главен центар на евродоларскиот пазар е Лондон. Евродоларите се чуваат и надвор од Европа, во земји што им обезбедуваат прекуморски статус на овие депозити, како што се: Хонг Конг, Сингапур, итн.

3.2. Пазарот на капитал и можноста за долгорочно финансирање

Од институционален аспект, пазарот на капитал претставува интегрален дел на финансиските пазари. Преку него се реализираат голем број цели и задачи што се значајни за националната економија. Бидејќи пазарот на капитал овозможува соочување на понудата и побарувачката за долгорочни слободни финансиски средства, на него се јавуваат два формално-правно рамноправни учесници, и тоа, инвеститорите и корисниците на финансиски средства. За формирање на понудата и побарувачката на капитал, од круцијално значење се:

- инвеститорите, како сопственици на капитал, во улога на продавачи кои ја формираат понудата на капитал;
- корисниците на капитал, во улога на купувачи кои ја формираат побарувачката на капитал;
- посредниците, значајни за детермирање на обемот на реализираните понуди и побарувачки на пазарот на капитал (банки, инвестициски и пензиски фондови, осигурителни друштва, брокерско-посреднички друштва и берзи); и
- државата, во улога на регулатор, контролор, инвеститор и корисник.

Успешноста на пазарот на капитал не е условена само од неговата институционално развојна компонента. Таа зависи и од степенот на информираност на инвеститорите (без разлика дали тие се јавуваат како физички или правни лица) за алтернативните видови извори на капитал, од една страна, како и алтернативните начини за пласман на слободните средства, од друга страна, заради остварување дополнителна корист.

Во улога на инвеститори се јавуваат: државата, банките, деловните субјекти и други финансиски институции. Мотивацијата за вложување на слободните парични средства од страна на инвеститорите е резултат на сигурноста и довербата во механизмите на државата. Во недоволно развиените земји инвеститорите немаат доволно доверба во правниот систем и во законската регулатива, и како последица на тоа, вложувањата на слободните парични средства се насочуваат кон банките, што негативно се одразува врз развојот на пазарот на капитал. Корисниците на капитал ја креираат и побарувачката на пазарот на капитал. Притоа, во улога на корисници се јавуваат: државата, банкарските институции, поединци и деловни субјекти. Државата се јавува во улога на инвеститор, корисник, регулатор и контролор. Суштествената улога на државата е регулатор на девијациите кај понудата и побарувачката. Секако дека таа може да се јави и во улога на инвеститор или корисник. На овој начин, всушност, се одржува стабилноста на пазарот на капитал.

Во зависност од трансакциите што се извршуваат на пазарот на капитал, тој може да биде организиран како: пазар на долгорочни хартии од вредност и пазар на долгорочни парични средства. На пазарот на долгорочни парични средства се сретнуваат понудата и побарувачката на долгорочни парични средства

и преку него се кредитираат деловните субјекти, банките, финансиските институции и други институции. Пазарот на долгорочни хартии од вредност ја опфаќа емисијата на долгорочни хартии од вредност.

„Во зависност од тоа дали се тргува со нови или со веќе ‘употребувани’ финансиски инструменти, се врши следнава поделба“ (Halit и Beshir, 2006, p. 36):

- примарен пазар (primary market); и
- секундарен пазар (secondary market).

На примарниот пазар се врши мобилизација на слободниот паричен капитал од инвеститорите, и на тој начин емитентите на акции и обврзници доаѓаат до потребниот капитал за тековно и развојно работење. Преку емисијата на обврзници и акции се врши доброволна централизација на капиталот, преку која економските субјекти доаѓаат до висококвалитетни средства за финансирање на нивното работење.

Состојбата на финансиските пазари игра клучна улога за емитентите на акции и обврзници, бидејќи тие се од решавачко значење за квалитетот на емисијата на примарниот пазар. Емисијата на примарниот пазар може да биде приватна или јавна. Кај приватната емисија се врши директна продажба на целокупната емисија на хартии од вредност, при што, најчесто, се пласираат обврзници и преференцијални акции. Вообичаено, купувачи на овие емисии се големи институционални инвеститори, но тие, исто така, можат да ги користат и услугите од специјализирани институции, како што се инвестициските банки. Постојат низа предности и недостатоци кај приватната емисија, на пример, во овој случај, инвестициските банки не ги откупуваат емитираните хартии од вредност, туку се јавуваат само како посредници што преговараат со инвеститорите. На ваков начин се избегнуваат трошоците за посредничка провизија при преземањето на ефектите, бидејќи посредниците преговараат во име и за сметка на емитентите. Со приватната емисија се забрзува времето од моментот на пласирање до моментот на купување на хартиите од вредност. Исто така, притоа се избегнува јавното публикување информации што се поврзани со работењето на емитентот, бидејќи тоа може негативно да се одрази врз неговата состојба. Негативната страна кај приватната емисија се состои во тоа што овие хартии од вредност се наоѓаат надвор од прометот на секундарниот пазар, а како резултат на тоа, инвеститорите можат да побараат повисока стапка на принос,

бидејќи тие не се регистрирани на берзата.

Јавната примарна емисија може да биде организирана како отворена аукција (open auction) и како емисија со посредство на инвестициска банка. Преку отворената аукција, најчесто, се продаваат државни хартии од вредност, потоа хартии од вредност од федерални агенции (САД) и хипотекарни хартии од вредност. Врз основа на овој метод, заинтересираните инвеститори ги доставуваат своите понуди за купување хартии од вредност до државната благајна, со назначување на количината што би сакале да ја купат и цената што се подготвени да ја платат. „Притоа, се прифаќаат најдобрите понуди што го исцрпуваат емисијскиот контингент на хартии од вредност.“ (Оцаклиеска, стр. 20). Емисијата со посредство на инвестициска банка се врши на тој начин што се откупуваат ефектите по пониска набавна вредност и потоа им се препродаваат на инвеститорите по повисока цена. За оваа услуга инвестициската банка добива провизија (т.е. разликата помеѓу пониската куповна и повисоката продажна цена на ефектите).

При изборот на инвестициска банка може да се примени методот на преговори меѓу емитентот и банката или конкурентскиот метод. Инвестициската банка, најпрвин, врши испитување на финансиското работење на деловниот субјект, а потоа прави проценка за тоа дали постои перспектива за иден раст и развој. Основна задача на инвестициската банка е советување на емитентот за најповолниот начин на финансирање, т.е. помагање при изборот на финансиските инструменти.

Кога инвестициската банка ќе откупи поголем дел од долгорочните хартии од вредност, тогаш таа формира потписнички синдикат. Иницијалната инвестициска банка управува со синдикатот и потпишува најголем дел од примарната емисија на ефекти. Банките од синдикатот купуваат дел од примарната емисија и тие се одговорни за продажбата. Инвестициските банки формираат продажни групи, и тоа: инвестициски банки, брокерски и дилерски куќи, а тие имаат задача да извршат дистрибуција на ефектите до инвеститорите. Профитот на инвестициската банка е сразмерен на бројот на продадени хартии од вредност. На овој начин се овозможува побрза реализација и поголема дисперзираност на хартиите од вредност.

Друг начин за пласирање на јавната емисија е кога инвестициската банка

го употребува својот углед, односно (преку консултанските услуги) дистрибуира поголем број хартии од вредност со повисока цена. Притоа, најчесто, емитентот поставува долен лимит на цената на хартиите од вредност, така што банката е задолжена да продаде што поголем број хартии од вредност над таа цена. Но, доколку дојде до ситуација да се продадат недоволен број хартии од вредност, тогаш емитентот врши повлекување на целата емисија.

Секундарниот пазар ги опфаќа институциите и механизмите преку коишто се врши прометот на претходно емитираните хартии од вредност. Хартиите од вредност на овој пазар го менуваат својот сопственик, односно тие се препродаваат, а со тоа се врши пренос на сопственоста и се зголемува ликвидноста и алокацијата на капиталот. Основна цел на овој пазар е реализација на процесот за претворање на ефектите во пари и парите во ефекти. Меѓутоа, треба да се напомене дека купувачите на хартии од вредност немаат можност вложените парични средства да ги вратат директно од компаниите, туку единствената можност им е да ги продадат на специјализирани пазари, односно на ефективните берзи. Секундарниот пазар може да биде организиран како берза и пазар преку шалтер.

3.2.1. Пазарот на обврзници

Честопати компанијата спроведува определен проект, така што потребата за финансиски средства трае многу години. Ако парите се собираат преку пазарот на пари, ќе биде потребна цела серија од чести позајмувања, при што за да се плати постоечкиот заем би се зел нов заем. Пристапот кон пазарот на пари за да се добијат потребните средства не е толку сигурен, затоа што поради промените во условите на пазарите, парите може да не бидат расположливи во некоја точка во иднината. За да се заштитат од овие потенцијално негативни можности, компаниите настојуваат да добијат средства со подолг рок на отплата. Ваквите средства се добиваат преку долгорочни заеми или на пазарот на обврзници. Обврзницата е позајмица со камата и фиксен термин или фиксен период на враќање. „Кога обврзницата ќе втаса на крајот од терминот, тогаш главнината или инвестицискиот износ му се враќа на позајмувачот или сопственикот на обврзницата.“ (Наумовска, 2013, стр. 18). Банките дават заеми подолги од една

година, но ретко или никогаш не се согласни за период подолг од пет години: Затоа компаниите кои имаат потреби за долгорочни заеми (подолги од пет години), треба да се упатат на пазарот на обврзници, како еден од перспективните пазари. Согласно општоприфатената класификација на финансиските институции, најголем дел од авторите од САД (Mishin, Eakins, Moyer, Mc. Guian, Rao), го презентираат следниов табеларен преглед за преференциите при вложувањето во обврзници:

Табела 1: Преференциите на финансиските институции при вложување во обврзници

Финансиска институција	Вид на обврзница
Комерцијални банки	Државни обврзници, општински обврзници
Компании за осигурување живот	Корпорациски обврзници
Компании за осигурување имот и несреќи	Општински, државни и корпорациски обврзници
Пензиски фондови	Корпорациски обврзници
Отворени инвестициски фондови	Општински, државни и корпорациски обврзници

Извор: Наумовска, Б.(2013), *Квантификација на корисноста и ризиците од вложувањето во обврзници*, Прилеп.

Најлесниот начин да се разберат обврзниците е да се земе следниов хипотетички пример: една компанија бара 10 милиони долари нов капитал кои ѝ се потребни да инвестира во нов погон, со целосна модернизирана опрема. Како финансискиот директор ќе ги најде парите? Соодветно би било да се консултира инвестицискиот банкар. Инвестицискиот банкар ја познава компанијата и нејзините потреби, како и тековниот пазар за разни хартии од вредност. Така тој може да даде предлози за алтернативи за финансирање.

Ако компанијата се финансира преку обични акции, продавањето на тие акции би го разводнило капиталот на сегашните акционери, бидејќи очекуваниот раст на заработката и на нето-вредноста би требало да се подели меѓу поголем број акции. Инвестицискиот банкар може да предложи среднорочен или долгорочен долг, како најдобра алтернатива за компанијата во тој момент. Лицето

кое купува акции во компанијата, всушност, купува дел од таа компанија. Лицето кое купува обврзници од некоја компанија, едноставно ѝ дава пари на заем на таа компанија. Секоја обврзница претставува согласност од страна на компанијата да ја исплати номиналната вредност на обврзницата и, во најголем број случаи, да исплаќа одредена годишна каматна стапка од денот кога е издадена обврзницата до денот кога истата се откупува.

Додека акционерите можат да се надеваат на дивиденда која постојано се зголемува, како што напредува компанијата, сопствениците на обврзници очекуваат да заработат фиксна добивка во форма на камата. Што е уште поважно, ако една компанија е успешна, акционерот може да се надева да оствари значителен профит, бидејќи цената на акцијата ќе се зголеми. Сопствениците на обврзници не може да ја делат таа надеж. „Апрецијацијата на пазарната цена на компаниските обврзници е обично ограничена, без оглед на тоа колку е успешна компанијата.“ (Louis и Henry, 1994, p. 59). Промената на цените на обврзниците може да биде прилично драматична во ера на променливост на каматните стапки.

Од друга страна, ако сопствениците на обврзници не можат да очекуваат да добијат толку многу за инвестираниот капитал, тие, исто така, и не ризикуваат да изгубат многу. Овие инвестиции се многу подобро заштитени, благодарение на фактот дека обврзниците претставуваат долг. На пример, ако компанијата се распадне, долговите кон сопствениците на обврзниците, исто како и секој друг долг, мора да се исплатат пред сопствениците, како на обични, така и на приоритетни акции да добијат и најмал дел од она што е преостанато од компанијата. Побарувањата од сопствениците на обврзници доаѓаат први. Релативно помалиот елемент на ризик кај корпоративните обврзници, историски направи популарна форма на инвестирање кај институционалните инвеститори. Од гледиште на компанијата, издавањето обврзници содржи една очигледна неповолност: каматата претставува фиксен трошок што треба да се покрие и во лоши и во добри времиња. Спротивно на тоа, компанијата може и да не им исплати дивиденда на акционерите, доколку нема доволно пари. Второ, обврзниците мора да се отплатат на денот на нивното достасување, додека акциите остануваат валидни засекогаш.

Имајќи го предвид ова, се поставува прашањето зошто некоја компанија што има избор, би се одлучила за издавање обврзници? Одговорот е затоа што во

своите финансиски планови таа очекува дека ќе може да заработи значително поголем профит од дополнителниот капитал, прибран преку издавањето на обврзниците, отколку што ќе треба да исплати за камата на тој капитал. Уште повеќе, исплатата на камата за обврзниците е роковна ставка којашто се одбива од добивката на компанијата пред таа да го плати данокот на таа добивка, додека дивидентите се исплаќаат од она што останува, откако компанијата го платила својот данок на добивка. Така, всушност, компанијата ја чини помалку да им плати одредена сума пари на сопствениците на обврзници, отколку што ја чини да им ја плати истата сума пари на акционерите.

3.2.1.1. Мерење на ризикот од неплаќање на обврзниците

како императив на пазарот на капитал

Сметководствените и другите финансиски информации се тие кои ја мерат способноста на емитентот да го отплати неговиот долг. „Добро разработени системи на финансиска анализа, комбинирани со економска анализа, се употребуваат за да се дојде до рејтинг со кој се настојува да се идентификува можноста на емитентот да ги исполни условите во договорот и да ги изврши сите барани плаќања на време.“ (Петковски, 2002, стр. 210). Коефициентите што се употребуваат за да се мери способноста на компанијата навреме да ги отплати трошоците во форма на каматни стапки, се коефициентите на: покриеност, профитабилност, левериџ и ликвидност.

Коефициентот на *покриеност* мери колку пати доходот пред оданочување би можел да ја отплати годишната камата на обврзниците. Со овој коефициент се покажува дали компанијата има доволни сили да ги изврши сите плаќања што се поврзани за обврзниците. Низок коефициент на покриеност би можел да резултира или од приходи кои се премногу ниски или од долг кој е премногу висок. Изворот на нискиот коефициент може да биде пронајден со анализа на други коефициенти, како што се: коефициентот на профитабилност и коефициентот на финансиски левериџ. Ако коефициентот на профитабилност е понизок во споредба со соодветните кај другите компании во секторот, тоа ќе сугерира дека ниските приходи се проблемот поради кој коефициентот на покриеност е низок. Ако коефициентот на левериџ е висок, се покажува дека

високото ниво на долг влијае врз тоа да биде низок коефициентот на покриеност.

Коефициентот на *профитабилност* е индикатор за здравјето на компанијата, што значи дека добриот коефициент на профитабилност го прави долгот помалку ризичен. Еден од коефициентите на профитабилност кој го употребува финансискиот менаџер при проценка на тоа колкав е приносот од инвестицијата е стапката на принос на вкупните средства, каде што се ставаат во сооднос нето-доходот пред оданочување и вкупните средства.

Коефициентот на *финансиски левериџ* е наменет да ја означи употребата на долгот во финансирање на операциите на фирмата. Еден од најупотребуваните е коефициентот на долг спрема фиксниот капитал. Во одделните дејности (бизниси) се присутни различни степени на левериџ.

Коефициентите на *ликвидност* во една фирма упатуваат на евентуален проблем, кој се јавува кога таа има неликвидни средства и ликвидни обврски. Во ваков случај фирмата се наоѓа во состојба каде што не може да ги конвертира краткорочните средства во готови пари за да го ликвидира долгот. Ликвидноста на една фирма се мери преку тековниот коефициент, при што се ставаат во сооднос тековните средства со тековните обврски. За да добијат подобра слика на ликвидноста на фирмата, аналитичарите, најчесто, го модифицираат овој показател во брз показател или ацид тест. Овој показател ги издвојува залихите од обртните средства, затоа што тие се анализираат како ставка на која ѝ треба повеќе време за да се конвертира во пари, а потоа ги ставаат во сооднос обртните средства со обртните обврски.

3.2.1.2. Видови обврзници

Обврзниците се класифицираат според рочноста и според издавачот. Според рочноста, се разликуваат:

- Кусорочни обврзници - обврзници кои имаат рок на доспевање до 5 години;
- Среднорочни обврзници - со рок на доспевање од 5 до 15 години; и
- Долгорочни обврзници - со рок на доспевање од 15 години или повеќе.

Според издавачот, обврзниците можат да се поделат на државни и корпоративни обврзници. За која обврзница ќе се одлучи финансискиот менаџер зависи од висината на каматната стапка која треба да ја плаќа за обврзницата. Каматната стапка би требало да се плати годишно или полугодишно, во зависност од договорот.

Што се однесува до корпоративните обврзници, овие должнички инструменти се разликуваат според една битна карактеристика, дали се *осигурени (secured)* или *неосигурени (unsecured)*.

Осигурена обврзница е онаа кога должникот заложува одреден имот како колатерал и, во случај на неплаќање, кредиторот може да го земе колатералот во своја сопственост. Обврзниците што не се колатерализирани со имот се неосигурени.

Хипотекарните обврзници се издаваат за да се купи некој конкретен недвижен имот, кој потоа се заложува за да го обезбеди долгот. Во случај кога фирмата-должник не ја исплаќа каматата, кредиторите можат да воспостават сопственост врз заложениот имот.

Обврзници осигурени со опрема се обврзници кои се обезбедуваат со имот кој има посигурна продажна вредност. „Овие обврзници се емитираат за да финансираат специфична опрема, која потоа се заложува како колатерал.“ (Петковски, 2002, стр. 216).

Неосигурените обврзници се поддржани само од општата кредитоспособност на фирмата. Неосигурените обврзници спаѓаат во најризичните обврзници и, вообичаено, имаат повисоки каматни стапки или други привлечни карактеристики, на пример, конвертирање во акции на компанијата за да се компензираат кредиторите за прифаќање на големиот ризик. Во случај на банкротирање, неосигурениот долг се плаќа последен, по исплата на целиот осигурен долг. Поради овие причини, финансискиот менаџер треба да биде многу внимателен и не треба да се изложува на неосигуран долг со преголеми износи.

Доходните обврзници се многу ризични, односно најризични обврзници кои се емитираат од страна на компанијата. Нивната карактеристика е дека каматата се плаќа само доколку фирмата има средства за тоа. Ако, на пример, фирмата не е во способност да ги покрие другите трошоци, таа не е обврзана легално да плати камата на овие обврзници. Ова се причините

поради кои финансискиот менаџер не преферира да инвестира во вакви обврзници.

Отповикливите обврзници имаат клаузула која гласи дека емитентот има право да го принуди сопственикот на обврзницата да му ја продаде обврзницата. Во клаузулата се предвидува извесно време на чекање, помеѓу времето во кое обврзницата е издадена за првпат и времето кога таа може да биде отповикана. Цената која треба да му биде исплатена на сопственикот е предвидена да биде на ниво на номиналната вредност или малку повисока за износот на едногодишна камата. Ако каматните стапки паѓаат, цената на обврзницата ќе порасне над цената на отповикување и емитентот ќе ја отповика обврзницата. Инвестирањето во вакви обврзници ја ограничува добивката што може да ја оствари купувачот на обврзницата. Затоа финансискиот менаџер не преферира толку да инвестира во отповикливи обврзници. Од друга страна, отповикливите обврзници имаат повисоки приноси, што значи повисоки трошоци за компанијата-емитент, но, сепак, тие се емитираат од компанијата поради флексибилноста што ја поседуваат како карактеристика.

Конвертираниите обврзници се познати како хибридни хартии од вредност. Тие носат фиксна камата и имаат рок на доспевање. Овој вид обврзници се разликува од другите обврзници по тоа што тие имаат специфична карактеристика да се конвертираат на точно определен број акции. Според оваа карактеристика, цената на обврзницата се определува од цената на акциите и од каматите кои ги носат обврзниците. Ако цената на обичните акции расте, тогаш расте и цената на конвертираните обврзници. Цената на обичните акции треба да расте значително за да се случи конвертирањето. Оваа карактеристика е многу привлечна, па затоа финансиските менаџери сакаат да инвестираат во ваков вид обврзници.

Обврзниците со варијабилна каматна стапка пред 1970 година беа со фиксирани каматни стапки на денот на издавање. Меѓутоа, по 70-тите години, кога се појави растечка инфлација, корпорациите почнаа да емитираат обврзници со варијабилни каматни стапки. Кај овие обврзници каматата флукуира заедно со општото ниво на каматни стапки.

„Безкујонските обврзници – на овие обврзници не се плаќа камата, но се

продаваат со голем дисконт во однос на номиналната вредност“ (Петковски, 2002, стр. 219). Одлуката дали да се инвестира во вакви обврзници не е воопшто едноставна. Безкупонските обврзници издадени од првокласни корпорации се помалку ризични отколку безкупонските обврзници издадени од помалку профитабилни корпорации. Постои ризик овие нискоквалитетни безкупонски обврзници да не бидат никогаш отплатени. Можно е инвеститорот во безкупонски обврзници да ја загуби целата инвестиција.

Високо ризичниите обврзници се карактеризират со слаб квалитет на долгот и овој ризик бара повисоки каматни стапки кои можат да изнесуваат 3-4 проценти поени повеќе од расположливиот принос на висококвалитетните обврзници. Во овие обврзници инвестираат менаџерите кои прифаќаат голем ризик за да заработат повисоки приноси.

3.2.1.3. Цени и приноси на обврзниците

Еден внимателен заемобарател не би платил повеќе за една обврзница од нејзината сегашна вредност, а таа би била и цената што кредиторот би ја платил за инвестицијата. Издавачите на обврзници ветуваат дека ќе ја исплатат номиналната зајмена вредност при втасувањето. „Номиналната вредност е износ зајмен од издавачот. Бидејќи обврзницата пазарно се вреднува, понудената камата е способност на емитентот да го одржи ветеното и да ги исплати и каматата и главницата во ветените рокови и ветениот износ.“ (Шукаров и Ивановски, 2005, стр. 170). Пазарната димензија прави понудените услови да бидат конкурентни со другите емисии на слични хартии. Доколку се смета дека обврзницата е ризична инвестиција, може само делумно да биде исплатена, што се нарекува дисконт. Доколку пазарот смета дека емисијата е посебно поволна зделка, може да се плаќа премија за обврзницата.

Вредноста на обврзниците претставува сегашна вредност од сите идни каматни плаќања и исплати на главницата. Многу инвеститори ги држат нивните обврзници до доспевање, но некои ги продаваат пред доспевање и цената што ја добиваат е под влијание и на други фактори освен на идните готовински текови на обврзницата. Пазарните каматни стапки се менуваат со текот на времето и овие

промени влијаат на вредноста на обврзниците што ги поседува еден инвеститор. Освен каматните стапки, временскиот период на доспевање, исто така, има значително влијание врз сегашната вредност на обврзницата.

Со поставување на прашањето зошто цената на обврзницата би можела да се менува во текот на времето, се етаблира појдовна основа за анализа на врската меѓу приносите и цените. Имено, цената на обврзницата и приносот до доспевање се поврзани на инверзен начин. Тоа значи дека како што паѓа цената, така приносот до доспевање расте, бидејќи купувачот плаќа помалку за истиот иден тек на доход. Спротивно, како што расте цената, приносот до доспевање опаѓа. Причината за оваа врска се прикажува на овој начин: дисконтирањето на идните плаќања по повисока стапка нужно ја намалува сегашната вредност на плаќањата, а оттаму и цената на обврзницата. Од друга страна, колку што е подолго времето на доспевање, толку е поголема потенцијалната промена на цената, предизвикана од конкретната промена на приносот до доспевање. Оттука, инвеститорите се соочуваат со ризикот од промена на цената на обврзница, така како што се менуваат приносите до доспевање.

3.2.2 Акцијата како резидуално побарување

Финансиските инструменти, како што се обичните акции и обврзниците, се побарувања спрема принос, генериран од реални средства. Проектите на фирмата најчесто се финансират како комбинација на двата инструменти (обврзници и акции), но каква ќе биде оваа комбинација или структура на капитал, зависи пред сè од цената на капиталот или од приносот што го бараат сопствениците на овие хартии од вредност. Во современите услови на стопанисување, на финансиските пазари се среќаваат голем број различни видови хартии од вредност, при што акциите заземаат најзначајно место.

3.2.2.1. Рангирање и видови акции

Рангирањето на акциите е многу проблематична задача, бидејќи тие не поседуваат голем број од карактеристиките на другите инструменти

(обврзниците) и пазарот на пари, кои се чинат погодни за анализа. Што се однесува до акциите, клучно е тоа дека доходот од нив не е сигурен. Цените на акциите се варијабилни и тогаш кога каматните стапки се стабилни, а дивидендите не се фиксни, туку се подложни на менаџерската дискреција. Рангирањето на акциите се врши од поединци, фирми и од страна на рејтинг-агенции. Секоја од нив има своја методологија и високо квантифицирани, но и субјективни пристапи.

Познато е дека постојат два типа акционерска сопственост, што се доминантни: обични акции и приоритетни акции. *Обичните акции* се хартии од вредност што најпрвин ги издава корпорацијата, меѓутоа, во случај на банкротство, се наплаќаат последни. „Таа претставува побарување со најнизок приоритет спрема приходите и средствата од сите емитирани хартии од вредност.“ (Петковски, 2002, стр. 232). Сопствениците на обични акции го имаат правото да гласаат за управниот одбор и да гласаат за главните прашања кои можат да бидат презентирани пред акционерите. Колку гласови има еден акционер или инвеститор зависи од бројот на акции што ги поседува. Акциите имаат своја номинална вредност која често има малку врска со пазарните цени. Вообичаено, пазарната цена може да биде значително повисока од номиналната цена. Затоа сопствениците на акции треба да бидат внимателни и добро да предвидуваат кога ќе ги продадат своите акции за да можат да создадат повисоки можни приноси. Компаниите, во раните фази на развој, не плаќаат или плаќаат многу ниски дивиденди. Тие ја водат оваа политика на исплаќање ниски дивиденди за да можат да остварат брз растеж. Откако компанијата станува попозната, може да почне да плаќа повисок процент од своите приходи на име дивиденди и почесто износот на исплатените дивиденди е во сферата на дискреција на управниот одбор.

Приоритетните акции се друга форма на акционерска сопственост. Од профитот што го реализира корпорацијата, еден дел им се дели на дивиденди на сопствениците на приоритетни акции, но со согласност на управниот одбор. Ако корпорацијата одлучи да не дели дивиденди, приоритетните акционери имаат малку или никакви права да се жалат на оваа одлука. Приоритетните акции поседуваат фиксни дивиденди или, во извесни случаи, имаат флукуирачка дивиденда, што значи дека приоритетните акционери не го делат профитот на фирмата надвор од означената дивидентна стапка. Ако фирмата не врши исплата

на дивиденди, приоритетните акционери се заштитени со кумулативна одредба, која обезбедува дека кога исплатата на дивиденди не е извршена, тие ќе ги добијат сегашните и пропуштените дивиденди пред обичните акционери да добијат каква било дивиденда. Друга карактеристика на приоритетните акции е и тоа дека, во случај на ликвидација, приоритетните акции се исплаќаат пред да се исплатат обичните акции. Ова подразбира дека според барањата во поглед на средствата или остварениот приход, приоритетните акции имаат повисок приоритет, во споредба со обичните акции. Слично како неосигурените обврзници и приоритетните акции имаат фонд за откуп, при што акциите се откупуваат по минимална цена или нешто повисока од номиналната вредност. Приоритетните акции се конвертибилни и може да се конвертираат во определен број обични акции. Очигледно е дека приоритетната акција е хибридна хартија од вредност, со карактеристики на обична акција и обврзница. Оттука, би можело да се очекува дека пазарното однесување на цените на приоритетните акции и нивните стапки на принос би биле некаде помеѓу пазарното однесување на обичните акции и обврзниците.

3.2.2.2. Неопходност за вреднување на акциите

При вложување во одреден број хартии од вредност, инвеститорите на пазарот на капитал треба да имаат план за сопствената позиција, имајќи ги предвид можностите за заработка на доход, но и ризиците од загуба на инвестираниот капитал. „Слободно може да се каже дека колку повеќе човекот знае за пазарот толку помалку тој е подготвен да изнесе цврста прогноза.“ (Louis and Henry, 1994, p. 435). Кога ќе го запрашале Морган (J.P. Morgan) за мислење околу состојбите на пазарот, обично ќе одговорел: „ќе флукутира“. Тој не бил само внимателен, туку знаел дека тоа е единствената изјава во врска со пазарот која можела да се докаже.

Како и да е, со текот на времето, бројни генерализации во врска со инвестирањето стекнале општа прифатеност. Една од прифатените максими е: „Купувај кога другите продаваат, продавај кога тие купуваат“. Таа се однесува на главната пропозиција за финансискиот инвеститор, што значи, да се купуваат акции кога се евтини, а да се продаваат кога се скапи. Очигледно, секој би сакал

да купува евтино и да продава скапо. Но, скапото и евтиното се релативни поими. Идентификувањето со она што значи да се скапи или преценети, наспроти она што значи да се евтини или потценети хартии од вредност е исклучително тешка и комплицирана работа. Истовремено, постојат доволно „пукнатини“ во „ефикасниот пазар“, така што потрагата по такви хартии од вредност не треба да се отфрли.

Според многу инвеститори, берзата е бизнис којшто никој не го разбира, но сите зборуваат за него. Така, Исак Њутн, во 1720 година, откако прилично загубил инвестирајќи на берзата, рекол дека може да го пресмета движењето на небесните тела, но не и движењето на берзата. Голем број финансиски инвеститори ја искусиле точноста на Њутновиот заклучок дека пазарот на капитал е непредвидлив. Сепак, иако берзата, како целина, е непредвидлива, тоа не мора да биде така и за поединечните берзански движења, особено ако се развијат модели и механизми за нивно предвидување. Најприфатено е видувањето дека вредноста на една хартија од вредност ја формираат сите идни приходи што ќе ги генерира, но дисконтирани на денешни вредности. „Поточно, вреднувањето на акциите, моменталната позиција и потенцијата за генерирање идни готовински текови на акциите е детерминирана од:

- карактеристиките на акциите како финансиски хартии од вредност;
- финансиската и деловната иднина на издавачот на акциите;
- релативната проценка на одделна хартија од вредност во однос на другите хартии од вредност;
- вреднувањето на финансиските хартии од вредност, воопшто, и на пазарот на хартии од вредност, посебно.“ (Шукаров и Ивановски, 2005, стр. 170).

Неопходноста за вреднување на акциите е тесно поврзана со правилното вреднување на компаниите. Акционерите, па и потенцијалните инвеститори, внимателно ги читаат годишните и кварталните извештаи на компаниите чиешто акции ги поседуваат и макотрпно ги споредуваат перформансите на овие компании со резултатите од другите години и резултатите на други компании. Иако само обучен аналитичар може да ги извлече вистинските заклучоци од корпоративните извештаи, сепак, постојат неколку сигнали за опасност кои може да ги пронајде секој инвеститор. Ваквите сигнали можат да ја сугерираат

посакуваноста од трансфер кон други акции.

Кога се разгледуваат извештаите, нормално е вниманието да се фокусира на добивката, но уште поважно е да се анализира како се добиени тие вредности. Најпрвин, тука се приходите: колку заработува компанијата од своите производи и услуги; што прикажува споредбата на овие приходи со оние остварени во претходните години и со трендот на компаниите од иста дејност; што се наоѓа зад овие бројки? Продажбите можат да се намалат поради тоа што дел од компанијата бил продаден или да се зголемат затоа што некој дел бил купен. Можеби компанијата најавила нов подобрен производ, поради што потрошувачите ги намалиле набавките од стариот. Или можеби, за жал, компанијата го губи пазарот поради конкурентите, при што би требало да се запраша дали има можност за успешно враќање, или, пак, би било подобро да се отфрли бесперспективната линија.

Очигледно, износите на приходите сами по себе нема да ги дадат целосните одговори. По оперативните приходи следуваат и оперативните расходи: каков е нивниот тренд и каков е тој во споредба со трендот на приходите? Така, доколку трошоците растат побргу од приходите, оперативната маржа се стеснува и работењето на компанијата станува сè помалку профитабилно. Добрите аналитичари се обидуваат да го анализираат квалитетот на заработките, барајќи ги оние делови од нив кои значат зајакнување на компанијата, бидејќи понекогаш објавените одлични информации за добивката се резултат на некоја случајна среќа или, пак, на добиени меници од големи, но нестабилни компании кои не можат веднаш да се вратат во готовина.

Денес, финансиските извештаи содржат и извештај за готовинските текови за три години, каде што може да се добие информација за готовината која навистина е генерирана од оперативните операции на компанијата, од финансиските и од инвестициските активности. Од друга страна, акционерот за да ја процени реалната перформанса на компанијата, може да ги погледне и основните податоци од билансот на состојба.

Разгледувањето на финансиските показатели заедо со коментарите кои се содржани во извештаите ги оспособуваат акционерите и потенциалните инвеститори да направат подобра проценка за перспективата на компанијата, пред да се донесе одлука за купување или продавање на некоја акција. Постои општо

позната вистина на пазарот на акции дека за секој налог за купување постои налог за продавање. Затоа вреди и да се повтори: колку што е важно да се знае кога и што да се купи, толку е важно и да се знае кога и што да се продаде.

3.2.2.3. Фактори што влијаат врз цената на акциите

„Врз цената и вредноста на акциите влијаат повеќе фактори, меѓу кои се: очекуваните приходи на инвеститорот, приносите што ги нудат алтернативните вложувања, ризикот на даденото вложување, информираноста на инвеститорите, и сл.“ (Трајкоска, 2003, стр. 171). Цената на акциите е детерминирана од купувачите и од продавачите, односно од оној купувач кој е подготвен да ја плати највисоката цена. „Цената, сама по себе, не е највисоката цена што може акцијата да ја постигне, но е поголема од цената што ја имаат понудено поголемиот дел од останатите купувачи.“ (http://www.nyse.com/pdfs/nyse_chap_04.pdf).

Информираноста игра многу важна улога при детерминирањето на цените. Купувачот кој е најдобро информиран за идните парични текови што, евентуално, ќе ги генерира акцијата, најчесто ги дисконтира со пониска каматна стапка, отколку останатите купувачи. На овој начин, преку редуцирање на ризикот може да се зголеми вредноста на акцијата. На пример, купувачите X и Y размислуваат за купување акции во некоја компанија. Купувачот X, поради несигурноста за идните парични текови, бара повисока стапка на принос за да го компензира ризикот, што доведува до намалување на цената на акцијата која што е подготвен да ја плати. Од друга страна, пак, купувачот Y разговарал со инсајдери во компанијата и се чувствува многу посигурно во однос на проектираните парични текови, па затоа бара пониска стапка на принос, бидејќи ризикот што го перципира е понизок од оној на купувачот X. Хипотетички, тоа значи: ако на пазарот постојат само овие двајца купувачи, компанијата својата акција би му ја продала на купувачот Y, затоа што тој е подготвен да плати повисока цена за акцијата.

Значајна детерминанта за определување на цените на акциите е и промената на приносите што ги нудат алтернативните вложувања. Всушност, монетарната политика може да влијае врз вредноста на акциите, пред сè, преку промената на каматните стапки. „Така, доколку централната банка ги зголеми

каматните стапки, приносот на обврзниците (што претставуваат алтернативно средство на акциите) се зголемува и, во тој случај, многу веројатно е инвеститорите да бараат повисока стапка на принос, што ќе доведе до намалување на цената на акциите“ (Момировски, 2014). Оттука, може да се заклучи дека учесниците на пазарот константно примаат нови информации и ги ревидираат своите очекувања, па затоа цените на акциите постојано се менуваат. Кога ќе се дознае некоја нова информација за одделна компанија или информација во врска со каматните стапки, тоа може да предизвика промена на очекувањата поврзани со ризикот за идните парични приливи, а со тоа се влијае врз детерминирањето на пазарните цени.

Очекувањата поврзани со паричните текови се значајни и влијаат врз вредноста и цената на акциите. Теоријата за рационални очекувања е најупотребуваната теорија за објаснување на формирањето на очекувањата. Џон Мјут, во далечната 1961 година, ја развива оваа теорија, според којашто: очекувањата ќе бидат еднакви на најдобрите предвидувања за иднината (оптималните предвидувања), ако се употребат сите достапни информации. Хипотезата за рационалните очекувања Мјут ја развива во својата позната статија „Рационалните очекувања и теорија за движењето на цените“ („Rational Expectations and the Theory of Price Movements“, *Econometrica*, 1961). Сублимирано, неговата хипотеза се сведува на следново:

- За да се објасни доволно едноставно како се формираат очекувањата, се развива хипотезата дека, суштински, тие се нешто како предвидувањата на релевантната економска теорија;
- Основата на хипотезата за рационалните очекувања на Џон Мјут е дека очекувањата, односно предвидувањата за иднината, во мера во која тие се фундирани врз добри, квалитетни информации, суштински се идентични со предвидувањата на една коректно изведена економска теорија, што значи дека се доаѓа до резултати кои се еднакви со оние кои навистина ќе се случат во иднина.

Битни карактеристики на хипотезата за рационалните очекувања се:

- Учесниците во економскиот живот, врз основа на општите познавања на начинот на функционирање на економијата, но и врз основа на следењето на настаните во економијата, промените во економската

политика, ја предвидуваат иднината релативно коректно, без притоа да прават систематски грешки;

- Доколку предвидувањата на учесниците во економскиот живот се засновани на квалитетни информации, тие не отстапуваат од предвидувањата на самата економска наука;
- Сепак, рационалните очекувања не се синоним за совршени предвидувања на иднината. Грешките се можни, пред сè поради некомплетност на информациите, но таквите грешки, во просек, тендираат кон нула;
- Економските политики кои ги имплементираат владите имаат силно влијание врз начинот на формирање на очекувањата;
- За разлика од адаптабилните, рационалните очекувања се свртени кон напред;
- Луѓето се рационални. Оттука, доколку тие коректно ја предвидуваат иднината, бргу им се приспособуваат на промените и преземаат неопходни мерки за да ги елиминираат несаканите последици од новонастанатата ситуација.

3.2.2.4. Вреднување на акциите како основа за донесување одлука за вложување капитал во други деловни субјекти

Најголем дел од луѓето, доколку нешто им преостане по плаќањето на сите сметки, прво помислуваат на вложување на вишокот пари на штедна книшка и/или во животна осигурување. Овие форми на штедење се суштински, ако луѓето сакаат соодветно да се заштитат од непредвидливите случувања во текот на животот. Но денес милиони луѓе веќе ги сметаат хартиите од вредност (акциите) во сите свои разновидни и постојано нови форми, за здрави и атрактивни средства за инвестирање. Се разбира дека постои ризик при купувањето акции и за најголем број луѓе тоа е многу поголем ризик од она што би требало да биде, ако не одвојат време да ги проучат и вреднуваат за да откријат како би можеле успешно да инвестираат во нив.

Секундарниот пазар претставува економски организиран простор на којшто, на организиран начин, се врши трговија со долгорочни финансиски

инструменти, како и објективно вреднување на компаниите, што е во функција на ефикасно алоцирање на капиталот во пазарното стопанство. Секундарниот пазар, всушност, е „feedback“ за работењето на компанијата. Овој пазар може да биде организиран како берза и вонберзански пазар. Откако еднаш ќе се зачекори на патот на инвестирањето, човекот ќе посака да дознае како се движат пазарните цени на акциите за кои има значителен интерес. Дневните весници во големите метрополи содржат листа на поголем број, ако не и на сите акции од големите берзи и голем број емисии кои се тргуваат на другите главни пазари, посебно ако компаниите се присутни на страниците на весниците кои објавуваат податоци за хартии од вредност. На прв поглед, табелите на акции може да изгледаат застрашувачки, но со малку трпение и искуство, лесно може да се најде логиката во масата податоци кои се нудат. Во овие весници може да се добијат податоци за приносот и коефициентот цена/добивка за секоја акција. Голем број весници употребуваат затемнување, подвлекување и посебно означување, со цел да ги истакнат акциите кои имаат големи нагорни или надолни промени на цените, акциите кои се невообичаено активни или акциите кои оствариле нова годишна највисока или најниска цена за време на сесијата на тргување. Со помош на овие табели може редовно да се следи тековната вредност на секоја инвестиција и на акциите кои се планира да се купат.

При инвестирање во некои акции, вниманието треба да се насочи кон долгорочните трендови по потрага на долгорочни сигурни вредности. Се разбира, паралелно со промените на цените на акциите треба да се настојува да се дознае што се случува со самата компанија. Сигурно дека секој што е заинтересиран за инвестирање ќе сака да дознае како се движи пазарот како целина, а не само како се движат цените на одредени акции. Речиси секој дневен весник, радио или телевизија во своите известувања ќе даде барем краток осврт на просечното движење на цените на берза. Најпознатиот начин на мерење на пазарот е индексот на движење на цената на акцијата за секоја компанија.

3.2.2.5. Вреднување на акциите во функција на остварување поголема мобилизација на слободните парични средства

Честопати компанијата, при реализација на определен деловен проект, се

соочува со потреба за финансиски средства, која трае подолг период (повеќе години). Ако потребните парични средства ги прибира на пазарот на пари, ќе биде потребна цела серија од чести позајмувања, при што новите заеми би се земале за да се платат постоечките заеми. За да се заштити од оваа потенцијално негативна состојба, компанијата ќе настојува да добие средства со подолг рок на отплата. Затоа, таа многу често се ориентира кон пазарот на капитал.

Пазарот на капитал се дефинира како институционален организиран простор каде што, според утврдени правила и во точно определено време, се сретнуваат понудата и побарувачката на долгорочни финансиски инструменти и долгорочни финансиски средства. Пазарот на долгорочни финансиски инструменти може да биде организиран како примарен и како секундарен пазар.

Примарниот пазар им овозможува на деловните субјекти мобилизација на слободниот паричен капитал којшто е неопходен за финансирање на тековното и развојното работење. „Овој начин за прибирање на паричниот капитал претставува доброволна централизација на капиталот и негово производствено ориентирање.“ (Ивановски, 2011, стр. 11). Меѓутоа, компанијата пред да се определи за видот на финансискиот инструмент што ќе го издаде (акции или обврзници), мора да направи анализа за актуелната состојба на финансискиот пазар, потоа за даночната и монетарната политика на државата, како и за сопствената финансиска состојба. Ваквата анализа е од особено значење за квалитетот на емисијата на примарниот пазар и за остварувањето поефикасна и поголема мобилизација на слободните парични средства. Притоа, од пресудно значење при определбата дали компанијата ќе емитува акции или обврзници, претставува согледување на структурата на изворите на средства. Имено, доколку доминира сопствениот капитал, тогаш компанијата би требало да емитува обврзници, а доколку доминираат обврските по различни основи, компанијата би требало да емитува акции.

Од друга страна, пак, примарната емисија на акции може да се подели на приватна и јавна. Кај приватната емисија почесто се пласираат приоритетни акции и обврзници, а поретко обични акции, и тоа преку директна продажба на целата емисија на хартии од вредност на еден или помал број инвеститори (осигурителни компании, пензиски фондови, богати поединци), а не преку пазарите на хартии од вредност. Најчесто, приватниот пласман, го применуваат компаниите во развој

што сакаат да ја избегнат или одложат иницијалната јавна понуда и значително да ги намалат трошоците поврзани со долгиот и скап процес на регистрација на приватната емисија кај Комисијата за хартии од вредност. Примарната емисија има и определени недостатоци, бидејќи не е регистрирана на берзата, што го прави ризично вложувањето, па така, инвеститорите ќе бараат и повисока стапка на принос, а тоа ќе ги зголеми и трошоците за финансирање на компаниите.

Најчесто, јавната примарна емисија е организирана со посредство на инвестициски банки коишто професионално ги извршуваат работите околу подготвувањето на емисијата, т.е. определувањето на нејзината пазарна вредност и пазарна цена, пласман, како и дистрибуцијата до сопствениците на капитал – инвеститорите. „Тоа се најсилни и најмоќни учесници на пазарот на капитал, според обемот на средствата со коишто располагаат.“ (Трајкоска, 2003, стр. 74).

Инвестициската банка честопати се нарекува и гарант (underwriter), бидејќи презема „цврста обврска“ да ги откупи хартиите од вредност од компанијата со што го штити емитентот од можните загуби при продажбата на хартиите од вредност. Во овој случај, инвестициската банка ги откупува акциите по пониска набавна вредност, во однос на очекуваната пазарна цена, со цел да оствари добивка во разликата на цени. Доколку пазарните цени не се движат според предвидената рамка, тогаш инвестициската банка работи со загуба, затоа што има обврска да му ја исплати на емитентот фиксно договорената сума за емисијата на хартии од вредност (Оцаклиеска, 2012). Таков е примерот со инвестициските банкари на „Морган Стенли“, коишто ја организирале иницијалната јавна понуда на компанијата „Фејсбук“. Имено, тие забележале огромни загуби поради лошата проценка на вредноста на акциите и движењето на цените спротивно од предвидената рамка. За разлика од нив, инвестициските банкари на „Голдман Сакс“ направиле добро предвидување на вредноста на акциите на Твитер, па така, вредноста на акциите на Твитер кон крајот од првиот ден на тргувањето на Њујоршката берза достигнала 44,94 американски долари (а на моменти надминувала вредност од 50 американски долари), што претставувало раст од 73% во однос на нивната почетна цена од 26 американски долари по акција. Со одлуката да се пуштат во промет 70 милиони акции, всушност, Твитер мобилизирал 1,82 милијарди американски долари. Поради ваквото успешно излегување на Њујоршката берза и правилните одлуки на инвестициските банкари на „Голдман Сакс“, Твитер станал дел од 10 најважни интернет концерни во

светот, а инвестициската банка Голдман Сакс оствари профит од 22 милиони американски долари (<http://online.wsj.com>)

Постои и алтернативен начин за дистрибуција на акциите, кога инвестициските банки прифаќаат да извршат дистрибуција на акциите без да го земат предвид ризикот од продажбата, т.е. јавната емисија ја реализираат врз основа на „најдобри напори“. Имено, инвестициската банка не ја откупува емисијата на емитентот според некоја договорена цена, туку со своето реноме и капацитет ќе дистрибуира што е можно повеќе акции според најдобрата цена што ќе биде постигната на пазарот. Оние акции што нема да бидат продадени, инвестициската банка ѝ ги враќа на компанијата емитент.

Инвестициската банка, како посредник во дистрибуцијата на хартиите од вредност, овозможува континуирано советување во врска со бројот на акциите што треба да се продадат, го советува емитентот при изборот на финансискиот инструмент преку којшто ќе го обезбеди потребниот капитал и тајмингот за продажба, и сл. „Исто така, инвестициската банка помага и во поддржувањето на пазарот на одделна хартија од вредност, т.е. за време на дистрибуцијата и ограниченото време учествува во купувањето и продавањето на хартијата од вредност, со цел да обезбеди ликвиден пазар.“ (Stevenson и Jennings, 2000, p. 28).

„Во случај кога иницијалната инвестициска банка откупува голема емисија, тогаш таа формира потписнички синдикат, составен од најмалку 2, а најмногу 100 инвестициски банки, за да го поделат ризикот и да помогнат во дистрибуцијата.“ (Moyer, McGuian, Rao, 2007, p. 33). Иницијалната инвестициска банка го потпишува најголемиот дел од примарната емисија на хартии од вредност и го координира синдикатот на банки. Притоа, секоја инвестициона банка во синдикатот е одговорна за продажбата на делот што ќе го купи од примарната емисија. Натаму, инвестициските банки формираат групи на брокери, дилери и други продажни групи за побрза и поуспешна реализација на продажбата на откупените хартии од вредност.

3.2.2.6. Влијанието на вреднувањето на акциите врз ефикасноста на пазарот на капитал

Секогаш кога се зборува за пазарот, се поставува прашањето, што се тоа

ефикасни пазари или пазарна ефикасност. „Под ефикасен пазар може да се смета оној во кој повеќе се нагласени следните карактеристики:

- присуство на голем број фирми со безначајно (инфинитезимално) учество;
- производство на исти (хомогени) производи со ист квалитет од страна на сите фирми;
- слободно влегување на пазарот и излегување од него;
- совршена информираност на учесниците на пазарот (Шукаров и Ивановски, 2005, стр. 54).

Во финансиската теорија се цени дека едно од најконтроверзните прашања во финансиите е поврзано со пазарната ефикасност. Од математички аспект, прецизната дефиниција на ефикасен пазар е многу сложена и комплицирана работа, но нејзиното основно значење е едноставно: секоја битна информација за една акција, обврзница или друг финансиски инструмент континуирано се вградува во нејзината цена. Хипотезата за ефикасни пазари се засновува на претпоставката дека цените на акциите, обврзниците и на другите финансиски инструменти целосно ги рефлектираат сите расположливи информации. Концептот подразбира дека инвеститорите бргу ги вклучуваат сите расположливи информации во нивните одлуки за цената по која се подготвени да продадат или да купат. Дури и предвидувањата се вградени во сегашните цени, што се случува постојано. Активните пазари, какви што се тие во развиените земји се ефикасни, бидејќи на нив тргуваат голем број висококонкурентни и рационални инвеститори, кои бргу и објективно реагираат на секоја нова информација, а тоа предизвикува цените на акциите да се адаптираат точно и во многу кус временски период.

Според хипотезата за ефикасни пазари, приспособувањето не е секогаш совршено: понекогаш е преголемо, а во некои случаи премало. „Но, во просек, според оваа теорија, адаптирањето е точно и води до рамнотежа на цените на акциите.“ (Van Kanar, 2008, p. 63). Нормално е дека ваков пазар не постои, дека тоа е теоретска претпоставка за градење голем број класични и неокласични теоретски модели и истражувања. Односно, совршена конкуренција не постои, а не постои ни совршена информираност. Асиметријата на информациите е нагласена токму на финансиските пазари, но таа се решава на тој начин што се воведуваат повеќе регулаторни механизми за да се избегне инсајдерството.

Резултатите од емпириските истражувања покажуваат дека пазарите на хартии од вредност, особено на акции кои котираат на Њујоршката берза, се доволно ефикасни. Се чини дека цените на хартии од вредност добро ги одразуваат расположливите информации и дека пазарните цени бргу се приспособуваат кон новите информации. Изгледа дека пазарните учесници се во состојба да го предвидат секое правилно движење на цените, односно, на тој начин, тие воспоставуваат законитост на осцилаторното движење на цените околу „фактичката“ вредност, што потсетува на случајно движење.

Теоријата на ефикасен пазар содржи своевиден парадокс: хипотезата дека пазарите на хартии од вредност се ефикасни ќе биде вистинита, единствено доколку голем број инвеститори не веруваат во нивна ефикасност и се однесуваат во согласност со своите уверувања. Со други зборови, за теоријата е важно да постојат доволен број инвеститори со спротивни ставови и уверувања, кои, во обидот да заработат профит, моментално ги прифаќаат и ги анализираат сите информации за претпријатијата за чии хартии од вредност се заинтересирани, а кои се јавно достапни. Во спротивно, ако не би било така, финансиските пазари би станале помалку ефикасни. Секако дека не е можно целосно да се елиминира пазарната имперфектност, која, од време на време, може да влијае врз одредувањето на цените на хартиите од вредност.

3.2.2.7. Имплементација на вреднувањето на акциите на пазарот на капитал

Финансиските менаџери, инвеститорите и инвестиционите аналитичари при донесување одлуки за продавање или купување акции вршат вреднување на акциите. Главна цел е да се идентификуваат акциите кои се потценети за да се купат и преценетите акции за да се продадат. Приоритетно за финансиските менаџери е добро да ги познаваат техниките за инвестициони одлуки за да бидат способни да ги одберат вистинските акции. Овие техники претставуваат незаобиколна основа за сериозно инвестирање во акции. При вреднување на акциите се применува техниката на нето-сегашна вредност. Финансискиот менаџер при вреднување на акциите најпрво ги идентификува времетраењето и обемот на паричните текови. Како втор чекор, тој определува соодветна дисконтна стапка, која треба да го одразува опортунитетниот трошок на

инвестирањето. И на крај, така определената дисконтна стапка се применува на паричните текови во секој период за да се добие цената на акцијата. Постојат неколку модели на вреднување на акциите, како што се:

- *Модел за вреднување во еден период* - се дисконтираат идните парични текови со соодветна дисконтна стапка. Всушност, се дисконтира дивидендата што фирмата ќе ја исплати по една година и очекуваната цена на акција, по една година;
- *Модел за вреднување во повеќе периоди* - се бара проценка за вредностите на дивидентите што почнуваат една година од сега и продолжуваат засекогаш;
- *Модел на константен растеж на дивидендите (Гордонов модел)* - моделот претпоставува дека дивидендата расте по константна стапка и бара стапката на растеж да биде помала од дисконтната стапка. Ова заради тоа што ако константната стапка на растеж на дивидентите е поголема од дисконтната стапка, би подразбирало бесконечна вредност и сегашната вредност на дивидентите би растела сè повеќе и повеќе. Имајќи предвид дека ни една хартија од вредност нема бесконечна вредност, барањето константната стапка на растеж да биде помала од дисконтната стапка има полна економска смисла;
- *Методот на вреднување базиран на коефициентот цена/приход* - овој показател пресметан од финансиските аналитичари има за цел оценка на вредноста на обичните акции. Тој се пресметува делејќи ја сегашната цена на акцијата со приходите по една акција. Така, финансиските аналитичари акциите со високи коефициенти цена/приходи, ги нарекуваат *растечки акции*. Иако инвеститорите ги посакуваат растечките акции, тие, сепак, внимаваат коефициентите да не бидат премногу високи. Тоа би било сигнал дека акцијата веќе станала преценета и дека нејзината цена може да опадне.

Звучи парадоксално, но акциите со ниски коефициенти се нарекуваат *вредни акции* затоа што можат да претставуваат добри инвестициони вредности. Сигурно изразите растечки и вредни акции се само називи кои ги отсликуваат очекувањата во врска со конкретните акции. Времето, односно иднината ќе каже дали некоја акција со висок коефициент е навистина растечка акција или акцијата

со низок коефициент е вредна акција.

3.2.3. Берзата како место за тргување со долгорочни хартии од вредност

Берзата претставува место на коешто се врши купопродажба на хартиите од вредност, со строги правила на однесување. Оргнизираните берзи се реални, конкретни физички ентитети. Секоја берза има своја зграда, избрани членови и изборно управувачко тело. Се вели дека за членовите на берза има „седиште-места“ на берзата. Таквите места, кои се купуваат и продаваат, му даваат право на имателот да тргува на берзата. Постојат 1.366 места на NYSE, кои во 1994 година се продаваа за околу 760.000 долари, што претставуваше намалување на цената за 100.000 долари, во однос на цената од претходниот месец. „Берзите се отворени во сите работни денови, кога членовите се среќаваат во големи сали, ‘вооружени’ со телефони и други електронски помагала кои им овозможуваат на сите членови да комуницираат со своите фирми.“ (Шукаров и Ивановски, 2005, стр. 32). Преку берзата се врши регулирање на цената на ефектите, а на инвеститорите им се овозможува да заработат преку зголемување на пазарната цена на ефектите и да остварат капитална добивка.

Берзата на ефекти работи според однапред утврдени правила и прописи. Имено, берзанските работи се извршуваат преку посредници или меѓу членовите на берзата, а работата се одвива преку состаноци што се одржуваат во точно определено време и на најбрз можен начин, главно, преку аукција. „Некои позначајни функции што ги врши берзата се следниве:

- таа ги штити интересите на инвеститорите со помош на законската регулатива, при што ги елиминира злоупотребите и нерегуларностите;
- врши реално формирање на пазарната цена на хартиите од вредност;
- ликвидноста е на високо ниво, така што, во секој момент, инвеститорите можат да ги претворат хартиите од вредност во парични средства;
- создава услови за проширување на сопственоста на финансиски средства на голем дел од инвестициската јавност; и
- овозможува валоризација, бидејќи доброто работење позитивно се одразува врз цената на хартиите од вредност“ (Парталоска 2014, стр. 18).

Вообичаено, како учесници на берзата се среќаваат: берзански посредници, берзански трговци и останати учесници кои немаат овластување за тргување со ефекти. Така, на пример, Мерил Линч (најголема брокерска компанија во светот) може да прими нарачка од својата канцеларија во Питсбург, од купувач кој сака да купи акции од компанијата ИМВ. Истовремено, Дин Рајтер од Денверската канцеларија може да прими нарачка од купувач кој сака да продаде 100 акции од ИМВ. Секој брокер комуницира телефонски со претставникот на компанијата на NYSE. Другите брокери низ земјата, исто така, комуницираат со своите членови на берзата. Берзанските членови со продажен налог нудат акции за продажба и се договараат за продажната цена со брокерите со куповни налози. На тој начин берзите работат како аукциски пазар.

Како и секој друг пазар, така и берзата ја олеснува комуникацијата меѓу купувачите и продавачите. Берзата не ја определува цената по која се купуваат, односно се продаваат акциите. Цените се утврдуваат по пат на двонасочен систем на аукција. Секој купувач се натпреварува со другите купувачи за најниската цена, а секој продавач се натпреварува со другите продавачи за највисоката цена. Оттаму, берзата тврди дека таа е најслободниот пазар на светот, пазар со најмалку пречки во слободната игра на понудата и побарувачката. „Најверојатно сте чуле дека со пазарот на акциите се манипулира, дека големите играчи ги креваат или спуштаат цените како ним им одговара и дека заработуваат на сметка на малите учесници на пазарот.“ (Louis and Henry, 1994 p. 101). Литературата ни кажува за деновите на „измамничките барони“ по граѓанската војна, кога манипулаторите редовно се обидуваат пазарот да го „втераат в кош“ (да ја зграпчат целата расположлива понуда за некоја акција) и меѓусебно да се измамат, вклучувајќи ја и јавноста. Потоа тука се дивите неодмерености во 1920 година, кога големите пазарни играчи ја применуваа тактиката „Мечкини напади“ (спуштајќи ја цената на акциите надолу, а потоа истите ги купуваа по претходно договорена цена) и други дискутабилни маневри.

Секако, секој што внимателно ги следи новинарските наслови, ќе види дека берзите сè уште не се ослободиле од сите измамници. Сè уште можат да се најдат скандали на Wall Street, како што можат да се најдат слични афери во сите области на човечкиот живот. Но, денес сè потешко се поминува неказнето, доколку некој се однесува проблематично на пазарот, за разлика од времето кога тоа предизвикуваше само беспомошен бес. Современата регулатива е построга, со

цел да се спречи манипулација со цените и тргување по пат на внатрешна злоупотреба на информациите (т.н. инсајдерство, што своевременно се сметаше за рутинска привилегија на оние што беа активни во бизнисот и во финансискиот свет, а во некои земји тоа сè уште е така).

3.2.3.1. Котација и услови за котација на берза

Откако хартиите од вредност ќе бидат котирани на официјален пазар, компанијата (друштвото), врз основа на склучениот договор за котација со Берзата, мора постојано да ги исполнува обврските за *обелоденување податоци*. Имено, исполнувањето на постојаните обврски е од клучна важност за одржување регулиран пазар на хартии од вредност на кој се обезбедува истовремен пристап на информации за сите негови учесници. Издавачот на котираните хартии од вредност мора да ѝ ја достави на Берзата секоја информација која е побарана од него (Republic of Macedonia, Securities and Exchange Commission, 2004). Важно е да се избегне создавање лажен пазар. Затоа котираното друштво мора да им ја обелодени и објави на акционерите и на пошироката јавност секоја информација која ќе го подигне реномето на друштвото. Секоја ценовно-чувствителна информација на котираното друштво мора да биде доставена до Берзата, не подоцна од еден час пред објавувањето на истата во јавноста. Издавачот на котираните хартии од вредност ќе ја достави до Берзата својата годишна пресметка во рок од три месеци од завршувањето на финансиската година за друштвото, односно во рок од една недела откако годишната пресметка е усвоена на нивното годишно акционерско собрание (Republic of Macedonia, Securities and Exchange Commission, 2004). Издавачот треба да достави до берзата и копија од својот полугодишен неревидиран финансиски извештај, во рок од еден месец по неговото изготвување.

Објавување податоци поврзани со деловното работење. Што се однесува до објавувањето податоци поврзани со деловното работење, котираното акционерско друштво мора без одложување да ја извести јавноста за следните активности кои се од ценовно-чувствителна природа:

- какви било позначајни унапредувања на своите активности, кои не ѝ се познати на јавноста и кои можат да влијаат на цената на котираната

хартија од вредност;

- која било одлука која би го изменила карактерот или природата на деловните активности на котираното друштво или на гранката;
- укинување клучна активност која предизвикала промена на деловната ориентација на издавачот на хартии од вредност;
- значајни промени на пазарната позиција на издавачот на хартии од вредност, која е последица на какви било невообичаени околности;
- промени во управувањето на издавачот на хартии од вредност и на телата на управување.

Објавување податоци поврзани со капиталот. Што се однесува до објавувањето податоци поврзани со капиталот, друштвото мора континуирано и без одлагање да ги објави следниве податоци кои се поврзани со неговиот капитал (Republic of Macedonia, Securities and Exchange Commission, 2004):

- какво било зголемување или намалување на акционерскиот капитал;
- кои било најавени промени во капиталната структура, вклучувајќи ја и структурата на своите котирани хартии од вредност;
- во случај кога друштвото има котирано должнички хартии од вредност, кое било ново позајмување, а особено кое било гарантирање;
- промена во правата кои се однесуваат на одредена класа котирани хартии од вредност (вклучувајќи ја и која било промена на условите за кредит или каматните стапки на должничките хартии од вредност);
- каква било понуда за откуп.

Објавување податоци за значајни промени во финансиската позиција на издавачот на хартии од вредност. Освен објавувањето податоци поврзани со капиталот и деловното работење, друштвото е должно да објавува и податоци што се значајни за промената на финансиската позиција. Од групата податоци поврзани со промена на финансиската позиција, друштвото е должно, без одлагање, да ги доставува:

- непредвидено значајното намалување на заработките, значајните загуби или значајниот пораст на заработките;
- информациите за профитот односно известувањето дека предвидената профитна динамика не кореспондира со сегашните активности;

- брзото намалување на исплатите на дивиденди.

Објавување сметководствени податоци. Во случаи на нова пријава за котација на Македонската берза, потребно е доставување сметководствени податоци, односно финансиските извештаи не смеат да бидат постари од шест месеци пред изготвувањето на проспектоот. Во врска со овој вид информации, издавачот е должен да достави:

- финансиски извештаи (биланс на состојба, биланс на успех, извештај за готовинските текови и извештај за промена на капиталот);
- мислење од ревизорите.

Исто така, издавачот на хартии од вредност е должен да достави и полугодишен биланс на успех. Ако издавачот има мнозинско учество во друго друштво, треба да подготви консолидиран годишен биланс и извештај за управувачките и другите активности на групите-друштва.

Годишните сметки се составени од сметководствени (ревизорски) извештаи и објаснувања дадени кон нив. Објаснувањата на сметководствените (ревизорски) извештаи треба да содржат:

- информации за методите кои се користени при проценка на ставките на сметководствените извештаи;
- издвојување групи податоци од сметководствените извештаи преку кои ќе се обезбеди нивно полесно разбирање и анализа;
- податоци за работата на странските филијали.

Сметководствениот (ревизорски) извештај мора да содржи:

- финансиски извештаи за последните три години;
- да е подготвен од страна на независни сметководители (ревизори);
- да содржи информации во поглед на заработките и загубите, средствата и обврските и промените во финансиските позиции, во согласност со меѓународните сметководствени стандарди;
- ревизорско мислење за тоа дали извештајот дава вистинита и реална слика за финансиските работи кои ги содржи.

Секоја информација или предвидување во збирните статистички податоци во проспектоот мора да биде усогласена со ревизорските податоци. Во проспектоот мора јасно да се наведе изворот на поединечните бројки кои се однесуваат на

историските, предвидените или проценетите информации, односно од каде се користени тие.

Одлуките за исплатена дивиденда или некоја друга распределба мора да содржат:

- точен нето-износ на исплата по акција;
- датум на истек;
- регистриран датум (за затворање на листата на акционери со право на дивиденда);
- датум на исплата.

Издавачите на котирани хартии од вредност треба да ги достават своите годишни сметки до Македонската берза, во рок од три месеци од завршувањето на фискалната година, односно во рок од една недела откако годишната сметка е усвоена на Акционерското собрание. Издавачите треба да достават до Берзата и копија од полугодишните неревидирани биланси на успех, во рок од еден месец по нивното изготвување.

4. Теорија на портфолио-избор

Теоријата на портфолио избор се обидува да најде одговори околу вложувањето на средствата во портфолиото и предвидува како еден штедач ќе ги распредели своите заштеди помеѓу алтернативните инвестиции. Инвеститорот не би требало „сите јајца да ги стави во една кошница“, туку да настојува да го минимизира ризикот, така што ќе ги распредели своите инвестиции во повеќе проекти (Druy). Како што е веќе кажано, портфолиото претставува комбинација на различни хартии од вредност. Основна причина за управување со портфолиото е диверзификацијата на ризикот на инвеститорите. Уделот на различните хартии од вредност во портфолиото треба да биде конципиран да носи најголем принос со најниско ниво на ризик. Целта на секој инвеститор не е максимирање на приносот на одделни хартии од вредност, туку максимирање на приносот на вкупното портфолио на хартии од вредност што ги поседува. При управувањето со портфолиото на хартии од вредност, инвеститорите постојано вршат приспособување на неговата структура со новонастанатите пазарни услови за

негова оптимализација. „Одлуките на инвеститорите за купување и продажба на хартии од вредност се засновани на информациите за перформансите на тие хартии од вредност.“ (Јолески, 2014, стр. 46). „Значи, финансиските информации и нивната правилна интерпретација и проценка претставуваат основен инструмент за донесување правовремени и адекватни одлуки за инвестирање во определени финансиски инструменти.“ (Оџаклиеска, 2010, стр. 70).

Ризикот е составен дел на секоја инвестиција, па секој рационален инвеститор е заинтересиран за негова минимизација при определена очекувана стапка на вкупен принос. Ефикасното управување со портфолиото на хартии од вредност ја наметнува потребата да се користат определени статистички методи, што ќе им помогнат на инвеститорите да извршат правилна селекција на хартиите од вредност, кои ќе влезат во составот на портфолиото, а сè со цел да можат да ја остварат очекуваната стапка на принос, со истовремено минимизирање на ризикот.

4.1 Детерминанти на портфолио-изборот

Инвеститорите разгледуваат различни критериуми кога одлучуваат за инвестициите што сакаат да ги направат. Тие детерминанти се:

1. Богатството - Кога луѓето стануваат побогати, обемот на нивното портфолио расте. Висината на паричните примања на населението е зависна од висината на националниот доход по глава на жител. „Оттука, сосема е јасно дека доколку националниот доход по глава на жител е поголем, тогаш населението ќе има поголеми примања, а со тоа и поголема можност да има слободни парични средства што ќе може да ги вложи во различни хартии од вредност.“ (Камчева, 2012, стр. 73). Со растот на доходот на поединецот, всушност, расте и неговата можност за штедење. Со растот на штедењето, пак, растат и можностите за инвестирање. Зголемените инвестирања ја зголемуваат веројатноста за раст на доходот. Значи, чинот на штедење, логично, му претходи на чинот на инвестирање. „Штедењето и инвестирањето потекнуваат од индивидуалните и од институционалните инвеститори, од страна на државата или од страна на деловните субјекти.“ (Фуна Витанова, 2012, стр. 38). Заштедите од тековниот доход можат да се вложуваат во депозитни, но и недепозитни институции, на пример, осигурителни компании, пензиски фондови, инвестициски компании и

сл. На развиените финансиски пазари најголемиот дел од годишните заштеди се одливаат во пензиските фондови и во осигурителните компании. Овие институции од акумулираната заштеда купуваат хартии од вредност. Денес, најголем дел од побарувачката и средствата за купување хартии од вредност доаѓаат од осигурителни компании, пензиски фондови и банки. Значи, институционалните инвеститори се многу позначајни како директни купувачи на хартии од вредност, отколку индивидуалните купувачи.

2. Очекувани приноси на средствата и ризиците поврзани со приносите на средствата - Доколку штедачот избира помеѓу две, инаку слични средства, тој би го избрал она со повисок очекуван принос. На пример, иако првата и втората фирма имаат еднакви очекувани приноси, веројатноста дека еден инвеститор во втората фирма ќе заработи 10%, е помалку извесна, отколку приносот од истата инвестиција во првата фирма. Поголемата потенцијална варијација во приносот на втората фирма значи дека таа е поризична инвестиција. Во вакви случаи, инвеститорот ќе инвестира во хартијата од вредност на првата фирма која овозможува ист очекуван принос и понизок ризик. За да се максимира приносот, а во исто време, да се сведе ризикот на прифатлива мера, потребно е да се изврши ефикасна диверзификација, што, всушност, претставува избор на хартии од вредност кои имаат низок коефициент на корелација. Во случајов, нивната цена не реагира на ист начин во однос на новините на финансискиот пазар, на политичките промени и на промените во реалниот сектор на економијата. Инвеститорот се обидуваат да пронајдат потценети хартии од вредност во оние сегменти каде што пазарот не стигнал да го одработи своето и да ги доведе цените на реално ниво. Тоа претставува еден од основните принципи на инвестирање и управување со портфолиото на хартии од вредност – што поевтино да се купат добри хартии од вредност, кои во идниот период ќе донесат добар принос, а тогаш да се продадат што поскапо. Но тоа не значи дека инвеститорот ако пронајде такви хартии од вредност сигурно ќе заработи! Доколку својот капитал го пласира во поголем број такви хартии од вредност, на одредени ќе изгуби, но вкупниот принос од такво портфолио на хартии од вредност најверојатно ќе биде позитивен.

На пример, да претпоставиме дека портфолиото се состои од само две акции на АД Комерцијална банка. Се поставува прашањето, кои би биле изворите за ризик на ова портфолио? Би можело да се смета на два големи извори на

неизвесност: прво, постои ризик што произлегува од условите во националната економија, како што се: деловниот циклус, инфлацијата, каматните стапки и девизните курсеви. Ниеден од тие макроекономски фактори не може да биде прецизно предвиден, а сите тие влијаат врз стапката на принос на акциите на АД Комерцијална банка. Покрај овие макроекономски фактори, постојат и специфични влијанија на компанијата, како што се: успехот во истражувањето и развојот на АД Комерцијална банка и персоналните измени. Тие фактори влијаат врз АД Комерцијална банка, без позначајно да влијаат врз другите фирми.

Имајќи го предвид претходното, сега може да се разгледа една стратегија на природна диверзификација, во која се вклучуваат дополнителни хартии од вредност во портфолиото. На пример, доколку фондот биде пласиран подеднакво во две компании, во овој случај тоа ќе бидат АД Стопанска банка и АД Комерцијална банка. Што ќе се случи со ризикот на портфолиото? Со оглед на тоа што специфичните влијанија врз двете акции се различни, диверзификацијата ќе го намали ризикот на портфолиото. Со поделбата на фондот во овие две компании, односно акционерски друштва, ќе се стабилизира приносот на портфолиото. Но зошто да се заврши диверзификацијата само на акции од две компании. Со диверзифицирањето во повеќе хартии од вредност се продолжува со намалување на изложеноста кон специфичните фактори на компанијата, при што променливоста на портфолиото ќе продолжува да се намалува. Во крајна линија, дури и со голем број емисии на хартии од вредност не може да се избегне ризикот во целост, со оглед на тоа што сите хартии од вредност се под влијание на заеднички макроекономски фактори. На пример, ако сите акции се под влијание на деловниот циклус, тогаш изложеноста кон циклусот не може да се избегне, независно од бројот на акции што се преземени (Meir, 1987).

Во услови кога целиот ризик е специфичен за фирмата, диверзификацијата може да го намали ризикот на прилично ниски нивоа. Овој ризик може да се избегне и затоа се нарекува диверзификуван ризик или несистематски ризик. Несистематскиот ризик е последица од факторите што влијаат врз цената на акциите на одредени компании. Како пример, може да се искористи работењето на компаниите во кои во вкупните трошоци имаат големо учество на трошоците за електрична енергија. Растот на цената на електричната енергија влијае врз растот на трошоците на компаниите, со што доаѓа до пад на добивката. Со вклучувањето поголем број акции во портфолиото, се намалува неговата

специфична непредвидливост. Ако покрај акциите на компаниите чиј профит значајно зависи од електричната енергија, би се купиле и акции од хидроелектрани, од профитот би се отстранил ризикот што е последица од движењето на цената на електричната енергија. Значи, несистематскиот ризик е специфичен за конкретни фирми, индустриски сектори или регионални области. Оттука, со формирање добро одбрано портфолио, овај ризик може во потполност да се избегне. Ризикот што останува и по екстензивната диверзификација се нарекува пазарен ризик, односно ризик што се додава на изворите на широкиот пазарен ризик. Таквиот ризик се нарекува и систематски ризик или ризик што не може да се диверзифицира. Систематскиот или пазарен ризик го претставува оној дел на вкупниот ризик што не може да се избегне со диверзификација. Пазарниот ризик е последица на факторите кои имаат еднакво влијание на цените на сите акции на пазарот. На пример, зголемувањето на каматните стапки на банката предизвикува намалување на цените на акциите на сите компании на пазарот. Можат да се купат и сите акции на пазарот, но со тоа нема да се острани непредвидливоста од портфолиото. Изворите на пазарниот ризик лежат во промените во економската, политичката и општествената средина.

Стандардната девијација на портфолиото се намалува со зголемување на бројот на хартии од вредност, но таа не може да се сведе на нула. Намалувањето на ризикот од портфолиото на хартии од вредност, всушност, се добива со инвестирање во внимателно анализирани и одбрани хартии чии ценовни движења се во поволни меѓусебни односи, т.е. со меѓусебно ниско ниво на коефициенти на корелација. Не е едноставно секогаш да се најдат акции со меѓусебно ниски коефициенти на корелација. Едноставен начин со кој се почнало настојувањето да се намали вкупниот ризик на портфолиото, е зголемување на бројот на акции во него, т.е. зголемување на неговата диверзификација. Како што беше објаснето претходно, овој традиционален пристап за диверзификација, познат како проста диверзификација, подразбира инвестирање во голем број различни хартии од вредност.

Меѓутоа, во ваков случај се поставува прашањето, што се случува доколку се инвестира во поголем број акции. Едноставно, зголемувањето на бројот на хартии од вредност, т.е. диверзификацијата на портфолиото ќе влијае на намалувањето на ризикот, но важно е да се има предвид дека приходите од додатните хартии од вредност ќе опаѓаат паралелно со порастот на бројот на

хартии од вредност во портфолиото. Секое додатно диверзификување прекумерно влијае на зголемување на трошоците за анализа на хартиите од вредност, на зголемување на трансакциските трошоци, тешко воочување на добри инвестициски можности, во целина, и оневозможување ефикасен портфолио менаџмент. Оттука произлегува дека постои граница на намалување на ризикот преку диверзификација на портфолиото на позитивно корелирани хартии од вредност. Прашањето е која е таа граница.

Доколку се донесе одлука по случаен избор да се формираат голем број портфолија со различен број хартии од вредност во нивен состав, би се признало дека со порастот на бројот на хартии од вредност, стандардната девијација, т.е. ризикот на портфолиото опаѓа и се приближува до ризикот на ниво на пазарот. Сепак, дури и портфолиото со најголем број хартии од вредност во својот состав, не би го спуштило ризикот под нивото на пазарен ризик. Со други зборови, границата на намалување на ризикот низ диверзификацијата на портфолиото е нивото на пазарниот ризик. Значи, со диверзификацијата може да се елиминира дел од систематскиот ризик, но пазарниот ризик останува во целина.

Помеѓу инвестиционите аналитичари, не ретко, се среќава мислењето дека со вложување во различни стопански сегменти може да се придонесе за дополнително намалување на ризикот на портфолиото. Притоа, анализата се води од едноставната логика дека ако се вложува во три акции од различни стопански области (на пр. енергетика, текстилна индустрија, земјоделство), тоа ќе биде помалку ризично, отколку да се вложува во ист број акции во иста стопанска област (на пр. енергетика). Овој пристап нè води до заклучокот дека за инвеститорот е најдобро да поседува поголем број хартии од вредност од голем број, или, уште подобро од сите стопански области. „Меѓутоа, истражувањата покажале дека оваа диверзификација по прашањето на ризикот и приносот на портфолиото на хартии од вредност не носи просперитет во односот на простата диверзификација.“ (Јолески, 2014, стр. 52).

Стопанските области се тесно поврзани со движењето на пазарот во целина и поради тоа се меѓусебно високо корелирани. Тоа јасно се гледа од движењето на индексот на берзата за поединечни стопански области и пазарот во целина, како на пример „Standard & Poor“. „Значи, диверзификацијата низ различни стопански области не е подобра од простата диверзификација, а систематскиот т.е.

пазарниот ризик кој не може да се елиминира со простата диверзификација не може да го избегне ни простиот избор на хартии од вредност од различни стопански области.“ (Soskic, 2007, стр. 119).

Кога се зборува за диверзификацијата, треба да се каже дека инвестирањето во голем број финансиски пласмани може да се набљудува и од аспект на времето. При секое инвестирање постои и ризик дека инвестицијата е направена во несоодветен момент, кога активата во која е инвестирано очекува пад на цената. Со тоа, ризикот постои и во можноста временскиот период на реализирање на инвестициите да е многу краток или дека се случува во погрешна временска фаза за да може инвестицијата да ги искаже сите свои потенцијални приноси. Токму поради ова, многу инвеститори се двоумат и ретко упаѓаат во традиционалната замка да „чекаат да инвестираат, наместо да инвестираат и чекаат“. Решението може да лежи во т.н. временска диверзификација на инвестициите. Под ова се подразбира постапката на сукцесивно инвестирање поголем број еднакви делови на вкупните инвестиции, со цел намалување на ризикот на инвестирање во неповолен момент. Исто така, форма на временската диверзификација е и стратегијата на долгорочно инвестирање во различни пласмани со цел да се избегнат нивните потенцијални „лоши“ периоди. Со други зборови, стратегијата на долгорочно инвестирање во различни инвестиции може да стане помалку ризична.

Меѓународната диверзификација е засебна можност. Во минатото, инвеститорите, традиционално, инвестирале во рамките на своите национални финансиски пазари. Со желба да ги диверзификуваат своите пласмани, тие се насочувале кон инвестирање во различни стопански области и различни хартии од вредност. Меѓутоа, денес, благодареејќи на развојот на телекомуникациите, преовладува определбата со диверзификација на пласманите да се насочи и кон инвестиции на странските финансиски пазари. Оттука, процесот на глобализација на финансиските пазари постепено станува современ тренд.

Во прилог на тоа дека корелацијата помеѓу поединечните национални финансиски пазари е далеку од перфектна позитивна врска, т.е. дека помеѓу нив коефициентот на корелација е значително помал од 1, меѓународната диверзификација на пласманите во хартии од вредност овозможува додатни можности по прашањето за редукација на ризикот на портфолиото. Систематскиот

т.е. пазарниот ризик претставува долна граница до која ризикот на портфолиото може да се намали со диверзификација на домашниот национален пазар. „Додатната диверзификација може да има ефекти во смисла на понатамошно намалување на ризикот на портфолиото, значи под нивото на пазарниот ризик, само доколку е насочена кон странски финансиски пазари.“ (Јолески, 2014, стр. 53). Иако глобализацијата придонесува за поголема меѓусебна зависност на националните финансиски пазари, сепак, меѓу нив нема перфектна корелација и тоа е она што овозможува додатно намалување на ризикот на меѓународното диверзификувано портфолио.

3. *Ликвидност на средствата* - средствата со поголема ликвидност им помагаат на штедачите да повлекуваат средства кога настануваат итни случаи;

4. *Информациски и трансакциски трошоци* – Инвеститорот секогаш настојува да ги има предвид трошоците кои се поврзани со одреден финансиски инструмент. За некои средства, како што се готовите пари или државните хартии од вредност, публиката може да дојде до соодветните информации побргу и со ниски трошоци, отколку ако некоја нова компанија емитура хартија од вредност, каде што инвеститорот би требало да потроши време и ресурси за да ги собере информациите за анализа на кредитоспособноста на компанијата. Ако каналзирањето на средствата од суфицитарните кон дефицитарните агенти се случува директно, односно без постоење на финансиските институции, ќе се јават два вида трошоци: информациски и трансакциски трошоци. Штедачите (суфицитарните агенти) ќе генерираат информациски трошоци, со цел да го запознаат работењето на претпријатието (дефицитарен агент) или да ја оценат продуктивноста на проектот, односно неговата способност да ги врати позајмените средства. Де Лонг (De Long, 1991) во информациски трошоци ги вбројува и трошоците генерирани за штедачите да се чувствуваат сигурни, што опфаќа мерки за зголемување на оперативната безбедност на депонираните средства. Трансакциските трошоци, пак, се мерат преку потребното време и средства за реализирање една трансакција (De Long, 1991). Ако не постоеја вакви трошоци, немаше да постои и потребата за финансиски систем. Бидејќи тие се присутни во комплексната реалност, улогата на ефикасноста на финансиските пазари се состои во нивно минимизирање и надминување, со цел ефикасна алокација на ресурсите (Merton and Bodie, 1995) и посредна поддршка на економскиот раст.

4.2. Предности на диверзификацијата

Суштината на диверзификацијата е во тоа да се избераат хартии од вредност што имаат низок коефициент на корелација, што значи дека нивната цена не реагира на ист начин на новостите од финансискиот пазар, на политичките промени и на промените во реалниот сектор на економијата. Предноста на портфолио инвестирањето се засновува врз можноста за максимирање на ефектите од инвестирањето (максимирање на приносите), со истовремено минимизирање на ризикот како резултат на диверзификација на портфолиото. Досегашните искуства од практиката покажуваат дека променливоста на приносите на одделни хартии од вредност е поголема отколку кај портфолиото кое се разгледува како целост. Ако портфолиото на хартии од вредност се разгледува како целост, тогаш е можно да се изврши намалување на дел од вкупниот ризик на портфолиото со диверзификација на вложувањата во поголем број хартии од вредност. Со диверзификација на портфолиото се врши комбинација на две или повеќе хартии од вредност, чии приноси се движат во различни насоки, така што поединечните приноси се компензираат со држење стабилна структура на портфолиото. Преку диверзификација се намалува вкупниот обем на ризикот и изложеноста на инвеститорот на конкретен ризик.

Ефектот од диверзификацијата зависи од корелацијата на хартиите од вредност што се вклучени во портфолиото. Во случај кога корелацијата помеѓу хартиите од вредност во портфолиото е помала, тогаш е можно поголемо влијание на диверзификацијата врз намалување на ризикот на очекуваниот принос. Теоретски, постои можност со комбинирање на портфолија со целосно негативна корелација помеѓу хартиите од вредност, на полно да се елиминира несистематскиот ризик, а, во такви услови, инвеститорот е изложен единствено на пазарниот ризик.

Токму затоа кај менаџментот на фирмата или кај инвеститорот мора да постои определба за анализа на ризикот и на приносите при дефинирањето на инвестиционото портфолио и негова диверзификација, односно за вклучување што е можно повеќе хартии од вредност кои не се во меѓусебна корелација.

4.3. Ограничувања во поглед на примена на диверзификацијата

Финансиските експерти го потенцираат значењето на диверзификацијата. Секое портфолио мора да биде диверзифицирано до одреден степен. Од друга страна, општо познато е дека никој не сака да ги „стави сите јајца во една кошница“ и да се експонира на постојаниот ризик од држење само една хартија од вредност. Но, кога се зборува за диверзификацијата, битно е да се определи и нејзината длабочина, односно да се дознае која мера на диверзифицирање е погодна. Кога се зборува за диверзификација на акциско портфолио, се мисли на можноста да се минимизира изложеноста на ризик со инвестирање во различни компании и во повеќе сектори, или дури и земји. Најголемиот број инвестициони професионалци се согласуваат дека диверзификацијата не е гаранција против ризикот, но дека, сепак, е мудра стратегија кон која секој инвеститор мора да се приспособи на долг рок. Со ширење на инвестициите со ниска меѓусебна корелираност, се редуцира ценовната нестабилност поради тоа што акциите кои припаѓаат на различни сектори не растат во ист правец и во ист период. Токму таа разлика обезбедува повисока конзистентност на акциското портфолио, во целост.

Секако, треба да се има предвид дека без оглед на тоа како е диверзифицирано портфолиото, ризикот не може никогаш да се намали до нула. Може да се редуцира несистематскиот ризик кој е поврзан за одредена акција, но никогаш не може да се намали систематскиот ризик кој влијае речиси врз секоја акција, и не може тој ризик да го спречи какво било ниво на диверзификација.

Се поставува прашањето кое е оптималното ниво на диверзификација на акциското портфолио, односно до кое ниво треба да се оди со диверзификација и дали е можна прекумерна диверзификација или преддиверзификација? На ова прашање може да се одговори со друго прашање: како се определува ризикот? Статистичкиот метод на стандардна девијација на акциското портфолио е општо прифатен метод за мерење на нивото на нестабилност. Со овој показател се мери попрецизно како се движи акциското портфолио во одреден временски , всушност, дали е поризично портфолиото во однос на самите акции што ги содржи.

Според модерната портфолио теорија, може да се дојде до дефиниција за оптимална диверзификација на акциското портфолио по вклучувањето на

дваесетата акција во портфолиото. Во врска со ова, според Елтон, и др. (Elton, Gruber, Brown, Goetzmann, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 2007), просечната стандардна девијација на портфолиото на една акција изнесува 49,2%, додека со порастот на акциите во портфолиото во просечно балансирано портфолио, стандардната девијација се сведува на минимум 19,2% (што го претставува пазарниот ризик). Значи, тие утврдиле дека со портфолио од 20 акции ризикот се редуцира приближно на 20%, колку што изнесува и систематскиот ризик кој не може да се елиминира. Според тоа, дополнително зголемување на бројот на акциите од 20 до 1.000, единствено го намалува ризикот на портфолиото за приближно 0,8%, додека првите 20 акции го редуцираат ризикот за 29,2% (49,2 - 20%) или натамошната диверзификација не само што не дава плод, туку е и штетна поради порастот на трошоците за администрирање со акциите. Елтон и Грубер не сугерираат дека треба да се купат 20 акции и тоа да се смета за оптимална диверзификација, туку дека е потребна диверзификација на портфолиото со купување акции што се различни од аспект на големината на компаниите, индустриската гранка, земјата, итн. Или да се купуваат повеќе акции (не повеќе од 20) што се некорелирани, односно што се движат во различни насоки во исто време, но да не се претерува. Ова важи за акциско портфолио. Свкупното портфолио, исто така, треба да се диверзифицира помеѓу различни групи имоти, што значи помеѓу обврзници, акции стоки, недвижности, алтернативни имоти, но не прекумерно.

5. Проблеми во функционирањето на финансиските пазари во Република Македонија (пазарите на капитал, пари и девизи)

Сведоци сме дека сериозен проблем во процесот на премин од стариот кон новиот економски систем беше тоа што не постоеше развиен пазар на капитал и пазар на пари. Во поранешниот систем претпријатијата можеа да дојдат до дополнителни финансиски средства само преку банкарскиот систем, а денес, покрај преку банкарскиот систем, фирмите можат да обезбедат дополнителни финансиски средства и преку Македонската берза на долгорочни хартии од вредност, која работи во сложени услови, но веќе функционира. Во 2002 година се презедоа некои административни мерки со кои се задолжуваа фирмите што

исполнуваа определени услови задолжително да котираат на Берзата, со примарна емисија на акции, но, сепак, беше видливо воздржувањето на фирмите да котираат на Берзата. Една од причините за тоа беше неоправдано големото мешање на државата во работата на берзата, особено врз основа на големите ингеренции во процесот на приватизација преку Агенцијата за приватизација, која на прикриен начин влијаеше врз работата на Берзата. Сериозен проблем во дотогашното работење на Берзата претставуваше недоволниот материјал за тргување. Како илустрација, сè до 2005 година во трансакциите на Берзата поголем удел имаа обврзниците отколку акциите. Клучен фактор кој го демотивираше тргувањето со акциите беше инсајдерската приватизација, со која се стимулираше затворањето кон јавноста и, на прво место, се ставаше желбата да се контролира структурата на акционерската сопственост. Менаџментот, пред сè, беше преокупиран и настојуваше да ги одбрани и да ги зацврсти своите позиции во фирмите. Честа беше практиката кога работниците со договори им ги отстапуваа гласачките права од акциите на менаџерските структури, со што се намали привлечноста на акциите за потенцијалните купувачи.

Освен ова, во поново време постојат и други причини за релативно слабиот промет на Берзата, како што се: долгата транзициона рецесија, ниската профитабилност на фирмите и политичката нестабилност во регионот, што ја обесхрабрува трговијата со акции. Сепак, во периодот од 2005 до 2007 година конечно заживеа тргувањето со акции и достигна полна експанзија. Пазарната капитализација на акциите, која изнесуваше 6,1% од БДП во 2002 година, порасна на 11,7% во 2005 година, потоа на 16,8% во 2006, а во 2007 година достигна 68,3% од БДП. Овој пораст беше овозможен со забрзувањето на економскиот раст, со растечката профитабилност на компаниите, со добивањето кандидатски статус за членство во ЕУ и со влезот на странски инвеститори на пазарот. Иако има значително зголемена капитализација, пазарот на капитал во Македонија се карактеризира со ниска ликвидност или низок коефициент на обрт и, на пример, во 2006 година тој коефициент на Македонската берза изнесуваше 14%, на берзата во Љубљана 18%, а на берзата на Франкфурт 174%.

По големиот пад на цените на Македонската берза, кој започна во октомври, 2007 година и продолжи во првите месеци на 2008 година, стана особено видлив проблемот на недоволна ликвидност. Всушност, таа сè уште не може да му конкурира на банкарскиот кредитен систем (всушност финансискиот

систем го сочинуваат само банките, со својата понуда на краткорочни и долгорочни кредити).

„Во периодот по осамостојувањето, како нов финансиски пазар се јавува и девизниот пазар.“ (Узунов, Горгиев, Недановски, 2003, стр. 135) Овој пазар функционира поефикасно и послободно иако има и сериозни проблеми. Од друга страна, девизниот пазар функционираа поорганизирано и поефикасно, иако и кај него има мешање на државните органи. Народната банка со интервенции на девизниот пазар влијае врз формирање на девизниот курс на директен начин.

Општ заклучок од анализата на функционирањето на финансискиот систем во Република Македонија е дека до неодамна сериозен проблем беа високите каматни стапки на земените кредити, што негативно се одразуваше врз економскиот развој и несигурноста на банкарските пласмани. Последните години, анализите покажуваат дека каматните стапки постепено се намалуваат. Кон крајот на 2002 година каматните стапки на средствата пласирани од банките се 18% што претставуваше десетина процентни поени над пасивните каматни стапки, па и повеќе од тоа над стапката на инфлација. Позитивно влијание да се намалат високите каматни стапки имаат пазарот на пари и Народната банка, со релативно ниската есконтна стапка (околу 11%). За разлика од тој период, каматните стапки на дадените кредити во последните 2-3 години (2014 година), се значително пониски и варираат на ниво околу 7,5%, а каматните стапки на депозитите се околу 3,8%, што претставува сигнал дека се води поекспанзивна монетарна политика отколку во претходните години. Сепак, не е доволно да се забрза или мултиплицира економскиот раст на ниво на развиените земји.

Конечно, со процесот на приватизација и со влегувањето на странскиот капитал во банкарскиот сектор се создаде поголема конкуренција помеѓу банките, што влијаеше на намалување на висината на каматните стапки. Сепак, брзата сè уште не може да му конкурира на банкарскиот сектор, што подразбира дека , покрај сопствената акумулација, обезбедуваат дополнителни финансиски средства, пред сè од банките.

ГЛАВА II - ТЕОРЕТСКИ ОСНОВИ ЗА МЕСТОТО И УЛОГАТА НА МАЛИТЕ И НА СРЕДНИТЕ ПРЕТПРИЈАТИЈА

1. Дефинирање на малите и на средните претпријатија

Последните децении од 20-тиот век доведоа до промена на производната филозофија во најразвиените економии во светот, при што ерата на гигантски корпорации се замени со ера на мали претпријатија, кои започнаа да го промовираат креативниот дух и индивидуализмот, наспроти стандардизацијата промовирана од големите мултинационални корпорации. Оттогаш, во секоја динамична економија, со оглед на промените во условите на стопанисување и владеењето на пазарните законитости, основен предуслов за успех е функционирањето на малите и на средните претпријатија, што стануваат доминантен сектор. Секако, притоа во ниеден случај не треба да се занемари и улогата на големите компании за економскиот развој, бидејќи тие и понатаму имаат висока ефикасност и продуктивност, како и голема понуда за освојување на светските пазари. Но, новонастанатите услови наметнаа сериозни проблеми за функционирањето на големите компании коишто, ако сакаат и натаму да опстојуваат, мора да применуваат современи методи на деловно работење, коишто, во голема мера, се значајно облежје на малите претпријатија.

Интуитивно, луѓето имаат чувство што значи „мало“ во секој даден контекст. Сепак, ова прашање може да води до општа несигурност. Јасно е дека прецизниот одговор на прашањето „што е мала фирма?“, треба да биде „зависи“. Имено, тоа зависи од голем број фактори. „Помеѓу најочигледниот од нив се индустрискиот сектор и пазарот каде што делува фирмата.“ (Дикинс и Филс, 2010, стр. 42). Дополнително, исто така, времето има влијание на индустриските и на пазарните разгледувања, кога се дискутира за големината на фирмата, во најмала мерка кога големината се мери со бројот на вработени. На пример, европската продуктивност на трудот (измерена како БДП по одработени часови), се зголемила двојно од 1970 година и реално е да се претпостави дека денес истиот обем може да се постигне со помалку од половина од вработените што биле потребни пред 43 години.

Како резултат на тешкотите околу дефинирањето на малите фирми, веројатно е дека единствена објективна или статистичка мерка нема да ѝ одговара на целта. Како и да е, во поглед на обидите соодветно да им се пристапи на овие теми се популаризира Болтоновата комисија, која ги разликува „економските“ од „статистичките“ дефиниции. Според статистичката дефиниција, Комисијата признава дека големината е врзана за секторот. Таа прецизира дека можеби е соодветно да ја дефинираме големината со бројот на вработени во одредени сектори, но посоодветно е да ги користиме прометот или средствата кај други. Секторите идентификувани од Болтоновата комисија не се целосни и се во функција на времето и местото кога овие дефиниции биле утврдени. Секако дека тие не се сеопфатни, ниту, пак, се ажурирани, но, сепак, принципот на користење повеќе мерења и причините за нив се важна лекција. Економската дефиниција на Болтоновата комисија има постигнато одредена одржливост барем во круговите на креаторите на политики во Обединетите кралство (УК). „На пример, веб-страницата на Службата за мали бизниси во Обединетото кралство наведува дека најдобриот опис на клучните карактеристики на малите фирми останува тој употребен од Болтоновата комисија, во извештајот за мали фирми од 1971 година.“ (Дикинс и Филс, 2010, стр 43).

И покрај одржаната популарност, економските дефиниции на Болтоновата комисија не се поштедени од критика. Стори (Storey, 1994) наведува дека Болтоновиот критериум - малиот бизнис да биде управуван од неговите сопственици или делумни сопственици, а не преку формална раководна структура, е речиси некомпатибилен со неговата статистичка дефиниција за мали производни фирми што може да имаат до 200 вработени. Стори го разгледува и фокусот на Болтоновата комисија на невозможната на малите фирми да влијаат на средината, како и последицата дека малите фирми се неминовни „прифаќачи на цената“. И покрај овие оправдани критики, вредноста на дефиницијата на Болтоновата комисија лежи во нејзината подготвеност да одговори на сложеноста при дефинирањето на малите фирми, како и нејзиниот ангажман во контекст на прашањето.

Табела 2. Болтонови дефиниции на малите фирми.

Статистички дефиниции	
Производство	200 или помалку вработени
Градежништво, подземно или површинско рударство	25 или помалку вработени
Малопродажба и мали услуги	Промет до 50.000 фунти или помалку
Трговија со возила	Промет до 100.000 фунти или помалку
Трговија на големо	Промет до 200.000 фунти или помалку
Патен превоз	5 или помалку возила
Угостителство	Сите: исклучувајќи повеќе објекти или објекти управувани од пиварници
Економски дефиниции	
Мали фирми се оние што:	
1. имаат релативно мал удел на нивниот пазар;	
2. се управувани од сопственици или делумни сопственици на сопствен начин, а не преку формална раководна структура;	
3. се независни, така што не се дел од големо претпријатие.	

Извор: Дикинс, Д. и Филс, М. (2010), *Претприемништво и мали фирми*.

Како резултат на проблемите во практичната примена на Болтоновите економски дефиниции, и покрај потешкотиите во објективното дефинирање на малите фирми, најчесто користената мерка за мало претпријатие се однесува на степенот на вработување. Иако прагот на вработени варира од една до друга земја (на пример во САД тоа вклучува фирми со помалку од 500 вработени, Холандија со помалку од 100 вработени, итн.), можеби најчесто прифатена дефиниција е таа на Европската комисија (ЕК): „Со намера да се надминат идентификуваните проблеми со претходните статистички и економски дефиниции, ЕК ја создаде фразата мали и средни претпријатија (МСП).“ (Дикинс и Филс, 2010, стр. 43). Секторот на МСП беше разделен во три подгрупи.

Табела 3. Дефиниции на ЕК за мали фирми, според број на вработени

Дефиниции на ЕК за мали фирми
Микропретпријатија - помеѓу 0 и 10 вработени;
Мали претпријатија - помеѓу 10 и 99 вработени (11 - 50 од февруари, 1996 година);
Средни претпријатија - помеѓу 100 и 499 вработени (51 - 250 од февруари, 1996).

Извор: Дикинс, Д. и Филс, М.(2010), *Претприемништво и мали фирми*.

Имено, постојат многу прагматични причини за детерминирање на големината на компаниите, на пример, потребата за статистичко следење, потребите на сметководствените прописи, на даночните прописи и на други потреби. Поаѓајќи од фактот дека малите и средните претпријатија се хетерогена група, тешко е да се определи единствен критериум, односно единствена комбинација на критериуми, што ќе даде дефинитивен и единствен одговор. Вообичаено, при детерминирањето на големината на компанијата се поаѓа од квантитативниот и квалитативниот пристап. Како најчесто применувани квантитативни критериуми, се: големината на продажбата; големината на остварената добивка; големината на средствата; бројот на вработени; пазарното учество на фирмата; степенот на концентрација, и сл. Но, понекогаш овие критериуми се разликуваат во различни земји, во зависност од правната регулатива. Оттука, на пример, ако се земе предвид бројот на вработените, ќе се забележи дека тој варира од една до друга земја. Во земјите на ЕУ лимитот е 250 вработени, во Јапонија до 300 вработени, а во САД и Канада до 500 вработени. Само за илустрација, во следнава табела е наведена класификацијата на компаниите во различни земји, според бројот на вработени.

Табела 4: Класификација на компаниите според бројот на вработени во одделни земји

Класификација на деловните субјекти по земји според бројот на вработени					
	Микро	Мали	Средни	МСП	Големи
Земјите од ЕУ, Исланд, Норвешка и Швајцарија	1 - 9	10 - 49	50 - 249	1 – 249	250 +
Австралија	0 - 9	10 - 49	50 - 199	0 – 199	200+
Канада	0 - 9	10 - 49	50 - 499	0 – 499	500+
Јапонија	4 - 9	10 - 49	50 - 249	1 – 249	250+

Кореја	5 - 9	10 - 49	50 - 199	5 – 199	200+
Мексико	0 - 10	11 - 50	51 - 250	1 – 250	251+
Нов Зеланд	1 - 9	10 - 49	50 - 99	0 – 99	100+
Турција	1 - 19	20 - 49	50 - 249	1 - 249	250+
САД	1 - 9	10 - 99	100 - 499	1 - 499	500+

Извор: OECD Studies on SME and Entrepreneurship, 2010.

Токму поради тоа, но и поради фактот што малите и средните претпријатија дејствуваат на единствен пазар, без внатрешни граници, се иницира потребата од примена на единствена дефиниција за нивната ефикасност и доследност. Во таа насока, во последната модификација на дефиницијата на МСП на Европската комисија (од 2003 година), се земаат предвид следниве квантитативни критериуми: бројот на вработени, годишниот профит и годишната вредност на вкупната актива.

Дефиницијата е важен инструмент за спроведување ефикасни мерки и програми за поддршка на развојот и успехот на малите и на средните претпријатија. Затоа, Европската комисија, во договор со Европската инвестициска банка и Европскиот инвестициски фонд, повикуваат на нејзина што поширока имплементација, особено во земјите од ЕУ ([http://ec.europa.eu/ The definition of SMEs according to the European Commission recommendation 2003/361/EC](http://ec.europa.eu/The_definition_of_SMEs_according_to_the_European_Commission_recommendation_2003/361/EC)). Поконкретно, критериумите за дефинирање на МСП, според Европската комисија се дадени во Шема 2.

Шема 2: Критериуми за дефинирање на малите и на средните претпријатија



Извор: според the activities of the European for small and medium – sized enterprise (SMEs), Commission of the European Communities, Brussels, SEC 2005

Од претходните податоци може да се согледа дека деловните субјекти коишто имаат до 250 вработени, годишен профит до 50 милиони евра и годишна вредност на вкупната актива до 43 милиони евра, се детерминирани како средни; додека, пак, малите имаат до 50 вработени, годишен профит не повеќе од 10 милиони евра и годишна вредност на вкупната актива до 10 милиони евра. Во групата на микропретпријатија спаѓаат оние фирми кои имаат до 10 вработени, годишен профит не повеќе од 2 милиона евра и годишна вредност на вкупната актива до 2 милиони евра.

Понекогаш, квантитативните критериуми, токму поради разликите што постојат меѓу нив во различни земји, можат да бидат недоволни при дефинирањето на големината на компанијата. Затоа треба да се имаат предвид и квалитативните критериуми. Квалитативниот аспект за детерминирање на МСП поаѓа од следниве критериуми (Stefanović, Milišević, Miletić, 2009):

- за МСП се сметаат оние деловни субјекти кај кои вработените се познаваат меѓу себе и, на тој начин, функционираат како тим, а не како групи на индивидуии;
- централизација при донесувањето на одлуките (сопственикот најчесто е топ - менаџер кој треба да ги одобрува сите одлуки. Ова може да предизвика сериозни проблеми кога деловниот субјект ќе се развие, бидејќи не може една личност да биде одговорна за сите активности);
- ниско ниво на специјализација, па така вработените имаат голем дијапазон на задачи што треба да ги извршат, особено кај оние деловни субјекти што работат во непредвидливи и динамични услови;
- интуициска и неформализирана стратегија, поради што менаџментот е насочен кон краткорочно планирање;
- неформални канали за интерна и екстерна комуникација, затоа што интерната комуникација е хоризонтална или вертикална и ги ограничува иницијативите и идеите на вработените, додека, пак, екстерната комуникација овозможува полесна размена на информации меѓу понудувачите и купувачите.

Исто така, при дефинирањето на малите и на средните претпријатија треба да се имаат предвид и следниве аспекти, што ја акцентираат дистинкцијата помеѓу нив и големите компании:

- малите и средните претпријатија се карактеризираат со

персонализиран, но автократски менаџмент, каде што лидерот не нуди голема автономија и делегирање на овластувањата. Како резултат на тоа, организациската структура има тенденција да биде истакната, со помалку слоеви и многу поширок синџир на команди. Деловната култура на компанијата, исто така, ќе биде во голем дел под влијание на карактерот на лидерите;

- тежнеат да имаат поголем иновациски потенцијал, како резултат на барањата на специјализираните пазари и поради тоа реагираат на опкружувањето и промените во рамките на нив, а сè со цел да се одржи иновацискиот потенцијал;
- имаат потесна база на клиенти, бидејќи оперираат на селективни и специјализирани пазари;
- воздржани се во однос на ресурсите, како резултат на неможноста за пристап до пазарите на капитал;
- тежнеат кон неформална хиерархија, при што активностите и улогите не се целосно дефинирани и утврдени, но, и покрај тоа, се следи авторитетот на лидерот.

Една од најдобрите дескрипции за карактеристиките на малите и на средните претпријатија е објавена во Извештајот на Комитетот од Болтон за мали фирми од 1971 година. Во него е наведено дека малите фирми се независни бизниси, управувани од својот сопственик/косопственик, што имаат мал удел на пазарот (<http://hansard.millbanksystems.com>).

1.1. Предуслови за појавата и развојот на малите и на средните претпријатија

Меѓународните економски движења, незапирливиот од на процесот на глобализација, брзиот техничко-технолошки развој и меѓународната интеграција на пазарите на капитал бараат поголема флексибилност и приспособување на деловните субјекти кон промените коишто ги носат глобализациските процеси. Глобализираниот светски пазар овозможува настап на малите и на средните претпријатија што стануваат движечка сила на економскиот развој, па, во тој контекст е неопходно креирање услови за нивно непречено дејствување, и тоа:

- *Трансформирање на државниот и на правниот систем* - За да им се

- обезбеди непречено работење на деловните субјекти, потребен е „природен систем на слобода“ за нивно дејствување, при што се обезбедува брз и стабилен раст на богатството и благосостојбата. Државата, пред сè, не треба да ги ограничува активностите на поединците и треба да обезбеди систем заснован на владеење на правото, почитување на договорите и заштита на сопственичките права.
- *Приватизација* - Со приватизацијата се трансформира државниот сектор во приватен, т.е. се заменува државната сопственост со приватна. Без разлика на тоа кои модели на приватизација се користат (директна продажба на државните претпријатија, спонтана приватизација, масовна приватизација или комбиниран модел) целта е промена на сопственичката структура и карактерот на државната регулација. Како резултат на процесите на реструктурирање и реорганизирање како одговор на приватизацијата, голем дел од државните претпријатија требаше да се откажат од неефикасните делови, а со тоа се создаде вишок на вработени, па отпуштањето на вработените стана секојдневна пракса, која негативно се рефлектира врз вкупната вработеност во националната економија. Луѓето, барајќи излез од таквата состојба, основаа свои фирми, при што се создадоа идеални услови за развој на претприемништвото, на малите и на средните претпријатија како излез од таквата ситуација.
 - *Системот на оданочување* - Тој е особено важен за успешно функционирање и развој на претприемништвото. Имено, државата, преку даночниот систем, директно влијае врз трошоците на деловните ентитети, па токму поради тоа, промените во даночниот систем, т.е. намалувањето на даночниот товар е клучниот фактор што влијае врз зголемувањето на растот и развојот на малите и на средните претпријатија, а честите измени и дополнувања во даночните прописи со коишто се регулира даночната материја, како и нејасноста и празнините во тие процеси, негативно се рефлектираат врз правната сигурност и создаваат недоверба кај даночните обврзници во даночната власт и државата.
 - *Економските политики* – Тие се, всушност, клучниот фактор што придонесува за креирање амбиент за развој на малите и на средните

претпријатија. Монетарно-кредитната и фискалната политика преку своите инструменти имаат големо влијание врз економските активности на компаниите, па токму затоа фискално-монетарниот микс во земјата има многу значајна улога во креирањето услови за водење бизнис. Но, не смее да се занемари фактот дека и останатите економски политики влијаат врз процесите на основање и функционирање на бизнисите. Со оглед на тоа дека станува збор за пазарни економии, најважни подрачја на економските политики од аспект на приватниот сектор се: пазарното формирање на цените, пазарното определување на каматните стапки, оптималната количина пари во оптек и стабилноста на девизниот курс, либерализацијата на надворешната трговија, урамнотежен буџет, и слично. Ниските каматни и царински стапки, како и разумните политики на доход, поволно влијаат врз трошоците од работењето на малите и на средните претпријатија и придонесуваат за зголемување на профитот;

- *Пристап до финансии* - Пристапот до соодветни извори на финансирање е еден од најзначајните проблеми со кои се соочуваат малите и средните претпријатија. Инвеститорите и банките честопати стојат настрана од финансирањето на новооснованите бизниси поради присутниот ризик. Микрокредитите имаат сериозно влијание врз работењето на малите и на средните претпријатија, но чест е недостатокот од вакви кредити што директно го засегаат отворањето нови бизниси. Олеснувањето на пристапот до финансии и истовремено поголемата информираност за расположивите алтернативни извори за финансирање на малите и на средните претпријатија го поттикнуваат нивниот развој.
- *Развојот на науката и технологијата* – Овој развој може да биде особено значаен за развојот на претприемништвото, а со тоа и за развојот на малите и на средните претпријатија. Честопати се поставува прашањето: како би настанале иновациите без кои не може да се замисли претприемништвото, особено без развој на науката и технологијата? Успехот на малите и на средните претпријатија зависи од способноста за воведување иновации или прифаќање на веќе достапните технологии. А развојот на технологијата е најтесно поврзан

со развојот на науката. Исто така, често поставувано прашање е и прашањето: како да се обезбеди квалитетна наука? Пазарниот економски амбиент има големо влијание врз ефективниот научно-истражувачки потенцијал што ја инволвира научно-истражувачката инфраструктура и самите научници, односно истражувачи. Директната поддршка на научниот систем за претприемништвото се одвива низ образовниот процес (особено последипломските и специјалистичките студии), преку отворање научно-истражувачки центри, основање инкубатори, технолошки паркови, и сл. Располагањето со технологија не само што создава услови за развој на претприемништвото туку и, воопшто, придонесува за развојот на земјата, а со тоа и за создавање услови за развој и прифаќање нови технологии.

- *Образовната политика* - Знаењето, вештините и желбата за успех се основа за успешно претприемништво. Токму поради тоа секоја национална економија треба да води сметка за образовниот систем, затоа што и самите научни истражувања во развиените земји покажуваат дека постои тесна поврзаност меѓу економскиот и општествениот напредок, од една страна, со развиеноста на образовниот систем, од друга страна. Денес, за развојот на малите и на средните претпријатија сè повеќе се акцентира улогата и значењето на основањето и развивањето научно-истражувачки и управно-советодавни институции, што ќе го проверуваат и ќе го насочуваат образованието кон современите текови, ќе се грижат и ќе го проценуваат квалитетот на образованието, ќе истражуваат и ќе креираат нови насоки за задоволување на образовните потреби.

Се смета дека „ако во текот на претходниот економски систем во Република Македонија (како составен дел од поранешна Југославија), најважно прашање беше индустријализацијата, подоцна интензификацијата на земјоделството и развојот на други стопански дејности, денес едно од најактуалните прашања е прашањето за малиот бизнис, односно за малите и за средните претпријатија.“ (Узунов, Георгиев, Недановски, 2003, стр. 399). Всушност, „запоставувањето на малиот бизнис (малото стопанство) во Република Македонија, доведе до сериозни структурни диспропорции кои во крајна смисла се изразуваат како неефикасност и слаба конкурентност на целото стопанство.“

(Узунов, Георгиев, Недановски, 2003, стр. 405). Имајќи ги предвид негативните искуства од минатото, наредниот период целта треба да биде не само просто зголемување на бројот на мали и на средни претпријатија, туку, пред сè, создавање услови за доаѓање до израз на нивните вистински карактеристики. На овој начин, малите и средните претпријатија функционирајќи во соодветни услови за нив, ќе бидат основни носители на развојот на стопанството не запоставувајќи ја и улогата на големите претпријатија. Светските искуства во врска со тоа како државните органи можат да го поддржат и поттикнат развојот на малите и на средните претпријатија треба да се имплементираат и во Република Македонија.

1.2. Карактеристики и фази во развојот на малите и на средните претпријатија

Глобализацијата на светската економија наметнува нови облици на современо работење, примена на нови знаења и нови технологии за обезбедување конкурентски производи на глобалниот пазар. Затоа, клучни карактеристики што треба да ги поседуваат малите и средните претпријатија се: флексибилност, независност, непосредност во деловните односи, можности за креирање нови работни места, креативност кај поединците и реализирање на нивните идеи, адаптација на потребите на пазарот, и сл. (Шиклев, 2006).

Со оглед на тоа што во стручната литература и практика постојат повеќе мислења за карактеристиките на малите и на средните претпријатија како клучни двигатели на развојот на националната економија, како креатори на нови работни места и извор на претприемнички вештини и иновации, се наметнува потребата од нивно категоризирање. Категоризирањето може да се спроведе од аспект на:

- влијанието на сопственоста,
- ресурсите, и
- структурата.

Влијание на сопственоста - Темата поврзана со влијанието што го имаат сопствениците - менаџери во рамките на МСП е една од најдискутираните теми во теоријата. За разлика од големите корпорации каде што сопственичката структура е поделена помеѓу стотици, па дури и илјадници акционери, МСП се способни да

бидат во сопственост и да бидат управувани од страна на една иста личност, и како резултат на тоа, применетиот менаџерски стил има тенденција да биде од неформална природа (Baver, 2002). Всушност, фирмата е истовремено контролирана и управувана од истото лице што, всушност, е и еден од главните аспекти што ги води МСП кон успех или неуспех.

Концептот на сопственост може да се дефинира како извор на енергија, која може да се користи за поддршка на менаџментот, или обратно, во зависност од тоа како е концентриран и употребуван. Бејвер и Џенингс (Beaver & Jennings, 2000) нагласуваат дека концептот на сопственост претставува најсилен извор на енергија, при што секоја засегната страна во компанијата може да ги бара своите права во нејзини рамки, а тоа може да влијае врз кадровските решенија, големината на компанијата, нејзината структура и изборот на стратегија. Кај голем дел мали и средни претпријатија во процесот на управување големо влијание имаат специфичните предрасуди, преференциите и ставовите на сопственикот-менаџер (Beaver & Jennings, 2000). Всушност, успехот на деловниот субјект во голема мера е детерминиран од неговото знаење, способности, вештини, карактеристики и искуства (Waldman и Yammarino, 1999). Ова укажува на тоа дека сопственикот - менаџер мора да ја преземе улогата на лидер, да влее доверба и да ги има потребните вештини за споделување и јасно изразување на визијата во рамките на компанијата. Според тоа, на улогата на лидерот се гледа како на катализатор за стратески движења и промени.

Ресурси - Друг карактеристичен аспект на малите и на средните претпријатија е малиот обем на ресурси. Малите претпријатија, вообичаено, се соочуваат со недостиг на финансиски ресурси, па токму затоа една од најчестите причини за нивниот неуспех е недостигот на адекватен паричен тек. Според Вулф и Пит (Wolff & Pett), ограничените ресурси кај овие ентитети можат да создадат уште поголема неизвесност во споредба со големите фирми. Ова е резултат на лимитираните ресурси со кои тие располагаат за пристап до информации во врска со промените на пазарите и за промена на општите насоки за дејствување што, на крајот, можат да доведат до неуспех. Сепак, оваа несигурност може да се контролира од страна на сопствениците, доколку тие дојдат до потребните информации со користење на нивните лични контакти и со следење на екстерните извори на информации (Schindehutte и Morris, 2001). Доколку се успее да се постигне тоа, тогаш се смета дека ќе има позитивно влијание врз финансиските

перформанси на компнијата (Sawyer, McGee, Peterson, 2003). Исто така, кај МСП, вработените честопати имаат тенденција да бидат со повисоко ниво на квалификации и со понизок степен на специјализација. Тие често извршуваат повеќе од една активност, односно се соочуваат со многу различни задачи. Негативен резултат од овој начин на работа е тоа што кај вработените може да се создаде отпор и аверзија кон работата, главно, поради големиот обем на работа со којшто треба да управуваат. Во ваков случај, односот што го имаат вработените со сопственикот има тенденција да биде прилично непосреден, неформален и, како последица на тоа, сопственикот - менаџер е во можност да има директно влијание врз вработените и врз извршувањето на нивните задачи. Вообичаено, во вакви случаи, вработените имаат подобро разбирање за активностите и одговорностите, пред сè поради нивната близина до потрошувачите и пазарот, а со тоа имаат и подобра севкупна слика за бизнисот;

Структура - Малите и средните претпријатија имаат помалку формална и флексибилна организациска структура. Тоа резултира со употреба на поедноставени пристапи во управувањето со деловните активности. Организациските структури, вообичаено, се формираат во зависност од способностите и интересот на сопственикот - менаџер. Во тој контекст, како што наведуваат Бејвер и Џенингс (Beaver & Jennings, 2000), „многу процеси често не се имплементираат, но и во случаите кога тие се применуваат, вообичаено, имаат низок степен на сложеност“. Тарнер (Turner, 2004) забележува дека бараат неформално известување и едноставен систем за контрола и планирање.

Во современата стручна и научна литература не постои единствен пристап за детерминирање на фазите во развојот на малите и на средните претпријатија. Имено, секој деловен субјект, како и секој жив организам има свој животен циклус. Според пристапите што доминираат во САД и во Европа, се разликуваат следниве фази на развој на деловните субјекти (<https://www.pwcmoneytree.com>):

- фаза на создавање (seed/start-up). Оваа фаза е високоризична, т.е. иновациска фаза, кога настанува формирање на организацијата и карактеристично е тоа што се потребни поголеми инвестиции во време, напори и пари. Во текот на оваа фаза, обично, деловните субјекти не остваруваат профит;
- рана фаза/раст. Во оваа фаза доаѓа до развој на бизнисот и се

карактеризира со раст на продажбата, па веќе може да се зборува и за градење бренд, но неопходна е екстерна поддршка за натамошен раст на деловниот субјект. Клучна карактеристика на оваа фаза е што деловните субјекти најчесто остваруваат мали профити;

- фаза на зрелост. Овде деловните субјекти веќе се препознатливо име во бизнисот, па најчесто настанува и нивна експанзија, што се заснова на диверзификација или изнаоѓање нови извори на приходи. МСП во оваа фаза остваруваат стабилен профит;
- доцна фаза на развојот/опаѓање. Во оваа фаза веќе нема иновативност, има значително опаѓање на продажбата, доаѓа до стеснување на пазарот, при што кај деловните субјекти се намалуваат трошоците за да се задржи профитот што веќе се движи по надолна линија.

Според Ф. Котлер, од анализата на развојот на малите и на средните претпријатија во одделните фази произлегуваат и нивните есенцијални карактеристики, што се систематизирани во Табела 5:

Табела 5: Карактеристики на претпријатијата во одделните фази на развој

Карактеристики	Воведување	Раст	Зрелост	Опаѓање
Продажба	Слаба продажба	Брз раст на продажбата	Врв на продажбата	Опаѓање на продажбата
Трошоци	Високи трошоци по потрошувач	Просечни трошоци по потрошувач	Ниски трошоци по потрошувач	Ниски трошоци по потрошувач
Профит	Негативен	Растечки профит	Висок профит	Опаѓачки профит
Потрошувачи	Иноватори	Оние што рано ги прифатиле	Средно мнозинство	Заостанати
Конкуренти	Неколку	Растечки број	Стабилен број што почнува да опаѓа	Опаѓачки број
Маркетинг-цели	Создавање препознатливост на производот	Максимирање на пазарниот удел	Максимирање на профитот, додека се брани пазарниот удел	Намалување на трошоците
Производ	Понуда на основен производ	Понуда за проширување на производот,	Диверзификација на марката на	Затворена фаза поради слаби производи

		услугата, гаранцијата	производот и моделите	
Цена	Употреба на трошоци +	Цена за да се пенетрира на пазарот	Цена за да се совпадне или да се победат конкурентите	Под цена
Дистрибуција	Градење селективна дистрибуција	Градење интензивна дистрибуција	Градење поинтензивна дистрибуција	Одење со селекција: се отстрануваат непрофитабил- ните финални производи
Рекламирање	Градење, запознавање со производите помеѓу раните прифаќачи и дилери	Градење, запознавање и интерес на масовниот пазар	Потенцирање на разликите во марките на производот и корисностите од нив	Намалување до ниво потребно да се одржи строгата лојалност
Трговска промоција	Употреба на голема промоција на продажбата во обидот за влез	Намалување за да се искористи предноста на силната побарувачка на потрошувачите	Зголемување за да се поттикне менувањето на марките /производ	Намалување до минимално ниво

Извор: Котлер Ф., Армстронг Г., Саундерс Ц., Вонг В., *Принципи на маркетингот*, трето европско издание, Financial Times, Prentice Hall, 2010.

Од анализата на информациите во Табела 5 може да се заклучи дека малите и средните претпријатија, во фазата на воведување, имаат понуда на основен производ, со слаба продажба и високи трошоци по одделен потрошувач, па затоа и основната цел на маркетингот е насочена кон создавање препознатливост на производот и значително интензивирање на промотивните активности во насока на зголемување на продажбите и реализирање профит. Веќе во фазата на раст доаѓа до брз пораст на продажбата, максимизирање на пазарниот удел и растечки профит. Во фазата на зрелост продажбата го достигнува максимумот, трошоците по потрошувач се ниски, се врши диверзификација на марката на производот и моделите, а профитот е максимален. Додека, пак, во фазата на опаѓање, продажбата и профитот опаѓаат, се врши елиминирање на непрофитабилните финални производи, а маркетинг-планот е насочен кон намалување на трошоците и минимално ниво на трговска промоција.

Од претходните анализи, произлегува констатацијата дека малите и

средните претпријатија поседуваат карактеристики со кои можат да се соочат со конкуренцијата и да опстојуваат во сè поизразените глобализациски процеси. Токму поради тоа, тие денес стануваат значаен сегмент во развојот на секоја национална економија. Дека тоа навистина е така, всушност, сведочи податокот од 2011 година, што укажува на фактот дека во ЕУ има повеќе од 20 милиони претпријатија од коишто 99% отпаѓаат на малите и на средните претпријатија.

1.3. Анализа на предностите и недостатоците на малите и на средните претпријатија

Современите пазарни стопанства се карактеризираат со сè поизразена динамичност, технолошки откритија и конкуренција. Оттука се наметнува потребата од развој на динамичен сектор што бргу и лесно може да се приспособува на промените коишто се случуваат во опкружувањето. Малите и средните претпријатија со своите карактеристики (едноставната организациска структура, поголемата централизација во одлучувањето, поголемата флексибилност, краткорочната ориентација во работењето, поефикасна координација во работењето, и сл.), многу побрзо можат да се приспособат на овие современи услови на стопанисување, во споредба со големите компании. Токму поради тоа, денес, во стручната литература сè почесто се објаснува улогата и значењето на малото стопанство во развојот на националната економија, односно неговите ефекти врз економскиот развој и врз подобрувањето на животниот стандард, но и благосостојбата на населението преку зголемувањето на бројот на работни места, зголемувањето на конкуренцијата, поттикнувањето на иновациите, зголемувањето на производството, и сл., а притоа не занемарувајќи ги недостатоците на овие деловни субјекти и потребата од соработка со големите компании за постигнување економски развој. Во тој контекст, во овој дел од истражувањето се согледуваат предностите и недостатоците на МСП, нивните разлики од големите компании и формите на здружување и соработка меѓу малото и големото стопанство, со цел постигнување развој.

Меѓу позначајните предности на малите и на средните претпријатија во литературата се наведуваат следниве (Ристеска, 2014, стр 47):

- поголемата флексибилност и поголемиот капацитет за реакција и приспособување кон промените на пазарот. Самата структура на овие

економски субјекти им овозможува побргу и подобро да се приспособат на потребите на пазарот и преференциите на потрошувачите, во споредба со големите компании;

- одлуките што ги донесуваат се брзи и навремени;
- имаат едноставна и ниска хиерархиска структура, па контролата и другите функции се извршуваат непосредно;
- малите претпријатија, најчесто, поради својата многубројност, придонесуваат за одржување задоволителен степен на конкуренција, а со тоа и развој на производи и услуги што ги задоволуваат потребите на потрошувачите;
- подобар пристап до информациите на пазарот. Поради непосредната комуникација тие имаат подобар контакт со потрошувачите и свесни се за новите предизвици на пазарот. За разлика од нив, големите компании имаат индиректна комуникација со потрошувачите;
- поради својата флексибилност, малите претпријатија имаат можност постојано да иновираат, да воведуваат нови производи на пазарот, услуги или промоции без премногу ризик, што не е случај со големите компании кои имаат сложена организациска структура и широка производствена програма;
- зголемена способност за поправка на грешките. Поради големината и структурата, малите и средните претпријатија имаат можности за брза исправка на производните и другите грешки. Размената на искуства придонесува овие грешки да не се појават кај големите компании, бидејќи ќе предизвикаат огромни трошоци;
- работните задачи кај малите и кај средните претпријатија се извршуваат тимски. Имено, постои мал број вработени кои меѓусебно се познаваат и комуницираат, за разлика од големите компании што можат да имаат и илјадници вработени кои воопшто не се познаваат;
- тие често имаат предуслови за поголема продуктивност на работниците во однос на големите компании, бидејќи комуникацијата со одговорните лица кај нив е непосредна и позитивно влијае врз нивната мотивираност.

Покрај предностите, нивното функционирање е проследено и со голем број недостатоци, и тоа:

- недостиг на обртен капитал и тежок пристап до него, па поради тоа малите и средните претпријатија не се во состојба да ги следат поголемите конкуренти во однос на капацитетот, опремата, производите и методите;
- недостиг на специјализација. Специјализацијата во работата придонесува за нејзино ефикасно и ефективно извршување. Овој недостаток особено се однесува на малите претпријатија, поради тоа што имаат мал број вработени и изостанува специјализацијата, па така, едно исто лице извршува повеќе функции и располага со општо, а не со специјализирано знаење;
- недостиг на ефективен менаџмент. Во почетните години од основањето на овие деловни субјекти сопственикот обично се потпира на менаџментот на една личност, или, најчесто, самиот сопственик е и менаџер кој не сака да го делегира својот авторитет и одговорност на други вработени;
- високи фиксни трошоци што, најчесто, се резултат на поединечното производство;
- тешкотии при мобилизирањето висококлучен кадар. Овој недостаток вообичаено се однесува само на малите претпријатија што се недоволно препознатливи за широката јавност и не се доволно профитабилни и рентабилни;
- недиверзифицирано проектно портфолио. Обично малите бизниси преземаат само неколку иновациски процеси, па тешко можат да се избалансираат економските ризици;
- понекогаш системските информации со кои располагаат се фрагментирани;
- потежок пробив на странските пазари бидејќи најчесто немаат доволно ресурси.

Имајќи го предвид претходно кажаното, разликите меѓу МСП и големите компании најдобро можат да се систематизираат според: големината, подрачјето на дејствување, менаџментот, организациската структура, пазарот, финансиските средства, и др. Така, на пример, малата фирма дејствува локално за разлика од големите компании, кои имаат пошироко подрачје на дејствување; малата фирма има едноставна организациска структура што ја сочинуваат сопственикот -

менаџер и работниците, а големата компанија има сложена организациска структура што може да биде бирократска, матрична, линиска, функционална, и сл. Токму поради тоа и комуникацијата се одвива преку индиректни канали, за разлика од малите фирми каде што комуникацијата е директна; што се однесува до менаџментот кај малите фирми, може да се каже дека, најчесто, сопственикот е менаџер, а кај големите компании овие функции се разделени. Кај малите фирми сопственикот - менаџер управува со работењето, а кај големите постојат органи на управување; во однос на пазарот, пак, малата фирма ги нуди своите производи, најчесто на локален пазар, па според тоа, има и помал број потрошувачи, за разлика од големите компании што имаат голем пазар; што се однесува до капиталот, кај малиот деловен субјект тоа е претежно капиталот на сопственикот, а кај големите компании капиталот најчесто им припаѓа на голем број акционери.

Како што беше наведено претходно, соработката меѓу малите и големите економски субјекти е неопходна за обезбедување економски развој и благосостојба во земјата. Малото стопанство е интегрален дел на вкупното стопанство и неговото функционирање во голема мера зависи од функционирањето на големото стопанство, односно на големите компании. Големите компании се тие кои имаат финансиска, техничка и кадровска моќ да привлечат соработка и партнерство со голем број мали фирми, па затоа честопати малите фирми работат за големите компании.

Соработката на малите фирми со големите компании е неопходна за нивниот успех. Вообичаени форми на соработка и здружување на малото и големото стопанство се:

- „чадор“ стратегија како можност за развој на т.н. корпоративно претприемништво, кога во рамки на големите компании се дава можност за развој на независни приватни фирми. Оваа стратегија често е применувана во високоразвиените земји, каде што илјадници МСП се во договорни односи со големите компании, вообичаено, за производство на авиони, автомобили, компјутери, и сл.;
- развој на т.н. централно-сателитски систем, кога малите претпријатија се обединети со една строго специјализирана голема компанија што врши услуги за нив, особено при извозот и увозот. На таков начин се обезбедува ефикасност и рационалност во работењето, бидејќи постои строга контрола на функциите;

- партнерството преку здружување во задруги, партнерски компании или друштва, дава можност за јакнење на приватниот сектор, како и полесно поврзување и соработка со големите деловни ентитети;
- стратегиски партнерства, односно здружување на малите и на големите претпријатија, има за цел зголемување на вредноста на компаративните предности на претпријатијата и нивните заеднички ефекти. Стратегиските партнерства обезбедуваат полесен пристап до најновите технологии, овозможуваат интернационализација, изнаоѓање нови пазари, инвеститори, намалување на политичкиот и финансискиот ризик, итн. Со развивањето на овие партнерства се губи независноста на партнерите, па затоа статистиката покажува дека околу 50% од стратегиските партнерства пропаѓаат, но одново се јавуваат нови, во интерес на заедничките цели и користи.

Поаѓајќи од претходно наведеното елаборирање, може да се заклучи дека со развивањето кооперантски односи меѓу МСП и големите компании во областа на производството, дистрибуцијата, настапот на странските пазари, итн., малите и големите економски субјекти наоѓаат заеднички интереси што, по правило, резултираат со евтино и квалитетно производство и услуги. Она што големите компании немаат интерес да го произведуваат, го произведуваат МСП кои лесно и релативно бргу се приспособуваат на потребите на пазарот. На таков начин зајакнува соработката меѓу нив и големите компании, а поделбата на трудот придонесува за поголема ефикасност во деловното работење и за зголемување на конкурентската способност на стопанството во целост.

2. Извори на финансирање на мали и на средни претпријатија и нивни карактеристики

Финансиите се најзначајна форма на поддршка која е потребна за да се обезбеди влез на нови учесници на пазарот и развој на нови претпријатија. Практично е многу тешко да се одржи определено ниво на инвестициона активност, определено ниво на влез на нови учесници на пазарот и развој на постојните, без широко развиен финансиски пазар. „Финансирањето е едно од најважните подрачја на поттикнување на развојот на малите и на средните

претпријатија“ (Фити, 1999, стр. 130). Финансирањето на малите и на средните претпријатија е специфично и има посебни одлики, во споредба со финансирањето на големите претпријатија и бизниси. Главната причина за тоа лежи во степенот на ризик, што обично се поврзува со малите и со средните претпријатија. Постојат многу елементи поради кои малите и средните претпријатија се сметаат за поризични од големите (Фити, 1999, стр. 130):

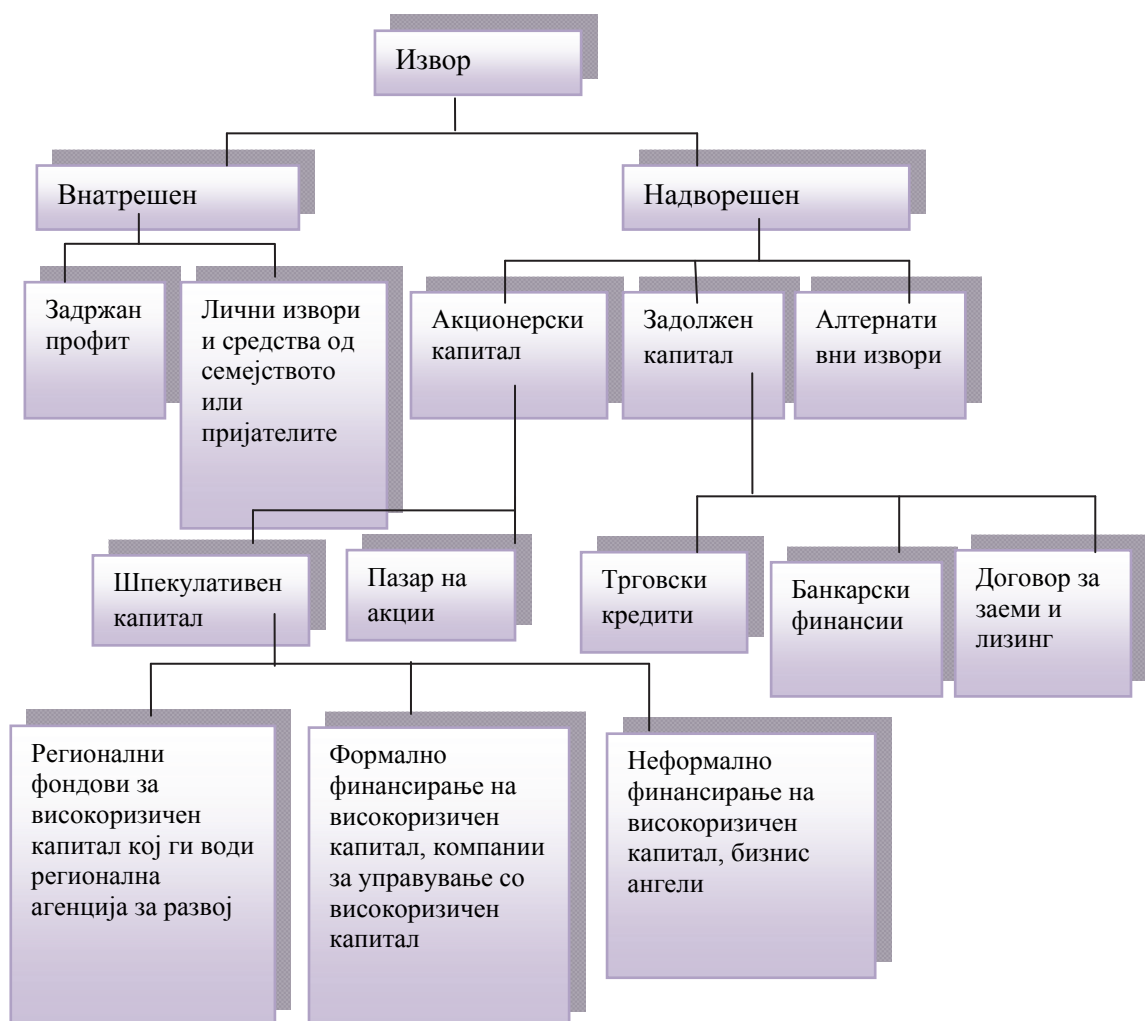
- менаџментот - малите и средните претпријатија многу често немаат добро обучен и искусен менаџмент;
- производната програма - тие ретко имаат диверзифицирана програма, односно таа често се потпира само на еден производ или на една линија производи;
- референца - тие ретко поседуваат референци на долгогодишен успешен бизнис, а најчесто се работи за сосема нови бизниси, за формирање ново претпријатие;
- реномиран производ – производот на малите и на средните претпријатија многу често не е воведен на пазарот, а може да се работи и за сосема нов производ;
- обезбедување на финансиерот - малите и средните претпријатија ретко имаат што да понудат како покритие за средствата (кредитот) што би ги добиле на заем;
- подготвеноста за соработка - сопствениците на малите и на средните претпријатија многу често не сакаат да мобилизираат финансиски средства преку емисија на акции или удели, бидејќи не сакаат да ја делат сопственоста и контролата врз бизнисот.

При одобрувањето финансиски средства на малите и на средните претпријатија, сите овие елементи придонесуваат да не може да се тргне од истите принципи коишто, вообичаено, се почитуваат при доделувањето средства (кредити или сопственички влог) на големите и веќе познати фирми.

За голем број мали фирми не се достапни одредени извори на финансирање поради влезните ограничувања. На многу претприемачи и МСП не им се достапни некои од изворите на финансирање, како што е Берзата и се соочуваат со тешкотии да приберат одредени видови финансии, како што се долгорочните заеми, како резултат на повисокиот ризик, што автоматски е поврзан со претпријатијата кои имаат мала актива во форма на акционерски капитал. Во

повеќето случаи, единствениот финансиски извор е сопственичкиот капитал. Во економската теорија одамна е утврдено дека сопствената акумулација, односно сопствената заштеда, е главен извор на инвестициони средства за економскиот развој, пред сè ако се активира на ефикасен начин. Анализирајќи ги земјите во развој, познатиот норвешки економист, Рагнар Нуркс одамна има речено дека капиталот се прави дома. Од сето тоа што е наведено погоре (тешкотиите со кои се соочуваат претприемачите и малите фирми), слободно може да се извлече хипотезата дека тие веројатно најмногу ќе се потпрат на личните заштеди и на средствата за долгорочно финансирање на своите бизниси, и можеби на банкарски кредити за краткорочно финансирање. Во продолжение, на Шема 3 е дадена класификацијата на овие извори, кои се делат на внатрешни и надворешни извори.

Шема 3. Извори на финансии на мали и на средни претпријатија



Извор: Дикинс, Д., Филс, М. (2010), *Претприемништво и мали фирми*.

Во сите земји финансирањето на малите и на средните претпријатија претставува голем проблем. При основањето на претпријатието, во почетокот најзначаен извор се заштедите на основачите, пријателите, роднините и други извори на неформалниот пазар на капитал. Внатрешните извори на финансирање го опфаќаат личниот имот на претприемачот, а по отворањето на фирмата, внатрешниот капитал го обезбедуваат и задржаните добивки и заработките. Во малите фирми нормално е внатрешните извори да обезбедуваат најголем дел од финансиската структура на фирмата.

Во наредната фаза (фазата на раст), веќе почнуваат да стануваат достапни некои кредити, првенствено за обртни средства од комерцијалните банки, но големо значење играат и кредитите од добавувачите. „Малото претпријатие може посериозно да ги користи погодностите што се нудат на формалниот пазар на капитал, дури кога ќе премине во повисоката фаза на својот развој, кога ќе стане средно претпријатие“ (Фити, 1999, стр. 131).

Како што беше потенцирано, надворешните финансии можат да се најдат од повеќе извори, на пример, од аванси од банките, од средства од формални и неформални инвеститори и од краткорочни кредити. Во надворешни финансии можат да се вбројат лизингот, финансискиот лизинг и факторингот. „Во Велика Британија сопственици на мали фирми може да се квалификуваат за грантови или ‘меки кредити’ од владини тела, како што е ДТИ (на пример, регионалната селективна помош, РСП) или за други шеми, како што е шемата за гарантирање кредити на малите фирми (ШГКМ).“ (Дикинс и Филс, 2010, стр. 90). Од друга страна, и локалните власти можат да даваат заеми и грантови, при што постојат повеќе агенции кои се обидуваат да воспостават шеми за финансирање мали фирми. МСП можат да опфатат почетен капитал и заеми од агенции за претпријатија, деловни врски, агенции за регионален развој (АРР). На пример, во Шкотска тоа се локалните претприемачки компании (ЛПК) и други развојни агенции.

Фактот дека претприемачите се соочуваат со тешкотии во добивањето надворешни финансии, кај креаторите на политиките покрена грижа за овозможување повеќе видови помош, кои веќе им се достапни на малите фирми и на претприемачите. Шемите за мали заеми или шемите за микрокредитирање се воспоставени во сиромашните области, каде што на потенцијалните

претприемачи им е тешко да добијат надворешни финансии поради ограниченото богатство. Фирмите основани на овие места можат да имаат поголем ризик за разлика од фирмите на други места, најчесто од потенцијални измамници и како резултат на тоа може да плаќаат повисоки каматни стапки. Во врска со ова, Централната банка на Англија во својот извештај ги коментира евиденциите кои покажуваат дека бизнисите во сиромашните области во просек имаат донекаде поголем кредитен ризик отколку оние од другите делови на државата.

Искуствата на развиените земји покажуваат како различни државни институции на различни нивоа - меѓународно, национално, регионално и локално, формираат специјализирани фондови наменети за директна финансиска помош на малите и на средните претпријатија. Исто така, многу големи корпорации обезбедуваат различни видови помош (вклучително и финансиска), за малите и за средните претпријатија, односно за претприемачите кои веќе работат или планираат да почнат некој бизнис. Поддржувајќи го развојот на малите и на средните претпријатија, овие големи фирми ги подобруваат односите со јавноста, за себе обезбедуваат соодветни даночни олеснувања, а секако, имаат и некои други поконкретни ефекти. Честопати издвојуваат сопствени фондови кои служат за помош на иноваторите и претприемачите од различни области за кои имаат интерес. Малото претпријатие може посериозно да ги користи погодностите што се нудат на формалниот пазар на капитал, дури кога ќе премине во повисоката фаза на својот развој, кога ќе стане средно претпријатије (Фити, ХаџиМарковска, Беитмен, 1999, стр. 131).

Во многу земји постојат низа институционални погодности кои имаат за цел да го стимулираат финансирањето на малите и на средните претпријатија. Најчесто применувани системи на поддршка се специјализирани одделенија, сектори или фондови во рамки на банки за развој, одобрување средства на развојните банки на одделните држави од страна на меѓународни организации (Светска банка, Европска банка, итн.), со намена за финансирање на малите и на средните претпријатија, како и шеми за државни гаранции на банките кои им одобруваат средства на малите и на средните претпријатија.

2.1. Улогата на банките како извор на дополнителен капитал за малите и за средните претпријатија

Кредитирањето е екстерен извор за финансирање на секој вид деловна активност и слободно може се каже дека традиционално е најзастапено, но истовремено е проследено со високи трошоци. Всушност, кредитирањето е однос меѓу два или повеќе партнери кои му преотстапуваат еден дел од средствата на друг партнер, под определени услови и во определено време. За да се користи кредитирањето како извор за финансирање, треба да бидат исполнети следниве три битни елементи:

- преотстапување определени средства на користење под определени услови;
- обврска дека добиените средства ќе бидат вратени со договорениот надоместок - камата;
- доверба дека преостанатите средства ќе бидат вратени.

Банките, како најтипични учесници на пазарот на капитал, се значајни од аспект на тоа што обезбедуваат пари на заем и советодавна поддршка. Тие, најчесто, влегуваат во финансирање со кредити, но некогаш обезбедуваат и акционерски капитал. Банкарските институции долго време се традиционален извор за финансирање на малите и на средните претпријатија. „Најпознати меѓу овие традиционални методи се:

- формирање специјализирани сектори или фондови во рамки на развојните банки или развојните фондови;
- Меѓународната банка за обнова и развој, Меѓународната финансиска корпорација, Европската банка за обнова и развој или некоја друга меѓународна организација може да обезбеди кредитна линија за националните развојни банки или фондови, со специјална намена за финансирање на малите и на средните претпријатија;
- обезбедување државни гаранции за кредитите што ги земаат малите и средните претпријатија од банките, без голема хипотека. Како пример за таква институција, често се споменува Корпорацијата за осигурување на депозити и гаранции од Индија (Deposit Insurance and Credit Guarantee Corporation), која ги гарантира кредитите што им

се одобруваат на малите и на средните претпријатија, и тоа во износ до 90% од вредноста на кредитот. Понатаму, во Гамбија, Фондот на Обединетите нации за развој на капиталот (UN Capital Development Fund) гарантира 75% од банкарските кредити коишто им се даваат на малите и на средните претпријатија.“ (Фити Хаџи-Марковска, Беитмен 1999, стр. 131).

Ваквата практика на одобрување кредити за финансирање на малите и на средните претпријатија беше присутна не само во земјите во развој туку и во развиените земји, како Америка и Велика Британија. Овие кредити претежно се краткорочни и среднорочни, затоа што малите бизниси се соочуваат со многубројни проблеми насекаде широм светот. Улогата на континенталните европски банки во развојот на нивните претпријатија е значителна, имајќи предвид дека тие им одобруваат и акционерски капитал на своите клиенти. Оваа практика, во најмала рака, е позната од 1822 година, кога се оформи „Societe Generale“ од Белгија, којашто имаше за цел да ги промовира инвестициите во новооснованите компании (Фити, 2009). Во 1852 година, во Франција, беше основана исто ваква институција „Credit Mobilier“. Карактеристично е тоа што овие институции го формираа својот паричен фонд од штедни влогови и од продажба на сопствените акции, и ги даваа на кредит или ги инвестираа во акции во проектите на своите клиенти. Се смета дека „Credit Mobilier“ со своето искуство помогна да се основаат слични универзални банки во Германија, Австрија, Шпанија и Холандија.

Банките можат да обезбедат неколку вида финансирање, зависно од периодот што е потребен да се обезбедат финансиските средства, изгледите за враќање на средствата, стапката на враќање, ризикот што е поврзан со одделниот проект и природата на сопственоста. Во оваа насока, во развиените пазарни економии, највообичаен и наједноставен метод за краткорочно кредитирање, чиј износ не е многу голем, е пречекорувањето на сопствените влогови во банките (overdrafts). Тоа се краткорочни влегувања во црвено салдо, што можат да си ја дозволат одредени фирми или поединци. Тоа е најфлексибилната и најлесната форма на кредит. Еден таков аранжман може лесно да се договори и да се прекине, бидејќи не се работи за многу големи суми, ниту за долг период. Долгорочните кредити обично се одобруваат со определено обезбедување за банката, односно со хипотека. Во поразвиените земји се формираат програми за

обезбедување на кредитите на претприемачите, така што тие даваат гаранции до определен процент на кредитот, до определено ниво и за определен временски период. Вообичаено, тие кредити се со повисока каматна стапка, но, во одреден момент, вршат многу важна функција. На пример, во Англија, Бирото за вработување гарантира до 70% од вредноста на кредитите или во маса до износ од 75.000 САД \$. Овие кредити се среднорочни, од 5 до 7 години.

2.2. Улогата на пазарот на капитал во мобилизирање средства преку емисија на долгорочни хартии од вредност

Во земјите каде што е развиен пазарот на капитал, значаен извор за стекнување капитал е емисијата на долгорочни хартии од вредност. Преку ваквите емисии, претпријатијата се стекнуваат со сопствен или позајмен капитал, зависно од видовите на хартии од вредност. Доколку доминираат акциите, тогаш претпријатијата се стекнуваат со сопствен капитал, а ако доминираат обврзниците, тогаш структурата на капиталот се поместува во корист на позајмениот капитал. Пазарот на капитал во развиените пазарни економи функционира на поефикасен и поорганизиран начин отколку во недоволно развиените економи. „Синтетички гледано, тој извршува четири клучни функции: прво, овозможува мобилизација, прибирање слободен паричен капитал и негово користење за финансирање на претпријатијата; второ, преку утврдување на цените на хартиите од вредност, тој врши тековно вреднување на претпријатијата; трето, овозможува финансиско, сопственичко и управувачко реструктурирање на претпријатијата, и четврто, ја обезбедува ликвидноста на средствата на потенцијалните инвеститори.“ (Фити, Василева Хаџи Марковска, Беитмен, 1999, стр 131). Пазарот на капитал ги обезбедува условите за купување и продавање акции, претпријатија или бизниси. На овој пазар се вклучуваат фондовите на ризико-капитал, што е еден од суштествените начини на финансирање на развојот на малите и на средните претпријатија.

Досегашното искуство покажува дека пазарите на капитал помагаат во финансирање на малите и на средните претпријатија на неколку начини:

- развојот на пазарите на капитал од втор и од трет ред им овозможуваат на носителите на сосема нови идеи и на малите и

средните претпријатија да имаат подиректен пристап до средствата;

- фондовите на ризико-капитал многу полесно влегуваат во нови инвестиции во економиите во кои функционираат развиени пазари на капитал;
- компаниите со ризико-капитал можат да емитираат сопствени акции на Берзите и на овој начин да прибираат дополнителен сопствен капитал за инвестиции.

2.3. Атрактивни извори за финансирање на малите и на средните претпријатија – бизнис-ангели и ризико-капитал

Имајќи ги предвид високите критериуми за користење екстерни извори за финансирање на деловните потфати на малите и на средните претпријатија (особено кредитните средства), претприемачите се принудени да бараат други алтернативни начини за стекнување капитал. Тоа особено се однесува на оние мали и средни претпријатија што имаат потреба од поголеми износи на финансиски средства и на кои им е потребна помош во почетната фаза од развојот. Во таквите случаи, како значајна алтернатива за финансирање се јавуваат „бизнис-ангелите“. Тие се луѓе со значително богатство (на пр., неколку милиони долари, па и повеќе), кои, исто така, имаат и претприемачка пракса, менаџерски вештини и се подготвени да инвестираат во развивање на бизниси со атрактивни идеи. Бизнис ангелите, покрај што нудат финансиска помош, исто така даваат и менаџерски совети, помош при воспоставувањето деловни контакти со бизнис партнери, итн. Малите и средните претпријатија што сакаат да ги користат бизнис-ангелите како извор за финансирање на нивните инвестициски потфати, треба добро да ги познаваат критериумите што тие ги бараат и се пресудни за донесувањето одлука за финансирање одделна инвестициска активност.

Бизнис-ангелите најчесто се определуваат да инвестираат во потфати на лица кои се предложени од други лица со кои тие претходно соработувале или се нивни пријатели и имаат целосна доверба во нив. Малите и средните претпријатија што никој не ги познава имаат мали можности да дојдат до бизнис-ангелите, па затоа претприемачите треба претходно да создадат мрежа на

пријателства во бизнис опкружувањето, да остварат контакти со повеќе лица за да можат да дојдат до бизнис-ангелите. „Пред сè, бизнис-ангелите бараат сериозни, доверливи претприемачи кои сè што имаат вложиле во бизнисот“ (Investing Groups Growing in North America , 2002). Нивна клучна особина е и тоа што преферираат да инвестираат во најблиските региони. Правилната проценка на времето од страна на претпримачите при барањето помош од бизнис-ангелите е половина успех во намерата да се дојде до средства од нив. Така, како најдобро време за барање финансиска помош од бизнис-ангелите се смета времето кога: тие се подготвени да преотстапат дел од сопственоста и контролата, а притоа да влијаат убедливо; можат да покажат потенцијален бизнис од 15 до 30 милиони долари приход, од 3 до 7 години; целосно ги имаат инвестирано сопствените средства; способени се да прифатат совети; нудат производи во развој или речиси комплетен производ за купувачите кои гарантираат купување на тој производ (Gerald и Margulis, 2000). Веројатноста да се добие помош од бизнис-ангелите, во овие случаи, е многу голема. Покрај тоа, за одлуката на бизнис-ангелите од голема важност е располагањето со искусни и способни менаџерски тимови; производ што е нов за пазарот и е различен од постојните, но има перспектива за големо пазарно учество; солиден бизнис-план, и сл. (University of New Hampshire, Angel market exhibits moideest growth, 2010).

Финансирањето преку бизнис-ангели особено е застапено во развиените земји, односно тие се најприсутни во САД. Посебно истражување на пазарот на бизнис-ангели врши Центарот за истражување на нови потфати од Универзитетот во Њу Хемпшир, и тоа сè со цел да го истакне значењето на пазарот на бизнис-ангели, како и нивната улога во финансирањето на бизнисите во раните и подоцнежните фази од нивното егзистирање и функционирање. Овој центар континуирано објавува информации за состојбата на пазарот на бизнис-ангели, а, исто така, обезбедува навремени и сигурни информации за потребите на претприемачите, приватните инвеститори и јавноста. Вкупните инвестиции на пазарот на бизнис-ангели во 2010 година се зголемиле за 14%, во споредба со 2009 година. Всушност, во 2010 година вкупните инвестиции изнесувале 20,1 милијарда долари во споредба со 17,6 милијарди долари во 2009 година (Ристеска, 2014, стр 71). Вкупно 61.900 претприемачки потфати во 2010 година биле финансирани преку бизнис-ангели, што претставува зголемување од 8,2 % во однос на 2009 година, а бројот на активни инвеститори во 2010 година достигнал

265.400 лица, што претставува мал раст од 2,3 проценти, споредено со 2009 година. Најатрактивни сектори за бизнис-ангелите во 2010 година биле: секторот за медицинска опрема и услуги, каде што се инвестирани 30% од вкупниот износ на инвестициите на бизнис-ангелите; компјутерски софтвер (16%); и биотехнологија (15%).

Карактеристично е тоа што апетитите на бизнис-ангелите за инвестирање во раните фази на развој се намалуваат, и тоа во „start up“ фазата. Така, во 2008 година тие изнесувале 45%, во 2009 година 35%, додека во 2010 година, само 31% и тоа е најмалиот процент на инвестиции во раните фази на развој во последниве неколку години. Ова намалување на инвестициите во раните фази на развој позитивно се рефлектира врз инвестирањето во подоцнежните фази (post seed) на развојот на бизнисот. Од историски аспект може да се забележи дека бизнис-ангелите се основниот извор на капитал во разните фази од развојот на бизнисите и ваквото намалување на интересот во последниве години е значителна промена на пазарот на бизнис-ангели.

Како резултат на зголемувањето на инвестициите на бизнис-ангелите на годишно ниво, се зголемува и вработеноста, при што позитивно се влијае врз намалувањето на стапката на невработеност која претставува клучен проблем во голем број национални економии. Така, на пример, само во САД, во 2010 година биле креирани 370.000 нови работни места, токму како резултат на инвестирањата на бизнис-ангелите (University of New Hampshire, Angel market exhibits modest growth, 2010). Со оглед на значењето на бизнис-ангелите за финансирањето на бизнисите, се преземаат низа мерки и стратегии за нивно заживување. Во тој контекст, се формираат голем број организации за поттикнување на пазарот на бизнис-ангелите, а една од нив е ACEF - Angel Capital Education Foundation, која не овозможува финансирање, туку само контакти и информации за постојните бизнис-ангели.

2.4. Карактеристики на користењето на ризико-капиталот како извор на финансии за малите и за средните претпријатија

Една од можните опции за финансирање на претприемачките активности кај малите и кај средните претпријатија се ризико-капиталните фондови.

Всушност, станува збор за капитал од екстерни извори, што најчесто се користи за финансирање нови, растечки бизниси. Зад ризико-капиталните фондови најчесто стојат претходни претприемачки фирми, слични на оние во кои инвестираат. Капиталот со кој располагаат ризико-инвеститорите се движи во распон од неколку милиони до неколку милијарди долари. Износот на капитал што најчесто го инвестираат ризико-капиталистите изнесува од 2 до 5 милиони долари. Овој вид инвестирање кај малите и средните претпријатија е присутен при финансирањето на ризичните потфати и оние потфати што носат натпросечна стапка на враќање.

Вообичаено, ризико-капиталистите се идентификуваат со бизнис-партнерите на претприемачот, пред сè во фазата на раст и развој на компанијата. Ризико-инвеститорите не се пасивни набљудувачи на работењето на малите и на средните претпријатија, туку, напротив, тие учествуваат во неговото управување, при што придонесуваат за неговиот развој, применувајќи го своето искуство и знаења за бизнис-можностите (Гвероски и Ристеска, 2007). Финансирањето преку ризико-капитал може да се реализира и со купување хартии од вредност, при што ризико-капиталистите земаат активно учество во управувањето со бизнисот, и со тоа ризико-фондовите се разликуваат од инвестициските фондови (Фити, Василева Хаџи Марковска, Бејтмен, 2007).

Прифаќањето на ризико-капиталот како начин за финансирање не е воопшто едноставно. Имено, претходно се анализираат техничките и деловните карактеристики на малите и на средните претпријатија и се оценуваат перспективите за нивен раст. Ризико-капиталистите се многу селективни при решавањето каде да инвестираат, па затоа избираат само неколку од понудените стотици алтернативи. Доколку малите и средните претпријатија нудат добра бизнис-идеја што носи загарантиран успех, а тоа подразбира: годишниот приход да биде поголем од 50 милиони американски долари за наредните 5-10 години; солиден бизнис план за работење во идниот период; добар менаџерски тим; докажани или перспективни производи или пазари; можност за враќање на капиталот за краток временски период (обично за период од 3 до 7 години), како и можност за мултиплицирање на инвестираниот капитал за 5 до 20 пати; можност за излез од финансирањето (преку спојување, припојување или иницијални јавни понуди), тогаш постои веројатност ризико-капиталистите да се одлучат да инвестираат (Луџиќ, 2006). Сето тоа доведува до ситуација претприемачите да

гледаат на оваа опција како на особено скап извор за финансирање, па токму затоа се нарекуваат и високоризични вложувања.

Ризико-капиталот се појавува во различни индустриски сектори, различни географски зони и во различни фази од животниот циклус на компанијата. Ваквиот вид вложувања се карактеристични за високотехнолошките сектори, како што се: развој на компјутерски софтвер, фармакологија, биологија, и сл. Ризико-инвестициите се среќаваат и во: градежништвото, индустриското производство, трговијата и услугите. Вложувањата на ризико-капиталот се карактеристични во текот на целиот животен циклус на компанијата. Дел од вложувањата се во почетната фаза, а дел од нив во подоцнежните фази. Ризико-капиталот, инвестиран пред почетокот на редовното производство, поточно пред неговото комплетно организирање, популарно се нарекува семенски капитал (seed investment), а самото помагање на бизнисот во првата или втората фаза од неговиот развој се нарекува ранофазно инвестирање или инвестирање во „start up“ фазата на бизнисот. Покрај во овие фази, ризико-капиталот може да се јави и во наредните фази од развојот, а такви се фазите на експанзија на компанијата. Инвестирањето во „seed-фазата“ помага во развојот на идејата, но притоа ризикот од банкрот е најголем. Во оваа фаза претприемачот најчесто настојува да го користи сопствениот капитал или помош од своите роднини и пријатели, односно 3F парите (fonders, family, friends). Во наредните фази од животниот циклус, кога идејата е веќе претворена во производ и производството е започнато, се остваруваат првите контакти со потрошувачите, така што претприемачите веќе имаат потреба од финансиска помош. Откако ќе се постигне извесен пазарен успех, претприемачот размислува за проширување на својот бизнис. Во оваа фаза е потребен капитал, а ризикот при инвестирањето е многу мал. Во понатамошните фази од животниот циклус учеството на оваа опција е сè поголемо.

Ризико-вложувањата се вршат најчесто од страна на индивидуалци, инвестициски професионалци или партнерства. Денес на вложувањата на институционалните ризико-фондови им отпаѓаат над 50%, додека, пак, останатите се однесуваат на осигурителни друштва, фондации, банки и индивидуи. Кога станува збор за географската распространетост на ризико-капиталот, треба да се нагласи дека почетоците се лоцирани во САД, во 1946 година, и тоа генаралот Џорџ Дориот (Georges Doriot), кој се смета за пионер на современиот ризико-капитал. Оттогаш, ризико-капиталот бележи висок степен на развој во САД, така

што денес постојат илјадници фирми чија дејност е ризико-инвестирањето, како и индивидуални или здружени фирми во одделни ризико-фондови. Во Европа ризико-капиталот се јавува нешто подоцна, т.е. пред педесетина години. Постои евидентна разлика во третирањето на ризико-капиталот во САД и во Европа. Така, на пример, во САД како ризико-инвестиции не се сметаат откупувањата и купувањата од страна на менаџментот, додека, пак, во Европа постојната EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association, односно Европска асоцијација на приватна сопственост и ризико капитал) ги класифицира како ризични инвестиции (Гвероски и Ристеска, 2007). Тоа мора да се земе предвид при компарирањето на податоците за двата региони. Во САД веќе долго време успешно функционира NVCA (Национална ризико-капитална асоцијација), која застапува приближно 480 ризико-капитални фондови и приватни капитални фирми, овозможувајќи им поддршка при претприемачките активности и вкупните инвестициски активности во американската економија, преку обезбедување доверливи информации. NVCA, во соработка со Price Water House, Coopers Private Equity & Venture Capital Practise и Thomson Financial, изготвува годишни и квартални извештаи кои обезбедуваат податоци за ризико-инвестициите на професионалните ризико-капитални фирми што имаат или немаат седиште во САД. Според извештајот „Money Tree Report“, во 2010 година ризико-капиталистите инвестирале 21,8 милијарди (билиони) долари во 3277 договори, што претставува зголемување за 19% во американски долари и 12% во договори, споредено со 2009 година. Имено, претходно не било забележано зголемување на инвестициската активност на ризико-капиталистите од 2007 година. Двоцифреното зголемување на инвестициите во 2010 година се проширило низ речиси секоја дејност (индустрија), вклучувајќи ги секторите на технологија и интернет-специфичните сектори. Според проценките на NVCA, бројот на ризико-капиталните инвестиции ќе се зголемува и во иднина, и тоа како резултат на интересот на ризико-капиталистите за вложување во бизниси со иновациски идеи и атрактивни бизнис-модел.

Секторската анализа покажува дека досега најмногу било инвестирано во софтверската индустрија, биотехнологијата, индустријата за медицински помагала, телекомуникациите, енергетскиот сектор, финансиските услуги и компјутерската дејност. Во Европа, исто така, постојат голем број ризико-компани и нивниот број континуирано се зголемува. Европската асоцијација на

приватна сопственост и ризико-капитал (EVCA) го потпомага, олеснува и застапува интересот на приватниот ризико-капитал во Европа. Таа е основана во 1983 година, во Брисел, а ги интегрира најреномираните ризико-капиталисти во Европа. Во оваа асоцијација членуваат 925 фирми од 50 земји. Обезбедувајќи различни услуги и помош, EVCA посредува при наоѓањето ризико-капитал и го промовира неговото значењето за инвестирање во претприемничките активности. Почнувајќи од 2003 година, EVCA креира основа за почеток на инвестициска иницијатива на нејзините членки во земји од Централна и од Источна Европа. Паралелно со тоа, од 2004 година таа објавува и статистички извештаи за развојот на ризико-капиталот во Централна и во Источна Европа. Последниот извештај на EVCA вклучува податоци за следниве земји од Централна и од Источна Европа: Босна и Херцеговина, Бугарија, Хрватска, Чешка, Естонија, Унгарија, Латвија, Литванија, Македонија, Црна Гора, Полска, Романија, Србија, Словачка, Словенија и Украина. Инвестициите во 2010 година изнесувале 1,3 милијарди евра, така што се намалени во споредба со 2009 година, кога изнесувале 2 милијарди евра. Вредноста на инвестициите во 2010 година во земјите од Централна и од Источна Европа изнесувале 3% од вкупните private – equity инвестиции во Европа, а во 2009 година тој износ достигнал 11%.

Во земјите во транзиција ризичните фондови се појавуваат во два основни вида: „buy-out“ фондови и „venture capital“ фондови, но најчесто за едниот и другиот вид фондови се употребува терминот „private equity“. „Private equity“ инвестициите во 2010 год. се во пораст, така што во 2009 година во Европа тие изнесувале 23.245.901 милијарди евра, а во 2010 година достигнале вредност од 41.231.931 милијарди евра (<http://www.evca.eu>). Развојот на ризико-капиталот е на ниско ниво во земјите во развој, но со тенденција за напредок, како резултат на зголемениот интерес од ризико-капиталистите од целиот свет за инвестирање во овие земји. Имено, функционирањето и развојот на ризико-капиталот, најчесто се одвива преку развојните банки во кои се формираат специјализирани фондови или банки-ќерки. На пример, често се споменува Националната банка за развој на Бразил, која организира своја „ќерка“ со фонд од ризико-капитал“. Постојат малку специјализирани независни компании за ризико-компаниите во земјите во развој, а некои се развиваат како joint venture со Меѓународната финансиска корпорација, како на пример: SOFINOVA од Шпанија, VIBES од Филипини, BRAZILPAR од Бразил, IPS од Кенија и сл“ (Ристеска, 2014, стр. 103). Поради

значењето на бизнис-ангелите и ризико-капиталот во финансирањето на МСП, сè повеќе земји во развој ја сфаќаат улогата на овие извори и преземаат чекори за нивно вклучување во политиките за финансирање на малите и на средните претпријатија во различни фази од нивниот развој.

III ГЛАВА. МАЛИТЕ И СРЕДНИТЕ ПРЕТПРИЈАТИЈА И НИВНОТО ЗНАЧЕЊЕ ЗА ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ НА ОДБРАНИ ЕВРОПСКИ РАЗВИЕНИ И НЕРАЗВИЕНИ ЗЕМЈИ

1. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на развиените земји

Во високоразвиените земји малиот бизнис има многу значајно место, како од аспект на стопанската структура, така и за економскиот развој. Искуството на развиените земји покажува дека интензивниот развој на малиот бизнис како објективна нужност не е резултат сам по себе, туку, напротив, тоа е процес што се одвива многу организирано, со бројни институции, механизми, мерки и инструменти на државните органи, насочени кон негово поддржување. Така, малите и средните претпријатија (МСП) се помагаат со кредитната и даночната политика, со одобрувањето погодни и евтини локации, со можност за организирано користење стручни совети, разни информации, помош при увозот и извозот, и сл. Во развиените земји успешно работат научно-истражувачки и развојни центри што даваат стручна помош и идеи за помош при отворање мали претпријатија, се помагаат во организација на работењето, во маркетингот, и сл. Сето ова се прави од причина што малите и средните претпријатија имаат круцијална улога во развојот на секоја национална економија, пред сè поради нивниот придонес во подобрување на распределбата на доходот, креирањето работни места, редуцирањето на сиромаштијата, зголемувањето на производството и растот на извозот. Оваа појава е присутна како во развиените земји, така и во земјите во развој. Притоа, треба да се има предвид дека врз развојот на МСП влијаат голем број фактори: промените во фактичкиот БДП „per capita“, растот на популацијата, технолошкиот прогрес и сл. (Tambunan, 2006)

За да се согледаат состојбите и ефектите на малите и на средните претпријатија во развиените земји, постојано се вршат анализи на нивното функционирање и развој, со користење податоци од истражувања спроведени од Европската комисија, потоа податоци од годишните извештаи што ги поднесуваат земјите членки на ЕУ и земјите кандидати за влез во ЕУ (SBA Fact Sheet) (<http://ec.europa.eu>) до Европската комисија и податоци од базата на податоци за

мали и средни претпријатија - EUROSTAT.

При анализата на придонесот на малите и средните претпријатија во случајот на развиените европски земји, ќе се земат предвид неколку показатели: 1) процентуалните вредности за учеството на микро, малите и средните претпријатија во вкупниот број на деловни субјекти (притоа, во бројот на МСП се опфатени активните претпријатија класифицирани во согласност со прифатената дефиниција за поделба на претпријатијата, според Европската комисија, ревидирана во 2003 година); 2) бројот на вработени во МСП (при што во бројот на вработени е вклучена и работната сила обезбедена од други субјекти и лицата кои вршат поправки и одржување во претпријатијата) и 3) додадената вредност.

Малите фирми се сметаат за агенти на промените и претставуваат извори на значителна иновативна активност која силно придонесува кон економскиот раст на една земја. Динамичкиот сектор на мали фирми стимулира индустриска еволуција и генерира непропорционален удел во новите работни места. Во согласност со анализите на Венекерс и Турик, многу економисти и политичари го делат мислењето дека постои позитивно влијание на МСП врз растот на БДП. Меѓу најистакнатите поддржувачи на ваквата позитивна врска е и амбициозниот и високовлијателен Годишен меѓународен претприемачки монитор (ГЕМ). ГЕМ врши истражувања меѓу возрасното население во 40 земји за да може да утврди индекс на вкупна претприемачка активност (ТЕА) за секоја земја. ТЕА е мерка за уделот на поединци од работоспособното население кои се трудат да започнат сопствен бизнис, вклучувајќи самовработување или водење сопствен бизнис што не е постар од 3 и пол години. ГЕМ-конзорциумот не се сомнева дека постои силна позитивна спрега помеѓу активностите на МСП и економскиот раст. Од емпириските истражувања од страна на ГЕМ се потврдува позитивната и статистички значајна корелација помеѓу ТЕА и растот на БДП, што значи дека „повеќе претприемништво води кон повисок раст“.

За да се анализира влијанието на МСП врз економскиот раст и развој на развиените земји, може да се исползува следната табела, каде што позитивната корелација помеѓу малиот бизнис и економскиот развој може да се препознае во фактот дека МСП се многу побројни во споредба со големите претпријатија, апсорбират најголем број работници и учествуваат во голема мера во создавање на бруто-додадената вредност.

Табела 6. Број на претпријатија, вработувања и бруто-додадена вредност во ЕУ-27, по големина на претпријатија во 2012 година

	Микро	Мали	Средни	МСП	Големи	Вкупно
Број на претпријатија	19.143.521	1.357.533	226.573	20.727.627	43.654	20.771.281
%	92,2	6,5	1,1	99,8	0,2	100
Вработени – број	38.395.819	26.771.287	22.310.205	87.477.311	42.318.854	129.796.165
%	29,6	20,6	17,2	67,4	32,6	100
Бруто додадена вредност (милион евра)	1.307.360,7	1.143.935,7	1.136.243,5	3.587.540	2.591.731,5	6.179.271,4
%	21,2	18,5	18,4	58,1	41,9	100

Извор: Annual report on small and medium - sized enterprises in the EU, 2011/12

Со набљудување на податоците во Табела 6 станува јасно дека МСП создаваат 58,1% од бруто-додадената вредност во земјите-членки на ЕУ. Што се однесува до вработеноста 67,4% од вкупниот број работоспособни луѓе се вработени во секторот на мали и средни претпријатија, што покажува дека овој сектор е најголемиот апсорбер на работници. Исто така, МСП го формираат столбот на економијата на ЕУ, каде 99,8% од нефинансиските претпријатија во 2012 година се мали и средни претпријатија, што е еднакво на 20,7 милиони бизниси.

1.1. Значењето и улогата на малите и средните претпријатија за економскиот развој на Германија

Малите и средните претпријатија во Германија по глобалната финансиска криза од 2008 година, нудат можности за враќање на одличните перформанси на целата економија. За разлика од повеќе други земји членки на ЕУ, бројот на мали и средни претпријатија се зголеми во текот на кризата. Само во периодот од 2009 до 2013 се засноваа нови 160.000 МСП. Во истиот период бројот на вработени расте за повеќе од 1,5 милиони за да во 2013 година тој изнесува 16,7 милиони, а во наредната 2014 година овој број порасне на 16,9 милиони, што претставува

зголемување од 20% наспроти нивото забележано во екот на економската криза (2008 година).

Табела 7: Број на претпријатија, вработени и бруто-додадена вредност според големина на претпријатија во Германија, во 2013 год.

	Број на претпријатија			Број на вработени			Бруто-додадена вредност		
	Германија		ЕУ-28	Германија		ЕУ-28	Германија		ЕУ-28
	Број	%	%	Број	%	%	Милд.	%	%
Микро претпријатија	1.809.029	81,8	92,4	4.974.919	18,7	29,1	219	15,1	21,6
Мали претпријатија	336.111	15,2	6,4	6.300.111	23,6	20,6	275	18,9	18,2
Средни претпријатија	56.004	2,5	1,0	5.445.644	20,4	17,2	298	20,4	18,3
МСП	2.201.144	99,5	99,8	16.720.674	62,7	66,9	792	54,5	58,1
Големи претпријатија	10.608	0,5	0,2	9.941.295	37,3	33,1	664	45,6	41,9
Вкупно	2.211.752	100	100	26.661.969	100	100	1.456	100	100

Извор: SBA- Datenblatt 2014 Deutschland, European Commission

Исто како во другите ЕУ земји, така и во Германија, малите и средните претпријатија успеваат да вработат најголем дел од работоспособните лица и да генерираат најголема додадена вредност, влијаејќи на овој начин врз развојот на економијата. Што се однесува до вработувањето, учеството на МСП е некаде за 4 процентни поени помало во споредба со ЕУ земјите. Исто така, учеството на МСП секторот во бруто-додадената вредност е под учеството на ЕУ земји за околу 4 процентни поени.

Поголем број од МСП во германската економија (27%) се во секторот на трговија на големо и мало, каде реализираат 26% вработеност и 23% додадена вредност. Исто така, во секторот на производство реализираат висока додадена вредност, 22%. Во средно и високо технолошки опременета индустрија, Германија реализира повеќе додадена вредност (8%), наспроти просекот на земјите членки на ЕУ, каде што таа е само 6% (SBA- Datenblatt 2014 Deutschland,

European Commission).

Економската состојба во секторот на МСП во Германија, во 2013 година, според горенаведените податоци, беше подобра во споредба со таа од 2012 година. Како резултат на зголемување на БДП за близу 2,7%, се зголемува и вработеноста во МСП од 2012 во 2013 година, за 0,7%, а додадената вредност се зголемува за 3,4% (SBA- Datenblatt 2014 Deutschland, European Commission).

Бидејќи стапката на раст на создавање додадена вредност од страна на МСП од 2010 до 2013 ја надминува стапката кај големите претпријатија, може да се воочи важноста и значењето на овие компании за развојот на целата национална економија. Додека вработувањето помеѓу 2008 и 2013 година расте секоја година за 3,1%, додадената вредност расте за 3,6%, секоја година. Разликата во растечките стапки помеѓу МСП и големите претпријатија се зголемува во текот на кризата (2009 година), која ги погоди посилно големите претпријатија поради нивната поголема извозна ориентација.

Движечките сили за ваквата состојба можат да се најдат во домашните околности, но и во странство. Притоа, домашната побарувачка е многу силна благодарение на поголемата доверба на купувачите (Statista:<http://de.statista.com>). Како резултат на тоа, доминантниот сектор кај МСП, т.е. секторот на малопродажба расте. Исто така, перформансите на градежништвото се подобруваат. Со намалување на рецесијата во еврозоната, извозот на МСП на европскиот пазар дојде повторно до израз (DINK, 2014). Бизнес-перспективите се подобруваат особено во секторите на механички инженеринг, електротехниката и автомобилската индустрија, т.е. главните столбови на извозниот успех на Германија. Во градежниот сектор се зголемува вработеноста и додадената вредност повеќе од која било друга земја од ЕУ, така што помеѓу 2008 и 2013 година, вработеноста во МСП во овој сектор се зголемува за 26%, а додадената вредност за 17%.

Силата на преработувачка индустрија во Германија е позната, но, исто така, последниве години значителен раст реализираат и некои услужни сектори. На пример, во административните услуги на МСП помеѓу 2009 и 2013 година вработеноста се зголемува за 17%, а кај големите претпријатија за 28%. Додадената вредност на МСП е зголемена за 24%, а во големите претпријатија таа постигнува повисоко ниво за 35%.

И покрај добрата економска состојба, во последните години постојано опаѓа не само бројот на ликвидирани, туку и бројот на новоосновани фирми. Во 2013 година бројот на новоосновани претпријатија падна на 330.000 (најниска вредност), а бројот на ликвидирани претпријатија се очекуваше да биде 356.000. Разликата од 26.000 зборува за нова состојба во секторот на МСП. Една од причините за тоа е реформата на Фондацијата за грантови во 2012 година. Како резултат на тоа бројот на фирми кои добија поддршка падна на 51.900, што претставува пад од 81%. Во 2013 година повторно расте бројот на претпријатија поддржани од овој систем на финансирање. Во споредба со првите три квартали на 2012 година, во 2013 година раст на новоосновани претпријатија имаше во областа на производство, со повеќе од 8%, поддржано од градежната индустрија со 5%. Овие резултати се во согласност со генерално повољните економски услови за прехранената индустрија во текот на таа година.

За време на кризата од 2008 до 2013 година, Германија успеа да направи подобрувања во многу области, особено во „пристапот до државна помош и јавни набавки“, „бизнис пријателски менаџмент“ и „интернационализација“. Во текот на 2013 година, Германија го подобри деловното опкружување за малите и за средните претпријатија, преку спроведување дваесетина мерки, кои се базираа на девет од десет области на „Small Business Act“. Тие беа поврзани со областите на „пристап до државна помош и јавни набавки“, „пристап до финансии“, „животна средина“, „промовирање на претприемништвото“ и „свеста на државните органи“. Најголемиот напредок е реализиран во текот на периодот 2013/2014 во областа на „бизнис пријателски менаџмент“ и „пристап до финансии“. Федералната влада достави законски предлог за поедноставување на е-влада за намалување на административниот товар за компаниите. Мерките во врска со „пристапот до финансии“ беа насочени кон зајакнување на ризико-капитал за иновативните мали и средни претпријатија. Со мерките за поддршка на висококвалификуваните работници од странство е направен значителен напредок во областите на интернационализација и иновации. Поголемиот дел на мерките на политиката, кои беа објавени од страна на Владата во 2013 година, беа и навистина спроведени. Фактот дека некои информации може да се чуваат во електронска форма, може да го намали товарот на бизнисите. Во 2014 година Владата на Германија спроведе мерка за онлајн-регистрација на компаниите (стапи на сила во септември, 2014 година).

Генерално, малите и средните претпријатија во Германија полесно можат да дојдат до финансиски средства, отколку МСП во другите развиени земји-членки на ЕУ. Ова ја покажува позицијата на Германија во оваа област, која е над просекот на ЕУ. Некои индикатори покажуваат прилично голема разлика до просекот на ЕУ, а ова посебно се однесува на „Финансирање со заем“. Процентот на одбиени барања за кредит во Германија е само една шестина од просекот на ЕУ (2,5% наспроти 14,4%). Само 6% од германските мали и средни претпријатија (во споредба со 17% во ЕУ) се изјасниле дека за нив било тешко да добијат некој облик на јавна поддршка, на пример, да се добијат гаранции за кредити. Што се однесува до кредитното финансирање, МСП во Германија се во поповолна ситуација во споредба со ЕУ земјите поради високите каматни распони со кои се соочуваат земјите на Европската Унија. На пример, индикаторите на паричните текови во форма на интервали за плаќање и лоши долгови, ги доведуваат германските мали и средни претпријатија во просек, исто така, во поповолна ситуација од малите и средните претпријатија на други места во ЕУ. На пример, времето на чекање за исплата за германските МСП е само 31 ден, додека на ниво на ЕУ тој период, во просек, е речиси четири работни недели подолг. Во однос на „start-up“ финансирањето, Германија се наоѓа во рамките на ЕУ, но на врвот. Во поглед на ризико-капитал инвестициите, Германија инвестира повеќе, а другите ЕУ земји се, во просек, зад неа. Во 2013 година и во првиот квартал од 2014 година, се спроведени неколку мерки во оваа област и е постигнат умерен напредок. Есента, 2013 година, во Германија се лансира „Mikro-Mezzanin-Fonds“ преку кој на членките (МСП) им се овозможува финансирање до 50.000 евра. Беше воведена грант-инвестиција за бизнис-ангели (INVEST - финансиска помош за ризичен капитал) за иновативни мали и средни претпријатија, за да се олесни пристапот до ризико-капитал и да се мотивираат инвестирања на бизнис-ангели.

1.2. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на Австрија

Австриската економија во 2013 година, во споредба со претходните години, покажува послаби резултати (низок раст на БДП од само 0,3%). Од трите главни области на економијата (производство, трговија и други услуги), областа

на други услуги е поразвиена во 2013 година. Таа област продолжи да напредува и во првата половина на 2014 година. Ваквите случувања се последица на опаѓањата на каматните стапки од страна на Европската централна банка, со што стапките за кредитирање на претпријатијата почнаа да паѓаат. Во текот на претходните години кредитните услови беа неколку пати поостри заради што претпријатијата потешко доаѓаа до финанси.

Малите и средните претпријатија (МСП) во Австрија претставуваат важен столб на економијата. Речиси 99,6% од вкупниот број претпријатија спаѓаат во групата на МСП, кои реализираат релевантна продажба и бруто-додадена вредност. Исто така, тие играат важна улога и во вработувањето (две третини од луѓето што се стекнуваат со професионална наобразба се наоѓаат себеси во овие претпријатија). Во изминатите години малите и средните претпријатија во Австрија иако функционираа во неповолна економска средина, поради глобалната финансиска криза од 2008 година, сепак, успеја стабилно да се развиваат (иако имаше паѓање на нивото на рентабилност и вработувањето). По 2009 година, повторно заживуваат, за во наредните години да го достигнат нивото, пред да настане кризата. Затоа, ако се споредува пазарот на труд во Австрија, со пазарот на труд во ЕУ, тие се во добра состојба, во таа смисла дека апсорбираат голем број работници. Во 2012 година, околу 313.700 (или 99,6%) претпријатија спаѓаат во групата на мали и на средни претпријатија. Во овој број претпријатија се опфатени близу 1,9 милиони вработени, со можност за вработување на околу 68.000 нови дипломирани. Во 2012 година, МСП во Австрија генерираат повеќе од 450 милијарди евра приходи, односно 108 милијарди евра бруто-додадена вредност.

Ако малите и средните претпријатија во оваа држава се анализираат на краток рок (2010-2012) и на еден подолг период (2008-2012), се забележува динамичен развој во двата периоди. Бројот на вработени и прометот по финансиската криза во 2009 година, во 2012 година се зголемувава значајно над нивото што беше регистрирано во 2008 година. Во следната табела се прикажуваат МСП со пресек за 2012 година.

Табела 8. Преглед на малите и средните претпријатија во Австрија, во 2012 година.

	Апсолутен број	во проценти	2010 во %	2008 во %
Претпријатија	313.729	99,6	2,0	4,7
Вработени	1.868.131	66,8	4,0	4,3
Приходи во милиони евра (нето)	450.417	63,5	13,2	11,1
Бруто-додадена вредност во милиони евра	107.571	58,8	9,2	8,8

Извор: Mittelstandbericht 2014, Bericht über die Situation der kleinen und mittleren Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft, Österreich. Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft.

Бројот на претпријатија во 2012 година, во споредба со 2008 година е значително зголемен за 4,7%, наспроти бројот на големите претпријатија, кој е зголемен за само 0,6%. Како што беше споменато, во 2012 година бројот на вработени и бруто-додадената вредност во МСП успеа да се искачи над нивото од 2008 година, додека големите претпријатија, кога се зборува за 2012 година сèуште го немаа надминато тоа ниво. Ова го потврдува значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економската стабилност и просперитет на Австрија. Во продолжение, во табелата го претставуваме бројот на МСП, според број на вработени.

Табела 9. Претпријатија во Австрија според бројот на вработени, во 2012 година (со исклучок на земјоделството, шумарството и лични услуги)

	Апсолутен број	Учество на МСП во %	Пораст на МСП во % во периодот 2010-2012 год.	Пораст на МСП во % во периодот 2008-2012 год.
0 до 9 вработени	274.178	87,1	1,6	4,6
од тие со 1 вработен	115.203	36,6	2,4	8,5
10 до 49 вработени	34.165	10,9	4,5	5,6
50 до 249 вработени	5.386	1,7	5,9	3,7
МСП вкупно	313.729	99,6	2,0	4,7
Повеќе од 250 вработени	1.126	0,4	5,4	0,6
Вкупно претпријатија	314.855	100,00	2,0	4,7

Забелешка: заокружувањето на разликите не е избалансирано.

Извор: Mittelstandbericht 2014. Bericht über die Situation der kleinen und mittleren unternehmen der gewerblichen Wiertschaft. Österreich. Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wiertschaft.

Во 2012 година вкупниот број на МСП изнесува повеќе од 313.720 претпријатија. Од нив 274.178 или 87,1% спаѓаат во претпријатија со помалку од десет вработени, каде што се вклучени и претпријатијата со еден вработен, кои изнесуваат 36,6%. Околу 34.000 или 10,9% спаѓаат во претпријатија од 10 до 49 вработени, 5.386 или 1,7 % се средни претпријатија (со 50 до 249 вработени). Малите и средните претпријатија во 2012 година изнесуваат 99,6% од вкупниот број пазарно ориентирани субјекти.

Во периодот од 2008 до 2012 година, бројот на МСП се зголемува за 4,7%. Во овој период само претпријатијата со еден вработен се зголемуваат повеќе, некаде 8,5%. А од 2010 година се забележува пораст на МСП, но само за 2,0%.

Од аспект на секторите, повеќето мали и средни претпријатија се лоцирани во дејноста трговија. Во оваа економска активност, во 2012 година се ориентирани околу 74.500 мали и средни претпријатија, т.е. околу 24% од МСП во Австрија. Еден голем број претпријатија му припаѓаат на секторот научни и технички услуги (околу 62.000 или 20% од сите МСП). На гастрономија ѝ припаѓат 44.500 или 14% претпријатија, а во градешништвото се лоцирани околу 32.100 или 10% претпријатија. Учеството на бројот на МСП во 2012 година во сите сектори не падна под 98% од бројот на сите претпријатија.

Табела 10. Учеството на МСП во австриската економија според сектори, 2012 година (со исклучок на земјоделството и шумарството, лични услуги и придружните друштва)

	МСП	Учество во бројот на МСП во%	Учество на бројот на МСП во вкупниот број на претпријатија на ниво на сектор во %
Рударство	350	0,1	98,6
Производство на стоки	24.538	7,8	98,1
Снабдување со енергија	2.117	0,7	98,8
Водоснабдување и отстранување на отпад	2.003	0,6	99,6

Градежништво	32.103	10,2	99,8
Тргување	74.506	23,7	99,7
Транспорт	13.792	4,4	99,5
Сместување, гастрономија	44.494	14,2	99,9
Информации и комуникации	17.624	5,6	99,8
Финансиски и осигурителни услуги	6.375	2,0	98,9
Активности со недвижен имот	19.116	6,1	99,9
Независни научни и технички услуги	61.861	19,7	99,9
Други економски услуги	13.424	4,3	92,2
Поправка на средства за лична употреба и за домаќинства	1.424	0,5	100,0
Вкупно претпријатија	313.729	100,0	99,6

Забелешка: заокружувањето на разликите не е избалансирано.

Извор: Mittelstandbericht 2014, Bericht über die Situation der kleinen und mittleren unternehmen der gewerblichen Wiertschaft, Österreich. Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wiertschaft.

Во 2012 година беа основани нови 21.000 претпријатија и половина од тие спаѓаат во претпријатија кои обезбедуваат самовработување. Стапката на основање нови претпријатија е 6%. Во споредба со другите земји-членки на ЕУ, Австрија претставува земја со ниска стапка на новоосновани претпријатија и има пониски стапки на нивна „смртност“, што значи дека претпријатијата во Австрија, во споредба со повеќе земји на ЕУ, егзистираат подолг период во пазарот.

Поради сето ова, Федералната влада поставува амбициозна цел, според која до 2020 година Австрија треба да биде најпријателска земја во Европа за основање нови МСП. Постојат големи можности за постигнување на оваа цел, ако се има предвид состојбата на овој сектор во текот на подолг период (2008 - 2014), каде што се забележува позитивен тренд. Само во 2014 година, 326.900 МСП вработија повеќе од 1,9 милиони работници и остварија приходи во висина 456 милијарди евра, со респективна бруто-додадена вредност од 114 милијарди евра (Mittelstandbericht 2016, Bericht über die Situation der kleinen und mittleren unternehmen der gewerblichen Wiertschaft, Österreich. Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wiertschaft, 2016).

1.3. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија за економскиот развој на Швајцарија

Како што беше претходно појаснето, во современи услови се среќаваат различни пристапи за дефинирање на малите и на средните претпријатија, со цел да се разликуваат од големите компании (се користат дефиниции според бројот на вработени, вкупните средства или приходи, кои можат да варираат според сектор и индустрија). Поделбата на МСП според бројот на вработени (со полно работно време) во Швајцарија се потпира на дефиницијата на Европската комисија (2003). Малите и средните претпријатија се компании со помалку од 250 вработени и се поделени во следниве групи: најмали претпријатија (со помалку од 10 вработени), наречени микропретпријатија, мали претпријатија (од 10 до 49 вработени), и средни претпријатија (од 50 до 249 вработени).

Швајцарските мали и средни претпријатија (МСП) се ѓрбет на швајцарската економија. Имено, во оваа економија силно доминираат мали и средни претпријатија (МСП). Бруто-домашниот производ на сите швајцарски компании во периодот од 2008 до 2013 година се зголеми во реални услови, со просечна годишна стапка од 1,2% (номинално 1,3%) (FHS St. Gallen 2014). Врз основа на големото значење на малите и на средните претпријатија во швајцарската економија, може да се претпостави дека растот на малите и на средните претпријатија учествува во голема мера во оваа вредност. Во 2012 година 99,8% од сите 557.829 пазарно ориентирани претпријатија се мали и средни претпријатија, и во исто време, тие вработуваат повеќе од две третини од сите вработени (Treuhand Steuer und Rechtsberatung, Wirtschaftsprüfung, Unternehmensberatung Informatik-Gesamtlösungen, 2015). Притоа, 92,3% од сите МСП претпријатија се микропретпријатија, 6,3% се мали претпријатија и 1,2% од МСП во Швајцарија се средни претпријатија. Во 2012 година повеќе од две третини од вработените се наоѓаат во МСП (со полно работно време). Од нив, 27,1% работат во микропретпријатија, 20,8% во мали претпријатија и 20,1% во средни претпријатија. Во продолжение е прикажана поделбата на претпријатијата според нивната големина и бројот на работници кои се вработени во нив во 2012 година.

Табела 11: Број на претпријатија во Швајцарија по големина и по број на вработени, 2012 година

Големина на претпријатија	Број на претпријатија		Вработувања во МСП	
	Број	%	Број	%
Микропретпријатија: 0 до 9 вработени	514.741	92,3	921.493	27,1
Мали претпријатија: од 10 до 49 работници	34.936	6,3	707.127	20,8
Средни претпријатија: од 50 до 249	6.896	1,2	682.204	20,1
Големи претпријатија, со повеќе од 250 работници	1.256	0,2	1.086.691	32,0
Вкупно	557.829	100	3.397.516	100

Извор: Schweizer KMU Eine Analyse der aktuellsten Zahlen, Ausgabe 2015. Urs Fueglistaller, Alexander Fust, Christoph Brunner, Bernhard Althaus, Universität ST. Gallen

Претходните квантификации за МСП се разликуваат од еден до друг сектор. Тоа може да се воочи од следната табела.

Табела 12: Претпријатија во Швајцарија по сектори, во %, за 2012 година.

	Земјоделство	Индустрија	Услуги
>250	0,0 %	0,5%	0,2%
50 до 249	0,0%	2,9%	1,0%
10 до 49	0,5%	14,0%	5,4%
0 до 9	99,4%	82,6%	93,4%

Извор: Schweizer KMU Eine Analyse der aktuellsten Zahlen, Ausgabe 2015. Urs Fueglistaller, Alexander Fust, Christoph Brunner, Bernhard Althaus, Universität ST. Gallen.

Додека влијанието на микропретпријатијата во земјоделскиот сектор е најголемо (со 99,4%), влијанието во индустрискиот сектор е 83%, а во секторот на услуги е 93%. Бројот на вработени по сектори е прикажан во следната табела:

Табела 13: Број на вработени по претпријатија и по сектори, во %, за 2012 година

	Земјоделство	Индустрија	Услуги
>250	0,0%	30,0%	34,3%

50 до 249	1,5%	26,1%	18,3%
10 до 49	5,2%	25,8%	19,3%
0 до 9	93,3%	18,1%	28,1%

Извор: Schweizer KMU Eine Analyse der aktuellsten Zahlen, Ausgabe 2015. Urs Fueglistaller, Alexander Fust, Christoph Brunner, Bernhard Althaus, Universität ST. Gallen

Од табелата се гледа дека во земјоделскиот сектор сите вработени се ангажирани во МСП (100%), а од тоа на микропретпријатијата им отпаѓаат 93%. Во индустрискиот сектор, 70% од вработените се ангажирани во МСП, а од тоа 18% се вработени во микропретпријатија. Во услужниот сектор, 66% од вработените се во мали и во средни претпријатија, а 28% се во микропретпријатија.

Ако анализата за секторот на МСП во Швајцарија се прошири на периодот по 2012 година, може да се констатира дека овој сектор и понатаму останува првобет на швајцарската економија. На пример, вкупниот број на МСП во 2014 година изнесува 561.619 или 99,7 % од вкупниот број активни економски субјекти, со 2.968.877 вработени или 68% (www.kmu.admin.ch). Имајќи ја предвид долгогодишната макроекономска стабилност на Швајцарија, и понатаму се очекува позитивен развој на овој сектор.

Врз основа на извршената анализа, може да се извлече констатацијата дека малите и средните претпријатија во развиените земји стануваат сè позначаен фактор за економскиот развој, па според тоа е неопходно националните економии да преземат соодветни мерки и стратегии за поттикнување на нивниот развој и за поголемо почитување на принципите од Актот за мали бизниси, што претставува вистински предводник во иницијативата и политиките на ЕУ за поддршка на малите и на средните претпријатија.

2.1. Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија на економскиот развој на Србија

Малите и средните претпријатија во Србија и покрај тешките економски услови во 2012 година во реални услови покажуваат зголемена вредност на повеќето показатели. Во споредба со 2011 година, прометот, бруто-додадената

вредност, профитот и извозот регистрираат позитивни трендови и реален раст, додека, пак, негативно влијание врз вработувањето (намалено е за 0,6%) имаат навестувањата за новиот бран на кризата. (Министарство привреде, Министарство регионалног развоја и локалне самоуправе, Национална агенција за регионални развој, 2015).

Малите и средните претпријатија одржуваат високо учество во формирањето на основните индикатори на нефинансискиот сектор на српската економија. МСП генерираат околу 2/3 од вработувањата, прометот, бруто-додадената вредност, увозот и 50% од извозот, добивката и инвестициите на нефинансискиот сектор. Се проценува дека во 2012 година Секторот за мали и за средни претпријатија учествува во БДП на Србија, со околу 34%. Така, во 2012 година Секторот на МСП учествува со 317.162 или 99,8 % од вкупниот број на претпријатија, со 782.026 вработени, со остварен промет од 5.689,7 мил. динари и 977,1 милијарди динари бруто-додадена вредност. Во споредба со 2011 година, стапката на вработеност е намалена за 0,6%, прометот е зголемен од 1,5%, додека БДВ се зголеми за 3,2%. Се зголемило и влијанието на МСП секторот во надворешната трговија на нефинансискиот сектор, уделот во извозот се зголемил за 2,6, а во извозот за 4,4 процентни поени. Во продолжение се прикажани показателите на развиеноста на малите и на средните претпријатија за 2011-2012 година.

Табела 14: Број на претпријатија, вработени, промет, бруто-додадена вредност (БДВ), извоз, увоз и инвестиции, според големина на претпријатија, Србија, 2011-2012

	МСП		Големи		Нефинансиски сектор		Учество на МСП во %	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Број на претпријатија	319.304	317.162	498	506	319.802	317.668	99,8	99,8
Број на вработени	786.873	782.026	418.404	420.019	1.205.277	1.202.045	65,3	65,1
Промет (мил денари)	5.200.832,	5.689.666	2.738.749	3.011.466	7.939.582	8.701.131	65,5	65,4
БДВ (мил динари)	878.245	977.088	712.483	774.252	1.590.729	1.751.340	55,2	55,8

Извоз (мил дин)	400.015	498.886	424.975	477.500	824.990	976.386	48,5	51,1
Увоз (мил дин)	765.047	973.376	606.815	644.240	1.371.862	1.617.616	55,8	60,2
Инвестиции (мил дин.)	216.101		259.241		475.342		45,5	

Извор: *Извештај о малим и средњим предузећима и предузетништву за 2012. годину*, Београд, децембар 2013 година, Министарство привреде, Министарство регионалног развоја и локалне самоуправе, Национална агенција за регионални развој.

Во структурата на секторот на мали и на средни претпријатија најбројни се микро претпријатијата (305.321), додека малите и средните претпријатија се (11.841). Секторот на МСП доминира кај сите забележани индикатори (53,8% кај вработувањето, 60,7% кај прометот, 61,6% кај бруто-додадената вредност, 77,0% кај извозот и 74,5% кај увозот).

Табела 15: Индикатори за секторот на МСП во Србија (2012 год.)

	Микро		Мали		Средни		МСП	
	Вредност	%	Вредност	%	Вредност	%	Вредност	%
Број на претпријатија	305.321	96,3	9.699	3,0	2.142	0,7	317.162	100
Број на вработени	361.311	45,2	196.492	25,1	224.223	28,7	782.026	100
Промет (мил дин)	2,237,978	39,3	1,769,859	31,1	1,681,829	29,6	5,689,666	100
БДВ (мил динари)	375,081	38,4	280,026	28,7	321,980	32,9	977,088	100
Вработеност по претпријатие	1,2		20,3		104,7		2,5	
Приходи по вработен (илјада дин.)	727		769		888		784	
Промет по претпријатие (мил. дин.)	7,3		182,5		785,2		17,9	
Бруто-додадена вредност по претпријатие (мил. дин.)	1,3		28,4		150,3		3,1	
Извоз (мил. дин.)	114,646	23,0	142,997	28,6	241,243	48,4	498,886	100
Увоз (мил. дин.)	248,402	25,5	367,734	37,8	357,241	36,7	973,376	100
Коефициент извоз/увоз		46,2		38,9		67,5		51,3

Извор: *Извештај о малим и средњим предузећима и предузетништву за 2012. годину*, Београд, децембар 2013 година, Министарство привреде, Министарство регионалног развоја и локалне самоуправе, Национална агенција за регионални развој.

развоја и локалне самоуправе, Национална агенција за регионални развој.

Во 2012 година, продолжи трендот на намалување на бројот на средни претпријатија, а преостанатите средни претпријатија сè уште не беа доволни за да играат улога на лидери во секторот. Неповолните општи услови за водење бизнис го интензивираа долгорочниот проблем на стагнација (Министарство привреде, Министарство регионалног развоја и локалне, Национална агенција за регионални развој, 2013). Кризата остави последици врз нивото на инвестициите. Инвестициите во нефинансискиот сектор во 2011 година изнесуваа 475.300.000.000 динари, што е за 13,5% помалку во реални услови во споредба со 2010 година. Инвестициите на МСП се намалиле за 29,4%, а на големите претпријатија се зголемиле за 6,6%. Кај средните претпријатија во 2012 година се намалил обемот на инвестиции од 59,8%, така што секторот на мали и на средни претпријатија забележал намалување на инвестициите во 2011 година во однос на претходното намалување на учеството на инвестициите во структурата на нефинансискиот сектор од 55,7% во 2010 година на 45,5% во 2011 година.

Секторот на МСП во 2012 година пласирал половина од своите инвестиции во градежништвото (50,3%). Инвестиционата активност останала на ниско ниво. Односот на инвестициите и прометот покажува дека големите компании распределуваат 9,5% од прометот, а малите и средните претпријатија за инвестиции распределуваат само 4,2% (8,0% во 2011 и 5,3% во 2010 година).

Во поглед на надворешната трговија Секторот на мали и на средни претпријатија во 2012 година бележи дефицит од 474.500.000.000 динари или 74,0% на нефинансискиот сектор, а односот увоз - извоз бил под просекот на економијата и на големите системи (51,3% наспроти 60,4% и 74,1%). Во 2012 година побрзиот раст на увозот (18,0% или 973.400.000.000 дин.) спрема извозот (15,7% или 498.900.000.000 дин) придонел за зголемување на дефицитот во надворешната трговија од 20,6% во однос на 2011 година. Во споредба со 2011 година, како одраз на учеството на Секторот во структурата на извозот и на увозот на Нефинансискиот сектор на Србија, активностите на малите и на средните претпријатија во надворешната трговија се зголемиле за 17,2%.

Структурата на малите и на средните претпријатија по сектори е неповолна. Недоволниот број и сиромашните перформанси, пред сè кај

прехрабената индустрија, е уште еден показател за ниското ниво за развој на секторот на МСП. Несразмерниот сектор (257.847 МСП) во 2012 година генерира 42,0% вработувања, 45,5% од прометот и 37,7% од бруто-додадената вредност (БДВ) на нефинансискиот сектор на економијата. Најголем број мали и средни претпријатија (207.825 или 65,5%) се сконцентрирани во четири сектори: производство; трговија на големо и на мало; градежништво и стручни, научни, иновативни техники и активности. Во овие индустрии во рамките на секторот на малите и на средните претпријатија во 2012 година се вработени 71,5% од работниците, генерираат 80,3% од прометот и 70,4% од БДВ (46,5%, 52,5% и 39,2% на нефинансискиот сектор).

Табела 16: Индикатори за малите и за средните претпријатија во Србија по сектори, за 2012 год.

	Број на претпријатија		Вработување		Промет		БДВ	
	Број	%	Број	%	Број	%	мил дин	%
Сектор на размена	59.315	18,7	277.138	23,1	1.728.414	19,9	316.739	18,1
Преработотувачка инд.	51.409 7	16,2	223.291	18,6	1.284.037	14,8	248.513	14,2
Други разменливи.	7.906	2,5	53.847	4,5	444.378	5,1	68.226	3,9
Неразменливи сектори	257.847	81,2	504.888	42,0	3.961.252	45,5	660.349	37,7
Градежништво	23.607	7,4	60.436	5,0	374.120	4,3	80.974	4,6
Трговија	96.001	30,2	218.614	18,2	2.624.309	30,2	269.240	15,4
Стручна, научна, иновативна и техничка индустрија	36.808	11,6	56.531	4,7	287.172	3,3	89.092	5,1
Други неразменливи	101.432	31,9	169.308	14,1	675.651	7,8	221.042	12,6
Вкупно МСП	317.162	99,8	782.026	65,1	5.689.666	65,4	977.088	55,8

Извор: *Извештај о малим и средњим претпријатија и претпријатијата за 2012 година*, Београд, децембар 2013 година, Министерство привреде, Министерство регионалног развоја и локална самоуправа, Национална агенција за регионални развој.

Во споредба со претходните години, анализата на секторот на мали и на

средни претпријатија во 2012 година покажува дека овој сектор сè уште не закрепнал од последиците од финансиската и од економската криза која почна кон крајот на 2008 година. Во 2012 година, малите и средните претпријатија забележале благ пораст на обемот на активностите. Во споредба со 2011 година прометот се зголемил за 1,5%, што е недоволно да го достигне нивото од пред кризата (во споредба со 2007 година, прометот во секторот на мали и на средни претпријатија бил намален за 10,2%, а во големите претпријатија за 0,7%). Бруто додадената вредност на малите и на средните претпријатија во 2012 година се зголемила за 3,2% во споредба со 2011 година, но сè уште не го достигнала нивото од 2007 година – пониска била за 12,0% (во големите компании е забележан пад од 2,7%). Во споредба со претходната година МСП во 2012 година покажале поинтензивен раст на профитот од големите компании (6,5% наспроти 2,1%). Малите и средните претпријатија одржуваат доминантна позиција во создавањето на добивка од економијата (52,0%).

Анализата и улогата на МСП во економијата на Србија може да се заокружи со потенцирањето дека во текот на целиот период 2008-2014 година, малите и средните претпријатија имаат доминантна позиција во смисла на партиципирање кај поголемиот број главни индикатори на нефинансискиот сектор. Според ова, во 2014 година малите и средните претпријатија генерираат 64,8% од вработувањата, 65,4% од прометот, 56,0% од БДВ и 51,8% учество во надворешната трговија на нефинансискиот сектор. Во однос на 2013 година е остварен реален раст кај сите финансиски индикатори, кој се гледа во растот на учеството на секторот на мали и на средни претпријатија во БДП (1,9 структурни поени), извозот (1,6 структурни поени) и профитот на нефинансискиот сектор (4,5 структурни поени) („Извештај о малим и средњим предузећима и предузетништву за 2014. годину“, Министарство привреде, Министарство регионалног развоја и локалне самоуправе, Национална агенција за регионални развој, 2015).

2.2 Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија на економскиот развој на Хрватска

Малите и средните претпријатија во Хрватска, како и во другите земји од Европската Унија, се под влијание на негативен тренд. Со цел да се зголеми

конкурентноста, Европската Унија ја признава клучната улога на малите и на средните претпријатија во процесот на економско заздравување и презема различни политики насочени кон овој сектор за да создаде повољна деловна клима за нив. Хрватска, исто така, има потреба од фокусирање на малите и на средните претпријатија кои, како главен и најспецифичен дел од економијата, во поповолна бизнис средина можат да го обезбедат посакуваниот раст, но и нови вработувања.

Поради продолжено високата стапка на невработеност во Хрватска прашањето за ефикасноста на овој дел од економијата е поважно од кога било, бидејќи само малите и средните претпријатија се генератори на нови работни места. Затоа и Хрватска се приклучува кон стандардните политики на Европската унија, кои им даваат посебно значење на малите и на средните претпријатија. Опстанокот и развојот на малите и на средните хрватски претпријатија на единствениот пазар на Европската унија ќе зависи од нивната способност успешно да се натпреваруваат и да одговорат на предизвиците поставени од страна на пазарот, како и од тешката конкуренција во рамките на Унијата.

Во 2012 година хрватската економија забележала пораст на бројот на деловни субјекти, но структурата на економијата во однос на големината на компаниите (малите и средните претпријатија во споредба со големите претпријатија) доживеала само мали промени. Најголем пораст во 2012 година во споредба со 2011 година е забележан во категоријата мали претпријатија (6,8%), потоа во категоријата средни претпријатија (1,3%), додека во категоријата на големите компании се забележува намалување за 3,1% (Entrepreneurship Monitor istraživanja za Hrvatsku, 2012).

Во 2013 година забележан е пораст на вкупниот бројот на претпријатија за 4% во однос на 2012 година. Во категоријата мали претпријатија се забележува пораст за 4,2%, додека во категоријата големи претпријатија за 0,6%. Единствено кај средните претпријатија се забележува намалување за 3,1%. („Izvešće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj“, Centar za politiku Razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, 2014).

Што се однесува до 2014 година, се забележува дека вкупниот број претпријатија е во пораст за 3,2 % во однос на 2013 година. Малите претпријатија се зголемуваат за 3,3%, средните претпријатија се намалуваат за 3,7%, а големите претпријатија се зголемуваат за 1,1% („Izvešće o malim i srednjim poduzećima u

Hrvatskoj“, Centar za politiku Razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, 2015).

Табела 17: Број на претпријатија во Хрватска по големина: 2001, 2011, 2012, 2013 и 2014 год.

	2001		2011		2012		2013		2014	
	Број	%	Број	%	Број	%	Број	%	Број	%
Мали претпријатија	54.213		89.539		95.597		99.573		102.895	
Средни претпријатија	2.203		1.292		1.309		1.268		1.221	
МСП	56.416	99	90.831	99,5	96.906	99,6	100.841	99,7	104.116	99,7%
Големи претпријатија	571	1	359	0,5	348	0,4	350	0,3	354	0,3%
Вкупно	56.987	100	91.190	100	97.254	100	101.191		104.470	

Извор: *Izvjешće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj 2012, 2013, 2014*, Centar za politiku i razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva Zagreb 2013, 2014, 2015.

Во 2012 година врз основа на бројот на деловни субјекти, малите и средните претпријатија оствариле значителен дел од вкупните приходи (51%), што претставува зголемување за 0,8 процентни поени во однос на 2011 година (како резултат на зголемувањето на вкупните приходи остварени од мали и од средни претпријатија). Во 2012 година вкупниот приход од извозот на хрватските компании се зголемил за 1,04% во однос на 2011 година, а тоа се должи на зголемувањето на извозот од страна на средните претпријатија (раст од 2,1 процентен поен во однос на 2011 година). Кај малите претпријатија е евидентен порастот на вработеноста (5,3%), додека, пак, намалување на вработеноста е забележано во средните претпријатија (6,2%) и во големите претпријатија (4,8%) (Entrepreneurship Monitor istraživanja za Hrvatsku za 2012. godinu).

Табела 18: Вкупниот приход, вработеноста и извозот според големината на претпријатијата во Хрватска за 2011 и за 2012 год.

Економски критериуми за оценување на секторот	Број на претпријатија					
	Мали		Средни		Големи	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Вкупен приход (мил. куни)	191.232	199.774	111.896	111.966	300.152	298.636
Вкупен	31,7%	32,7%	18,5%	18,3%	49,8%	48,9%

приход во %						
Вработеност	386.692	406.834	159.616	149.787	287.035	273.253
Вработеност во %	46,4 %	49,0%	19,2 %	18,04%	34,4 %	32,9%
Извоз (000 куни)	20.636.597	20.420.000	19.697.332	21.961.000	55.747.578	54.701.000
Извоз во %	21,5%	21,0%	20,5%	22,6%	58%	56,3%

Извор: *Izvešće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj 2013*, Centar za politiku i razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva Zagreb 2013.

Во зависност од големината на компанијата асиметричните промени во вработувањето може да се нотираат од промените во вработувањето во 2001, 2011 и во 2012 година: вработувањата во малите претпријатија покажуваат постојан тренд на пораст, додека во секторот на средни и на големи претпријатија покажуваат континуиран пад.

Табела 19: Структурата на вработеноста во Хрватска во однос на големината на компанијата за 2001, 2011 и 2012 година

	2001		2011		2012	
	Број	%	Број	%	Број	%
Мала	247.340	34,0	386.692	46,4	406.834	49,0
Средна	161.426	22,2	159.616	19,1	149.787	18,1
Голема	318.467	43,8	287.035	34,5	273.253	32,9
Вкупно	727.233	100,00	833.343	100,00	829.874	100,00

Извор: *Izvešće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj 2013*, Centar za politiku i razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva Zagreb, 2013.

Вработувањето во секторот на мали и на средни претпријатија може да се анализира преку споредување на просекот на број на вработени во малите и во средните претпријатија кои се прикажани во следниве табели: во двете категории претпријатија просечниот број на работници паѓа, што укажува на зголемување на продуктивноста во овие компании, особено во малите претпријатија. Просечниот број на вработени во малите претпријатија во периодот 2008-2012 се намалил за 17,6%, додека во средните претпријатија во истиот период опаднал за 6,1%. Во споредба со 2011 година, во 2012 година во средните претпријатија просечниот број на работници се намалил за 7,4% (со просек од 123,5 вработени во 2011

година, кон просек од 114,4 вработени во 2012 година), додека во малите и во средните претпријатија се намалил за 2,3% (со просек од 4,3 вработени во 2011 година во просек од 4,2 вработени во 2012 година).

Табела 20: Број и структура на вработеноста во малите претпријатија во Хрватска за периодот 2008-2012

Година	Број на мали претпријатија	Број на вработени во мали претпријатија	Просек на вработени во мали претпријатија
2008	87.807	448.803	5,1
2010	95.004	415.320	4,4
2011	89.539	386.692	4,3
2012	95.597	406.834	4,2

Извор: *Izvešće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj 2013*, Centar za politiku i razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva Zagreb, 2013.

Табела 21: Број и структура на вработеноста во средните претпријатија во Хрватска за периодот 2008-2012

Година	Број на средни претпријатија	Број на вработени во средни претпријатија	Просек на вработени во средни претпријатија
2008	1.396	170.038	121,8
2010	1.379	157.147	114,0
2011	1.292	159.616	123,5
2012	1.309	149.787	114,4

Извор: *Izvešće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj 2013*, Centar za politiku i razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva Zagreb, 2013.

Резултатите од меѓународно истражување за претприемништвото на Глобалниот монитор за претприемништво (ГЕМ), во кое Хрватска е вклучена од 2002 година, укажува на многу ниско ниво на активности за започнување нови бизнис потфати со кои се мери Total Entrepreneurial Activity Indeks – ТЕА. Со ТЕА индекс од 7,32 во 2011 година и 8,27 во 2012 година, Хрватска е меѓу земјите со ниско ниво на активност во постигнување бизнис потфати, во споредба со просечната вредност на ТЕА индексот на сите земјите вклучени во истражувањето на ГЕМ. Важна улога во решавањето на проблемот на

невработеноста, освен новите бизнис потфати, имаат и претпријатијата кои се распаѓаат. Според истражувањето на ГЕМ за 2012 година, Хрватска има многу малку такви компании (помалку од 3%, за разлика од развиените земји каде уделот на бизнисот расте од 6% до 9%). Бројот на растечки компании зависи од голем број активности кои се насочени кон зајакнување на конкурентноста на претпријатијата, од развојот на нови производи, од развојот на иновативниот капацитет на претпријатијата, како и од инвестирањето во истражувањата. Индикаторите на иновациите и на инвестициите, но и на истражувањето и развојот, не се однесуваат само за малите и за средните претпријатија туку и за сите компании, притоа тие им обезбедуваат на хрватските компании важен увид во овие две димензии, но и во вклученоста на малите и на средните претпријатија во развојот на конкурентноста. Според Глобалниот индекс на иновации, Хрватска во 2013 година беше ставена на 37-мо место од вкупно 142 земји вклучени во студијата, што претставува подобрување за пет места во однос на 2012 година. Клучна компонента за зголемување на иновативноста и конкурентноста на економијата е да се инвестира во истражувањето и во развојот. Во 2011 година, хрватските бруто домашни расходи за истражување и развој се зголемени за 2,5% во споредба со 2010 година. Во однос на финансиските перформанси, малите и средните претпријатија покажуваат полоши резултати отколку големите претпријатија, не само во апсолутна смисла, туку и во релативни вредности.

2.3 Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија на економскиот развој на Бугарија

Според показателите за економскиот раст, економијата на ЕУ почнува да се обновува од кризата од 2007/2008, па до крајот на 2009 година. Кризата во Бугарија, сепак, почнува на почетокот на 2009 година, а ефектите од неа во однос на некои индикатори се почувствувани дури подоцна. Во 2011 година продолжува заздравувањето на светската економија од рецесијата, иако уште на почетокот на годината се забележани знаци на забавување на економскиот раст. Во изминатите години БДП на Бугарија континуирано расте, освен во 2009 година кога беше означен негативен раст кој се јави како последица на светската економска криза. Имено, од 2005 до 2012 година реалниот економски раст на Бугарија е позитивен,

освен во 2009-та година каде што се забележува отстапување од позитивните движења во текот на периодот. Во 2005 - та година економски раст е 6,4%, во 2006-та е 6,5%, во 2007-та 6,4%, 2008-та е 6,2%, 2009 е -5,5%, 2010 е 0,4% и во 2011 е 1,7 % (Европска комисија, 2014).

Во бугарската економија, слично како и во оние на другите држави од ЕУ, преовладуваат малите и средните претпријатија (МСП), кои опфаќаат 76% од вработените и обезбедуваат 61% од вкупната додадена вредност (Европска комисија, 2014). Повеќето бугарски МСП се ориентирани во секторот трговија на големо и на мало (некаде 44%) што е значително повисок удел од просечниот удел на ниво на ЕУ (29%). Истовремено МСП имаат релативно помало учество во градежниот сектор, како и во секторот на водоснабдување и канализација.

Економската криза нанесе тежок удар на бугарската економијата, што доведе до пад на реалниот БДП од 5,5% меѓу 2008 и 2009 година. И покрај кривото здравување, во наредните години како резултат на надворешната побарувачка од 2013 година, реалниот БДП беше 2% под нивото постигнато пред кризата. Кон крајот на 2013 година домашната потрошувачка постигна скромно закрепнување и сите клучни економски сектори забележаа позитивен раст. Во периодот 2008-2013 година, како МСП така и големите претпријатија загубија многу работни места. Во големите претпријатија загубите беа поголеми. МСП ослободија околу 8% од својот персонал, а големите претпријатија 16% (Европска комисија, 2014). Додадената вредност создадена од МСП е 4%, додека кај големите фирми таа се зголеми за околу 8%. Едно можно објаснување за овој тренд е дека поради економскиот пад по светската економска и финансиска криза, претпријатијата беа под притисок да ја подобрат продуктивноста и да ги прошират своите пазари. МСП се приспособија побавно од големите претпријатија. Причините треба да се бараат во недостигот на менаџерски вештини во МСП, во условите на кризата и во високиот процент неквалификувана работна сила. Покрај тоа, до почетокот на кризата дејноста на бугарските МСП беше главно ориентирана во градежништвото, во трговијата на големо и на мало, кои претставуваат сектори кои се силно зависни од домашната побарувачка која претрпе голем пад. За разлика од тоа, големите претпријатија беа ориентирани кон извозот и го искористија започнатото обновување на побарувачката во другите европски држави. Во рамките на истражувањето спроведено од Бугарската трговско-индустриска комора во 2013 година, 47,6% од испитаниците

очекуваат бизнис климата да се подобри во наредните години, додека 35,7% очекуваат бизнис климата да остане непроменета (Европска комисија, 2014). Сигурен извор за овие позитивни очекувања е подобрениот однос на државата кон претприемништвото и кон МСП: подобрениот дијалог со владата, побрзото враќање на ДДВ, брзи плаќања за успешно исполнетите договори за јавни набавки и значително намалување на административните и регулаторните оптоварувања (<http://investor.bg>).

Во 2013 година Владата усвои национална стратегија за спроведување на SBA – Национална стратегија за промовирање на МСП врз основа на стратешки цели, покривајќи десет клучни области. На овој чекор се гледа како на знак за лансирање проактивна политика за малите бизниси во Бугарија врз основа на стратешко планирање/управување и најефикасна комбинација на развој и имплементација на политики. Во истата 2013 година, Бугарија презеде значителен број мерки во шест од десетте области на политиката во согласност со Законодавниот акт за малиот бизнис (Европска комисија, 2014). Најголем напредок е постигнат во отвореноста на административните органи, примената на принципот „мисли прво за малите“ и во пристапот до финансии.

Во текот на 2014 година по однос на вработувањето и додадената вредност, МСП се покажаа како поважни за нефинансискиот сектор на бугарската економија, споредено со просекот на ниво на ЕУ. На МСП се должеше 76% од вкупната вработеност, 9 процентни поени повеќе од просекот на нивото на ЕУ. Нивниот придонес од 62% во вкупната додадена вредност го надмина просекот на ЕУ со 4 процентни поени. Средните претпријатија (50 - 249 лица) имаа најголем придонес за додадената вредност на МСП од 22%. Нивниот придонес во вработувањата, исто така беше 22%. Трговијата на големо и на мало имаше голем придонес за додадената вредност на МСП и изнесуваше 31% (8 процентни поени над просекот за ЕУ). Овој сектор исто така обезбеди 32% од вработеноста во МСП (го надмина просекот на ЕУ со 6 процентни поени).

Од 2009 година економијата полесно се опоравува. Додадената вредност на МСП во 2014 година се врати на нивоата од пред кризата, но овој раст не донесе нови работни места. Во 2014 година вработувањето во МСП сеуште беше околу 7% под нивото од 2008 год (SBA Справочник Бугарија, European Commission, 2015).

2.4 Значењето и улогата на малите и на средните претпријатија на економскиот развој на Албанија

Малите деловни субјекти, како значајни носители на економската активност, всушност, се од пресудно значење за развојот на националната економија на Албанија. Во економијата на Албанија, како и во оние на другите неразвиени држави преовладуваат малите и средните претпријатија (МСП), кои опфаќаат голем број вработени лица и создаваат голем процент од вкупната додадена вредност. Ако се анализираат активните деловни субјекти според големината вреди да се потенцира дека во Албанија малите и средните претпријатија покажуваат растечки тренд и покрај општите економски и финансиски турбуленции. Во продолжение е прикажана растечката тенденција на бројот на деловни субјекти според големина за периодот 2006-2013 година.

Табела 22. Активни деловни субјекти во Албанија според големината, 2006-2013
год.

Година на основање	Вкупно	Групирани според број на вработени			
		1-4	5-9	10-49	50+
Вкупно	111.083	99.782	5.235	4.660	1.406
2013	12.131	11.358	539	196	38
2012	12.248	11.644	369	183	52
2011	11.033	10.458	349	190	36
2010	12.091	11.436	430	193	32
2009	8.685	8.032	365	225	63
2008	10.010	9.211	455	284	60
2007	6.499	5.657	345	439	58
2006	6.214	5.602	272	280	60
÷2005	32.172	26.384	2.111	2.670	1.007

Извор: Regjistri i ndërmarrjeve ekonomike 2013, Instituti i statistikave.

Значењето на малите и на средните претпријатија како носители на економските активности во Албанија и како главен столб на националната економија ќе го прикажеме во следната табела:

Табела 23. Претпријатија, вработени, нето-продажба , инвестиции - според големина на претпријатието во Албанија, за 2013 година

Големина на претпријатие	Број на претпријатија	%	вработени	%	нето продажба (мил. леки)	%	Инвестиции (мил. леки)	%
Вкупно	84.790	100	344.528	100	1.637.015	100	162.899	100
1-4 вработени	75.823	89	118.988	35	259.485	16	25.773	16
5-19 вработени	6.957	8	58.619	17	393.137	24	28.170	17
20-79 вработени	1.561	2	58.427	17	352.603	21	21.165	13
80+ вработени	499	1	108.494	31	631.790	39	87.791	54

Извор: Regjistri i ndërmarrjeve ekonomike 2013, Instituti i statistikave

Од резултатите се забележува дека претпријатијата кои имаат 80 и повеќе вработени заземаат 38,6% од нето-продажбата, и придонесуваат само со 2,3% во годишната промена на вкупната нето-продажба. Претпријатијата со 5-19 вработени имаат многу поголем придонес. Претпријатија кои имаат 5-19 вработени и 20-79 вработени зафаќаат 8% и 2% од вкупниот број на претпријатија. Овие групи на компании покажаа речиси идентични карактеристики во однос на бројот на вработените, нето-продажбата и инвестициите.

Претпријатијата со 80 и повеќе вработени сочинуваат само 0,5% од активните претпријатија и реализираат 46,9% од вкупната вредност на производството (Enti statistikorë i Shqipërisë, 2013). Секторите за сместување и за храна и услуги се единствените сектори каде што претпријатијата со 1-4 вработени реализираат поголем процент на додадена вредност. Претпријатијата со 5-19 вработени реализираат поголем процент на додадена вредност во секторите на градежништвото и транспортот, информатиката и комуникацијата. Во другите сектори, претпријатијата со 80 и повеќе вработени реализираат поголем процент на додадена вредност (Enti statistikorë i Shqipërisë, 2013).

Од претходно изнесените податоци се забележува дека денес секторот на МСП е доминантен и во земјите во развој, а најголем дел од малите претпријатија се основаат во секторот трговија. Високата флексибилност и ниските фиксни трошоци се клучни детерминанти на компаративната предност на малите претпријатија. Малите и средните претпријатија се извор на иновации, па затоа имаат значајна улога во забрзувањето на технолошкиот и на економскиот развој

на секоја земја. Токму поради тоа, политиките на земјите во развој се насочени кон преземање низа мерки во контекст на економските реформи и имплементирање стратегии и национални програми во насока на поттикнување на развојот на малите и на средните претпријатија.

IV ГЛАВА. МАЛИТЕ И СРЕДНИТЕ ПРЕТПРИЈАТИЈА И НИВНОТО ЗНАЧЕЊЕ ЗА ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Организациски форми на деловните субјекти во Република Македонија

Ако во ерата на индустрализацијата најважно прашање беше развојот на индустриската дејност, денес во постиндустриското општество едно од најважните прашања е развојот на малите и на средните претпријатија. Причините за тоа се должат на развојот на информациската техника и технологија, глобализациските процеси, потребата од децентрализација и деконцентрација, потребата од поголема флексибилност, адаптивност, дисперзија и сл.

По политичкото и економското осамостојување на Република Македонија сè повеќе се иницира потребата од развој на малите и на средните претпријатија, како објективна нужност на современиот степен на развој и како клучен елемент за модернизација и развој на стопанството. Всушност, првите почетоци на стимулирање на развојот на малото стопанство во макроекономската политика на Р Македонија се забележани уште во 1996 година и, во тој контекст, клучниот акцент е ставен на следниве аспекти (Министерство за финансии, 2005):

- создавање услови за поефикасно стопанисување и побрз развој на малите и на средните претпријатија;
- усогласување на одделните прописи со кои се регулираат условите за вршење стопански активности на малите и на средните претпријатија и поедноставување на постапката за нивно отворање;
- отворање агенции и консултантски центри за малите и за средните претпријатија, намалување на стапката на данок од добивка (профит) за малите и за средните претпријатија во индустрискиот и во аграрниот сектор, како и во занаетчиството, и тоа за 30% од просечната;
- намалување на основата за пресметка на данокот на добивка (профитот) за износот на забрзаната амортизација на опремата кај производствените мали и средни претпријатија во индустријата,

занаетството и земјоделството, но најмногу до висината што за 50% ја надминува, со пропис, утврдената амортизација;

- намалување на даночната основа за пресметка на данокот на добивка (профитот), ако се реинвестира;
- регресирање на дел од каматата (до 20%) на кредитите во приватниот сектор во индустријата, занаетството, аграрот, потоа за реконструкција и модернизација и за инвестирање во нови објекти (до 30%) од средствата на буџетот, од компензацискиот фонд на PHARE и
- користење кредитни линии од странските финансиски институции (Европската банка за обнова и развој - 22.100.000 евра, од СР Германија – 5.000.000 евра, 5.000.000 евра од Буџетот на Република Македонија за инвестиции во мали и средни претпријатија, од Светската банка - САЛ-кредитот, како и други кредитни линии од Италија, ФАО, ИФАД итн.).

Деловните субјекти, како значајни носители на економската активност, всушност, се од пресудно значење за развојот на националната економија. „Економските активности во националната економија се реализираат преку деловните субјекти т.е. бизнис активностите се формализираат преку отворање нови деловни субјекти.“ (Ристеска, 2012, стр. 191). Бизнис активностите во Република Македонија се формализираат преку отворање трговско друштво или компанија. Тоа е уредено со Законот за трговски друштва (Агенција за поддршка на претприемништвото на Република Македонија, 2013). Според чл. 19 од истоимениот Закон, „трговско друштво претставува правно лице во кое едно или повеќе физички или правни лица вложуваат средства односно пари, ствари или права во имот што се користат за заедничко работење и заеднички ги делат добивката и загубата од работењето.“ (Службен весник на Република Македонија: Закон за трговски друштва, 2004, стр. 11). Како основачи на трговско друштво можат да се јават домашни и странски физички и правни лица. Додека како основачи на трговски друштва не можат да се јават:

1. физичко лице за кое со правосилна одлука на судот е утврдено дека со умисла предизвикало стечај, поради што доверителите не можеле да ги наплатат своите побарувања, додека трае забраната утврдена со одлука на судот;

2. лица над кои е отворена стечајна постапка за време на траењето на стечајната постапка (само за времетраењето на стечајната постапка);
3. лица кои не ги платиле даноците и придонесите кои со закон биле обврзани да ги платат, односно членовите на органот на управување, односно управителот на овие лица, вклучувајќи ги и лицата во друштвата што престанале;
4. лица, односно содружници или акционери во друштва чија што сметка е блокирана, односно членовите на органот на управување, односно управителот на овие лица, сè додека трае блокадата на сметката.

Според Законот за трговски друштва (од 2004 година), претпријатијата всушност деловните субјекти во Република Македонија може да се регистрираат во една од следниве правни форми:

- Јавно трговско друштво
- Командитно друштво
- Друштво со ограничена одговорност
- Акционерско друштво
- Командитно друштво со акции.

Најголем дел од претпријатијата во Република Македонија, односно МСП, се регистрирани како друштва со ограничена одговорност, што значи дека тие се основани од страна на едно (ДООЕЛ) или повеќе физички или правни лица (ДОО). Законот за трговски друштва ја дефинира вредноста на минималниот капитал за претпријатието. Оваа вредност не може да биде помала од 5 000 евра во денарска противвредност. Во согласност со измените и дополнувањата на овој закон, сепак, постои можност минималните барања за основачка главнина да се внесат во форма на средства во текот на првата година од работењето на претпријатието, што всушност значи дека во текот на постапката за регистрација барањата на основачка минимална главнина можат да бидат нула. Во продолжение е дадена Табела во која е содржана класификацијата на деловните субјекти во Р Македонија, според нивната големина која се врши во согласност со ревидираната дефиниција на Европската комисија од мај 2003 година, каде се земаат предвид следниве критериуми: бројот на вработени, обртот на средствата или билансната состојба. Како што може да се види, направени се некои корекции во поглед на вредностите во споредба со дефиницијата на ЕУ.

Табела 24: Класификација на деловните субјекти во Република Македонија

	ЕУ дефиниција за претпријатија	Закон за трговски друштва (2004)
Микро	До 10 вработени	до 10 вработени
	Годишен обрт помал или еднаков на 2 милион ЕУР	Годишен обрт помал од 50.000 ЕУР
	Биланс на состојба помал или еднаков на 2 милиони ЕУР	Не повеќе од 80% од бруто-приходот треба да доаѓа од еден клиент
Мали	До 50 вработени	До 50 вработени
	Годишен обрт помал или еднаков на 10 милиони ЕУР	Годишен обрт помал од 2 милиони ЕУР
	Биланс на состојба помал или еднаков на 10 милиони ЕУР	Биланс на состојба помал од 2 милиони ЕУР
Средни	До 250 вработени	До 250 вработени
	Годишен обрт помал или еднаков на 50 милиони ЕУР	Годишен обрт помал од 10 милиони ЕУР
	Биланс на состојба помал или еднаков на 43 милиони ЕУР	Биланс на состојба помал или еднаков на 11 милиони ЕУР
Големи	Сите други кои не влегуваат во една од горенаведените класификации	Сите други кои не влегуваат во една од горенаведените класификации

Извор: Закон за трговски друштва.

Независно од дејноста во која се наоѓаат, малите и средните претпријатија можат да се јават како:

- традиционален тип на мали и на средни претпријатија, во кои спаѓаат фирмите со 1-2 вработени, ориентирани на локалниот пазар, обично од областа на занаетчиството, трговијата, угостителството и услугите во градежништвото;
- субконтракторски тип на претпријатија што ги опфаќа фирмите поврзани во синџирот на производство, на пример, добавувачи на сировини, делови и други производи што се монтираат во рамки на големите компании; и
- современ тип на претпријатија кои се високо инвентивни, а припаѓаат во областа на информатиката, комуникациите, електрониката и сл.

Бројот на активни претпријатија во Р Македонија во периодот 2009-2013

година по големина е прикажан во Табела 25.

Табела 25: Активни деловни субјекти во Р Македонија по големина на претпријатија од 2009 до 2013 година.

	2009	2010	2011	2012	2013
Микро	38.107	39.999	46.322	53.117	49.935
Мали	31.873	34.702	25.984	20.341	20.241
Средни	533	584	607	631	683
Големи	197	212	205	335	431
Вкупно	70.710	75.497	73.118	74.424	71.290

Извор: www.stat.gov.mk.

Статистичките податоци јасно ја отсликуваат состојбата и тенденциите на пораст на бројот на мали и на средни претпријатија во Република Македонија. Користејќи ги расположивите податоци за МСП во периодот 2009-2013 година може да се заклучи дека бројот на малите и на средните претпријатија од година во година е во постојан раст. Активните деловни субјекти во 2013 година, според секторите на дејност, пак, се прикажани во Табела 26.

Табела 26: Активни деловни субјекти според секторите на дејност и бројот на вработени во 2013 година во Република Македонија

Сектори на дејност	%	Број на активни претпријатија по сектори		
		Мали	Средни	Големи
Вкупно	100	69 790	1 291	209
Земјоделство, шумарство и рибарство	4,0	2.831	33	2
Рударство и ваење на камен	0,	156	4	4
Преработувачка индустрија	11,1	7.509	347	62
Снабдување со електрична енергија, гас пареа и климатизација	0,2	122	7	3
Снабдување со вода; отстранување на отпадни води, управување со	0,4	270	27	9

отпад; санација на околината				
Градежништво	6,1	4.239	78	5
Трговија на големо и трговија на мало; поправка на моторни возила и мотоцикли	35,7	25.299	115	15
Транспорт и складирање	8,5	6.044	44	7
Објекти за сместување и сервисни дејности со храна	6,3	4.458	23	1
Информации и комуникации	2,0	1.414	25	7
Финансиски дејности и дејности на осигурување	0,5	361	17	12
Дејност во врска со недвижни имот	0,7	479	5	1
Стручни, научни и технички дејности	8,2	5.801	14	2
Административни и помошни услужни дејности	2,1	1.471	25	17
Јавна управа и одбрана; задолжително социјално осигурување	0,4	150	77	31
Образование	1,4	724	296	5
Дејности на здравствена и социјална заштита	4,7	3.177	116	22
Уметност, забава и рекреација	1,7	1.141	34	4
Други услужни дејности	5,8	4.143	4	0
Дејности на домаќинствата како работодавачи; дејности на домаќинствата што произведуваат разновидна стока и вршат различни услуги за сопствени потреби	-	-	-	-
Дејности на екстратериторијални организации и тела	-	-	-	-

Извор: Централен регистар.

Од табелата може да се заклучи, барем според бројот, дека како главен двигател на економската активност во Република Македонија се јавуваат малите претпријатија. Во вкупниот број на активни мали претпријатија, најмногубројни се претпријатијата што се занимаваат со трговија на големо и со трговија на мало, и тоа 25 999 претпријатија или 35,7%. Иако во значително помал број, преработувачката индустрија брои 7 509 активни мали претпријатија или 11,1%, додека секторот за транспорт и складирање брои 6 044 активни мали претпријатија или 8,5%.

Што се однесува до состојбата кај активните средни претпријатија, ќе

посочиме дека најголем број на претпријатија се од секторот на преработувачката индустрија со 347 активни претпријатија или 26,8% од вкупниот број на средни активни претпријатија за 2013, понатаму следува секторот за образовна дејност во кој бројот на активни средни претпријатија изнесува 296 или 22,9% и секторот за дејности на здравствена и социјална заштита со 116 активни претпријатија или 8,9% од вкупниот број на средни активни претпријатија.

Состојбата кај големите активни претпријатија е слична со состојбата кај средните активни претпријатија. Преработувачката индустрија брои најголем процент на претпријатија и тоа од 29,6% или 62 активни претпријатија, потоа секторот за јавна управа и одбрана со 31 големо активно претпријатие или 14,8% и секторот за дејности на здравствена и социјална заштита со 10,5%.

Што се однесува до регионалната дистрибуција на малите и на средните претпријатија, може да се нагласи дека е сосема очекувана нивната најголема концентрација во Скопје, но исто така тие се доста застапени и во Прилеп, Битола, Охрид, Гостивар, Струмица и сл. Во Табела 27 се прикажани градовите што имаат над 1000 мали и средни претпријатија.

Табела 27: Градови со над 1000 мали и средни претпријатија во Р Македонија

Град	Вкупно мали и средни претпријатија во 2010 година
Скопје	14.444
Битола	1.732
Гостивар	1.005
Куманово	1.371
Охрид	1.200
Прилеп	1.303
Струмица	1.308
Тетово	1.287
Штип	1.008

Извор: Статистички годишник на Р Македонија, 2011 година.

2. Анализа на економскиот развој на Република Македонија

Економскиот раст има значајна улога врз креирањето амбиент за развој на малите и на средните претпријатија. Имено, не само што малите и средните претпријатија имаат позитивни ефекти врз развојот на националната економија, туку дејството е заемно, така што економскиот развој имплицира можности за развој на МСП. Што се однесува до економијата на Република Македонија од времето на самостојувањето до денес, може да се оцени дека таа покажа одредена виталност и издржливост, иако во меѓувреме преживеа неколку силни шокови и кризи (Сојуз на стопански комори на Македонија, 2012). Најголеми проблеми со кои се соочи македонската економија во овој период беа: распаѓањето на поранешна СФРЈ и војните што следеа (кои резултираа со губење на дел од главните пазари); во 1993-1994 година Обединетите нации воведоа економско-политички санкции против СР Југославија при што границата на РМ со СР Југославија беше блокирана за какви било транспортни и економски активности; во 1994 Грција воведоа економско ембарго за трговија со македонските производи така што Македонија беше во своевиден сендвич на блокади од север и од југ на најзначајниот коридор 10, а трошоците за транспорт на македонските производи преку Бугарија беа значајно поголеми; во 1999 година се случи “Косовската криза”; југословенскиот пазар (вклучувајќи го и Косово) повторно беше затворен за македонските претпријатија; во 2001 година следеше најстрашен шок со интерниот „воен конфликт“ со кој беше уништен и дел од македонската економија, а инвестициите во економијата драстично се намалија.

И покрај овие шокови, македонската економија покажа издржливост и потенцијал. Во годините што следеа таа почна да бележи акцелерирани стапки на раст. Кога се очекуваше дека таа бележи трајни и одржливи стапки на економски раст, во 2008-2009 година се случи светската економска криза (www.sojuzkomori.org.mk). Република Македонија има неразвиен и конзервативен финансиски систем и тој е недоволно интегриран во глобалниот финансиски пазар, но таа слабост се покажа како предност и одбрана на македонската економија од светската финансиска криза. Меѓутоа, големата отвореност на економијата кон странство значеше прелевање на рецесискиот дел од кризата и во Р Македонија. Тоа веднаш се почувствува по влегувањето во рецесија на нејзините најважни надворешно-трговски партнери (Германија, Италија, Грција,

Бугарија, Србија). Почетните знаци на рецесија во Македонија се забележаа кон крајот на 2008 година, а официјално таа влезе во рецесија во јануари 2009 година. Во 2010 година Република Македонија забележува скромни позитивни промени од 1,8%. Според Сојузот на стопански комори на Македонија (Стратегија за економски раст преку развој на МСП) може да се заклучи дека македонската економија беше помалку погодена од дејството на светската економска криза во споредба со повеќето други европски земји. Растот на економијата во голема мера ќе зависи од ризиците по економиите на ЕУ, како резултат на должничката криза во земјите-членки на ЕУ и нејзиното можно натамошно проширување во клучните држави како Италија и Шпанија, а особено од тоа како ќе се развиваат најважните надворешно-трговски партнери на РМ: Германија, Италија, Грција, Србија, Бугарија. Освен тоа, македонската економија е силно зависна и од движењето на цените на базичните стоки (метали, енергенци и на земјоделско-прехранбените производи) (www.sojuzkometri.org.mk). Ваквите зависности на македонската економија во случај на продолжена криза би можеле да резултираат со циклични промени на индустриското производство, неликвидност на економските субјекти, задржување на високата стапка на невработеност, намалени добивки и стагнантни движења на БДП.

Р Македонија е мала земја со површина од само 25.713 км², нема излез на море, и реално е една затворена земја која зависи од развојот на соседните земји. Но, бидејќи и кај нив состојбите се турбулентни и сè уште траат процесите на транзиција, сето тоа негативно се рефлектира и врз развојот на нашата земја. Изложеноста на бројни шокови го наметнува логичното прашање: дали и колку успешно македонската економија се соочи со проблемите на транзицијата и дали успеа да воспостави основа за идниот економски раст? Одговорот може да биде позитивен или негативен во зависност од објективноста во анализирањето на следните макроекономски остварувања. Економскиот раст, мерен преку растот на БДП, не покажува задоволителни вредности, а светската економската криза од 2008 година дополнително предизвика негативни импликации врз и онака крвкото стопанство. Движењето на економскиот раст, мерен преку растот на БДП, е прикажано во табела број 28.

Табела 28 :Бруто домашен производ 2000 - 2014 година во Република Македонија

	БДП во тековни цени (во милион денари)	БДП по жител во евра (по тековен курс)	БДП во милиони евра (по тековен курс)	Стапки на реален раст на БДП во %
2000	248.646	2.021	4.095	-
2001	252.393	2.036	4.143	-3,1
2002	258.581	2.099	4.241	1,5
2003	268.694	2.164	4.386	2,2
2004	280.786	2.252	4.578	4,7
2005	308.447	2.470	5.032	4,7
2006	334.840	2.682	5.472	5,1
2007	372.889	2.982	6.095	6,5
2008	414.890	3.308	6.772	5,5
2009	414.622	3.300	6.767	-0,4
2010	437.296	3.459	7.109	3,4
2011	464.187	3.665	7.544	2,3
2012	466.703	3.680	7.585	-0,5
2013	501.891	3.948	8.150	2,9
2014	527.631	4.141	8.562	3,6

Извор: Завод за статистика

Од табелата се гледа дека бруто-домашниот производ добиен од годишните сметки на деловните субјекти и од други извори, од 2000 до 2014 година покажува постојан раст. Негативни стапки на раст се забележуваат во 2001 и во 2009 година. Причините за негативната стапка на раст во 2001 година се должат на воените внатрешни немири во земјата. Р Македонија веќе следната година бележи позитивни стапки на раст, но за жал овој тренд на раст на БДП беше нарушен во 2009 година како последица на негативните импликации што ги предизвика економската криза од 2008 год., па оттука стапката на економски раст постигна негативна вредност од -0,4% која се повтори во 2012 година со негативна бројка -0,5%. Имено светската економска криза нанесе тежок удар на стопанството. Бруто-домашниот производ во 2013 година во однос на 2012 година номинално е зголемен за 7,0%, но реалната стапка на раст на БДП во однос на 2012 година изнесува 2,9%, а во 2014 година истата стапка е 3,6%. Ова е одреден сигнал дека макроекономската политика на Република Македонија е во функција на

остварување на стратешките определби за долгорочен и одржлив економски раст.

Бидејќи активните деловни субјекти се тие што учествуваат во создавањето на бруто-домашниот производ (БДП) предмет на интерес на многу научни истражувања е да се дознае кои деловни субјекти според големината имаат поголемо учество во БДП на една земја. Статистичките податоци покажуваат дека во Република Македонија микро и малите претпријатија доминираат во економијата и тие се главните фактори кои помагаат за зголемување на бруто-домашниот производ од година во година, како што се гледа од Табелата 25. Се разбира, остварените стапки на економскиот растеж не можат да се квалификуваат како задоволителни од аспект на засилување на основата и кондицијата на домашната економја и од аспект на подигнување на животниот стандард на населението. На тоа укажува фактот што просечната големина на БДП по жител (per capita) на Р Македонија е ниска и на пример во 2000 година изнесуваше 2.021 евра со конзистентен раст сè до 2014 каде се зголемила на 4.141 евра, но сепак е далеку од соодветното ниво во развиените земји.

Табела 29. Основни економски показатели за Република Македонија, 2003-2015

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
БДП (стапка на реален раст, во %)												
2.2	4.7	4.7	5.1	6.5	5.5	-0.4	3.4	2.3	-0.5	2.7	3.6	3.8
Инфлација (крај на период, на годишна основа, во %)												
2.6	-1.9	1.2	2.9	6.1	4.1	-1.6	3.0	2.8	4.7	1.4	-0.5	-0.3
Стапка на невработеност во %												
36.7	37.2	37.3	36.0	34.9	33.8	32.2	32.1	31.4	31.0	29.0	28.0	26.1
Буџетски биланс (салдо на централен буџет и фондови, % од БДП)												
-1.0	0.0	0.2	-0.5	0.6	-0.9	-2.6	-2.4	-2.5	-3.8	-3.9	-4.2	-3.5
Парична маса М1 (годишни стапки на промена во %)												
7.0	2.0	6.4	17.9	30.7	14.5	-3.5	9.8	6.9	7.6	6.2	22.2	18.4
Парична маса М2 денарски дел (годишни стапки на промена во %)												
17.6	12.6	11.7	31.7	41.1	0.8	-5.5	10.9	10.1	3.3	2.9	12.3	8.5
Парична маса М4 (годишни стапки на промена во %)												

16.5	16.5	15.0	25.0	29.3	12.2	6.0	12.2	9.7	4.4	5.3	10.5	6.8
Кредити на приватен сектор дадени од банки и штедилници (годишни стапки на промена во %)												
16.3	25.0	21.0	30.5	39.2	34.4	3.5	7.1	8.5	5.4	6.4	10.0	9.5
Пондерирани каматни стапки на вкупно дадени денарски кредити (во % на годишно ниво, просек за периодот)												
16.0	12.4	12.1	11.3	10.2	9.7	10.1	9.5	8.9	8.5	8.0	7.5	7.1
Пондерирани каматни стапки на вкупно примени денарски депозити (во % на годишно ниво, просек за периодот)												
8.0	6.5	5.2	4.7	4.9	5.9	7.0	7.0	5.9	5.1	4.4	3.7	2.9
Извоз на стоки во милион евра												
1,207.1	1,345.9	1,644.4	1,917.5	2,477.1	2,697.6	1,937.0	2,534.9	3,214.9	3,124.0	3,211.8	3,746.6	4,051.2
Увоз на стоки ц.и.ф (во милион евра)												
2,038.2	2,354.0	2,605.5	2,979.7	3,833.6	4,664.4	3,636.8	4,137.1	5,052.9	5,070.6	4,968.4	5,504.5	5,776.9
Трговски биланс во милион евра												
-831.1	-	-961.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	1,008.0		1,062.2	1,356.5	1,966.9	1,699.8	1,602.2	1,838.0	1,964.7	1,756.6	1,757.9	1,725.7
Просечен девизен курс МКД/ЕУР												
61.26	61.34	61.30	61.19	61.18	61.27	61.27	61.51	61.53	61.53	61.58	61.62	61.61
Девизни резерви во милион евра крај на период												
	716.9	1,122.9	1,416.7	1,524.4	1,494.9	1,597.5	1,714.5	2,068.9	2,193.3	1,993.0	2,436.5	2,261.8
Надворешен долг во % од БДП												
37.2	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Салдо на тековна сметка на билансот на плаќања (во милион сад долари)												
-185.5	-451.6	-159.3	-28.5	-605.7	-	-609.6	-198.3	-261.7	-319.1	-177.2	-71.6	-203.6
					1,235.8							

Извор:www.nbrm.mk

Од изнесените податоци за последниве десет години може да се забележи дека Р Македонија има просечна стапка на инфлација од 2,5%, што укажува на ценовна стабилност, а највисоката стапка на инфлација била 6,1% во 2007 и во 2012 година. Ова се должи на фактот што во периодот по 1995 година во Р Македонија се спроведува режим на врзан („pegged“) девизен курс на денарот. Неговата вредност, најпрвин, беше врзана за вредноста на германската марка, а по воведувањето на еврото во 1999 година, неговата вредност е врзана за вредноста

на западноевропската заедничка валута – евро, што значи дека во сиот изминат период во Р Македонија се спроведува варијанта на режим на фиксен девизен курс на домашната валута (Сојуз на стопански комори на Македонија, 2012).

Просечниот буџетски дефицит во анализираниот период се движи околу 1,5% од БДП, што е значително под критериумот утврден со договорот од Мастрихт (буџетски дефицит најмногу до 3% од БДП на државата). Според извештајот на Сојуз на стопански комори на Македонија (Стратегија на економскиот раст преку развој на МСП), во 2010 година дефицитот на централниот буџет изнесуваше 8.592 милиони денари, што претставува 2,0% од БДП, додека дефицитот на консолидираниот буџет изнесуваше 10.543 милиони денари и претставува 2,5% од БДП (www.sojuzkomori.org.mk). Дефицитот на Буџетот на РМ во првото полугодие на 2014 година изнесува 14.758 милиони денари или 2,97% од БДП, а дефицитот на Централниот буџет 12.624 милиони денари или 2,5% од БДП (Краткорочни економски движења, Министерство за финансии, август 2014).

Нискиот и контролиран буџетски дефицит услови задолженоста на државата да се движи во релативно разумни рамки. На крајот на септември 2011 година јавниот долг на Р Македонија изнесуваше околу 33-34% од нејзиниот БДП, што е значително помалку од лимитот што е утврден со договорот од Мастрихт (јавен долг на државата најмногу до 60% од нејзиниот БДП). Јавниот долг на Република Македонија, кој го вклучува државниот долг и гарантираниот јавен долг, на крајот на 2014 година изнесува 3.921,3 милиони евра што претставува 46,0% во однос на БДП. Надворешниот јавен долг изнесува 2.725,1 милиони евра, додека внатрешниот јавен долг изнесува 1.196,2 милиони евра (Годишен извештај за управување на јавниот долг на РМ за 2014 година, Министерство за финансии, 2015). На крајот од 2015 година јавниот долг изнесува 4.227,2 милиони евра што претставува 46,5% во однос на БДП. Надворешниот јавен долг изнесува 2.847,5 милиони евра, додека внатрешниот јавен долг достигнува 1.379,7 милиони евра (Годишен извештај за управување на јавниот долг на РМ за 2015 година, Министерство за финансии, 2016).

Економијата на Р Македонија во голема мера е отворена према странство, односно интегрирана во светската економија (80%). Нејзината надворешна трговија сочинува околу 120% од годишниот БДП на земјата. Р Македонија е

членка на Светската трговска организација (СТО) и на ЦЕФТА. Околу 2/3 од македонската економија тргува со ЕУ, со тенденција на натамошен пораст на таа бројка. Најважни надворешно-трговски партнери се: Германија, Велика Британија, Бугарија, Грција и Италија. Покрај нив, значајни надворешно-трговски партнери се и Русија, Србија и Косово. Ориентираноста на РМ кон ЕУ ја потврдува и фактот што најголеми странски инвеститори во РМ се фирми од Австрија, Грција и Унгрија.

Од изнесените податоци може да се забележи дека Р Македонија има карактеристика на земја зависна од увоз, а тоа е причината за високиот трговски дефицит. Според Сојузот на комори на Македонија, за анализираниот период од 2000 до 2011 година, трговскиот дефицит изнесува просечно годишно 23,56% од БДП од каде покриеноста на увозот со извоз е околу 60% (Табела 30).

Табела 30: Покриеност на увозот со извоз во Република Македонија од 2000 до 2010 година.

Година	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2010
Во милиони долари												
Извоз	1.323	1.158	1.116	1.136	1.676	2.042	2.415	3.398	3.991	2.708	3.302	3.267
Увоз	2.094	1.694	1.995	2.306	2.932	3.233	3.752	5.281	6.883	5.073	5.451	5.219
Трг. Дефицит	771	536	880	932	1.256	1.191	1.337	1.882	2.892	2.364	2.149	1.951
Увоз/Извоз	63,2%	68,3%	55,9%	59,3%	57,2%	63,2%	64,4%	64,4%	58,0%	53,4%	60,6%	62,6%

Извор: www.sojuzkomori.org.mk.

Најголемиот економско-социјален проблем со кој подолг период наназад се соочува Р Македонија е високата невработеност. Таа, во голем дел, е наследена од времето кога Македонија беше дел од поранешна СФРЈ. Во меѓувреме, стапката на невработеност се зголемуваше како резултат на бројните структурни промени што се случува во економијата, со цел на нејзино приспособување кон новонастанатите состојби и промени во општествено-политичкиот систем на

државата. Во последните години стапката на невработеност бележи опаѓање. Во 2011 во однос на 2010 година невработеноста се намали за 2,1%, додека споредбено со 2005 година невработеноста во 2011 се намали за 10,5%. Голем број официјално невработени лица наоѓаат работен ангажман во неформалниот сектор, односно во т.н. „сива“ економија, која во РМ се проценува дека изнесува околу 40-45% од БДП. Од друга страна, паралелно со порастот на економијата се зголемува и бројот на вработени лица и тоа за 24 илјади лица просечно годишно во периодот 2005-2010 година. На крајот на 2013 година стапката на невработеност изнесуваше 29,0%. Во 2014 и 2015 година стапката на невработеност се спушта на 28% односно 26%

3. Улогата на малите и на средните претпријатија на економскиот развој на Република Македонија

Развојот на малите и на средните претпријатија е еден од клучните фактори за постигнување забрзан економски раст и за зголемување на вработеноста. Големото значење што го имаат малите и средните претпријатија врз развојот го потврдуваат и истражувањата поврзани со развојните можности на земјата, искуството и практиката на развиените земји, како и на многу земји во развој. Во Европската унија има над 23 милиони мали и средни претпријатија што претставуваат 99% од вкупниот број регистрирани деловни субјекти. Речиси 88 милиони луѓе се вработени во микро, мали и средни претпријатија, а приближно 39 милиони луѓе се вработени во големите компании, додека пак нивното учество во БДП изнесува над 50 проценти. Токму затоа во развојните документи и макроекономските политики на Р Македонија, на среден и долг рок, се предвидува дека малите претпријатија ќе претставуваат значаен фактор за зголемување на производството и на вработеноста. Малите и средните деловни субјекти, со својата жилавост, виталност, интензивност, прилагодливост на барањата на домашниот и на странскиот пазар, конкурентноста и обезбедувањето нови технологии и знаења придонесуваат за креирање нови работни места и раст на производството, а со тоа и за развој на националната економија.

Денес, најголемиот дел од деловните субјекти во Р Македонија спаѓаат во категоријата мали претпријатија. Тие претставуваат 99% од вкупниот број

активни фирми што е значаен индикатор за учеството на оваа категорија претпријатија во економијата на земјата. Малите и средните претпријатија имаат големо учество во бруто-додадената вредност на производството. Статистичките податоци покажуваат позитивен тренд на зголемување на бруто-додадената вредност (БДВ) на производството токму кај малите и кај средните претпријатија. Токму таа (БДВ), претставува индикатор за економскиот просперитет на земјата. БДВ го мери учеството на секој производител, сектор или индустрија во стопанството (Министерство за економија на РМ., сектор за претприемништво и конкурентност, 2009). Учеството на МСП во бруто-додадената вредност е прикажано во Табела 31

Табела 31: Бруто-додадена вредност во РМ според вид на деловни субјекти, за периодот 2003-2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
(Основни цени милиони денари)						
Мали	100.298	112.164	122.154	137.704	150.944	176.671
Средни	37.858	44.161	26.878	30.976	38.885	46.467
Големи	63.764	60.889	84.346	89.579	103.929	107.658
Вкупно	201.920	217.214	233.378	258.259	293.758	330.796
%						
Мали	49,67	51,64	52,34	53,32	51,38	53,40
Средни	18,75	20,33	11,52	11,99	13,25	14,04
Големи	31,58	28,03	36,14	34,69	35,37	32,54
Вкупно	100	100	100	100	100	100

Извор: Државен завод за статистика, 2009 г.

Од презентираниите податоци во Табелата 31 може да се заклучи дека во периодот од 2003-2008 година учеството на малите и на средните претпријатија во бруто-додадената вредност било во пораст. Вкупната вредност на БДВ кај малите претпријатија во 2008 година изнесувала 176671 милиони МКД, што претставува зголемување од 17,04% во компарација со податоците од 2007 година. Кај средните претпријатија вкупната вредност на БДВ во 2008 година изнесувала 46467 милиони МКД, што претставува зголемување за 19,49% во споредба со 2007

година.

И покрај светската економска криза зголемувањето на вредноста на БДВ во различни сектори низ годините покажува постојан раст и истиот во дадена година може да има поголема БДВ од претходната година. Генерално земено од година во година постои позитивен тренд на зголемување на БДВ. Во продолжение е прикажано движењето на БДВ по финансиската криза односно од 2010-2013 година.

Табела 32: Бруто-додадена вредност во РМ по големина на претпријатија и според број на вработени од 2010-2013 година

	Бруто-додадена вредност по големина на претпријатија според број на вработени во милион денари										Вкупно
	0-9		10-19		20-49		50-249		250+		
	Број	%	Број	%	Број	%	Број	%	Број	%	
2010	53.776	23,96	21.108	9,40	24.464	10,90	48.229	21,49	76.789	34,22	224.366
2011	110.970	33,79	32.821	9,99	40.098	12,21	70.033	21,32	74.454	22,67	328.376
2012	49.676	25,09	20.139	10,17	22.719	11,47	37.294	18,83	68.160	34,42	197.988
2013	114.495	34,10	34.760	10,35	41.090	12,24	71.676	21,35	73.655	21,94	335.676

Извор: Сопштение Структурни деловни статистики, 2010, 2011, 2012 и 2013 година, Државен завод за статистика.

Од презентираниите податоци во Табелата 32. може да се заклучи дека во периодот од 2010-2013 година учеството на малите и на средните претпријатија во бруто-додадената вредност било во пораст освен во 2012 година кога се забележува намалување на БДВ во споредба со 2011 и со 2010 година, за да во 2013 година повторно постигне задоволително ниво.

Во вкупната додадена вредност од 224.336 милиони денари, пресметана според трошоците за факторите на производство во 2010 година, најголемо учество имале претпријатијата од Секторот преработувачка индустрија (29,1%), а потоа следат секторите Трговија на големо и на мало (21,2%), Информации и комуникации (10,7%), Снабдување со електрична енергија, гас, пареа и климатизација и секторите Градежништво (7,9%) и Транспорт и складирање (7,4%). Најмал придонес во додадената вредност имал секторот Дејности во врска

со недвижен имот (1,1%) (Државен завод за статистика, Соопштение: Структурни деловни статистики, 2010). Во однос на големината на претпријатијата, во 2010 година, најголемо (92,2%) е учеството на оние претпријатија кои вработуваат од 0 до 9 лица. Во нив биле вработени 35,7% од вкупно вработените кои, пак, создале 24,0% од додадената вредност. И покрај тоа што ангажираат помалку вработени (22,2%), сепак, во 2010 година, придонесот на големите претпријатија во додадената вредност е најголем (34,2%) (Државен завод за статистика, Соопштение: Структурни деловни статистики, 2010).

Во 2011 година вкупната додадена вредност е 328.376 милиони денари, а најголемо учество имале претпријатијата од секторот Преработувачка индустрија (26,3%) и од секторот Трговија на големо и на мало (22,8%). Во 2011 година преовладуваат микро-претпријатијата со помалку од 10 вработени (91,3%). Во нив биле ангажирани 33,8% од вкупно вработените кои, пак, создале 25,6% од вкупната додадена вредност. Од друга страна, големите претпријатија (0,2%) ангажирале 22,7% од вкупно вработените притоа остварувајќи 29,0% од вкупната додадена вредност.

Во 2012 година вкупната додадена вредност е 197.988 милиони денари, пресметана според фактор на трошок, и најголемо учество имаат претпријатијата од Секторот преработувачка индустрија (25,8%) и Секторот трговија на големо и на мало (23,3%) (Државен завод за статистика, Соопштение: Структурни деловни статистики, 2011). Во однос на големината, во 2012 преовладуваат микро претпријатијата со помалку од 10 вработени (91,2%). Во нив се ангажирани 33,7% од вкупно вработените и 25,1% од вкупната додадена вредност. Од друга страна, во големите претпријатија (0,2%) се ангажирани 23,3% од вкупниот број вработени, со остварени 34,4% од вкупната додадена вредност (Државен завод за статистика, Соопштение: Структурни деловни статистики).

Во вкупната додадена вредност, пресметана според фактор на трошок во 2013 година, најголемо учество имаат претпријатијата од Секторот преработувачка индустрија (24,6%) и Секторот трговија на големо и на мало (23,5%). Во однос на големината, во 2013 година повторно преовладуваат микропретпријатијата со помалку од 10 вработени (90,9%). Во нив се ангажирани 34,1% од вкупно вработените кои создале 23,9% од вкупната додадена вредност. Од друга страна, во големите претпријатија (0,2%) се ангажирани 21,9% од

вкупниот број вработени со остварени 33,6% од вкупната додадена вредност во рамките на деловниот сектор (Агенција за поддршка на претприемништвото на Република Македонија, 2013).

Според соопштенијата на Државниот завод за статистика, во 2014 година, во рамките на структурните деловни статистики се анализирани 53238 деловни субјекти со 345709 вработени лица, во кои е остварен вкупен промет од 992.592 милиони денари и е создадена додадена вредност од 209.468 милиони денари. Според истото соопштение во вкупната додадена вредност, пресметана според факторот на трошок, во 2014 година најголемо учество имаат претпријатијата од Секторот преработувачка индустрија (26,8%) и Секторот трговија на големо и на мало (23,5%). Во однос на големината, во 2014 година преовладуваат микропретпријатијата со помалку од 10 вработени (90,7%). Во нив се ангажирани 33,3% од вкупно вработените кои пак, создале 23,2% од вкупната додадена вредност. Од друга страна, во големите претпријатија (0,3%) ангажирани се 24,4% од вкупниот број вработени, со остварени 34,5% од вкупната додадена вредност во рамките на деловниот сектор. (Соопштение: *Структурни деловни статистики 2014*, Државен завод за статистика, 2015).

Во 2015 година според Државниот завод за статистика, во рамките на структурните деловни статистики анализирани се 54431 деловен субјект со 368067 вработени лица, во кои е остварен вкупен промет од 1.064.967 милиони денари и е создадена додадена вредност од 227.704 милиони денари. Според истото соопштение во вкупната додадена вредност, пресметана според факторот на трошок, најголемо учество имаат претпријатијата од секторот Преработувачка индустрија (25,9%) и секторот Трговија на големо и на мало (23,5%). Во однос на големината, во 2015 година преовладуваат микропретпријатијата со помалку од 10 вработени (90,5%). Со ангажирани 32,5% од вкупно вработените, тие имаат создадено 22% од вкупната додадена вредност. Од друга страна, во големите претпријатија (0,3%), ангажирани се 25,8% од вкупниот број вработени, со остварени 35,3% од вкупната додадена вредност во рамките на деловниот сектор. (Соопштение: *Структурни деловни статистики 2015*, Државен завод за статистика, 2016).

Табела 33: Бруто-додадена вредност во РМ по вид на претпријатија по сектори,
2013 година

Во милион денари				
Сектори на дејност	Вкупно	Големина на претпријатија според број на вработени		
		Мали	Средни	Големи
Рударство и ваење на камен	7.070	949	97	6.023
Преработувачка индустрија	51.047	1.484	16.068	20.132
Снабдување со електрична енергија, гас пара и климатизација	15.256	1.200	434	13.622
Снабдување со вода; отстранување отпадни води, управување со отпад; санација на околината	4.625	788	1.276	2.561
Градежништво	22.337	10.013	6.633	5.691
Трговија на големо и трговија на мало; поправка на моторни возила и мотоцикли	48.913	34.975	7.863	6.074
Транспорт и складирање	17.063	11.374	2.275	3.414
Објекти за сместување и сервисни дејности со храна	4.707	3.612	800	295
Информации и комуникации	16.061	3.295	3.199	9.567
Дејност во врска со недвижен имот	3.529	2.708	268	552
Стручни, научни и технички дејности	11.630	10.902	504	224
Административни и помошни услужни дејности	5.197	2.482	1.017	1.699
Поправка на компјутери и предмети за лична употреба и за домаќинствата	-	-	-	-

Извор: Државен завод за статистика 2014 г.

Според претходните податоци од Државниот завод за статистика, во 2013 година во рамките на структурните деловни статистики се анализирани 53793 деловни субјекти со 335677 вработени лица, во кои е остварен вкупен промет од 963846 милиони денари и е создадена додадена вредност од 207.724 милиони денари. Најголем број од претпријатијата спаѓаат во Секторот трговија на големо и на мало (43,8%), со 27,0% од вкупниот број вработени и реализирани 44,2% од вкупниот промет. Како втор по значење, Секторот преработувачка индустрија учествува со 13,1% во претпријатијата, со 30,7% во вработените и 23,7% во

вкупниот промет. Во вкупната додадена вредност, пресметана според фактор на трошок, во 2013 година, најголемо учество имаат претпријатијата од Секторот преработувачка индустрија (24,6%) и Секторот трговија на големо и мало (23,5%). Во однос на големината, во 2013 година преовладуваат микро претпријатијата со помалку од 10 вработени (90,9%). Во нив се ангажирани 34,1% од вкупно вработените кои, пак, создале 23,9% од вкупната додадена вредност. Од друга страна, во големите претпријатија (0,2%) се ангажирани 21,9% од вкупниот број вработени со остварени 33,6% од вкупната додадена вредност во рамки на деловниот сектор.

Друг очекуван ефект од развојот на МСП е намалувањето на невработеноста. Според податоците на Државниот завод за статистика и Агенцијата за вработување, активното население во Република Македонија во 2009 година изнесувало 928775 лица, од кои вработени биле 629901 лице или 67,8%, а невработени биле 298873, односно 32,2%. Бројот на вработените лица во споредба со претходната година бил зголемен за 3,4%. Во однос на 2008 година бројот на невработени лица бележи намалување од 3,7%. Стапката на активност на населението во 2009 година изнесувала 56,7% стапката на вработеност 38,4%, додека стапката на невработеност изнесувала 32,2%, така што во споредба со 2008 година се забележува намалување. Бројот на вработените во малите, средните и големите компании во 2009 година изнесувал 343059. Од нив околу 62% биле вработени во малите претпријатија, 17% во средните и 20% во големите компании. Од изнесените податоци најдобро може да се согледа значењето на секторот на МСП кој вработува над $\frac{3}{4}$ односно речиси $\frac{4}{5}$ од вкупната работна сила во Република Македонија (вкупно околу 79%). Во 2009 година 213789 лица биле вработени во малите претпријатија, 58960 во средните и 70310 лица во големите компании.

Вработувањето во Република Македонија бележи минимални промени од година во година во насока на пораст. Според податоците на Државниот завод за статистика и Агенцијата за вработување, активното население во Република Македонија во 2013 година изнесуваше 956057 лица, од кои вработени се 678838 лица или 71%, а невработени се 277219 односно 29%. Во однос на 2012 година стапката на активност на населението изнесува 69,4%, додека пак стапката на невработеност изнесува 30,6%. Бројот на вработени во малите, во средните и во големите претпријатија во 2013 година изнесува 375087 лица. Од нив 62% се

вработени во микро и во малите претпријатија, 15% во средните и 23% во големите претпријатија. Од овие податоци повторно може да се види значењето на секторот на МСП кој вработува 77% од вкупната работна сила во Република Македонија. Во 2013 година 235624 лица беа вработени во микро и во малите претпријатија 53923 во средните и 86620 лица во големите претпријатија. Значаен индикатор кој илустрира кои сектори на МСП се најзначајни за креирање работни места е вработувањето по сектори на економска активност. Во долната табела се претставени бројот на вработени по сектори за 2013 година.

Табела 34: Број на вработени во РМ по сектори на економска активност за 2013 г.

Сектори на дејност	Вкупно	Големина на претпријатие според број на вработени			
		Микро	Мали	Средни	Големи
Рударство и ваење на камен	4.195	670	413	565	2.547
Преработувачка индустрија	102.950	22.409	13.753	38.045	28.743
Снабдување со електрична енергија, гас пареа и климатизација	8.094	207	0	600	7.287
Снабдување со вода; отстранување на отпадни води, управување со отпад; санација на околината	9.326	825	657	3.156	4.688
Градежништво	28.357	12.096	4.849	7.126	4.286
Трговија на големо и трговија на мало; поправка на моторни возила и мотоцикли	90.512	60.928	10.506	10.250	8.828
Транспорт и складирање	28.284	14.951	3.490	3.709	6.134
Објекти за сместување и сервисни дејности со храна	19.233	14.074	3.197	1.678	284
Информации и комуникации	10.524	30.507	1.146	2.042	3.829
Дејност во врска со недвижен имот	2.181	844	494	550	293
Стручни, научни и технички дејности	17.130	14.825	1.203	781	321
Административни и помошни услужни дејности	13.839	2.899	1.351	3.174	6.415
Поправка на компјутери и предмети за лична употреба и за домаќинствата	1.052	1.021	31	0	0

Извор: Државен завод за статистика 2014 г.

Вкупниот број на вработени во активните претпријатија изнесуваше 335677 вработени. Сектор со најголем број на вработени како и изминатите години беше Секторот преработувачка индустрија во кој во 2013 година имаше 102950 вработени или 30,7% од вкупниот број вработени лица. Анализирано

според видот на претпријатија (мали, средни и големи) од вкупниот број на вработени, 33,4% се вработени во малите претпријатија, 53% во средните, додека во големите претпријатија се вработени 39%. Исто така и Секторот трговија на големо и трговија на мало имаше значајна улога во вкупниот број вработени со 90512 вработени или 26,9%. Компарирано со видот на претпријатија можеме да констатираме дека 34,5% се вработени во малите претпријатија, 14,3% во средните и 11,9% во големите претпријатија.

4. Бизнис амбиентот и постојните политики и мерки за поддршка при основањето и функционирањето на малите и на средните претпријатија

Бизнис амбиентот или деловната клима, има големо значење за одвивање на севкупните економски активности. Всушност, тоа е еден од најзначајните елементи за заживување на економијата воопшто, и затоа заслужува посебно место во истражувањата за постигнување раст и развој, како на малото стопанство, така и на националната економија. „Со цел да се подобри бизнис окружувањето во Република Македонија, Владата на Република Македонија потребно е да преземе соодветни мерки кои треба да ја зголемат претприемничката активност во државата, а со тоа да се придонесе кон намалување на невработеноста и зголемување на економскиот раст.“ (Димеска, 2012, стр. 79). Уште повеќе, „создавањето соодветно бизнис окружување подразбира донесување и примена на системски закони што ќе ги елиминираат бариерите за непречен и брз развој на секторот на МСП, креирање национална политика за поддршка на малото стопанство со која ќе се забрза развојот на претприемништвото во земјата и ќе се обезбеди нужно преструктурирање на производството.“ (Ристеска, 2013, стр 220).

Промоцијата на развојот на малите и на средните бизниси подразбира поддршка од централната власт бидејќи е многу потребна и важна. Истата се сведува на обезбедување позитивни екстерналии од следните активности: ажурирање на законодавството и креирање стратегии и програми за развој на малите и на средните бизниси, обезбедување помош на малите и на средните бизниси за развивање на нивните деловни активности, организирање кампањи за развивање на свеста за значењето на информатичката технологија која е поврзана

со развојот на претпријатијата, давање услуги за воведување стандарди за квалитет и интернационализација на нивните производи, поддршка во канализирањето кредити од странски фондови, лобирање и вршење притисок, развој на нови програми и модели за ‘најдобра практика’, обуки за тренери, консултанти итн. (Димеска, 2012). Всушност, при креирањето бизнис амбиент што ќе ги поттикнува и поддржува МСП неопходно е да се преземат активности во согласност со индикаторите од Извештајот „Doing Business“, со кои се мери годишниот напредок во спроведување на регулаторните реформи и се оценува нивното влијание, од една страна, врз јакнењето на деловните активности, а од друга страна, се укажува на бариерите што го отежнуваат или спречуваат развојот на деловните активности (Ристеска, 2013).

Во Република Македонија по политичкото и економско осамостојување се повеќе се прифаќаше сознанието дека развојот на малите и на средните претпријатија е објективна нужност на современиот степен на развој, како еден од клучните зафати за модернизација и развој на стопанството (Узунов, Георгиев, Недановски, 2003, стр. 406). Врз таа основа во 1990-тите години на малиот бизнис му се посветува сè поголемо внимание, формирани се повеќе профитни и непрофитни организации, домашни и странски, па и посебна Агенција за помагање на развојот на малото стопанство (НЕПА). Овие агенции за поттикнување и поддржување на малите и средни претпријатија, не само што им даваат консултантски услуги, туку учествуваат и во финансирањето на малите и на средните претпријатија. Формирани се неколку “инкубатори” во кои се “произведува”, всушност, се поддржува почетниот развој на малите и на средните фирми сè до нивното осамостојување.

Многу важно и потребно е што подобро да функционираат информативните центри за малиот бизнис, како што се тие во рамките на Стопанската комора на ниво на Републиката и во Скопје, и во други агенции за мал бизнис. Многу поорганизирано треба да се поддржи процесот на формирање и функционирање посебни институции што ќе даваат конкретни услуги во поглед на организацијата, менаџментот, маркетингот, образованието на кадри и др. Овие активности треба да се спроведуваат и на ниво на држава и на ниво на општински центри. Потребни се и многу други бројни активности и мерки особено на ниво на општините, во упростувањето на административните формалности, во подготвување кадри и сл.

Може да се каже дека во Република Македонија иако сè уште нема задоволителен развој на малиот бизнис, односно иако постојните мали, па и срдни претпријатија, сè уште ги немаат карактеристиките на вистински мал бизнис, погледнато од аспект на нивната пазарна ориентираност, иновативноста, флексибилноста и др., сепак последниве години е постигнат значаен напредок. И покрај видливиот напредок, останува потребата за уште поорганизирано и пошироко ангажирање на државата за поттикнување и поддржување на претприемачките иницијативи на малите и на средните претпријатија, како значајна стратешка определба на идниот развој на Република Македонија, подвлекувајќи дека ова не треба да доведе до запоставување на големото стопанство.

4.1. Законска рамка за поттикнување на развојот на малите и на средните претпријатија

Малите и средните претпријатија, како значајни носители на економската активност, се од пресудно значење за развојот на македонското стопанство, па поради тоа и во Уставот на Р Македонија (www.jorm.gov.mk), како основни карактеристики на новиот систем се наведуваат правната заштита на сопственоста и слободата на пазарот и претпримништвото. Од осамостојувањето на Р Македонија, сè до денес усвоени се голем број релевантни закони (Закон за трговски друштва, Закон за едношалтерски систем, Закон за договорен залог, Закон за стечај, Закон за занаетчиска дејност, Закон за угостителска дејност, Закон за туристичка дејност, Закон за регистрирање готовински плаќања, Закон за индустриска сопственост, Закон за коморите, Закон за лизинг, Закон за данок на добивка и др.) со кои се создава поволна средина за промоција и развој на претприемничките идеи. Но, за да се обезбеди непречено функционирање на пазарната економија, треба да се донесат уште низа законски решенија. Во контекст на развојот на приватниот сектор и подобрувањето на ефикасноста на целокупната македонска економија уште во 1993 година беше донесен Законот за трансформација на претпријатијата со општествен капитал (Сл. весник на РМ, Закон за трансформација на претпријатијата со општествен капитал, 1993).

Донесувањето на Законот за заштита на конкуренцијата позитивно се

рефлектира врз развојот на малите и на средните претпријатија. Со него се опфатени забранетите форми на спречување, ограничување или нарушување на конкуренцијата, односно мерките и постапките во врска со ограничувањата на конкуренцијата. Целта на овој закон е обезбедување слободна конкуренција на домашниот пазар заради поттикнување економска ефикасност и благосостојба на потрошувачите (Службен весник на РМ, Закон за заштита на конкуренцијата, 2010).

Реформите во даночниот систем, што се имплементираа во 2007 година, имплицираа промени во Законот за данок на добивка и Персоналниот данок на доход, и тоа во функција на поттикнување процеси на основање и развој на МСП. Имено, во 2007 година беше воведен рамен персонален данок и данок на добивка од 12%, кои во 2008 година се намалија на 10%, и со тоа значително се намалија и трошоците на обврзниците за плаќање даноци, односно се намали делот од добивката што се плаќа како данок. Со ова пак се создадоа можности за поголема акумулација или реинвестирање на добивката.

До денес голем дел од законските прописи веќе претрпеа промени со цел за нивно прилагодување според директивите на ЕУ, кои истовремено треба да овозможат заживување и на секторот на МСП, но за жал искуството покажува дека тие промени се недоволни. Токму поради тоа, идната законска рамка за МСП треба да биде насочена кон надминување на проблемите со кои се соочуваат малите и средните претпријатија, и тоа долгите и бирократизирани административни процедури и високите трошоци поврзани со нив; ограничениот и тежок пристап до финансии (имено, сè уште финансирањето е најголемиот проблем на МСП), тешката достапност до индустриските локации и недостатокот на претприемачки зони што ќе нудат низа погодности за основање и натамошно функционирање на малите и на средните претпријатија; несоодветно квалификуван кадар; како и недоволна соработка со локалните заедници, развојните агенции, создавање и развој на деловни субјекти кои применуваат нови и високи технологии и сл.

4.2 Административни постапки и бариери во развојот на малите и на средните претпријатија

Со законот за едношалтерски систем за регистрација усвоен од страна на Собранието на РМ се овозможи брза и ефикасна регистрација на трговските друштва (Министерство за економија на Република Македонија, 2009). Едношалтерскиот систем претставува единствен електронски регистар на територијата на РМ. Со тоа се олеснува пристапот до податоците за јавноста. Со посета на само еден шалтер можат да се добијат точни информации за деловните партнери, финансиските извештаи, бонитетите, билансите, тековните состојби и многу други податоци (Агенција за поддршка на претприемништвото на Република Македонија, 2013). Со имплементацијата на едношалтерскиот систем, деловните субјекти добија многу предности: поевтина регистрација, скратување на времето за регистрација (само 3 односно 1 ден), точни информации за деловните партнери, итн. Странските инвеститори многу лесно можат да добијат информација за потенцијалните партнери од Македонија преку нивните матични регистри (европски бизнис регистар), намалување на административните бариери за влез во Република Македонија, добивање точни и комплетни информации за работењето на компаниите во кои може да се инвестира. Државните органи добија олеснување на процесот на контрола на субјектите, поедноставна постапка за издавање дозволи, заштеда на буџетски средства за мултиплицирање на административните регистри, поефикасно управување со податоците. Банкарскиот и деловниот сектор преку едношалтерскиот систем исто така добива лесен и брз пристап до финансиските и кредитни информации за нивните клиенти.

Табела 35: Трошоци поврзани со регистрација на претпријатие во Македонија

Упис во регистри	Регистар	WEB	Еден шалтер	Вкупно
Основање				
Трговец поединец	1.100,00 мкд	99,00 мкд	753,00 мкд	1.552,00 мкд
ДОО/ДООЕЛ	1.700,00 мкд	99,00 мкд	753,00 мкд	2.552,00 мкд

АД	3.000,00 МКД	99,00 МКД	753,00 МКД	3.852,00 МКД
Останати	1.600,00 МКД	99,00 МКД	753,00 МКД	2.452,00 МКД

Извор: Централен регистар.

Покрај овие трошоци поврзани со услугите на едношалтерскиот систем и услугите на Централниот регистар, постојат и дополнителни трошоци кои треба да се вклучат во пресметката:

- Подготовка на печатот 350 МКД;
- Нотарска верификација на документите 620 МКД;

Поради тоа, минималните трошоци за добивање сертификат за регистрација на компанија изнесуваат околу 3522 МКД (57 ЕУР).

4.3 Финансиско-кредитна поддршка на малите и на средните претпријатија

Финансирањето на претпријатија е важен инструмент за зајакнување на економскиот раст на една земја. Колку што се подобри условите за финансирање, толку е поголем пласманот на средства како и реализацијата на поголем број деловни активности од страна на претпријатијата. Во нашата земја актуелни се неколку програми и проекти кои го олеснуваат пристапот на МСП до за нив потребните финансии.

Европската програма за конкурентност на малите и на средните претпријатија КОСМЕ (Program for the Competitiveness of Small and Medium Enterprises - COSME) претставува продолжение на Рамковната програма за конкурентност и иновации, 2007-2013 - ЦИП, која во Република Македонија се спроведуваше во координација на Министерството за економија. Времетраењето на Европската програма за конкурентност на мали и на средни претпријатија - КОСМЕ е предвидено за периодот од 2014-2020 година. Вкупниот буџет за сите години и за сите држави кои учествуваат во програмата КОСМЕ изнесува 2,3 милијарди евра. Цел на оваа програма е да ја поттикне конкурентноста на компаниите преку обезбедување подобар пристап до финансии, бизнис услуги за поддршка и промовирање на претприемништво за мали и за средни претпријатија,

постоечки и потенцијални претприемачи и бизнис организации за поддршка на развојот на бизниси.

Помеѓу бројните оперативни програми на КОСМЕ е и пристапот до финансии (мин. 60% од планираните средства), каде преку серија на финансиски инструменти се обезбедува поддршка за компаниите во различни фази од нивниот животен циклус: создавање, експанзија и трансфер на бизнисот. Од финансиските инструменти може да се вбројат: (Министерство за економија, Европска програма за конкурентност на мали и средни претпријатија КОСМЕ):

1. Платформа за ризичен капитал (Equity Facility for Growth – EFG)
Обезбедување пристап до финансирање на ризичен капитал особено во развојната фаза на претпријатијата, обезбедување директни кредити за ризичен капитал, субординирани и кофинансирани кредити, отворање можност за директно доделување средства;
2. Платформа за кредитни гаранции (Loan Guarantee Facility - LGF)
Покривање кредити, банкарски гаранции и лизинг за мали и средни претпријатија во висина до 150.000 евра.

Во 2011 година задолженоста на корпоративниот сектор (вклучително и секторот на МСП) кон домашниот банкарски систем забележа за нијанса поголем раст во споредба со 2010 година, со што учеството во бруто-домашниот производ на крајот од 2011 година достигна 26,3%. Ова потврдува дека македонскиот банкарски систем, во услови на стабилен домашен макроекономски амбиент и зголемување на депозитите како основен извор на финансирање, дури и независно од турбуленциите на екстерните финансиски пазари, располага со соодветен капацитет за кредитна поддршка на домашните претпријатија (Народна банка на РМ, 2011). Според Извештајот за финансиска стабилност на Народна банка се потврдува дека апсорпцискиот капацитет на корпоративниот сектор за кредитно финансирање, во посткризниот период, сè уште е скромно. Во 2011 година, износот на новоодобрени кредити на корпоративниот сектор од страна на македонските банки беше поголем за 5,8% во споредба со 2010 година. Намалувањето на економската активност во 2012 година го отежна амбиентот за работење на домашните претпријатија и имаше негативен одраз врз претприемничката иницијатива.

Претпријатијата во Република Македонија речиси и да не користат пазарно

финансирање, во смисла на прибирање средства врз основа на емисија на нови акции или должнички хартии од вредност. Имено, кредитната поддршка од финансискиот систем (пред сè од банките) и од нерезидентите (пред сè од странските матични лица кои се сопственици на домашните претпријатија) е еден од најзначајните извори на средства за домашниот корпоративен сектор. Затоа, со воведувањето на обврската за задолжителна котација на хартиите од вредност на издавачите кои не котираат на Македонската берза, а кои ги исполнуваат условите за котација, ќе се зголеми бројот на котирани друштва на берзата. Котираните друштва се обврзуваат дека континуирано ќе ја известуваат јавноста за сите релевантни активности и проценки на финансиската позиција, со што ги изложуваат сопствените перформанси на јавна проценка. Зголеменото ниво на транспарентност би можело да побуди интерес кај потенцијалните инвеститори и на тој начин да поттикне нови емисии на хартии од вредност од страна на задолжително котираните друштва, што би значело зголемување на нивните извори на финансирање и проширување на можностите за раст на вкупните активности (Народна банка на РМ, 2012).

Во 2012 година, задолженоста на корпоративниот сектор кон домашниот банкарски систем забележа забавен раст, со слична динамика на онаа остварена во 2009 година, и беше речиси во целост концентриран во првото полугодие од годината. Во услови на неповолен деловен циклус во економијата, зголемен кредитен ризик и генерална неизвесност во врска со идните економски текови, домашните банки реагираа со ограничување на понудата на кредити. Со оглед на тоа дека побарувачката за кредити од страна на корпоративниот сектор сè уште не е целосно заздравена и дека банките не извршија поголемо олеснување на кредитните услови заради нивните видувања за сè уште присутни ризици во овој сектор, во 2013 година задолженоста на корпоративниот сектор каде спаѓа и секторот на МСП кон домашните банки како втора важна компонента во структурата на вкупниот долг, забележа умерен годишен раст (4,4%), кој забавува во споредба со 2012 година (5,1%) (Народна банка на РМ, 2013).

„Кредитирањето на деловните субјекти е особено скап начин на финансирање, а од друга страна, пак, банките ги избегнуваат микро и малите претпријатија, особено новооснованите поради: недоволната актива и слабата капитализација; ограничените идеи за развој и ранливоста од пазарните движења во комбинација со ограничените технички, менаџерски и маркетиншки вештини

на сопствениците на малите бизниси; малиот процент на вратени кредити од страна на МСП, поради високите оперативни трошоци; сиромашни и несоодветни финансиски извештаи од кои не може да се дојде до клучните показатели за финансиско оценување на работењето и сл.“ (Ристеска, 2013, стр. 231). Сериозен проблем при кредитирањето на МСП и натаму остануваат високите хипотекарни барања како и недостатоците што се јавуваат во режимот на сигурни трансакции. При вакви услови улогата на Македонската банка за поддршка на развојот АД – Скопје (МБПР) како единствена развојна банка во Република Македонија е особено акцентирана. Во тој правец се преземаат соодветни мерки и се воведуваат нови кредитни производи со цел да се одговори на предизвиците со кои се соочуваат малите и средните претпријатија, но и државата во целина.

Во 2013 година, исто како и во претходните години, МБПР главно ги реализираше кредитните активности преку деловните банки со кои има склучено договори за соработка и тоа:

- Халк банка АД Скопје,
- Шпаркасе банка Македонија АД Скопје,
- Еуростандард банка АД Скопје
- Комерцијална банка АД Скопје,
- НЛБ Тутунска банка АД Скопје,
- Охридска банка АД Скопје,
- Прокредит банка АД Скопје,
- Стопанска банка АД Битола,
- Стопанска банка АД Скопје,
- ТТК банка АД Скопје,
- УНИ банка АД Скопје,
- Централна кооперативна банка АД Скопје.

Мал дел од своите кредитни активности, МБПР реализираше директно со кредитобарателите без посредство на деловните банки. Кредитните активности на МБПР се финансирани со користење два извори на средства, односно сопствени извори на средства и туѓи извори на средства (средства обезбедени од меѓународни финансиски институции, билатерални кредитори и останати кредитори и донатори).

Од сопствените средства на МБПР се креирани повеќе кредитни линии чии

услови на одобрување се прикажани во следната табела:

Табела 36: Кредитни линии на МБПР креирани од сопствени средства, 2013 г.

Назив на кредитната линија	Износ во ЕУР	Рок на отплата	Крајна каматна стапка
Финансирање мали и средни трговски друштва	од 15.000 до 500.000	до 8 години со вклучен грејс период до 1 година	6,5 % годишна
Финансирање производство наменето за извоз	од 15.000 до 2.000.000 преку банки и до 1.000.000 директно	до 2 години	6 % годишна
Финансирање трајни обртни средства	од 30.000 до 300.000	до 3 години	6,5 % годишна

Извор: Годишен извештај за работењето на МПБР во 2013 година, Македонска банка за поддршка на развојот АД Скопје.

Од овие кредитни линии, во текот на 2013 година поддржани се вкупно 25 проекти на мали и на средни компании од областа на производството, градежништвото, транспортот како и извозни компании, во вкупен износ од 1.906.088 евра.

Во 2013 година МБПР продолжи со користењето и реализацијата на кредитните линии од странските кредитори и донатори. Притоа, покрај пласман на кредити од кредитната линија ЕИБ 1, ЕИБ 2 и ЕИБ 3, на 31.12.2013 година склучи договор за ЕИБ 4 за дополнителни 100 милиони евра, со што се овозможи континуитет во користењето на оваа кредитна линија (МПБР, 2014). Во продолжение се прикажани податоците за овие кредитни линии за 2012 и 2013 година:

Кредитна линија за финансирање на микро, мали и средни претпријатија од KfW (КМБ 1) - Македонската банка за поддршка на развојот АД Скопје беше назначена за управувач на Фондот формиран од средствата на кредитната линија од KfW (КМБ1) за финансирање микро, мали и средни претпријатија. Средствата се пласираат преку Халк банка АД Скопје, НЛБ Тутунска банка АД Скопје, Прокредит банка АД Скопје и штедилница Можности ДОО Скопје. Кредитната линија е целосно реализирана. Корисници на кредитите се: микро и мали претпријатија, индивидуални претприемачи, занаетчиски дуќани, приватни трговци, тезги на пазар, други микро и мали стопански субјекти. Прегледот по

секоја банка-учесник со состојба 31.12.2013 и 2012 е прикажан на следната табела.

Табела 37: Кредитна линија за финансирање микро, мали и средни претпријатија од KfW (КМБ 1) за 2012 и за 2013 година

Банка - учесник	2013	2012
Халк банка АД Скопје		
НЛБ Тутунска банка АД Скопје		
Прокредит банка АД Скопје		
Штедилница Можности ДОО Скопје	2.000.000	2000.000
Вкупно	2.000.000	2.000.000

Извор: Годишен извештај за работењето на МПБР за 2012 и 2013 година, Македонска банка за поддршка на развојот, АД Скопје.

Кредитна линија за финансирање на микро, мали и средни претпријатија од KfW (КМБ 2) - Македонската банка за поддршка на развојот АД Скопје беше назначена и за управувач на Фондот формиран од средствата на кредитната линија од KfW (КМБ2) за финансирање микро, мали и средни претпријатија. Оваа кредитна линија во вкупен износ од 6,2 милиони евра е наменета за кредитна поддршка за микро, мали и средни компании од РМ. Кредитната линија е целосно реализирана преку Халк банка АД Скопје, НЛБ Тутунска банка АД Скопје и Прокредит банка АД Скопје (НБРМ, 2013). Во текот на 2013 година, одобрени се нови 2.000.000 ЕУР преку Халк банка АД Скопје, а во 2012 година одобрени се 3.000.000 преку Прокредит банка АД Скопје.

Табела 38: Кредитна линија за финансирање микро, мали и средни претпријатија од KfW (КМБ 2) за 2012 и за 2013 година

Банка - учесник	2013	2012
Халк банка АД Скопје	2.000.000	-
НЛБ Тутунска банка АД Скопје	-	-
Прокредит банка АД Скопје	-	3.000.000

Извор: Годишен извештај за работењето на МПБР за 2012 и 2013 година, Македонска банка за поддршка на развојот АД Скопје.

Кредитната линија за финансирање на микро, мали и средни претпријатија од KfW (КМБ 3) - оваа кредитна линија во вкупен износ од 7,6 милиони евра е наменета за кредитна поддршка за микро, мали и средни компании од РМ. Кредитната линија е реализирана преку Халк банка АД Скопје, Шпаркасе банка АД Скопје и Прокредит банка АД Скопје во следниве износи:

Табела 39: Кредитна линија за финансирање микро, мали и средни претпријатија од KfW (КМБ 3) за 2012 и 2013 година

Банка - учесник	2013	2012
Халк банка АД Скопје		-
Шпаркаса банка Македонија АД Скопје	-	-
Прокредит банка АД Скопје	4.500.000	4.750.240

Извор: Годишен извештај за работењето на МПБР за 2012 и 2013 година, Македонска банка за поддршка на развојот АД Скопје.

4.4 Нефинансиска поддршка на развојот на малите и на средните претпријатија

Економската политика дефинирана во развојните владини документи ја потенцира потребата од брзо и непречено развивање на приватниот сектор, меѓутоа малиот бизнис сè уште не ја добил потребната афирмација и фактичка поддршка, која би требало да ја има и која е карактеристична за развиените земји. Една од причините за таквата состојба е што првенствената одредница на институционализацијата на политиките, во конкретниов случај политиката за поддршка на развојот на малите и на средните претпријатија, се третира како долгорочна задача во функција на одржливиот развој и во интерес на побрзото реализирање на европските и на светски интеграции (Универзитет „Св Кирил и Методиј“, Напред или назад - надминување на пречките за имплементација на политиката за развој на секторот на МСП во стопанството на Македонија, 2004 година, стр. 17). Како резултат на тоа, имплементацијата на политичките определби за обезбедување брз и релативно лесен пристап до потребните дозволи/лиценци за работа, до капитал, информации, нови технологии, за обезбедување квалитет на стоките и услугите, интернационализацијата на малото стопанство итн., исто така се смета за долгорочна задача. За жал долгорочноста е сфатена и како оправдување за несоодветното институционално

преструктурирање.

Особено илустративен пример за „логиката“ на институционализацијата на политичките определби е на пример конкретното структурирање на државните органи за поддршка на секторот на МСП. Уште во 1995 година Министерството за економија изготви „Проект за поддршка на малото стопанство“, кој од страна на Владата е оценет како добра појдовна основа за нов проект. Новиот Проект е со иста содржина како и претходниот, со дополнителна одредница дека во тогашното Министерство за развој е основано одделение за МСП, кој Владата го усвојува во 1996 година. Врз основа на тоа, Владата со Одлука од 1996 година, го назначува Министерството за развој, за надлежно во следење на состојбите и предлагање мерки и активности во секторот на МСП. На овој начин, се суспендирани законските одредби дека развојот на МСП е ингеренција на Министерството за економија, и со одлука на Влада е назначен нов надлежен орган, во случајов Министерството за развој. Практично се појавуваат две институции кои имаат исти надлежности, што несомнено води до конфузија и двојство во дејствувањето. Подоцна, при реконструкција на Владата Министерството за развој беше укинато, а кадрите од двата органи на државната управа се интегрираат во единствениот сектор за МСП, во рамки на Министерството за економија. Рационално образложение за ваквата неконзистентност на законските решенија и владините одлуки не може да се најде, освен во фактот дека политичките влијанија биле приоритетни детерминанти во водењето и имплементацијата на политиките. Од тогаш па до денес, секторот за поддршка на развојот на МСП, со повремени промени во кадровските решенија на раководните структури, практично е непроменет и функционира со истиот кадровски состав, независно од промените и опфатноста на политиките кои се носат. Очекувањето дека истиот број вработени ќе ги реализира како претходните генерални заложби, така и најновата детална програма за развој и поддршка на МСП, несомнено претставува хендикеп за вработените и за побрзата имплементација.

Инаку, останатата институционална инфраструктура која е создадена за да им помага на МСП, главно е изградена во рамки на разните странски проекти. „Прв позначаен чекор на институционализација на оваа политика е направен во периодот од 1996-1998 со основањето на мрежа на институции за развој на малите и на средните претпријатија, преку формирање Национална агенција за развој на

мали и средни претпријатија (НЕПА) во 1998 година и нејзините регионални центри - фондации во Скопје, Велес, Битола, Струмица и Куманово, во рамки на ФАРЕ Програмата за интегрален развој на малите и средни претпријатија (ЦОП 1996) (Универзитет „Св Кирил и Методиј“, 2004 година, стр 17). Основната цел на НЕПА и регионалните центри е да се обезбеди експертска и консултантска помош на МСП, како за тековните проблеми од работењето, така и за аплицирање за добивање кредитна поддршка од кредитната линија во рамки на оваа програма, дистрибуирана со посредство на повеќе домашни банки.

Организациската поставеност и неповрзноста со останатите регионални центри и недоследности во функционирањето на НЕПА, придонесоа истата да се укине со одлука на Министерот за економија, а наместо неа да се основа Агенција за претприемништво. Воедно останатите регионални центри дејствуваат неповрзано и отсутуваа било каква синхронизација во нивните активности. Покрај НЕПА во земјата се основаат и:

- Агенциите за помош на претпријатија во Охрид, Тетово и Гостивар, со средства од know-how фондот на Владата на Велика Британија; како и Асоцијацијата на мали бизниси „Преда“ во Прилеп со средства од Владата на Швајцарија. Главна карактеристика на овие организации е дека тие не обезбедуваат материјална поддршка на претпријатијата, туку им помагаат во областа на успешното менаџирање, по пат на обука, консултации, информации, електронско тргување (е-бизниси), во областа на маркетинг-активностите и подготовка на деловни планови, како важни документи за успешно работење на претпријатијата, воедно потребни и за добивање кредити.
- Исто така основани се и неколку деловни инкубатори, финансирани со програми од Светската банка во: Штип, Македонска Каменица, Делчево, Прилеп, Крушево, и во Струмица, Охрид, Велес итн. Освен деловен простор под поволни услови, деловните инкубатори на новите претпријатија им овозможуваат и финансиски позајмувања од сопствен фонд, што е многу поволен инструмент за развој на претприемништвото.
- УСАИД го отвори Македонскиот деловен центар во 1996 година, кој веќе се приватизира во 2002/2003 година, и произлегоа повеќе

приватни консултантски фирми.

- „Можности“ е проект за микрофинансирање преку програмата на УСАИД, кој започна со реализација во 1996, и има свои филијали во Кочани, Кичево, Куманово и Струмица. Обезбедува микро финансирање на малите и почетни бизниси, вклучувајќи и групни заеми.
- Фондот за МСП е Проект на УСАИД, со кој се овозможува краткорочно финансирање на деловните активности, особено на извозно ориентираните претпријатијата, кој работи од 2003 година.
- БАС проектот на ЕБРД, помага на МСП во изготвување програми и обезбедување квалитет на производите.
- СЕЕД е проект на Светската банка за финансирање еквити капитал;
- СИДА гарантниот фонд е проект на Шведската влада.
- СЕАФ/Македонија е инвестиционен фонд основан со странски капитал.
- Програмата „Хоризонти“ на Католичката црква обезбедува мали заеми за жени.
- Банката за поддршка на развојот, беше основана со закон во 1998 како промотивна банка, со дел од домашни извори, а дел од германската – KfW банка. Банката за поддршка на развојот се очекува да биде трансформирана во некој поефикасен инструмент на финансирање на МСП и извозот во Република Македонија.

Основна импресија е дека и овие институции, освен во периодот на основање кога прибираат информации од веќе постојните, подоцна воопшто не соработуваат во смисла на меѓусебно поврзување и синхронизирање. Во определени случаи тоа се должи и на концепциите за нивно функционирање имплементирани од страна на донаторските организации.

Во рамките на Универзитетот „Св. Кирил и Методиј“ од Скопје, во 2006 година бил основан Центарот за развој на нови бизниси, како резултат на проектот финансиран од „Austrian Development Agency“. Името на проектот е „Skopje University Business Start-Up Centre: Through Networking to Successful Companies, (Phase I – Establishment of the Centre)“.

Интензитетот и квалитетот на развојот на институционалната поддршка на секторот на МСП, во голем дел се должи и на ставовите, убедувањата и условувањата од страна на меѓународните финансиски институции (како на пример на Светската банка и Меѓународниот монетарен фонд), кои понатамошното кредитирање на земјата го условуваат со обезбедување услови за дејствување на целосно отворена пазарна економија со што е можно помалку државни интервенции. Така, многу идеи за отварање небанкарски и други институции за помош и поддршка на приватниот сектор во РМ, остануваат нереализирани токму поради инсистирањето на овие институции да не се врзуваат буџетски средства за финансирање на развојот на МСП. Како резултат на ова не се отвори ниту специјализирана банка за микро финансирање, ниту гарантни фондови, ниту посебни програми за почетнички бизниси, ниту штедно-кредитни унии итн, иако, оние кои се отворија независно од одлуките на Владата, успешно функционираат (Можности, СИДА, Фонд за краткорочно финансирање итн.). Само како илустрација на претходната констатација за влијанието на странските институции, може да се наведе дека Предлог-законот за мало стопанство, неколку пати е менуван и стопиран од претставниците на СБ, ММФ, ЕАР итн., за да на крај заврши во собраниска процедура како Закон за основање агенција за поддршка на развојот на МСП. Така што и секторот на МСП е целосно регулиран со неодамна усвоениот единствен Закон за трговски друштва (што несомнено ги ограничува можностите за посуптилно регулирање на прописите за потребите на МСП).

Имплементацијата на поконзистентната политика за поддршка на секторот на МСП во РМ практично е започната со донесувањето на Националната стратегија за развој на МСП во 2002 година и подоцна со Програмата за поддршка и развој на МСП (OECD and EBRD Stability Pact: FYR Macedonia Enterprise Policy Performance Assessment, 2003).

За развојот на МСП се корисни и стратегиските партнерства што претставуваат здружување меѓу малостопанствениците, од една и здружувањето на малите и големите компании, од друга страна, а нивната примарна цел е зголемување на вредноста на компаративните предности на претпријатијата и нивните заеднички ефекти. Со помош на стратегиските партнерства се овозможува полесен пристап до најновите технологии, т.е. тие исто така помагаат во изнаоѓањето нови пазари и инвеститори, намалување на политичкиот и

финансиски ризик, интернационализацијата итн. Иако статистиката покажува дека околу 50% од стратегиските партнерства пропаѓаат, сепак се јавуваат нови партнерства во интерес на заедничките цели и корисности. Постојат многубројни форми на организирање и здружување на малите и на големите компании кои позитивно се рефлектираат врз афирмацијата на претприемачките идеи на поединците, но индицираат и раст на приватниот сектор што, пак, е клучен императив за излез од економската стагнација, невработеноста и сиромаштијата.

4.5. Збогатување на претприемничкото знаење и јакнење на претприемничката свест и култура

Развојот на претприемништвото, односно претприемничката култура, е една од најактуелните теми на денешницата. Во услови на глобална економска рецесија, многу теоретичари излезот го гледаат токму во развојот на МСП, кои се: иновативни, лесно приспособливи на новонастанатото деловно окружување и даваат можност за нови вработувања. Улогата на големите фирми да обезбедат нови вработувања се намалува и луѓето сè повеќе бараат начин за нивно оспособување во друг правец. Краткорочно, на малите и на средните претпријатија се гледа како на начин да се реши проблемот со невработеноста, но тоа е само дел од одговорот. Долгорочно, државата мора да изгради силна и одржлива претприемничка култура.

Истражувањата покажуваат дека не постои консензус по прашањето за дефинирање на претприемништвото (www.blog.key.com.mk). Претприемничката култура е нова култура на живеење, култура на негување лични квалитети кои ја сочинуваат основата на претприемништвото (www.blog.key.com.mk): креативност, иницијатива, одговорност, независност, способност за преземање ризик. Развојот на претприемничките способности и вештини кај луѓето од сите возрасти, класи и националности, им помагаат не само во нивната професионална кариера, туку и во животот, како одговорни и активни граѓани на општеството.

Преку образованието, претприемничката култура треба да биде вклучена во животот на децата и младите уште од најрана возраст. Во истовреме, треба да се зголеми свеста кај родителите, заедницата и образовните институции дека претприемништвото е почитувана опција во кариерата. Треба да се смени

размислувањето кое го гледа претприемништвото како едноставно правење пари, ризична дејност и несигурен начин на самовработување.

Тука се поставува прашањето: дали Македонија е подготвена за претприемничка револуција? Активности се потребни на повеќе нивоа. На највисоко ниво, Владата треба да ги поврзе стратегиите за економија и за образование во една заедничка стратегија. Треба да се работи на подобрување на претприемничкиот амбиент во сите сфери на живеење. Во Република Македонија, претприемништвото е со Устав загарантирана категорија. Изработената Стратегија за развој на МСП (2002-2012) е основа за создавање претприемнички амбиент. Реформирањето на деловното окружување дава позитивни резултати, но тоа е процес на кој постојано треба да се работи. Особено значајно е да се изработи Стратегија за претприемничко учење која ќе ги постави основите за менување на свеста за претприемништвото во Македонија, како почитувана опција во кариерата и како нов начин на живот.

Традиционалната манифестација „Претприемач на годината“ го поттикнува претприемачкиот дух и култура во Република Македонија, преку промоција на успешни претприемачки примери во земјата. Мотивот е да се наградат најдобрите микро и мали претпријатија и да се промовираат успешните претприемачи во Македонија (www.blog.key.com.mk). Според организациите кои се приклучија на оваа идеја Македонска развојна фондација за претпријатија и Стопанската комора на Северозападна Македонија, на овој начин може да се влијае на поттикнување на свеста за развој на претприемништвото во Македонија (www.kurir.mk).

4.6 Воведување и развој на информациските системи кај малите и кај средните претпријатија

Примената на новите технологии, информациските системи и автоматизацијата на одредени активности го олеснуваат начинот на работа во претпријатијата. Малите и средните компании се клучни елементи за економијата на една земја. За да се опстане, за да се постигне конкурентска предност, потребно е да постои иновативност. Улогата на информациските системи за поддршка на одлучувањето е значајна при развој на модел на иновациски процес во мали и во

средни претпријатија. Се поставува прашањето, зошто е значајна? Одговорот на прашањето е дека обработката на идеите, поголемата достапност до ресурсите, подобрата анализа на резултатите се само дел од факторите што се клучни за примена на информациските системи во малите и во средните компании. Иновациите се значајни за постигнување конкурентска предност, ефикасност и ефективност на компанијата. Историјата на информациските системи се поврзува со историјата на компјутерите. Со воведувањето на компјутерите од страна на Алан Тунинг (Alan Turing) во 1936 година, почнува една поразлична ера. „Информацискиот систем се дефинира како сет од поврзани компоненти што собираат, процесираат, складираат и дистрибуираат информации за поддршка при донесување одлуки, координација и контролирање.“ (Laudon, 2006, p. 6). Информациските системи за поддршка на иновативноста се важни за иновациите и нивното ширење во компаниите. Иновациониот процес вклучува неколку чекори: прво, треба да се направи анализа на окружувањето со сите фактори, потоа да се селектира алтернатива што ќе помогне при развојот на компанијата. „На крај треба да се воведат одбраната алтернатива, со тоа што идеите ќе се воведат како нешто ново.“ (Ајлин, 2014, стр. 73).

Со користење на информациско-комуникациските технологии (ИКТ), МСП имаат поголеми можности за развој (Министерство за транспорт и врски, Национална стратегија за развој на електронските комуникации со информатички технологии):

- се оспособуваат за купување и продавање преку Интернет,
- ги намалуваат вкупните трошоци,
- ја зголемуваат продуктивноста,
- поефикасно ги менаџираат промените, итн.

Напорите на ЕУ дефинирани во стратегијата i2010 за уредување конкурентна и динамична економија базирана на знаења (knowledge-based economy), во многу ќе зависат од можностите за развој и просперитет на МСП. Во тој контекст ИКТ не само што обезбедуваат продукти кои сами по себе се иновативни, туку тие се меѓу главните промотори на промената во модерната економија. Транзицијата кон економија водена од нови знаења во Европа е приоритет на политичката агенда „go-digital“ на ЕУ. Е-економијата носи нови можности за МСП, како во рамките на ИКТ индустријата, така и во другите

сектори. Нејзиното влијание значително варира од сектор до сектор. Затоа целта треба да биде двојна: да се подобри конкурентноста на ИКТ секторот од една страна, и да се олесни ефикасното преземање и примената на ИКТ во МСП од друга страна.

Во Република Македонија во последните 15 години, во услови на одвивање на целокупниот транзициски циклус, МСП станаа основа на економските текови и ја презедоа улогата на лидер и промотор на новиот начин на стопанисување и ја поттикнуваа конкуренцијата на пазарот на ИКТ. Денес најголем број мали и средни претпријатија поседуваат сопствена интернет/веб страница (иако повеќето не се со квалитетна содржина, бидејќи користат застарена технологија и дизајн, или се сè уште во изработка), имаат свои адреси за електронска пошта, и изготвуваат мултимедијални содржини. Меѓутоа присутна е дилемата – зошто би користеле и инвестирале во напредни електронски комуникации – интернет, кога е мал бројот на активни корисници во земјата, а со тоа мал е бројот за нивни потенцијални клиенти. Сепак, претпријатијата кои соработуваат со странски компании, свесни се за предностите на електронските комуникации, колку тие ги намалуваат комуникациските трошоци и го зголемуваат квалитетот на деловното работење. Интернетот стана основна потреба, чие зголемено користење со сигурност може да се констатира.

Во Европа повеќе од две третини од МСП ги користат ИКТ услугите како бизнис алатка. Информациите покажуваат дека средните претпријатија веќе го имаат премостено јазот со големите претпријатија, а малите и микро претпријатијата брзо го следат тој тренд. За да се забрза овој процес во Република Македонија, согласно Националната стратегија за развој на електронски комуникации со информатички технологии (Министерство за транспорт и врски), Владата на РМ треба:

- да ги охрабри претпријатијата, вклучувајќи ги и МСП, да ги користат ИКТ во поголеми размери и да градат механизми кои им овозможуваат на претпријатијата успешно учество на глобалниот пазар, а во насока на зголемување на интернет и РС пенетрацијата и да овозможи намалување на ДДВ за ИКТ производите и услугите за граѓаните;
- да го охрабри воспоставувањето заедници на купувачи и продавачи,

да се унапредува е-довербата (e-confidence) и заштитата на потрошувачите преку целосна регулација на потрошувачките права на интернет;

- да обезбеди пакет законски и организациски измени за овозможување е-работа (e-work), работа и учење на далечина;
- да направи кампања за подигање на јавната свест за ефикасно користење на ИКТ опремата и услугите на информатичкото општество од аспект на операторите и датацентрите;
- да пропише мерки за задолжително воведување Договор за ниво на испорачана услуга (SLA - Service Level Agreement) за ИКТ услуги;
- да ги идентификува и отстрани пречките во однос на назначувањето на СА (Certificate Authority) и да поддржи примена на електронските документи и потписи во домашната и прекуграничната трговија, како и во комуникацијата со државните институции, и
- да изработи студија за потреба од воведување стандардизирани ИКТ решенија за малите и за средните претпријатија и насоки за нивна поддршка од страна на Владата.

4.7. Поефикасно управување со човечките ресурси

Концептот на менаџмент на човечки ресурси добива сè поголемо значење за реализирање на целите на МСП. Разликите во конкурентноста на малите и **на** средните претпријатија денес, се различни од периодот од пред 20 години. Во овој контекст, интересен е примерот на ЕДУСОФТ. Се работи за професионална софтверска компанија основана во 1990 година во Скопје, која е специјализирана за дизајн, развој и имплементација на софтверски апликации. ЕДУСОФТ постојано произведува високо квалитетен софтвер развиен со помош на софистицирани технологии кој работи на различни платформи. ЕРП системот (систем за планирање на ресурсите во претпријатија) на ЕДУСОФТ е софистицирано решение за мали, средни и големи претпријатија. Апликацијата беше дизајнирана да ѝ овозможи на компанијата да ги фокусира бизнис-целите, пред сè, отколку управувањето со податоците. ЕРП системот на ЕДУСОФТ е робусна апликација, едноставна за користење, дизајнирана и развиена од водечки

индустриски експерти со над 20-годишно професионално работно искуство (www.edusoft.com.mk). ЕРП системот на ЕДУСОФТ се состои од следниве модули: сметководство и финансии, буџетирање, благајничко работење, основни средства, управување со човечки ресурси, плати. Софтверот за човечки ресурси на ЕДУСОФТ го води процесот, притоа олеснувајќи им го на менаџерите водењето грижа за потребите на овие ресурси. Користењето на софтверските програми му заштедува време и енергија на менаџерот со тоа што ги прави задачите лесни и едноставни за разбирање. Точноста во регистрирањето се подобрува кога се користи софтверската програма, а програмите се генерално дизајнирани така да ги препознаваат очигледните грешки во внесените податоци пред истите да бидат снимени во системот (www.edusoft.com.mk).

Во областа на управување на човечките ресурси се разликуваат овие карактеристики на ЕРП системот:

- внесување и водење податоци за вработените, вклучувајќи нивни лични податоци, податоци за нивното образование и здравствена состојба, како и професионалното искуство;
- модул за генерирање извештаи;
- едноставна интеграција со останатите модули.

Во рамките на проектот на Владата на Република Македонија со наслов „Топ менаџмент“, поканети се да земат учество менаџери на мали и на средни претпријатија, за да можат да се здобијат со модерни вештини и знаења за управување со своите компании. Проектот е финансиран од Владата на Република Македонија – Генерален секретаријат. Спроведувањето на проектот треба директно да придонесе за подобрување на конкурентноста на компаниите и за развој на македонската економија (www.fakulteti.mk). Застапени се многу теми на обуката со овој проект, меѓу кои е и темата за стратешко управување со човечките ресурси.

4.8. Оценка на бизнис амбиентот во Република Македонија според релевантни меѓународни институции

Од 2004 година, Светска банка, започна со објавување на Извештајот за

водење бизнис (Doing Business Report). Креаторите на економските политики, па и стопанствениците имаат можност со помош на индикаторите од „Doing Business Report“ да ги анализираат економските перформанси и да идентификуваат дали конкретно преземената реформа дава резултати, во кои области и на кој начин. Така многу лесно може да се врши компарирање на реализираните резултати од реформите со резултатите од други земји. Според овој Извештај, рангирањето на Република Македонија во периодот од 2006 до 2015 година е прикажан во следната табела.

Табела 40. Рангирање на Р Македонија според извештајот Doing Business, 2006-2012 г.

Година	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DB Ранг	81	75	79	71	36	38	22	23	25	30

Извор: Doing business 2006 – 2015, A world Bank Group Flagship Report.

Како што се гледа од податоците во Табелата Македонија има постигнато значителен напредок во условите за водење бизнис. Во 2006 година таа се рангираше на 81-во место, а во 2012 година таа го освои 22-то место, а потоа се качува на 23, 25 и 30-то место. Подетални податоци за промените на индикаторите врз основа на кои се врши оценувањето на условите за водење бизнис во Р Македонија во периодот од 2011 до 2015 година се дадени во следната Табела.

Табела 41: Компаративна анализа на условите за водење бизнис во Р Македонија во периодот од 2011 до 2015 година

	2011	2012	2013	2014	2015
Олеснување за водење бизнис ранг	38	22	23	25	30
Започнување бизнис	5	6	5	7	3
Процедури (број)	3	3	2	2	2
Време (денови)	3	3	2	2	2
Трошок (% од приход per capita)	2,5	2,4	1,9	1,9	0,6
Минимален капитал (% од приход per capita)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Дозволи	136	61	65	63	89
Процедури (број)	21	10	10	12	11

Време (денови)	146	117	117	90	89
Трошок (% од приход per capita)	1.601,4	552,7	517,8	512,1	
Регистрирање на имот	69	49	50	84	74
Процедури (број)	5	4	4	7	7
Време (денови)	58	40	40	31	31
Трошок (% од вредност на имот)	3,2	3,1	3,2	3,3	3,3
Добивање на кредит	46	24	23	3	36
Индекс на јачина на правни права (0 - 10)	7	7	7	9	6
Индекс на длабочина на информација за заем (0-6)	4	6	6	6	7
Покриеност на јавниот регистер (% од возрасни)	39,4	34,3	34,8	34,8	36,4
Покриеност на приватните бироа (% од возрасни)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Заштита на инвеститорите	20	17	19	16	21
Индекс на обем на обелоденување (0 - 10)	9	9	9	9	
Индекс на обем на одговорност на директор (0 - 10)	7	7	7	8	
Индекс на олеснување на акционерските парници (0 - 10)	4	5	5	4	6,7
Индекс на сила за заштита на инвеститорот (0 - 10)	6,7	7,0	7,0	7,0	6,7
Плаќање даноци	33	26	24	26	7
Исплати (број)	40	28	29	29	7
Време (часови во годината)	119	119	119	119	119
Вкупно данок што треба да се плати (% од вкрстен профит)	10,6	9,7	9,4	8,2	7,4
Меѓугранично тргување	66	67	76	89	85
Документи за извоз (број)	6	6	6	6	6
Потписи за извоз (број)	12	12	12	12	12
Време за извоз (денови)	1.376	1.376	1.376	1.376	1.376
Документи за увоз (број)	6	6	6	8	8
Потписи за увоз (број)	11	11	11	11	11
Време за увоз (денови)	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380
Спроведување на договорите	65	60	59	95	87
Процедури (број)	37	37	37	37	38
Време (денови)	370	370	370	604	604
Трошок (% од долг)	33,1	33,1	31,1	28,8	28,8
Затворање бизнис	116	55	60	52	35
Време (години)	2,6	2,0	2,0	1,8	1,8
Трошок (% од состојба)	28	10	10	10	10
Стапка на враќање (центи од долар)	20,7	42,0	42,2	43,8	44,1

Извор: Doing business 2012, Copublication of World bank & International Finance Corporation, 2011.

Од вкупно 183 земји, Македонија во 2012 година беше на 22 место на ранг-листата за водење бизнис, а во 2013 година е рангирана на 23 позиција во извештајот „Дуинг бизнис“ за 2013 година што го објави Светска банка. Според овој извештај Македонија е далеку пред Словенија, која е на 35 место, Црна Гора е 51, Бугарија 66, Турција 71, Романија 72, Грција 78, Хрватска 84, Албанија 85, Србија 86, Косово 98, а Бих е на 126 место. И во 2014 и 2015 година Македонија беше високо рангирана на ранг-листата за водење бизнис, односно на 29 и 30 место во споредба со горенаведените држави.

Ваквата оценка за земјата е многу важна информација за домашните и за странските инвеститори што сакаат да започнат нов бизнис. Во истражувањето, како што покажуваат податоците од табелата, се вклучени следниве индикатори: отворање бизнис; добивање лиценца; вработување и отпуштање работници; регистрирање имот; добивање кредит; заштита на инвеститорите; плаќање даноци; трговија со странство; склучување договори под принуда и затворање на бизнисот. Македонија (според Светска банка, Извештај за правење бизнис 2008) е една од четирите најдобри реформатори, признание кое го добива поради елиминација на минималните барања за вложувања при започнување бизнис, побрз процес на добивање градежни дозволи, намалување на даночните стапки и поедноставени процедури за плаќање даноци. Македонија во 2009 година „скокна“ меѓу првите 12 рангирани земји во однос на започнување бизнис, откако во претходната година беше на 23 место (Светска банка, Извештај за правење бизнис, 2009).

Според истражувачкиот извештај „Претприемништвото во Македонија“, што е дел од Глобалното истражување за претприемништвото – ГЕМ, во 2013 година проверени се перцепциите и ставовите за претприемништвото, за претприемничката активност и претприемничките аспирации, а податоците покажаа дека скоро секој трет испитаник смета дека во наредниот период, на краток рок, постојат добри можности за започнување бизнис, додека секој втор ги има потребните знаења и вештини за започнување бизнис. Последниот показател, ја прави Македонија лидер во однос на останатите земји во регионот и во однос на земјите од Европската унија. Претприемничката активност или до кој степен луѓето преземаат нови деловни активности се мери преку клучниот индекс ТЕА (Total Early-stage Entrepreneurial Activity). Овој индекс во Македонија во 2012 година изнесува 6,97 %. Претприемачи во зачеток се 3,73 % (со деловни

активности до 3 месеци), а 3,24% се нови (со деловни активности до 3,5 години). Овој индекс е во рамките на индексите на другите земји од регионот (www.gem-macedonia.org.mk).

Оценувањето на бизнис амбиентот на националните економии од страна на релевантни меѓународни институции придонесува за согледување на годишниот напредок во спроведувањето на регулаторните реформи, но и оценување на нивното влијание врз јакнењето на деловните активности од една страна, а од друга страна, значајни се и укажувањата на бариерите што го отежнуваат или спречуваат развојот на деловните активности. Со помош на индикаторите од извештајот за водење бизнис (Doing Business report) креаторите на економските политики и стопанствениците имаат можност да ги анализираат економските перформанси и да идентификуваат дали конкретно преземената реформа дава резултати, во кои области и на кој начин. Истовремено, со помош на индикаторите многу лесно може да се врши компарирање на остварените резултати од реформата со резултатите од други земји.

V ГЛАВА. ИСТРАЖУВАЊЕ И АНАЛИЗА НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Пазар на пари и краткорочни хартии од вредност

За време на последната глобална финансиска и економска криза особено беше истакнато суштинското значење на пазарите на пари за пренесувањето на сигналите за насоките на монетарната политика до финансиските пазари и до реалниот сектор каде што попреченото функционирање на финансиските пазари услови чести интервенции на централните банки за одржување стабилно ниво на ликвидност. Пазарот на пари во Република Македонија се карактеризира со сè уште слаба развиеност на одделните сегменти, ограничен број инструменти на примарниот пазар, скроман обем на тргување на секундарниот пазар и низок степен на интегрираност во меѓународните финансиски текови. Притоа, влијанието на пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност врз креирањето на финансиските текови во земјата и условите под кои се финансираат системски значајните сектори за домашната економија е ограничено.

Ваквата физиономија на пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност го условува неговото ограничено влијание врз околностите под кои се финансираат нефинансиските сектори, како и врз креирањето на финансиските текови во Република Македонија. Девизниот пазар и понатаму е главен сегмент на пазарот на пари со учество од 91% во вкупниот промет (Народна банка на РМ, 2013). На девизниот пазар во 2014 година е остварен релативно висок промет (над 80,0% од БДП) и покрај неговото намалување во однос на 2013 година (НБ на РМ, 2015). Со оглед на сè уште високиот степен на евроизација и значителниот обем на долг на населението и корпоративниот сектор со валутна компонента, најголемите ризици за функционирањето на финансискиот систем, но и за реалниот сектор потекнуваат од движењата на девизниот пазар, каде што во 2015 година е остварен највисок промет (близу 90,0% од БДП), во споредба со кој било друг сегмент од финансиските пазари (Народна банка на Република Македонија, 2016). Меѓубанкарскиот пазар на необезбедени депозити учествува со 8,4%, останатите пазарни сегменти (пазарот на краткорочни хартии од вредност и репо-пазарот) имаат незначително учество, додека пазарот на деривати целосно

отсутвува (НБ на РМ, 2013). Во 2014 година, на пазарите на пари во Република Македонија беше регистриран пораст на обемот на тргување, главно поради зголеменото тргување на меѓубанкарскиот пазар на необезбедени депозити, кој оствари највисок промет во последните пет години. При анализа на состојбите, треба да се има предвид дека промените во монетарната политика во 2012 година, меѓу другото, беа насочени и кон понатамошно развивање на пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност, преку креирање монетарни инструменти кои би го поттикнале тргувањето помеѓу пазарните учесници.

1.1. Пазар на државни и благајнички записи

Благајничките записи се еден од основните инструменти на примарниот пазар на пари во Македонија и воедно претставуваат основен монетарен инструмент во рамките на операциите на отворен пазар, преку кои се води монетарната политика на Народна банка.

Во 2008 година Народна банка на Република Македонија беше најголемиот издавач на краткорочни хартии од вредност на пазарот на пари и на краткорочни хартии од вредност, преку спроведување аукции на благајнички записи како основен инструмент на монетарна политика (Народна банка на Р Македонија, 2009) Вкупниот износ на благајнички записи што беа издадени во текот на 2008 година изнесуваше 279.012 милиони денари што е за 92.969 милиони денари односно за 50% повеќе во споредба со 2007 година (Народна банка на Р Македонија, 2010). Вкупниот реализиран износ на државни записи во 2008 година забележа значително намалување, што пред сè е резултат на високиот годишен пад на вкупната понуда на намалената побарувачка на државни записи. Министерството за финансии во текот на 2008 година издаде државни записи во вкупен износ од 13.924 милиони денари, што е помалку за 17.384 (18.676) милиони денари во споредба со 2007 година.

Зголемената понуда и побарувачка за државните записи во текот на 2009 година доведе до поголема длабочина и ширина на примарниот пазар на државни хартии од вредност. Во текот на 2009 година, Министерството за финансии издаде записи во вкупен износ од 31.732 милиона денари, што е пораст за 17.808 милиони денари (или за 127,9%) во споредба со 2008 година (Народна банка на

Република Македонија, 2010).

И покрај намалувањето на каматната стапка на благајничките записи на НБРМ во седум наврати во текот на 2010 година, банките покажаа значително поголем интерес за овој инструмент, во однос на 2009 година. На крајот на 2010 година издадените благајнички записи изнесуваа 25.942 милиона денари, што претставуваше годишно зголемување за 10.096 милиони денари (или 63,7%) (Народна банка на Република Македонија, 2011).

Зголемената понуда и побарувачка за државни записи во текот на 2012 година дополнително го продлабочи и прошири примарниот пазар на државни хартии од вредност. Во текот на 2012 година, износот на записите издадени од страна на Министерството за финансии беше повисок за 89,6% во споредба со 2011 година (Народна банка на Република Македонија, 2013).

Во 2013 година, интересот на банките за инвестирање во овој инструмент беше на високо ниво, при неповолни согледувања за ризиците и истовремено бавно закрепнување на реалниот сектор (Народна банка на Република Македонија, 2014).

Во периодот 2009-2013 година благајничките записи се поатрактивни краткорочни државни хартии од вредност во споредба со државните записи. Процентите зборуваат дека паричниот тек на државниот буџет повеќе се урамнотежува преку мобилизирање средства од емитирање благајнички записи отколку со државни записи. Во услови на забавена кредитна активност и намалени инфлациски притисоци, во 2013 година Народна банка на неколку наврати презела мерки во насока на олеснување на монетарната политика и ослободување ликвидни средства, преку намалување на максималната каматна стапка на благајничките записи во два наврата од по 0,25 проценти поени (сведувајќи ја на историски минимум од 3,25%), измени кај инструментот задолжителна резерва, и воведување методологија за утврдување на потенцијалната побарувачка за благајнички записи. Намалувањето на каматната стапка на благајничките записи и промените во понудата влиаеја кон пренасочување на вишокот ликвидни средства на банките кон пазарот на државни хартии од вредност и кон засилување на поддршката на кредитната активност на нефинансискиот сектор (во последниот квартал од годината, кредитите на нефинансиските субјекти забележаа позначително забрзување на растот).

Во текот на 2013 година, имаше голем интерес за инвестирање во државни записи на примарниот пазар на пари. Иако вкупниот износ на издадени државни записи од 94.669 милиони денари значеше годишно намалување од 10,2% (или за 10.709 милиони денари), во текот на 2013 година се забележа зголемен интерес за инвестирање на подолги рокови. Имено, државните записи со рок на достасување од дванаесет месеци дополнително го зголемија структурното учество во вкупните издадени државни записи. Во првите пет месеци од 2014 година, вкупниот износ на издадени државни записи изнесуваше 25.437 милиони денари, од кои 68,4% на дванаесетмесечните државни записи, додека останатиот дел се државните записи со рок на достасување од шест месеци. Од аспект на валутата 88,5% од вкупните издадени државни записи беа во домашна валута.

Табела 42: Структура на државни записи во РМ (по рочност и валута), во милиони денари (износ) и во проценти (структура), за 2012 и за 2013 година

Вид на државни записи	2012		2013	
	Износ	Структура	Износ	Структура
Реализиран износ на 3 месечни ДЗ без девизна клаузула	71.705	77,6	13.666	54,0
Реализиран износ на 3 месечни ДЗ со девизна клаузула	20.673	22,4	11.644	46,0
Вкупно реализиран износ на 3 месечни ДЗ	92.378	87,7	25.310	26,7
Реализиран износ на 6 месечни ДЗ без девизна клаузула	3.966	40,6	27.891	56,9
Реализиран износ на 6 месечни ДЗ со девизна клаузула	5.791	59,4	21.113	43,1
Вкупно реализиран износ на 6 месечни ДЗ	9.758	9,3	49.004	51,8
Реализиран износ на 12 месечни ДЗ без девизна клаузула	2.965	91,4	18.390	90,3
Реализиран износ на 12 - месечни ДЗ со девизна клаузула	278	8,6	1.966	9,7
Вкупно реализиран износ на 12 месечни ДЗ	3.242	3,1	20.356	21,5
Вкупно реализиран износ на ДЗ	105.379	100	94.669	100

Извор: НБРМ.

Во зависност од валутната компонента и рочноста, каматната стапка на државните записи во 2013 година се движеше во интервал од 3,10-4,25%. што

претставува намалување во однос на претходната година. Во првите пет месеци од 2014 година, каматните стапки на државните записи останаа непроменети. Во 2013 година во структурата на секундарниот пазар на пари и краткорочни хартии од вредност се забележа раст на учеството на благајничките и државните записи, при намалено учество на необезбедените меѓубанкарски депозити. Тргувањето со благајнички записи и државни записи на секундарниот пазар на пари и краткорочни хартии од вредност продолжи да се зголемува и достигна 2.945 милиони денари (што е значителен раст за 50,4% во однос на 2012 година). Ваквите позитивни придвижувања во најголем дел произлегуваат од зголемениот обем на тргување со државни записи (66,0% од вкупниот промет) кои придонесоа со речиси 90% во растот на вкупниот промет. Сепак, учеството на пазарот на краткорочни хартии од вредност во вкупниот промет на пазарите на пари е мало и во 2013 година изнесуваше 8,5% (и покрај годишниот раст од 3,1 процентен поен). Слабата активност на секундарниот пазар и недоволната ликвидност во однос на неговиот потенцијал се потврдува и преку ниската вредност (0,02%) на коефициентот на ликвидност на пазарот преку шалтер.

1.2. Меѓубанкарски пазар на депозити

Во текот на 2008 година прометот на меѓубанкарскиот пазар на депозити се зголеми за повеќе од двапати. Вкупниот истргуван износ на овој пазар во 2008 година изнесуваше 45.759 милиони денари и споредено со 2007 година е зголемен за 25.210 милиони денари, односно за 122,7% (Народна банка на РМ, 2009). Притоа околу 78% од истргуваниот износ на депозити на пазарот на депозити е со рочност од еден ден (Народна банка на РМ, 2009). Трендот на пораст на вкупниот промет на меѓубанкарскиот пазар на депозити продолжи и во почетокот на 2009 година.

Вкупниот износ на депозити тргувани на меѓубанкарскиот пазар забележа зголемување во текот на 2009 година. Сепак, и натаму станува збор за плиток пазар, со релативно мали износи на тргувани депозити, и тоа претежно на краток рок (на еден ден) што само по себе значи мала изложеност на банките на ризик од зараза (contagion risk), односно прелевање на евентуалните ликвидносни проблеми од една на друга банка. Така, вкупниот истргуван износ на овој пазар во

2009 година изнесуваше 62.606 милиони денари и во споредба со 2008 година е зголемен за 16.848 милиони денари, односно за 36,8% (Народна банка на Република Македонија, јули 2010). Притоа, околу 85% од истргуваниот износ на депозити е со рочност од еден ден.

Имајќи ги предвид ниските нивоа на тргување со благајничките и со државните записи, меѓубанкарскиот пазар на необезбедени депозити и понатаму е главниот двигател на пазарот на пари во Република Македонија. Вкупниот истргуван износ на овој пазар во 2010 година изнесуваше 52.246 милиони денари, при што тој и понатаму најмногу се должи на депозитите со рочност до еден ден (89% учество). Во споредба со 2009 година, тргувањето на меѓубанкарскиот пазар бележи намалување од 10.361 милиони денари, односно 16,5%. Намалувањето на прометот на меѓубанкарскиот пазар на необезбедени депозити е во согласност со зголемената ликвидност на банкарскиот систем (Народна банка на Република Македонија, 2011). Сепак, треба да се има предвид дека во 2009 година е остварен највисокиот обем на меѓубанкарско тргување во претходните неколку години (62.606 милиони денари). Оттука, доколку меѓубанкарскиот промет остварен во 2010 година се спореди со 2008 година, тогаш вкупниот промет бележи зголемување од 6.487 милиони денари (14,2%).

Пазарот на необезбедени меѓубанкарски депозити сè уште претставува најзначајна компонента на секундарниот пазар на пари во Република Македонија, и покрај тоа што во 2010 и 2011 година се остварени негативни годишни стапки на обемот на тргување на овој пазар. Намалувањето на обемот на тргување, покрај во апсолутен износ, се потврдува и преку коефициентот на ликвидност на пазарот, како и преку учеството на пазарот на необезбедени депозити во вкупната економска активност на земјата. Остварениот промет и во текот на 2011 година најмногу се должи на депозитите со рочност преку ноќ (учество од 95,1%), што упатува на задржување на склоноста на банките за управување со ликвидноста на дневна основа (Народна банка на Република Македонија, 2012).

Ситуацијата е слична и во 2012 година кога вкупниот износ на депозитите тргувани на меѓубанкарскиот пазар изнесуваше 42.540 милиони денари и во споредба со 2011 година е зголемен за 10.357 милиони денари (или за 32,2%). Над 84% од растот на прометот остварен во текот на 2012 година се должи на депозитите со рочност до 7 дена, што придонесе за зголемување на нивното

учество на 24,2% во 2012 година, од 4,8% во 2011 година (Народна банка на Република Македонија, 2013). И покрај тенденцијата за меѓубанкарско тргување со депозити на подолг рок во 2012 година, 71,7% од истргуваниот износ на депозити е со рочност преку ноќ, а пазарот на необезбедени меѓубанкарски депозити, и натаму останува плиток пазар, со релативно мали износи на тргувани депозити, и тоа претежно на краток рок (преку ноќ). Се повторува малата изложеност на банките на ризик од зараза. Ова се потврдува преку учеството на пазарот на необезбедени депозити во вкупната економска активност на земјата, како и преку коефициентот на ликвидност на пазарот.

Во текот на 2012 година и првите месеци од 2013 година, пазарот на обезбедени депозити (репо-пазарот) забележа скромно заживување. Репо-трансакциите меѓу банките за 2012 година изнесуваа 331 милион денари, и 40 милиони денари за првите пет месеци од 2013 година (Народна банка на Република Македонија, 2013). Со воведувањето редовни аукции на седумдневни репо-операции, согласно новата оперативна рамка за функционирање на монетарните инструменти на Народна банка, се очекуваше поголемо користење на репо-операциите при краткорочен недостиг на ликвидни средства.

Меѓубанкарскиот пазар на необезбедени депозити повторно е најзначајниот сегмент на секундарниот пазар на пари, и покрај тоа што во 2013 година вкупниот промет на овој пазар остварил годишен пад од 10.779 милиони денари или за 25,3% (Народна банка на Република Македонија, 2014). Намалувањето во најголем дел произлезе од намалениот промет на тргување со депозити со рочност преку ноќ. Од друга страна, тргувањето на подолги рокови (до 1 месец и до 3 месеца) во 2013 година забележа значителен годишен раст за 47,3% (Народна банка на Република Македонија, 2014). И покрај намалениот обем на тргување на меѓубанкарскиот пазар на необезбедени депозити, зголемената тенденција на банките за тргување на подолги рокови претставува движење во позитивна насока, преку управувањето со ликвидноста на подолг рок, што истовремено придонесува и за намалување на ризикот од рефинансирање на банките. Намалениот обем на тргување на пазарот на необезбедени депозити, во услови на стабилна ликвидносна позиција на банките, придонесе за намалување на коефициентот на ликвидност на пазарот на необезбедени депозити и намалување на учеството на пазарот на необезбедени депозити во вкупната економска активност на земјата.

Главни карактеристики на пазарот на обезбедени депозити (репо-пазарот) во 2013 година се недоволната развиеност и слабата активност. Во текот на првите седум години од воведувањето на пазарот на обезбедени депозити (репо-пазарот), единствена активност беа монетарните интервенции (одобрување интрадневни кредити и расположиви кредити преку ноќ) на Народна банка со деловните банки. Првите меѓубанкарски репо-трансакции беа склучени дури во 2012 година со остварен промет од 331 милион денари (остварениот промет во 2013 година изнесува 129 милиони денари). Ваквото годишно намалување на активноста на репо-пазарот предизвика пад на и онака малото учество во вкупниот промет на пазарите на пари (од 0,7% во 2012 година на 0,4% во 2013 година) (Народна банка на Република Македонија, 2014). Можни фактори за неразвиеноста на овој пазарен сегмент се сè уште ниската ликвидност на пазарот на државни хартии од вредност, слабата применливост на репо-трансакциите како практика во работењето на банките и можноста за нивна употреба како инструмент за заштита од кредитен ризик, но и високата зачестеност на аукциите на државни записи.

Од друга страна, по промената на оперативната рамка на монетарната политика (воведување редовни аукции на седумдневни репо-операции со Народна банка) и воведување стапка од 0% за задолжителна резерва за репо-трансакциите во домашна валута во 2012 година, при краткорочен недостиг на ликвидни средства од страна на банките може да се очекува зголемена примена на репо-трансакциите.

Во 2013 година, вишокот ликвидни средства над задолжителната резерва изнесуваше 0,8% и остана нероменет во однос на 2012 година. Сепак, значителното намалување на овој процент во однос на изминатите пет години е показател за подобреното управување со ликвидносните флукуации од страна на банките. Измените на одлуката за задолжителна резерва од ноември 2013 година би можеле да придонесат за поактивно вклучување на банките на пазарите на пари. Во 2013 година, во услови на покровко закрепнување на економијата и забавен кредитен раст во евро-зоната, ЕЦБ презеде мерки за понатамошно олабавување на монетарната политика, а во истата насока се движеше и основната каматна стапка на Народна банка.

1.3. Девизен пазар

Индириктните негативни ефекти од светската финансиска криза повеќе се почувствуваа на девизниот пазар во Република Македонија, каде намалените девизни приливи врз основа на извоз на стоки и услуги, портфолио инвестиции, странски директни инвестиции и приватни трансфери од странство, предизвикаа засилен притисок за депрецијација на вредноста на домашната валута, што од своја страна предизвика соодветни интервенции на НБРМ на девизниот пазар (Народна банка на Р Македонија, 2009). Значењето на стабилниот девизен курс на денарот за макроекономската и финансиска стабилност, како и релативно високиот промет на девизниот пазар (прометот на девизниот пазар е повисок од остварениот БДП на земјата за 2008 година), упатуваат на заклучокот дека овој пазар е еден од најзначајните сегменти од финансиските пазари во Република Македонија. Вкупниот промет на девизниот пазар иако со забавена динамика, продолжи да расте и во 2008 година. Интервенциите на НБРМ на девизниот пазар во 2008 година, особено во последните два квартала од годината, беа во насока на нето продажба на девизи, спротивно на 2007 година, кога НБРМ интервенира со нето-откуп на девизи (Народна банка на Р Македонија, 2009). Во текот на 2008 година, во услови на засилен притисок за депрецијација на вредноста на домашната валута, ваквите интервенции на девизниот пазар беа неопходни поради ефикасно и ефективно спроведување на стратегијата за таргетирање на номиналниот девизен курс на денарот во однос на еврото. Вкупниот промет на девизниот пазар во 2008 година изнесуваше 6.811 милиони евра и споредено со 2007 година забележа пораст од 804 милион евра односно за 13,4% (Народна банка на Р Македонија, јули 2009).

Вкупниот промет на девизниот пазар во 2009 година изнесуваше 5.956,7 милиони евра и во споредба со 2008 година забележа намалување за 854 милиони евра, односно за 12,5% (Народна банка на Р Македонија, јули 2010). Неповолните движења на одделните платнобилансни категории и зголемените психолошки притисоци поврзани со стабилноста на домашната валута (кои се манифестираат преку зголемената склоност за претворање на домашната во странска валута), предизвикаа притисоци врз вредноста на домашната валута и интервенции на НБРМ во насока на нето-продажба на девизи во првите пет месеци од 2009 година, во износ од 372 милиони евра (Народна банка на Р Македонија, јули

2010). Во втората половина од 2009 година дојде до стабилизирање на движењата на девизниот пазар и интервенции на НБРМ во спротивна насока - нето-откуп на девизи, во износ од 223 милиони евра. Сепак ова не беше доволно за надминување на износот на нето-продажба на девизи остварен во првите пет месеци од годината, така што на годишна основа НБРМ оствари нето-продажба на девизи во вкупен износ од 149 милиони евра.

Во 2010 година, учеството на прометот на девизниот пазар во БПД не забележа промена во однос на претходната година (89,2%) (Народна банка на Република Македонија, јули 2011). Прометот изнесуваше 6.151 милион евра, што е зголемување од 3,1% во однос на 2009 година (Народна банка на Република Македонија, 2011). Притоа, поаѓајќи од стратегијата за таргетирање на номиналниот девизен курс на денарот во однос на еврото, интервенциите на НБРМ на девизниот пазар во 2010 година, беа во насока на нето-откуп на девизи.

Вкупниот промет на девизниот пазар во 2011 година изнесувал 7.361 милион евра и на годишно ниво се зголеми за 1.214 милиони евра, или 19,7%, како резултат на нето девизните приливи во земјата (Народна банка на Република Македонија, 2012). Во 2011 година прометот на девизниот пазар е 97,7% во однос на БПД, што е повеќе за 10,6 процентни поени во споредба со претходната година (Народна банка на Република Македонија, 2012). Во 2011 година интервенциите на Народна банка беа во насока на нето-откуп на девизи.

Вкупниот промет на девизниот пазар во 2012 година изнесува 7.461 милион евра и на годишно ниво се зголеми за 103 милиони евра или 1,4%, како резултат на нето-девизните приливи во земјата врз основа на повисоките приливи од портфолио-инвестициите и умерениот раст на надворешнотрговската размена (Народна банка на Република Македонија, 2013). Истата година, прометот на девизниот пазар е 99,2% во однос на БПД, што е повеќе за 1,2 процентни поени, во споредба со претходната година (Народна банка на Република Македонија, 2013).

Во 2013 година, вкупниот промет на девизниот пазар изнесува 7.198 милиони евра и во споредба со 2012 година забележа намалување за 263 милиони евра, односно за 3,5%, што произлезе од намалувањето на нето-девизните приливи во земјата врз основа на помалите портфолио-инвестиции, како резултат на високата споредбена основа (Народна банка на Република Македонија, 2014).

Заради одржување на ценовната стабилност интервенциите на НБРМ на девизниот пазар, во првата половина од годината, повторно беа во насока на нето-продажба на девизи, во функција на спроведување на стратегијата за таргетирање на номиналниот девизен курс на денарот во однос на еврото.

Во 2014 година, движењата на девизниот пазар генерално беа стабилни, а Народна банка интервенираше за надминување на повремениот неусогласеност помеѓу понудата и побарувачката на девизи. Вкупниот промет на девизниот пазар во 2014 година изнесуваше 6,907 милиони евра, што е над 80% од БДП и во споредба со претходната година забележа намалување за 291 милион евра, односно за 4,0% (Народна банка на Република Македонија, 2015). Во 2015 година пак, прометот на девизниот пазар изнесуваше 7,314 милиони евра и во однос на претходната година бележи зголемување за 407,2 милиона евра, (5,9%). Со тоа, учеството на прометот на девизниот пазар се задржа на нивото од над 80% од БДП, поради што овој сегмент на финансискиот пазар е далеку најзначаен за економијата во целина (Народна банка на Република Македонија, 2016).

2. Пазар на капитал

Пазарот на капитал во Република Македонија сè уште не е развиен, така што постои висок степен на ризик, недоволен број на инвеститори и мал број хартии од вредност (Народна банка на Република Македонија, 2014). Македонската берза на хартии од вредност сè уште не е значаен учесник на пазарот на капитал и покрај тоа што функционира од 1995 година. Имено, мал е бројот на компаниите чии акции котираат на берзата.

Финансиските пазари во Република Македонија, како и во секоја друга земја претставуваат основен предуслов за развој за националната економија. Во овој контекст лежи и сè поголемата потреба од создавање и развивање ефикасен и целосно функционален пазар на капитал. Развиениот пазар на капитал е неопходен за обезбедување доволно расположливи средства за финансирање на потенцијалните инвестиции во приватниот сектор од една страна и јавниот сектор од друга страна. Капиталот е неопходен со цел да се обезбеди и зголеми меѓународната конкурентност на Република Македонија преку инвестирање во нови производни капацитети, за подобрување на инфраструктурата на земјата, за

заштита на животната средина и генерално за подобрување на благосостојбата на населението.

2.1. Примарен пазар на капитал

Пазарот на капитал во Република Македонија се карактеризира со мал број нисколиквидни капитални финансиски инструменти, кои се издаваат и со кои се тргува на Македонската берза. Вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност во 2008 година, забележа зголемување во споредба со претходната година, најмногу како резултат на поголемиот интерес на приватниот сектор за реализација на нови емисии на акции. Во 2008 година беа реализирани 27 нови емисии на долгорочни хартии од вредност во вкупен износ од 5.665 милиони денари, што претставува пораст за 1.921 милиони денари (или 51,3%) во споредба со вредноста на новите емисии на хартии од вредност во 2007 година (Народна банка на Р Македонија, 2009).

Најактивен издавач на долгорочни хартии од вредност во таа 2008 година, спротивно од практиката во претходните години, беше приватниот сектор (пред сè финансиските институции) кои реализираа 20 нови емисии на хартии од вредност во вкупен износ од 3.381 милиони денари. Од вкупната вредност на новите реализирани емисии на недржавни хартии од вредност околу 80% (или 2.728 денари) отпаѓаат на нови емисии на хартии (сите емисии на акции беа реализирани по пат на приватна понуда). Покрај тоа во ноември 2008 година за првпат една финансиска институција издаде долгорочни обврзници по пат на јавна понуда.

Вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност во 2009 година, забележа зголемување во споредба со претходната година, најмногу како резултат на зголемениот износ на акции издадени од нефинансиски друштва. Во 2009 година беа спроведени девет нови емисии на долгорочни хартии од вредност во вкупен износ од 6.818 милиони денари, што претставува пораст за 1.153 милиони денари (или 20,4%) во споредба со вредноста на новите емисии на хартии од вредност во 2008 година (Народна банка на Република Македонија, 2010).

Во 2010 година, постоеше намален интерес на приватниот сектор за остварување нови емисии на акции, поради што вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност забележа намалување во однос на претходната година. Притоа, намалениот интерес за издавање нови емисии на долгорочни хартии од вредност во најголем дел беше предизвикан од надолните ценовни движења на секундарниот пазар на капитал, намалениот обем на берзанското тргување и намалувањето на вкупниот берзански промет. Во текот на годината беа остварени седум нови емисии на долгорочни хартии од вредност во вкупен износ од 5.175 милиони денари, што претставува намалување за 1.643 милиони денари (или 24,1%) во споредба со 2009 година (Народна банка на Република Македонија, 2011). Ова намалување во најголем дел се должи на намалениот износ на емитирани акции на нефинансиските друштва, кои и покрај тоа, имаат најголемо учество во вкупниот износ на нови емисии на долгорочни хартии од вредност. Нефинансиските друштва остварија само една нова емисија на акции по пат на приватна понуда.

Претпријатијата повеќе се ориентирани кон добивање финансиска поддршка од банките, во однос на обезбедувањето капитал преку нови емисии на пазарот на капитал. Вкупната вредност на остварени нови емисии на долгорочни хартии од вредност од страна на приватниот сектор е речиси непроменета во однос на претходната година. За разлика од 2010 година, во текот на 2011 година, претпријатијата не остварија ниту една нова емисија на акции, што беше надоместено со три нови емисии на акции од страна на банките, кои во вкупната вредност на остварените емисии на долгорочни хартии од вредност учествуваа со 61,6% (Народна банка на Република Македонија, 2012). Сепак, на примарниот пазар на капитал најактивни издавачи на долгорочни хартии од вредност беа другите финансиски друштва (седум нови емисии на акции), иако нивната вредност е далеку пониска од вредноста на емисиите на акции на банките. Вкупната вредност на остварените емисии на долгорочни хартии од вредност во 2011 година беше непроменета во однос на претходната година, при што помалиот износ на издадени државни обврзници за денационализација беше надоместен со четири емисии на петгодишни континуирани обврзници (Народна банка на Р Македонија, 2012).

И покрај позитивните раздвижувања на примарниот пазар на капитал во 2012 година, тој и понатаму се карактеризира со релативно мал број и вредност на

нови емисии на хартии од вредност. Вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност во 2012 година забележа значителен пораст во споредба со претходната година (од 5.376 милиони денари во 2011 година на 20.497 милиони денари во 2012 година), најмногу како резултат на остварените емисии на државни хартии од вредност и на зголемениот износ на акции издадени од нефинансиски друштва (Народна банка на Република Македонија, 2013). За вкупниот пораст на годишно ниво, државните хартии од вредност придонесоа со 57%, а остварените нови емисии на долгорочни хартии од вредност од страна на приватниот сектор придонесоа со 43%. Притоа, ако се има предвид дека во најголем дел од случаите државата се јавува како „купувач“ на хартиите од вредност издадени од приватниот сектор, во 2012 година влијанието на државата врз примарниот пазар на капитал добива уште повеќе на значење.

Малиот обем на примарниот пазар на капитал во Република Македонија, во 2013 година дополнително се намали. Вкупната вредност на остварени емисии на долгорочни хартии од вредност е значително намалена (за 7.963 милиони денари, или за 38,8%), што во целост се должи на намалениот износ на емитирани хартии од вредност од страна на приватниот сектор (пред сè, акции на банките и на нефинансиските друштва). Приватниот сектор остана воздржан за обезбедување капитал и долгорочна финансиска поддршка преку нови емисии на хартии од вредност и во 2013 година, ограничувајќи се на добивање финансиска поддршка од банките. Така, претпријатијата и понатаму покажуваа слаб интерес за финансирање на своите активности преку примарниот пазар на капитал, а немаше ниту нови емисии на корпоративни обврзници. Во текот на 2013 година, најактивен издавач на долгорочни недржавни хартии од вредност беа другите финансиски друштва (освен банките), кои по пат на приватна понуда реализираа пет нови емисии на акции во вкупен износ од 111 милиони денари. Нивното учеството во вкупниот број и вкупната вредност на новоемитирани недржавни хартии од вредност, е повеќе од 60% (Народна банка на Република Македонија, 2014). Сепак, вредноста на издадените хартии од вредност од другите финансиски друштва е помала за 80 милиони денари, или за 41,7%, во споредба со претходната година, и зафаќа незначителни 0,9% од вкупната вредност на остварени емисии на долгорочни хартии од вредност. Само една банка оствари една нова емисија, односно продажба на сопствени акции преку јавна понуда, во износ од 18 милиони денари (што е за 99,3% помалку во однос на 2012 година).

Нефинансиските друштва реализираа само две емисии на акции на износ од 46 милиони денари, или за 99,4% помалку во споредба со претходната година (Народна банка на Република Македонија, 2014).

Спротивно на падот на емитираните хартии од вредност од страна на приватниот сектор (финансиски и нефинансиски), остварените емисии на државни хартии од вредност достигнаа 12.359 милиони денари, што е повеќе за 1.893 милиони денари, или за 18,1%, во споредба со претходната година. Во 2013 година, беа реализирани триесет и четири аукции на континуирани државни обврзници на неколку рочности. Близу 80% од вкупниот износ на издадени континуирани обврзници се во денари со девизна клаузула, а останатите се во денари (Народна банка на Република Македонија, 2014). Беше реализирана и дванаесеттата емисија на обврзници за денационализација во вкупен износ од 13 милиони евра.

И покрај позитивните раздвижувања на примарниот пазар на капитал во 2014 година, тој и понатаму се карактеризира со релативно мал број и ниска вредност на нови емисии на хартии од вредност. Вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност остварени во 2014 година достигна 19.687 милиони денари, што е повеќе за 7.207 милиони денари, или за 57,7%, во однос на претходната година (Народна банка на Република Македонија, 2015).

Во 2015 година, движењата на примарниот пазар на капитал изразени преку вредноста на новите емисии на долгорочни хартии од вредност беа во надолна линија, за 7.671 милион денари, или помалку за 39% во однос на 2014 година (Народна банка на Република Македонија, 2016).

Табела бр 43. Структура на остварени емисии на долгорочни хартии од вредност во РМ, во милиони денари за 2011-2013 година

Остварени емисии на долгорочни хартии од вредност	2011	2012	2013
Вредност на остварени емисии на долгорочни државни хартии од вредност	1.845	10.466	12.359
1. Две годишни континуирани обврзници	0	0	3.055
2. Тригодишни континуирани обврзници	0	2.082	1.417
3. Петгодишни континуирани обврзници	1.168	7.768	7.085

4.Обврзници за денационализација	677	616	802
Вредност на остварени емисии на долгорочни недржавни хартии од вредност	3.531	10.032	175
1.Корпоративни обврзници	0	0	0
2.Акции	3.531	10.032	175
-Издадени од банки	3.314	2.546	18
-Издадени од други финансиски друштва	217	191	111
-Издадени од нефинансиски друштва	0	7.295	46
Вкупна вредност на остварени емисии на долгорочни хартии од вредност	5.376	20.497	12.535

Извор: НБРМ

2.2. Секундарен пазар на капитал

Трендот на намалување на активностите на Македонската берза кој започна од последниот квартал на 2007 година, доби особено на интензитет во текот на 2008 година. Така вкупниот промет при класичното берзанско тргување, во 2008 година изнесуваше 8.129 милиони денари, што претставуваше намалување за 3,5 пати во однос на 2007 година.

Зголемената променливост и непредвидливост на ценовните движења се главна карактеристика на Македонскиот пазар на капитал. Релативно високата респонзивност на движењата на глобалните берзи на информациите во врска со должничката криза во Грција, како и променливите прогнози за идните насоки на нејзиното одвивање, посредно преку регионалните берзи, имаше неповолен одраз и врз движењата на Македонската берза. Надолните придвижувања на ценовните нивоа на Македонската берза претставуваа потенцијален ризик за вредноста на финансискиот имот на инвеститорите. По големата надолна корекција на прометот на Македонската берза во 2008 година, падот на берзанското тргување продолжи и во 2009 година. Значителното намалување на берзанскиот промет е пред сè последица на значителниот пад во прометот со акции. Така, вкупниот промет при класичното берзанско тргување, во 2009 година, изнесуваше 4.100 милиони денари (1% од БДП за 2009 година), што претставуваше намалување за речиси 50% (за 4.029 милиони денари) во однос на 2008 година (Народна банка на Република Македонија, 2010).

Намалениот обем на берзанското тргување (намален број на трансакции) и падот на берзанскиот промет како резултат на надолните ценовни корекции, беа главни карактеристики на македонскиот пазар на капитал во текот на 2010 година. Притоа, во споредба со претходните две години, се забележа забавување на падот на берзанскиот промет. Вкупниот промет при класичното тргување во 2010 година изнесуваше 3.270 милиони денари (или 0,8% од БДП за 2010 година), што во однос на претходната година претставува намалување за 20,2%, или за 829 милиони денари (Народна банка на Република Македонија, 2011). Како резултат на ваквото движење, просечниот дневен промет во 2010 година забележа намалување за 3,5 милиони денари.

Во 2011 година прометот на Македонската берза забележа раст, што може да претставува знак за позитивни придвижувања на берзанското тргување. Домашните правни лица ја задржаа улогата на единствени нето-купувачи на хартии од вредност, со што ја зајакнаа позицијата на главни носители на долгорочното инвестирање на пазарот на капитал во Република Македонија.

Наспроти забележаните позитивни знаци на придвижување на секундарниот пазар на капитал во 2011 година, во 2012 година неизвесноста на меѓународните финансиски пазари се пренесе и на домашниот пазар на капитал, одразувајќи се со намалување на пазарната капитализација и на вкупниот промет на Македонската берза, надолен тренд на вредноста на берзанските индекси и понатамошна воздржаност на потенцијалните инвеститори (Народна банка на Република Македонија, 2013). Актуелниот неповолен амбиент во кој подолго време функционираше македонскиот пазар на хартии од вредност и намалената ликвидност условија последователно намалување и влошување на сите показатели. Намалувањето на македонскиот берзански индекс МБИ-10 во последните три квартали од 2012 година беше прекинато во првото тримесечје на 2013 година со умерено квартално зголемување, што во одредена мера може да се протолкува и како задоцнета реакција на позитивните знаци на раздвижување на меѓународните и регионалните финансиски пазари (Народна банка на Република Македонија, јули 2013). Сепак, имајќи ја предвид високата поврзаност на македонската економија со европската и сè уште присутната неизвесност околу закрепнувањето поради должничката криза, во дадениот момент не можеше да се оцени одржливоста на позитивните движења на македонскиот пазар на капитал.

Закрепнувањето на домашната економија во 2013 година и почетните сигнали за закрепнување на евро-зоната од последиците од глобалната криза немаа поголемо влијание врз секундарниот пазар на капитал во Република Македонија, кој и во 2013 година остана неликвиден и неатрактивен. Неизвесноста на меѓународните финансиски пазари во голема мера влијаеше на воздржаноста и песимизмот на инвеститорите од вложување на берзата (особено беше евидентно малото присуство на странските инвеститори), како и на ликвидноста на хартиите од вредност. Сето тоа, како и зголемената недоверба во пазарот на капитал доведоа до намалување на прометот и обемот на македонската берза, а намалување забележа и пазарната капитализација на акциите и обврзниците. Нивото на цените на пазарот, мерено преку движењето на вредноста на македонскиот берзански индекс МБИ-10, и понатаму се намалуваше и во последниот квартал на 2013 година овој индекс ја достигна најниската вредност од 2005 година.

Нагорното придвижување на МБИ-10, на почетокот на 2014 година, во најголем дел се објаснуваше со влијанието на вообичаените информации за исплата на дивиденди во тој период од годината, а дивергентните движења на вредноста на регионалните берзански индекси главно беа условени од сигналите од водечките пазари, релевантните економски податоци на развиените економии, како и кризата во Украина.

Интересот на странските инвеститори се намалуваше од година во година. Во отсуство на нето-прилив на странски портфолио-инвеститори, главни учесници на пазарот на капитал и понатаму беа домашните инвеститори. Водени од долгорочните очекувања за максимирање на приносот од берзанското тргување, домашните правни лица ја задржаа улогата на единствени нето-купувачи на хартии од вредност, а домашните физички лица покажаа поголем интерес за продавање хартии од вредност.

И покрај укинувањето на данокот на капитални добивки, како стимул за вложување во хартии од вредност, во 2013 година и натаму се чувствуваеше влијанието на законските мерки кои придонесуваат за дестимулирање на исплатата на дивидендите. Во текот на годината немаше ниту нови позначајни поместувања во однос на отворените прашања кои се поставуваат како услов за исполнување на определбите на РМ за членство во евроатлантските организации,

што пак и натаму влијаеше на очекувањата на инвеститорите на берзата и на нивните деловни и инвестициски одлуки. Исто така, релативно рано беше да се почувствуваат евентуални поголеми ефекти од задолжителната котација врз подобрувањето на состојбата на македонскиот пазар на капитал. Сепак, оваа новина ја зголеми транспарентноста и го олесни пристапот до капитал на акционерските друштва, преку алтернативен начин на финансирање на нивните капитални проекти со издавање хартии од вредност по многу поповолни услови од банкарските кредити, а преку котацијата требаше да се придонесе за зголемување на пазарната вредност на компаниите и атрактивноста за вложување во нив.

Во текот на 2013 година работењето на Македонската берза се одвиваше под влијание на следните главни фактори и околности од меѓународен и локален аспект, кои го креираа деловното окружување во кое функционираше Берзата, а со тоа влијаеа и врз деловното работење на Берзата како акционерско друштво (Македонска берза АД Скопје, 2014):

- Растот на светската економија во 2013 година продолжи со исто темпо како и во 2012 година. Најголем придонес кон глобалниот раст дадоа САД и Јапонија, кои излегоа од рецесијата, односно стагнацијата. Растот на повеќето земји во развој беше доста забавен после високите стапки на пораст во претходните години. Земјите од еврозоната, вклучувајќи ја и Велика Британија, забележаа намалување на БДП во 2013 година во износ од 0,5% (IMF World Economic Outlook, Transitions and Tensions, 2013);
- Должничката криза на дел од земјите од еврозоната сè уште предизвикуваше воздржаност и песимизам кај инвеститорите, како резултат на исходот од мерките за стабилизација и поддршка на најзадолжените земји, и слабите резултати од закрепнувањето на најразвиените европски економии;
- Во 2013 година македонската економија забележа раст од 3,3%, пред сè како резултат на странските и јавните инвестиции и благоото закрепнување на некои економии во ЕУ (Министерство на финансии, Буџет на РМ за 2014);
- Трендовите во светската економија во 2013 година и должничката

криза во ЕУ, благиот пораст на македонската економија и нестабилното окружување во голема мерка влијаеше на воздржаноста на инвеститорите од вложување во македонски хартии од вредност (особено беше евидентно малото присуство на странските инвеститори) и на ликвидноста на хартиите од вредност. Тоа влијаеше врз намалување на прометот и општото ниво на цените на пазарот;

- Со измените и дополнувањата на Законот за хартии од вредност од јануари 2013 година, беше предвидено воведување задолжителна котација на хартиите од вредност на издавачите кои не котираат на Берза, а кои ги исполнуваат посебните услови за котација на официјалниот пазар на Берзата. Како резултат на тоа во текот на годината на Берзата се котираа нови 86 друштва, што придонесе за зголемување на обемот и квалитетот на транспарентноста на македонските акционерски друштва;
- НБРМ ја релаксираше монетарна политика со ограничување на понудениот износ на благајнички записи, како и намалување на активните каматните стапки на каматите на кредитите преку ноќ и каматите на благајничките записи. Овие мерки овозможиле зголемување на масата парични средства расположливи за кредитирање на стопанството и населението, со што истовремено предизвикаа банките да продолжат да ги намалуваат пасивните и активните каматни стапки, а државата да ги намали каматните стапки на трезорските записи. Ова резултирало со дополнително намалување на приносите на најсигурните финансиски инструменти споредено со приносите на пазарот на капитал;
- Општата ликвидност во економијата сè уште беше голем предизвик за сите економски агенти;
- Стратегиите на пензиските фондови кои имаат најмногу средства на управување беа насочени кон вложување во должнички хартии од вредност издадени од државата (повеќе од 60% од вкупните средства);
- Во текот на 2013 година се укина данокот на капитални добивки, како стимул за вложување во хартии од вредност, но продолжи влијанието на законските мерки кои придонесуваа за дестимулација на исплатата

на дивиденди;

- Стапка на инфлација од 3,3% во 2013 година;
- Стабилен девизен курс;
- Функционална институционална пазарна инфраструктура;
- Во 2013 година не се случила некои нови позначајни поместувања во однос на отворените прашања кои се поставуваат како услов за реализација на определбите на РМ за членство во евроатлантските организации, што и понатаму имаше свое влијание врз очекувањата на инвеститорите на Берзата и на нивните деловни и инвестициони одлуки.

Улогата и значењето на Македонската берза на долгорочни хартии од вредност во вкупниот финансиски систем се многу мали, а покрај тоа и натаму се намалуваа. По значителниот пад на прометот во 2012 година, намалувањето на прометот и на бројот на трансакции продолжи и во 2013 година, но со побавно темпо. И покрај почетните сигнали за закрепнување на евро-зоната, што ги зголеми оптимизмот и довербата на финансиските пазари, остварениот промет на Македонската берза во вредност од 3.235 милиони денари, беше преполовен во однос на претходната година (намалување за 2.365 милиони денари, или за 42,2%). Ваквото намалување на вкупниот берзански промет произлегуваше пред сè од намалениот износ на блок-трансакциите (придонес од 66,8%), но и од помалиот промет остварен при класичното тргување со акции и обврзници (придонес од 26,7%). Освен прометот, намален е и обемот (бројот) на тргувања со акции и обврзници. Позабрзаното намалување на берзанскиот промет во однос на намалувањето на обемот на берзанското тргување придонесе за намалување на просечната вредност на една трансакција при класично тргување, и тоа од 186 илјади денари во 2012 година на 158 илјади денари во 2013 година.

Просечниот дневен промет при класично тргување во 2013 година беше исто така намален и тоа за 2,5 милиони денари. Задолжителната котација во релативно краткиот период од нејзиното воведување (март 2003 година) до крајот на годината, не даде значителен ефект врз берзанските движења.

Намалениот промет, следствено доведе и до намалување на ликвидноста на пазарот на капитал. Така, учеството на вкупната вредност на оствареното

тргување на пазарот на капитал во БДП е речиси преполовено, од 1,2% во 2012 година, на 0,7% во 2013 година. Исто така, годишно намалување за 1,7 процентни поени бележи и стапката на пазарна капитализација. Сепак, намалениот обем на тргување произлегува пред сè од значително намалените блок-трансакции, кои што беа инцидентни и не се релевантен показател за ликвидноста на пазарот, за разлика од трансакциите од редовното тргување (купување или продажба на хартии од вредност на брз и едноставен начин, со ниски трансакциски трошоци). Имено, ограничената ликвидност на македонскиот секундарен пазар на капитал најчесто го оневозможува брзото и лесно продавање на хартиите од вредност, во услови на надолен тренд на нивните цени, што се одразува негативно и врз вредноста на финансискиот имот на инвеститорите.

Намалената ликвидност во 2013 година, мерена преку учеството на вкупниот берзански промет во БДП, се забележува и кај повеќето берзи од регионот. Исклучок е Љубљанската берза, која беше во подем, што може да се протолкува како одраз на растот на економијата во евро-зоната и нејзиното постепено излегување од рецесија, како и на економската политика и планот за продажба на компаниите, кои ги охрабруваат меѓународните инвеститори да вложуваат на берзата во Љубљана.

Трендот на намалување на вредноста на македонскиот берзански индекс МБИ-10 што започна во првата половина на 2012 година, генерално, продолжи и во 2013 година. Одржливоста на позитивните поместувања на берзанскиот индекс МБИ-10 и понатаму беше неизвесна и зависеше од интересот за македонските акции, инвестициската политика на странските инвеститори, како и понатамошните ефекти од задолжителната котација. Во 2013 година, тргувањето со акциите на котираните друштва од МБИ-10, како главен показател за ценовните нивоа на најликвидните котирани компании на официјалниот пазар на Македонската берза, во вкупното тргување со акции од котираните друштва на Македонската берза, се сведе на 43,5%, што претставуваше значително намалување на учеството во однос на 2012 година (65,7%) и 2011 година (87,3%). Индексот на обврзници (ОМБ) во 2013 година главно се движеше по нагорна линија, што произлезе од тргувањето со обврзниците за денационализација на Република Македонија.

Во текот на 2013 година, продолжи да се намалува корелацијата на

основниот берзански индекс на Македонската берза со индексите на регионалните берзи. Надолното движење на македонскиот берзански индекс МБИ-10 во поголемиот дел од годината, при релативно нагорен тренд на придвижување на берзанските индекси на регионалните берзи, услови значителен пад, па дури и негативен процент на корелација со главните индекси на повеќето берзи од регионот.

Поизразените разлики во корелацијата на МБИ-10 со движењата на главните индекси на берзите од регионот беа одраз на евентуалните разлики во однесувањето на инвеститорите на домашниот пазар со однесувањето на инвеститорите на пазарите на другите земји, што укажува и на фактот дека стагнацијата и надолната корекција на главниот берзански индекс не се карактеристични за сите берзи од регионот. Ова е уште еден показател дека за поголемо раздвижување на домашниот пазар на капитал важна е инвестициската политика на странските инвеститори, чиј интерес во моментов е насочен кон економиите со побрз раст. Имајќи предвид дека светскиот посткризен период се карактеризира со висока променливост и поголема одбивност кон ризик на инвеститорите, посилено закрепнување на домашниот пазар на капитал би можело да се очекува со засилување на економскиот раст, што веројатно ќе предизвика поголем интерес за инвестирање на домашната берза од страна како на странските, така и на домашните инвеститори.

Табела 44. Коефициенти на поврзаност на движењата на МБИ-10 со движењата на главните индекси на берзите од регионот, по години

Берзански индекс	МБИ – 10 Скопје			
	2011	2012	2013	2014
BELEX15 – Белград	97,3	60,9	57,1	- 18,4
BET – Букурешт	89,2	41,9	-64,8	-65,0
CROBEX – Загреб	96,6	36,2	83,1	-56,2
EURO STOXX 50 Index	84,7	-20,7	-76,3	-17,4
SBTOP – Љубљана	88,1	0,8	-14,9	30,6
SOFIX – Софија	92,4	-53,2	-87,3	68,8

Извор: НБРМ.

Воведувањето на новиот пазарен потсегмент на официјалниот пазар на берзата – задолжителна котација, предизвика значителни промени во движењата на пазарната капитализација на котираните друштва во текот на 2013 година. За разлика од благиот пад на пазарната капитализација на котираните друштва во првите неколку месеци од годината, по воведувањето на задолжителната котација дојде до енормно зголемување на пазарната капитализација на котираните друштва на крајот на првата половина од годината. Зголеменото ниво се задржа во текот на втората половина од 2013 и почетокот на 2014 година (со повремени знаци за благо опаѓање). Така, на 31.12.2013 година, пазарната капитализација на акциите на друштвата кои котираа на Македонската берза изнесуваше 97.756 милиони денари, што беше речиси четирикратно зголемување во однос на 2012 година.

Како последица на тоа, учеството на пазарната капитализација на акциите котираани на официјалниот пазар во БДП порасна за 14,9 процентни поени, во однос на 2012 година. Следствено, пазарната капитализација на акционерските друштва со посебни обврски за известување на годишна основа се намали за 94,3%, како и учеството на пазарната капитализација на овие друштва во БДП, кое се сведе од 19,0% во 2012 година, на 1,0% во 2013 година. Причина за тоа е прелевањето на тргувањето со акциите од потсегментот на редовниот пазар - пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување, на новиот потсегмент на официјалниот пазар – задолжителна котација.

Структурата на берзанскиот промет според типот на инвеститори бележеше одредени поместувања во однос на претходната година, и тоа како на куповната, така и на продажната страна на берзанскиот промет. Просечното учество на резидентните правни лица се намали за околу 9 процентни поени, и на куповната и на продажната страна на берзанскиот промет, за сметка на што се зголеми просечното учество на резидентните физички лица. И покрај ваквите движења, резидентите правни лица ја задржаа улогата на единствени нето-купувачи на хартии од вредност, остварувајќи нето-откуп во износ од 678 милиони денари, што е помал за 8,6%, во однос на претходната година. Ваквото однесување на домашните правни лица, како и во претходните години, покажа дека кај нив сè уште се присутни склоности за долгорочно инвестирање заради максимирање на приносите при очекуван раст на цените на долг рок. Од друга страна, зголемениот интерес кај физичките лица - резиденти за продавање хартии

од вредност, придонесе овие субјекти во 2013 година да остварат нето-продажба на хартии од вредност во износ од 472,6 милиони денари. Притоа, во поголем дел од годината, домашното население не ја следеше економската логика при носењето инвестициски одлуки поврзани со берзанското тргување и не купуваше секогаш хартии од вредност кога нивните цени (следејќи го движењето на МБИ-10) бележеа пад, односно не продаваше секогаш при раст на цените на хартиите од вредност (преку МБИ-10).

Намалениот интерес на странските инвеститори за вложување во хартии од вредност на Македонската берза, беше релевантен и во 2013 година. Така, странските инвеститори оствариле нето-продажба на хартии од вредност во вкупен износ од 205,5 милиони денари, што на годишна основа беше помала за 44,6%. Во услови на закрепнување на македонската економија и почетни сигнали за закрепнување на евро-зоната (што секако ги зголемило оптимизмот и довербата на финансиските пазари), слабата активност и воздржаноста на странските инвеститорите за вложување на македонската берза и понатаму се поврзуваше со нивната претпазливост во преземањето ризици, како и со недоволно привлечните приноси што ги обезбедуваа македонските хартии од вредност.

Трансакциите што се остваруваа на пазарите преку шалтер имаа повеќе инцидентен, отколку постојан карактер. Така по пауза од четири години, во јули 2013 година на пазарите преку шалтер беа истргувани само две државни обврзници.

Табела 45. Показатели за концентрацијата на секундарниот пазар на капитал во РМ во проценти од 2011 до 2013 год.

Показатели за котацијата	2011	2012	2013
Број на членки на берзата	18	15	13
CR3 за вкупниот берзански промет на членките	81,3	59,4	47,8
CR5 за вкупниот берзански промет на членките	88,7	74,7	68,2
CR5 за вкупниот промет од класично тргување	64,7	72,1	71,6
Промет со петте најтргувани хартии од вредност/ вкупен промет	80,2	80,4	67,3
Промет со десетте најтргувани хартии од вредност/ вкупен промет	93,9	94,5	79,8
Учество на пазарната капитализација на петте акции со најголема пазарна капитализација во вкупна	62,3	62,8	59,8

пазарна капитализација			
Учество на пазарната капитализација на десетте акции со најголема пазарна капитализација во вкупна пазарна капитализација	80,4	82,2	70,8

Извор: НБРМ.

Во 2013 година, намалување забележаа сите показатели кои што ја отсликуваат концентрацијата на секундарниот пазар на капитал и на активностите на членките на Македонската берза. Учеството на прометот со десетте најтрговани акции беше помало за 14,7 процентни поени во однос на претходната година, но тоа и понатаму опфаќаше високи 79,8% од вкупниот промет, што претставуваше показател за сè уште малата понуда на атрактивни инвестициски алтернативи на домашниот пазар на капитал. И покрај намалениот број членки на берзата, ЦР - показателите за вкупниот промет и прометот при класичното тргување на членките бележеа намалување. Тоа најмногу беше резултат на значителниот пад на берзанското тргување на домашните правни лица, како и на странските инвеститори, при едновремено зголемено тргување на домашните физички лица, што од своја страна, предизвика поголема дисперзираност на берзанскиот промет по поединечни членки.

При значително зголемената пазарна капитализација на котираните друштва, показателите за концентрација на пазарната капитализација на котираните друштва забележаа намалување, што се должеше на зголемениот број котирани друштва заради ново воведената задолжителна котација. Одржливоста на профитабилноста и опстанокот на брокерските куќи беше актуелна и во 2013 година. Во услови на намален обем на берзанско тргување и пад на берзанскиот промет, способноста на брокерските куќи за остварување приходи значително се намали. На 31.12.2013 година, тие прикажаа негативен финансиски резултат во износ од 17 милиони денари, што е поголем за 43,0% во однос на загубата остварена во 2012 година. Иако со забавено темпо, вкупната актива на брокерските куќи продолжи да се намалува, и во 2013 година се сведе на 274,2 милиони денари (од 309,6 милиони денари во 2012 година).

2.2.1 Специфичности на пазарот на капитал во Република Македонија

Најстара берза во светот е берзата во Амстердам, основана во 1602 година. На Балканскиот Полуостров, првата идеја за основање институција што би го контролирала тргувањето со хартии од вредност се јавила во Србија во 1930-тите. Целта на основање берза во тој период, била да се унапреди, поедностави и подобри регулирањето при тргувањето со различни стоки, хартии од вредност, ковани и книжни пари. Со развојот на трговијата на овие простори започнале да се формираат и други берзи, меѓу кои позначајни се: Романската, Атинската, Хрватската и Бугарската берза.

На берзите за тргување со хартии од вредност им биле потребни векови за да се развијат во оној облик во кој се познати денес. Современата историја на македонскиот пазар на капитал се поврзува со структурните промени во почетокот на 1990-тите кога започнува процесот на транзиција. Процесот на приватизација резултирало во формирање поголем број акционерски друштва, што ја наметна потребата од креирање соодветна пазарна инфраструктура за трансфер на новосоздадените хартии од вредност. Иако многу регионални берзи на земјите што минуваа низ истиот транзициски период се основаа порано, конституирањето на Македонската берза започна во септември 1995 година. Сепак, за официјален почеток на тргувањето на Македонската берза се смета 28 март 1996 година, кога за првпат засвони берзанското ѕвонче, придружено со многу скроман обем на тргување. Следната година беше прва година на активно функционирање на Македонската берза. Тоа беше година во која беа детектирани ограничувачките фактори за развој на секундарниот пазар на хартии од вредност. Овие фактори претставуваа мотив берзанската заедница постојано да иницира решенија и модалитети за развој на тргувањето и развој на пазарот на хартии од вредност, воопшто.

Основни функции на Македонската берза се следниве (Службен весник на РМ, Закон за хартии од вредност, 2010):

- трговија со хартии од вредност;
- котизација и утврдување на цената на хартиите од вредност што се предмет на тргување;
- транспарентност во објавувањето релевантни податоци за работењето

на берзата;

- организација на различни семинари и едукациски обуки за потенцијалните инвеститори.

Комисијата за хартии од вредност, како самостојно и независно тело што врши регулација на пазарот на капитал, е формирана пред да започне со работа берзата, односно на 19.06.1992 година. Нејзините законски надлежности се поврзани со: подобрување на регулаторниот систем, остварување заштита на малите инвеститори, јакнење на довербата на инвеститорите во институциите, подобрување на правилата за транспарентност во работењето на пазарот итн (<http://www.sec.gov.mk/default.aspx?item=staticpages&itemid=18>).

Првата позначајна промена во тргувањето на Македонската берза беше воведувањето на Берзанскиот електронски систем на тргување (БЕСТ) во 2001 година. Со неговото воведување практично, се напушти тргувањето на паркет и започна електронското тргување, со што се овозможи извршување на налозите од просториите на членките на берзата, т.е. брокерските куќи, согласно моделот на континуирано наддавање и употреба на методот на компјутерско усогласување на цените на хартиите од вредност. Со помош на БЕСТ системот може да се следи тргувањето на Берзата преку три прегледи и тоа (<http://www.mse.mk>):

- пазар според цените, што дава информации за цените и количините кои за одделна хартија од вредност се нудат на куповната и продажната страна;
- статистички преглед на тргувањето, односно преглед на истргуваните хартии од вредност во кој се содржани информации за номиналната, максималната, минималната, почетната и последната цена постигнати при тргувањето со одделна хартија од вредност, како и бројот на склучени трансакции, количината и остварениот промет;
- склучени трансакции, од кој преглед може да се добијат поединечни податоци за сите склучени трансакции со дадена хартија од вредност што подразбира цена, количина и вредност, како и времето на склучување и идентификациониот број на трансакцијата.

Тргувањето на Македонската берза се врши на два пазари и тоа: официјален и редовен пазар (ги опфаќа пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување и слободниот пазар). Акциите со кои се тргува на

официјалниот пазар можат да бидат внесени на супер котација, берзанска котација, задолжителна котација и котација на мали акционерски друштва, при што треба да исполнуваат посебни услови и критериуми за котацијата на акциите, што се прикажани во следната табела:

Табела 46. Котација на официјалниот пазар на сопственички хартии од вредност (акции) на Берзата на Република Македонија

Котација на сопственички хартии од вредност (акции)				
	Супер котација	Берзанска котација	Задолжителна котација	Котација на мали акционерски друштва
Вистинитост и објективност на финансиските извештаи	ревидирани финансиски извештаи за последните три години	ревидирани финансиски извештаи за последните две години	ревидирани финансиски извештаи за последните две години	ревидирани финансиски извештаи за последната година
Капитал	најмалку 10.000.000 евра	најмалку 5.000.000 евра	најмалку 1.000.000 евра	најмалку 250.000 евра
Распространетост на родот на акциите во јавноста	најмалку 20%	најмалку 10%	најмалку 1%	/
Број на акционери	најмалку 200	најмалку 100	најмалку 50	/
Интернет страница	На македонски и на англиски јазик	/	/	/

Извор: www.mse.mk.

При пресметката на процентот за распространетоста на акциите од горната табела, вообичаено, се изземаат акциите што ги поседуваат (<http://www.mse.mk>):

- членовите на органите на управување на издавачот, доколку поседуваат над 5% од родот на акциите;
- позначителни акционери (индивидуални или институционални) со над 10% сопственост на родот на акции; и
- акциите во сопственост на Република Македонија и државните институции, доколку поседуваат над 10% од родот на акции.

Акционерите кои имаат под 5% од акциите во компаниите не се објавуваат во јавноста. Една од специфичностите на пазарот на капитал во Република Македонија е неоткривање на акционерите кои поседуваат под 5% од капиталот во компаниите. Ако некој потенцијален инвеститор посака да се запознае со

сопственичката структура на некое акционерско друштво, односно да види кој управува со него, на страницата на Централниот депозитар за хартии од вредност може да ги дознае само сопствениците на удели поголеми од 5%.

Според одделни автори, оваа одредба во Законот е воведена за заштита на акционерските друштва како ентитети и на т.н. мали акционери, за да не се демотивираат во инвестирањето во акции, да не бидат под различни притисоци, па дури и закани за губење на работното место. Но, според други автори, кај компаниите треба да постои поголема транспарентност во акционерските книги, каков што е примерот со земјите со високо развиен пазар на капитал, бидејќи „малите“ акционери се од големо значење за секоја економија и често се случува анонимно да се поврзат и да формираат критична маса со која имаат пресудно влијание при донесувањето одлуки во компанијата. Во Република Македонија, во трката за акции, посебно во берзанскиот „бум“, акционери станаа и многу политичари, јавни личности, новинари, државни функционери. Законската регулатива дефинирана на овој начин им дозволува на акционерите нетранспарентно да влијаат врз работењето на компанијата.

Редовниот пазарен сегмент има два потсегменти и тоа: пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување и слободниот пазар. Пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување е пазарен потсегмент на Берзата на кој се внесени некотираните хартии од вредност, издадени од акционерски друштва со посебни обврски за известување, согласно Законот за хартии од вредност. Слободниот пазар е пазарен потсегмент на кој се тргува со сите други хартии од вредност, освен со оние што се тргуваат на официјалниот пазар и на пазарот на акционерски друштва со посебни обврски за известување.

Во 2013 година по вторпат беше воведена задолжителната котација на Македонската берза на околу стотина акционерски друштва што имаа обврска да доставуваат периодични и годишни финансиски извештаи, како и да објавуваат ценовно чувствителни информации. Од аспект на македонскиот секундарен пазар на хартии од вредност, потоа од аспект на работењето на берзата и нејзините членки, брокерските куќи и банки, воведувањето задолжителна котација е позитивно, бидејќи во информациска смисла, уште стотина нови компании врз редовна основа ќе известуваат за нивното деловно работење. Во таа смисла, тоа е

нов квалитет што ќе ја зголеми транспарентноста на целиот македонски пазар на хартии од вредност.

Квантитативните критериуми за сите издавачи на хартии од вредност се следниве: на крајот на претходната година да имаат над 50 акционери, над еден милион евра номинален капитал и распостранетост на акциите во јавноста од 1%, како и два ревизорски извештаи.

Новиот пазарен потсегмент на Берзата, кој не е поврзан со задолжителната котација, т.е функционира врз принципот на доброволна основа, се формира на основа на позитивните искуства на европските берзи кои имаат вакви сегменти. Најпозната на овој план е Варшавската берза. Овие берзански сегменти се познати како entry market и имаат ранг на најнизок сегмент на котација. Критериумите за овој пазар се полиберални, и тоа најмалку 250.000 евра капитал и еден ревизорски извештај. Значи, тука може да се вброи и акционерско друштво кое има само еден или двајца акционери. Поточно, бројот на акционери не е пресуден. Овој потсегмент на компаниите кои немаат многу акционери им овозможува да се стекнат со етикета на котирана компанија, да се промовираат и да ја известуваат јавноста, да го привлечат вниманието на потенцијалните инвеститори и во определен момент (преку нова емисија или преку таканаречена секундарна понуда, односно продажба на акциите) да станат препознатливи во јавноста.

Вкупниот промет на Берзата од почетокот на нејзиното основање до 2013 година е прикажан во следната табела.

Табела 47: Вкупен промет на Македонската берза од основањето до 2015 година

Година	Вкупен промет во денари
1996	34 798 439
1997	1 101 987 155
1998	4 764 168 265
1999	1 552 771 067
2000	7 780 523 403
2001	28 800 111 754
2002	5 743 416 482
2003	7 559 802 195
2004	8 315 853 226
2005	8 889 567 513
2006	31 017 933 488
2007	41 702 320 447
2008	12 378 962 326

2009	6 676 573 035
2010	5 795 018 432
2011	13 655 991 891
2012	5 600 304 948
2013	3 234 557 987
2014	8.704.057.897
2015	2.660.494.514

Извор: Годишни извештаи, Македонска берза.

На 04.01.2005 година беше воведен новиот македонски берзански индекс (МБИ-10), со чија пондерација, преку пазарната капитализација, се овозможува пореално прикажување на движењата на цените на Македонската берза. Индексот МБИ-10 е пондериран индекс на акции, составен од десетте најтрговани акции од котираните компании на официјалниот пазар, а при воведувањето имаше стартна вредност од 1.000 индексни поени (<http://www.mse.mk>). Структурата на МБИ-10 е прикажана во следната табела:

Табела 48: Структура на МБИ-10

Полн назив на индексот	Македонски берзански индекс
Воведен	04.01.2005
Состав на индексот	Најмногу 10 котирани акции на официјалниот пазар на Берзата
Вид на индексот	Ценовен индекс пондериран со free float пазарна капитализација
Базична вредност на МБИ-10	1000 индексни поени
Ревизија на индексот	Се врши двапати годишно, на 15 јуни и 15 декември, а во случај на настанување вонредни состојби се врши и вонредна ревизија на МБИ-10 заради негово усогласување со состојбата на пазарот.

Извор: www.mse.mk.

Табела 49: Трговани хартии од вредност во МБИ-10 во 2014 година

Издавач	Шифра	Вкупно издадени акции	Пазарна капитализација на датумот на последна ревизија во ЕУР
Алкалоид АД Скопје	ALK	1.431.353	107.502.756
Реплек АД Скопје	REPL	25.920	15.361.354
Гранит АД Скопје	GRNT	3.071.377	22.514.178
Комерцијална банка	КМВ	2.279.067	58.635.243

АД Скопје			
Макпетрол АД Скопје	MPT	112.382	31.037.236
Стопанска банка АД Битола	SBT	390.977	8.074.403
Македонскителеком АД Скопје	TEL	95.838.780	18.838.741
Македонија турист АД Скопје	MTUR	452.247	18.924.881
НЛБ Тутунска банка АД Скопје	TNB	854.061	9.320.318
Скопски пазар АД Скопје	SPAZ	70.937	6.215.973

Извор: www.mse.mk.

2.2.2. Анализа на движењето на цените на акциите на македонскиот пазар на капитал

Промените на цените на акциите на берзите, од една страна, директно или индиректно се поврзуваат со деловната способност на компаниите да генерираат профит и со оценките дали во иднина ќе можат да го прават тоа на ниво што ќе ги задоволи очекувањата, а од друга страна, таквите промени зависат од степенот на оптимизмот и песимизмот на купувачите и продавачите на акции.

Движењето на прометот и осцилациите на цените на пазарот на капитал во Република Македонија може да се подели на три периоди:

- првиот период е од основањето на Берзата до 2004 година, кога на пазарот на капитал се тргуваше со исклучително мал број акции и главниот мотив на инвеститорите на пазарот беше подобрување на сопственичката структура на компаниите;
- натаму следеше вториот период од 2004-2007 година, кога имаше енормен раст на прометот и цените на акциите што се тргуваа на пазарот на капитал;
- третиот период на пазарот на капитал е периодот по 2007 година, односно периодот од 2008 год., па сè до денес, кога се регистрирани драстични падови во прометот и големи осцилации во цените на

хартиите од вредност.

Македонската берза забележа вредносен и квантитативен подем во првите два месеци од тргувањето на 2007 година кога се вклучуваа сè поголем број инвеститори (домашни и странски, физички и институционални). Се претпоставува дека лошата приватизација изврши несоодветна проценка на вредноста на компаниите, предизвика цените на акциите да ги надминат номиналните, па и книговодствените вредности. Делумно растот на цените беше предизвикан и со направената споредба со цените на акциите на идентични компании од ист сектор во регионот и во светот, чии акции беа за два или повеќе пати над нивните книговодствени вредности.

Влијание врз прометот и цените на пазарот на капитал имаа и нагласените позитивни медиумски информации. Берзата беше првенствено претставена како опција за брза, а не за долгорочна заработувачка. Целата еуфорија што владееше на берзата беше надолнетата и со голем број „претпоставки и анализи“ во врска со идните ценовни движења. Недостигот на инвестициски фондови на македонскиот пазар на капитал придонесе да дојде до вклучување голем број физички лица во тргувањето на берзата, а најголемиот дел од нив не поседуваа соодветно знаење, искуство и способност за реакции во дадени ситуации. Ситуацијата што преовладуваше на Македонската берза во 2007 година можеби најдобро може да се спореди со фамозната „тулипоманија“, опишана од Чарлс Меккеј (Charles MacKay), каде што инвеститорите, без посебни анализи и без никакво познавање, само купуваа акции што имаа најголем раст. Така, на пример, на последниот ден на тргувањето во 2007 година, односно на 28.12.2007 год., вредноста на МБИ-10 изнесуваше 7.740,79 индексни поени, што претставуваше зголемување од 109,07%, во споредба со вредноста на индексот на последниот ден на тргување во 2006 година и пад од 23%, во споредба со максималната вредност постигната на 31.08.2007 година од 10.057,77 индексни поени. Според сите основи, вкупниот промет во 2007 година изнесуваше 41.702.320.447 денари (околу 681 милион евра) што беше за 34,45% повеќе во споредба со 2006 година. Остварениот промет во редовното тргување во 2007 година изнесуваше 30.404.479.894 денари (околу 496,9 милиони евра), што е за 181,66% повеќе во споредба со 2006 година. Големиот раст на прометот се должеше, пред сè, на очекувањата за прием во НАТО и приближување кон Европската унија (околу 45% од купувањата во 2007 година беа извршени од странски резиденти).

Политичката ситуација во секоја земја тесно е поврзана со пазарот на капитал. Ако политичката ситуација е стабилна, многу е веројатно дека и пазарот на капитал ќе биде стабилен. Многу често политичките настани влијаат врз движењето на цените на акциите, особено во земјите во развој. Инвеститорите и истражувачите го следат политичкиот ризик, промените во владината политика, домашните и меѓународни конфликти и слично, што како влијателни фактори се одразуваат врз вреднувањето на акциите.

Нестабилната политичка ситуација, што настана како резултат на неочекуваното одбивање на кандидатскиот статус за влез на Република Македонија во друштво на земјите-членки на НАТО во април 2008 година, како и вонредните парламентарни избори што следеа по овој настан, имаа дополнително негативно влијание врз македонскиот пазар на капитал. Исто така, глобалната финансиска криза, што се јави во 2008 година и „пукањето на финансискиот меур“, директно и индиректно се рефлектираше врз македонскиот пазар на капитал. Кризата, што започна како финансиска, а многу брзо прерасна во економска и чија генеза потекна од развиените пазари на капитал (САД, ЕУ и други земји), достигна глобални размери и исклучително негативно се одрази токму врз светските пазари на капитал, а соодветно и врз македонскиот пазар, што не остана имун на случувањата како во поглед на цените, така и во поглед на прометот со финансиски инструменти.

Константниот пад на вредноста на индексот МБИ-10 придонесе тој да ја заврши годината со вредност од 2.096,16 индексни поени, што претставуваше намалување од 72,92%, во споредба со вредноста на индексот на последниот ден на тргување во 2007 година. Така, по месечниот рекорден промет од 108 милиони евра во октомври 2007 година, прометот опадна на 60 милиони евра во ноември, 22 милиони евра во декември и 13 милиони евра во јануари 2008 година. Вкупниот промет во 2008 година изнесуваше 12.378.962.326 денари (околу 202,06 милиони евра), што е за 70,32% помалку во споредба со 2007 година.

На 3.04.2008 година, поради недобиениот прием во НАТО, МБИ-10 забележа рекорден дневен пад и изгуби 8,4% од вредноста. Но, и покрај рекордниот пад на индексот МБИ-10 на дневно ниво, сепак постигнатиот вкупен промет на берзата од 76,7 милиони денари беше на ниво од првите пет најдобри трговски денови во 2008 година. Неизвесноста околу настанот и добивањето

различни информации доведоа и до голема интрадневна волатилност, односно со почетокот на тргувањето се создаде очекување дека приемот во НАТО е решен, за по 11 часот дефинитивно да се пренесе веста дека приемот за НАТО е одбиен. Ваквите вести веднаш се отсликаа во цените на акциите, така што до 11 часот цените на некои акции пораснаа до максимум, а потоа вртоглаво паѓаа. Исто така и странците ги следеле овие информации, а тоа се гледа од табела 47, каде е прикажано тргувањето на странците во текот на претходниот ден и на денот на настанот: претходниот ден тие само продавале, додека на денот на настанот купувале и продавале со исто темпо.

Табела 50 – Тргување на странците на 2/3.04.2008 година на Македонска берза, во денари

Датум на тргување	Продава	Купува	Нето
02. 04. 2008	51 609 069	2 325 540	49 283 529
03. 04. 2008	21 999 712	22 712 844	73 132

Извор: www.msn.mk.

Својот најголем пад Македонската берза го доживеа на крајот од 2013 година. За појавувањето на овој тренд придонесе падот на вредноста на индексите ширум светот, а особено во регионот, потоа сплетот на околности во македонската економија, како и постојаното повлекување капитал од нашиот пазар од страна на странските инвеститори. Својот минимум МБИ-10 го достигна на 8.11.2013 година, кога изнесуваше 1.556,96 индексни поени. Прометот беше значително опаднат, а ликвидноста сериозно загрозна, дури и кај дотогаш најтргуваните акции - чинители на индексот МБИ-10. До крајот на 2013 година МБИ-10 се искачи на 1738,86 индекси поени, што претставуваше раст од 0,44% во однос на неговата вредност во 2012 година, додека пак прометот на берзата беше намален за 42,24%, во однос на претходната година, односно беше остварен промет од 3.234.557.987 денари.

Подобрените трендови во светската економија, благото закрепнување во ЕУ како и порастот на македонската економија влијаеле врз зголемувањето на обемот на вложување на инвеститорите во македонски хартии од вредност во 2014 и 2015 година, и покрај повторно регистрираниот нето одлив на странските инвеститори. Тоа влијаеше врз осетното зголемување на прометот и врз благиот

пораќ на општото ниво на цените на пазарот. Вкупниот промет по сите основи во 2014 година изнесуваше 8.704.057.897 денари, што е за 169,10% повисок во споредба со 2013 година. Вредноста на МБИ-10 на последниот ден на тргување во 2014 година изнесувал 1.844,20 индексни поени (пораќ од 6,06% во споредба со вредноста на индексот постигната на последниот ден на тргување во 2013 година, 1.738,86 индексни поени). Вкупниот промет по сите основи во 2015 година, изнесуваше 2.660.494.514 денари (или за 69,43% понизок во споредба со 2014 година), вредноста на МБИ-10 на последниот ден на тргување во 2015 година изнесувал 1.833,26 индексни поени т.е. намалување од 0,59% во споредба со вредноста на индексот постигната на последниот ден на тргување во 2014 година, 1.844,20 индексни поени (www.msn.mk). Од изнесените податоци може да се заклучи дека промените на цените на акциите на берзата, од една страна, директно или индиректно се поврзуваат со деловната способност на компаниите да генерираат профит и со оценките дали во иднина ќе можат да го прават тоа на ниво што ќе ги задоволи очекувањата. Од друга страна, таквите промени зависат од степенот на оптимизам и песимизам на купувачите и продавачите на акции кој тесно е поврзан со макроекономските состојби на земјата.

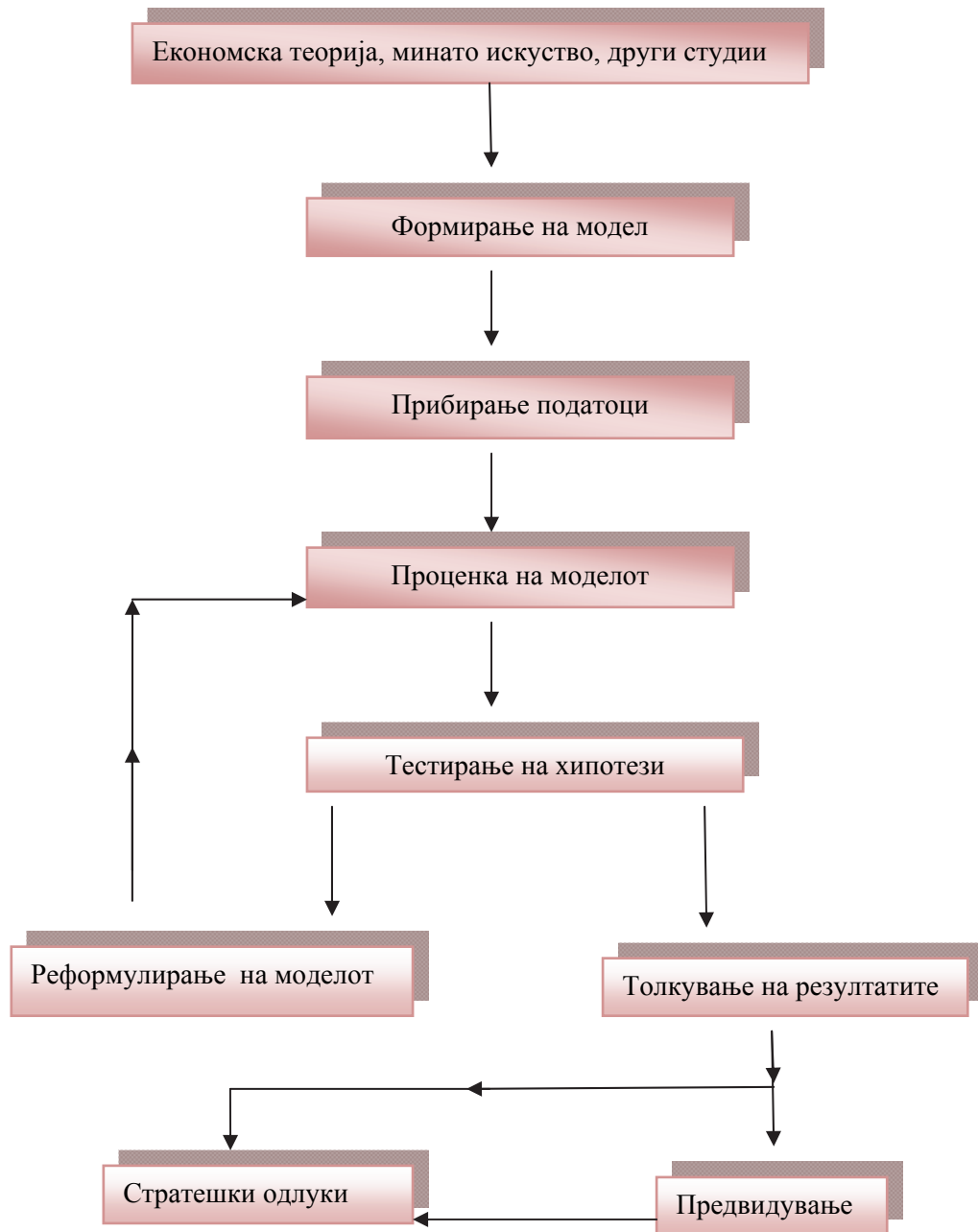
VI ГЛАВА. ФИНАНСИРАЊЕ НА МАЛИТЕ И НА СРЕДНИТЕ ПРЕТПРИЈАТИЈА ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА – ИСТРАЖУВАЊЕ ПО ПАТ НА АНКЕТА

1. Вовед

Научната методологија претставува поширок концепт од научната метода која е употребена за да се постигнат посакуваните резултати. Научно-истражувачката работа започнува со дефинирање на проблематиката и оправданоста на темата. Всушност првите чекори се појавуваат со раѓањето на желбата за истражување. Бидејќи во последно време се посветува многу внимание на финансиските пазари и на секторот на мали и на средни претпријатија, не само локално, туку и пошироко во глобални рамки, се појави желбата за научно-истражувачка работа токму во оваа насока. Врз основа на поставките на економската теорија во врска со оваа проблематика и досегашните практични искуства, беше формулиран економетриски модел кој го опишува однесувањето на агентите во дадените околности и претставува основна рамка за анализа. Примарните податоци беа прибрани преку анкета со користење соодветен прашалник. Примерокот за истражување беа мали и средни претпријатија од Полошкиот регион, со надеж дека констатациите извлечени од истражувањето на овој примерок ќе бидат релевантни за целата држава. Врз основа на претходното, беа избрани научните методи со чија помош треба да се добијат посакуваните резултати. Секако претходно беа поставени појдовните хипотези. Во истражувањето и обработката на материјата се применети релевантни научни методи кои се карактеристични за општествените науки. Станува збор за методите на анализа и синтеза, индуктивната и дедуктивната метода, компарацијата и соодветните статистички методи. На крај, по толкување на добиените резултати, дадени се одредени предвидувања.

Сите претходно опишани чекори претставени се на наредната шема:

Шема 4. Чекори во реализирање на емпириската студија



2. Опис и дефинирање на примерокот

Вообичаено научните истражувањата се вршат врз основа на претходно дефинирање на истражувачкиот примерок. Потоа, поаѓајќи од откриените карактеристики на примерокот се извлекуваат констатации за масовниот феномен или целината. Истражувањата врз определен примерок даваат доверливи резултати доколку се реализираат коректно и прописно со обрнување соодветно

внимание на ефикасноста односно на реализирањето на истражувачкиот процес со минимизирање на трошоците.

Истражувањето во рамките на оваа докторска дисертација беше спроведено со употреба на методата на случаен избор на единици за истражувачкиот примерок. Примерокот го сочинуваат 199 мали и средни претпријатија (МСП) подложени на статистичка анализа со дозволена грешка од 5% односно интервал на доверба од 95%. Од територијален аспект, примерокот е фокусиран на мали и на средни претпријатија од Полошкиот регион заради едноставноста во пристапот до нив, со што се обезбедува минимизирање на трошоците за изведување на истражувањето. Поконкретно, во истражувачкиот примерок се опфатени претпријатија од Тетово и од Гостивар и нивната околина. Имено, поаѓајќи од тоа дека голем број претпријатија што се основани во селските подрачја во Полог гравитираат кон Тетово односно кон Гостивар, беше одлучено примерокот да се прошири надвор од овие два града, бидејќи претпријатијата помеѓу себе се во тесни деловни односи, но и во односи на меѓусебна конкуренција. Што се однесува до временскиот период, истражувањето се фокусира на периодот од 2008 до 2013 година.

3. Структурирање на анкетата со прашалник

Основен метод за прибирање примарни податоци потребни за истражувањето во овој научен труд е спроведената анкета со користење соодветен прашалник. Прашалникот е дизајниран и структуриран според пропозициите од релевантната литература. Имајќи ги предвид можните реакции од страна на испитаниците (менаџери на опфатените деловни субјекти), прашањата беа формулирани многу внимателно со цел да бидат јасни и со тоа менаџерите да се стимулираат на соработка и давање релевантни и прецизни одговори.

Изготвувањето на самиот прашалник претставуваше комплексна и одговорна задача, бидејќи по пат на анкетата требаше да се допре до психологијата на менаџерот испитаник. Всушност изготвувањето на прашалникот беше главна фаза при истражувачката работа, бидејќи се знае дека резултатите ќе бидат добри во онаа мера во која се добро формулирани поставените прашања. Токму во оваа фаза доаѓа до израз способноста и искуството на истражувачот, кои

се многу битни за да може процесот да се одвива без компликации и проблеми. Прашалникот е составен од 21 прашање. Редоследот по кој се подредени прашањата е прогресивен од аспект на „тежината“ на прашањето, односно се почнува со поедноставните прашања и постепено се оди кон тие кои се покомплицирани. Ова е направено со цел да се избегнат тешкотиите врзани за нивното разбирање од страна на испитаниците, со што тие можат да се доведат во состојба да го избегнуваат давањето релевантен одговор. Начинот на контактирање на менаџерите беше директен и индиректен. Директно беа контактирани 120 менаџери, а останатите беа контактирани преку телефон.

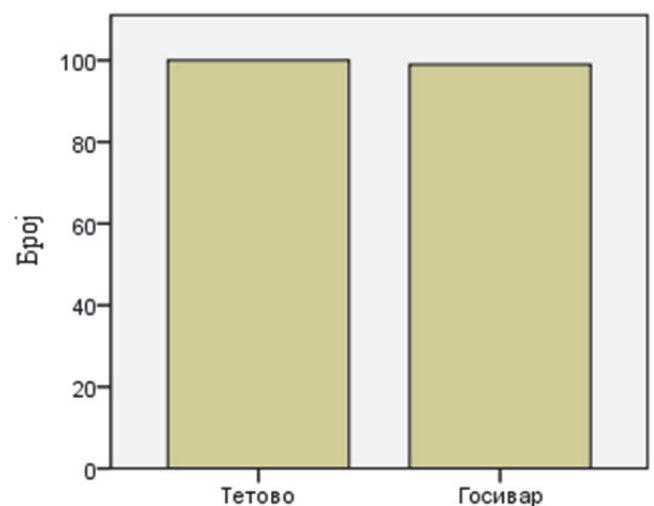
4. Резултати и анализа на прибраните податоци

Вкупниот број на анализирани претпријатија со анкетата изнесува 201 и како што беше претходно потенцирано се работи за МСП кои се лоцирани во градски или во селски подрачја. Во следната табела и графикон е прикажана поделбата на опфатените претпријатија во зависност од нивната лоцираност во Тетово и околината, односно регионот на Гостивар и неговата околина.

Табела 51. Локација на која се наоѓаат претпријатијата.

	Локација	
	Гостивар	Тетово
Вкупно	100	101
201		

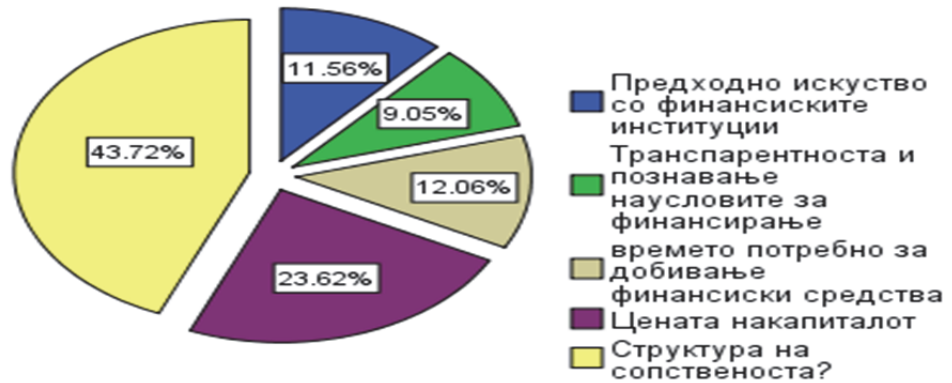
Графикон 1: локација кај се наоѓа претпријатије



Првото поставено прашање е поврзано со откривање на основните

одредници при носењето одлуки во врска со финансирањето.

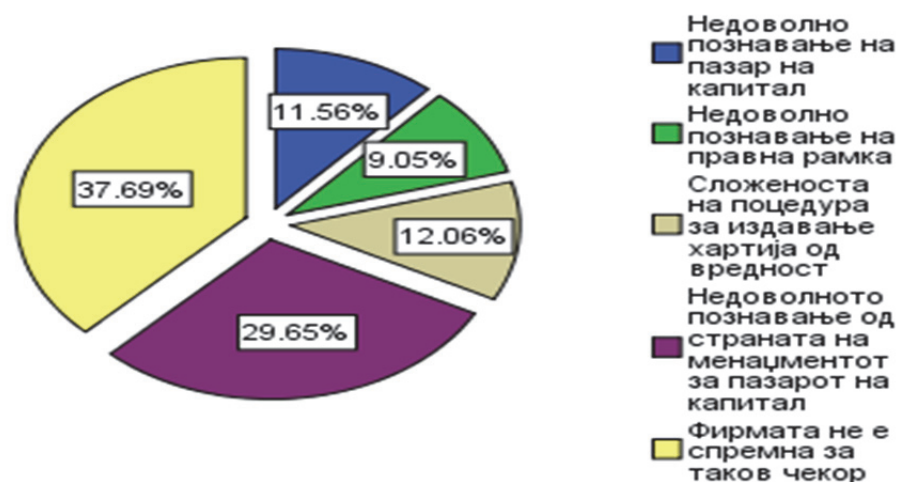
Графикон 2: Кои се основните одредници при носење одлуки во врска со финансирањето?



Од добиените одговори произлегува дека највисоко рангиран фактор е структурата на сопственоста (43,72% до одговорите), потоа следи цената на капиталот со 23,62%, времето потребно за добивање на потребните средства 12,06%, предходното искуство со финансиски институции 11,56% и транспарентноста и познавањето на условите за финансирање 9,05%.

Наредното прашање се однесува на тоа кои се најголемите препреки.

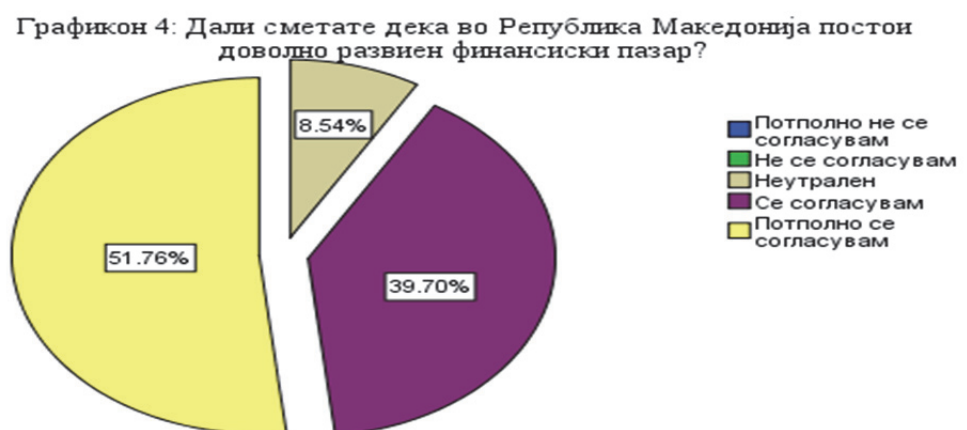
Графикон 3: Кои се најголеми препреки?



Поентата на ова прашање е да се лоцираат препреките кои ги нотираат фирмите во врска со нивното финансирање преку учество на берзата. Еве како

фирмите ги рангираат препреките од најголема до најмала: фирмата не е подготвена за таков чекор 37,69%, недоволно знаење од страна на менаџментот за пазарот на капитал 29,65%, сложеност на процедурата за издавање хартии од вредност 12,6%, недоволно познавање на пазарот на капитал 11,56%, и недоволно познавање на правната рамка 9,05%. Големо мнозинство од опфатените фирми не можат да ги оценат условите, бидејќи не се адекватно запознаени со предусловите за издавање хартии од вредност преку јавна или приватна понуда. Оттука произлегува потребата од кампања за подигање на познавањата и свеста за ова прашање, како и обука на извршните и финансиските раководители и сопствениците на фирмите за користите од финансирање преку пазарите на капитал во Македонија. Всушност, на просечниот менаџер (раководство на фирмите), му недостасува знаење за пазарот на капитал за да се почне со издавање хартии од вредност.

Следното прашање се занимава со мислењето на менаџерите во врска со тоа дали во Република Македонија постои доволно развиен финансиски пазар. Имајќи предвид дека степенот на развиеност на финансиските пазари влијае врз успехот на одреден економски ентитет, целта беше да се дознае од менаџерите испитаници што мислат во оваа насока.

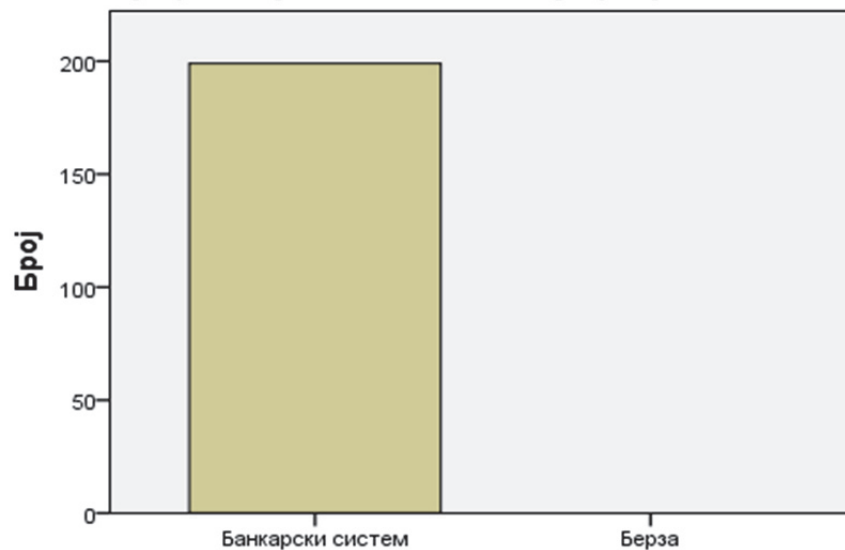


Од претходниот Графикон јасно се забележува дека испитаните менаџери не се сигурни дека во Република Македонија постои доволно развиен пазар на пари и капитал, меѓутоа кај нив е присутна доза на оптимизам дека финансиската

дерегулација и финансиските иновации и технолошките унапредувања ќе ја подобрат расположивоста со информации на пазарите на хартии од вредност отворајќи нови можности за депонентите и за заемобарателите. На овој начин се смета дека појавата на нови финансиски инструменти ќе привлече повеќе штедачи да се откажат од финансиските посредници и директно да купуваат хартии од вредност на финансиските пазари. Со ваквите ставови потполно се согласуваат 51,76% од менаџерите, а 39,70% се согласуват. Само 8,54% од испитаните менаџери се неутрални во однос на тоа дека во Р Македонија постојат недоволно развиени финансиски пазари.

Во продолжение на истражувањето, фокусот беше насочен кон изнаоѓање одговор на прашањето каде претпријатија наоѓаат дополнителни финансиски средства за оперативно функционирање и за реализираните инвестиции (освен сопствената заштеда).

Графикон 5: До дополнителни финансиски средства доаѓате преку банкарскиот систем или преку берзата?

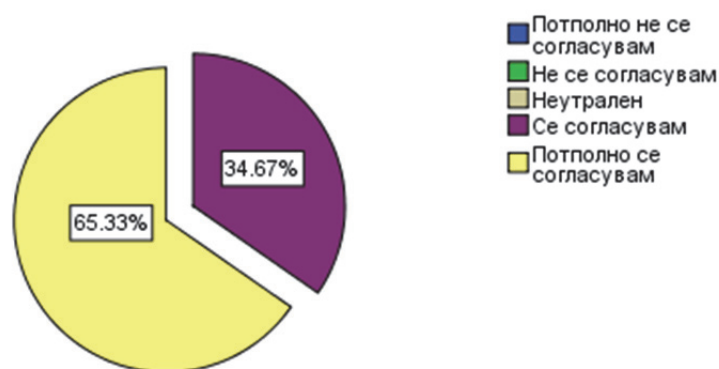


Од горниот графикон јасно се гледа дека сите истражувани претпријатија од примерокот обезбедуваат надворешни финансиски средства од банкарскиот систем и тоа преку краткорочни заеми. Ова ја потврдува претпоставката дека берзата кај нас не се јавува како важен механизам за мобилизирање капитал, туку надворешното финансирање речиси во целина се сведува на земање банкарски заеми. Како резултат на тоа финансирањето исклучиво преку банкарската мрежа, се јавува како недостаток на адекватното финансирање и тоа е веројатно главниот

хендикеп на македонските фирми во нивниот натпревар со странските конкуренти. Како што се гледа тие уште го подржуваат традиционалниот начин на финансирање од причини кои ќе бидат откриени во продолжение.

Имајќи го предвид претходното, наредното прашање се обидува да го открие мислењето на менаџерите во врска со тоа дали берзата е неконкурентна во однос на банкарскиот систем.

Графикон б: Дали мислите дека берзата е неконкурентна во однос на банкарскиот систем?



Од графиконот се гледа дека менаџерите се на мислење дека берзата сеуште не може да му конкурира на банкарскиот систем. Имено 65,33 % од нив потполно се согласуваат со оваа претпоставка, а 34,67% се согласуваат. Никој не беше неутрален или не искажал став дека не се согласува со тоа дека берзата е неконкурентна во однос на банкарската мрежа.

Вака добиените мислења на одреден начин го потврдуваат фактот дека во неразвиените земји е поизразена важноста на банките во финансискиот систем во споредба со онаа во развиениот свет. Впрочем, и во развиените земји банките сè уште се моќни финансиски институции. Релативно поголемото значење на банките во помалку развиените земји, погледнат низ призмата на нивниот удел во вкупните финансиски средства на финансискиот сиситем, се оправдува со фактот на постоењето изразени асиметрични информации. Се смета дека кога квалитетот на информациите за фирмите е подобар, проблемот на асиметрични информации ќе биде помалку остар и за фирмите ќе биде полесно директно да емитираат хартии од вредност. Релевантни информации за фирмите е далеку потешко да

бидат собрани во земјите во развој отколку во индустриски развиените земји. Поради тоа помалата улога која ја играат пазарите на хартии од вредност, остава поголем простор за финансиските посредници, какви што се банките. Се знае дека едно од главните достигнувања што се остварени во развиениот свет во последните години се огромните подобрувања на полето на информациската технологија. Оттука банките доживеја релативно намалување на нивната важност.

Во продолжение, анализата се осврнува на прашањето дали и зошто берзата е неконкурентна односно кој е главниот проблем што ја спречува берзата да работи ефективно. Ова го имплицираше поставувањето на следното прашање за испитаниците: дали мислат дека еден од основните проблеми во досегашното работење на берзата беше/е недоволниот материјал за тргување.

Графикон 7: Дали мислите дека досегашен проблем на работата на Берзата претставува недоволниот материјал за тргување?



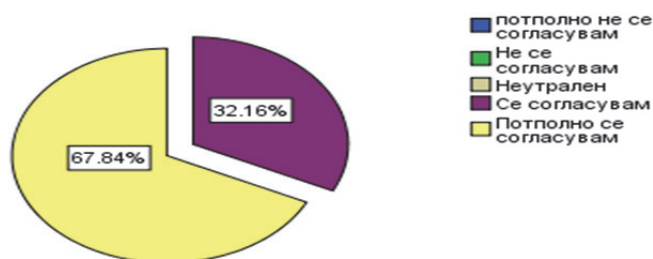
Од Графиконот во кој се презентирани обработените примарни податоци се гледа дека според мислењето на менаџерите, главен проблем на досегашното работење на берзата претставува недоволниот материјал за тргување. Притоа, 56,78% од менаџерите потполно се согласуваат со ваквата претпоставка, 39,20% се согласуваат и само 4,02% беа неутрални. Вака добиените резултати покажуваат дека на Берзата котираат недоволен број претпријатија. Една од причините за тоа треба да се бара во строгите критериуми кои не е лесно да се исполнат за да можат заинтересираните фирми да котираат на берзата со примарни емисии на акции. На ова како главен критериум кој не може лесно да се постигне се надоврзува висината на капиталот.

Компаниите опфатени со анкетата ценат дека висината на капиталот е ставена на многу високо ниво што е неприфатливо за голем број од нив. Во

„Правилникот за котација на хартии од вредност“ се пропишани општи и посебни услови за да може одредена хартија од вредност да биде воведена на официјалниот пазар на берзата. На пример за да можат одредени акции да бидат внесени на супер котација издавачот треба да ги исполни следниве услови: ревидирани финансиски извештаи за последните три години, остварена добивка за најмалку од последните три години, капитал од најмалку 10.000.000 евра, распространетост на акциите во јавноста од најмалку 20%, бројот на акционери да биде минимум 200, издавачот треба да има сопствена интернет страница на македонски и на англиски, итн. Друштвото кое сака да котира на берза најпрво мора да достави барање за котација и соодветна пропратна документација од која ќе се утврди дека истото ги исполнува законските услови за котација. Друштвото е должно да го објави проспектоот кој содржи: опис на хартиите од вредност кои ќе котираат на Берзата, детален опис на друштвото, неговите основни активности и неговиот капитал, финансиски податоци, деловната историја на друштвото и резултати за работењето во изминатите години, детални податоци за менаџментот во друштвото, имиња на значајни акционери и процентот на нивното поединечно учество во сопственоста, скорешните развојни перспективи на друштвото.

Претходно во рамки на истражувањето беше утврдено дека во Република Македонија е развиен пазарот на државни обврзници, а пазарот на корпоративни обврзници е запоставен од причини кои дополнително ќе бидат разгледани. Оттука произлезе наредното истражувачко прашање со кое требаше да се открие ставот на испитаниците односно дека сметаат дека во Р Македонија треба да се развие и пазарот на корпоративни обврзници, освен традиционалниот пазар на државни обврзници.

Графикон 8: Дали сметате дека треба да се развие и пазарот на корпоративни обврзници освен традиционалниот пазар на државни обврзници?



Како што се гледа од соодветниот графикон, менаџерите од претпријатијата на Полошкиот регион опфатени со анкетата сметаат дека освен државните обврзници, неопходен е и пазар на корпоративни обврзници, заради отворање поволни перспективи за бизнисите. Од добиените одговори јасно се гледа дека 67,84% од менаџерите потполно се согласуваат со овој став, а 32,16% се согласуваат мислејќи дека тоа би била добра перспектива за во иднина. Условите се истите тие што се потребни за развој на пазарот на акции: целосно прифаќање на меѓународните сметководствени стандарди, успешно корпоративно управување со фирмите, создавање кредитни рејтинг агенции кои имаат развиено посебна методологија за оценување на способноста на емитентот да го отплати долгот. Кај корпоративните обврзници се употребуваат финансиски коефициенти што се однесуваат на покриеноста, профитабилноста, левериџот и ликвидноста. Сите тие заедно значително би го зголемиле нивото на информации за емитентот и би придонеле за дополнителен пад на каматните стапки во банкарскиот систем. Кај менаџерите се гледа една оптимистичка надеж дека појавата на приватните пензиски фондови во Македонија можеше да претставува потенцијален извор на побарувачка за корпоративни обврзници.

Следното прашање има поконкретен карактер и се однесува на мислењето на менаџерите во врска со потребата од анализа на кредитната состојба на емитентот пред да се инвестира во одредена хартија од вредност.

Графикон 9: Дали мислите дека пред да се инвестира во некоја хартија од вредност треба да се анализира кредитната состојба на емитерот (нејзиниот издавач)?



Поголемиот дел од менаџерите сметаат дека пред да се инвестира во некоја хартија од вредност треба внимателно да се анализира финансиската состојба на емитентот (Графикон 9). Имено, 62,31% од менаџерите потполно се согласуваат со ваквата потреба, 32,16% се согласуваат и само 5,53% се неутрални во однос на значајноста на анализата на кредитната способност на емитентот при инвестирање во дадена хартија од вредност. Според нивно мислење за да се детерминира обемот на премијата за ризикот од неплаќање кај некоја обврзница или заем, работодавателите настојуваат да ја проценат кредитоспособноста на должниците. Познато е дека трошоците за добивање информации за кредитоспособноста можат да бидат високи. Соодветно на тоа, инвеститорите треба да платат професионални аналитичари за да ги соберат таквите информации. Како резултат на ова треба да се внимава на ликвидноста на инструментот и на другите карактеристики што ги нуди тој инструмент. Бидејќи треба да се грижат за ликвидноста, *caeteris paribus* подобро би било инвеститорите да прифатат пониска каматна стапка на поликвидни инвестиции отколку повисока каматна стапка на помалку ликвидни инвестиции.

Пазарите на државни хартии од вредност во Република Македонија се исклучително ликвидни, а пазарите на корпоративни обврзници се многу скромни и се многу помалку ликвидни, така што инвеститорите бараат дополнителна премија во нивните приноси. Повисоката стапка ги компензира штедачите за загубите ако емитентот не ја исплати каматата или главницата или и двете. Бидејќи штедачите генерално имаат аверзија спрема ризикот и се грижаат за варијабилноста на приносите како и за очекуваните приноси, приносите вклучуваат дополнителна премија за ризикот од неплаќање. Менаџерите од

претпријатијата од Полошкиот регион стојат на тоа дека само добро разработени системи на финансиска и економска анализа треба да се употребат за да се дојде до рејтинг со кој се настојува да се идентификува можноста на емитентот да ги исполни условите во договорот и навремено да ги изврши сите барани плаќања.

Бидејќи сите инвеститори се интересираат за приходите и претендираат на нивно зголемување при вложување во некоја хартија од вредност, анализата се фокусира кон тоа дали самите инвеститори при оцена на овие приходи применуваат некоја посебна техника или метода.

Графикон 10: Дали мислите дека при оцена на приносите од некоја хартија од вредност треба да се примениаат соодветни техники како што е нето сегашна вредност на паричните текови?

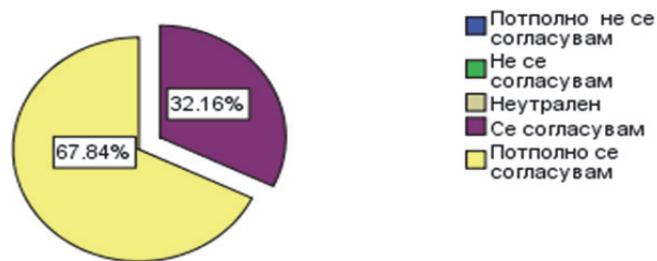


Нивниот став беше дека при донесување одлуки за продавање или купување акции, финансиските менаџери, инвеститорите и инвестиционите аналитичари треба да вршат вреднување на акциите. Главна цел е да се идентификуваат акциите кои се потценети за да се купат, а преценетите акции да се продадат. Според ова приоритетно е финансиските менаџери добро да ги познаваат техниките за донесување инвестициони одлуки за да бидат способни да ги одберат вистинските акции. Овие техники пред сè претставуваат незаобиколива основа за сериозно занимавање со инвестирање во акции. Без сомневање, сите се согласни дека при вреднување на акциите треба да се применува техниката на нето-сегашна вредност. Имено финансискиот менаџер при вреднување на акциите најпрвин ги идентификува времетраењето и обемот на паричните текови. Како втор чекор тој определува соодветна дисконтна стапка која треба да го одразува опортунитетниот трошок на инвестирањето. На крај, така определената дисконтна стапка ќе се примени на паричните текови во секој период за да се добие цената на акцијата. Од Графиконот број 10 се нотира дека 62,31% од менаџерите потполно се согласуваат со претходното, а 33,67% се

согласуваат дека вреднувањето на акциите треба да се имплементира на пазарот на капитал.

Наредното прашање во анализата се однесува на тоа дилемата дали државата треба да ги стимулира претпријатијата да котираат на берзата.

Графикон 11: Дали сметате дека државата треба да ги стимулира претпријатијата да котираат во берзата?



При давањето одговор на ова прашање, испитаниците се навратија на сосотојбите во 2002 година, со став дека тогашниот Закон за хартии од вредност со кој се обврзуваа претпријатијата кои исполнуваат одредени критериуми да котираат на берза, беше неприфатлив за нив и се на мислење дека претпријатијата треба да се стимулираат доброволно да котираат на берза. На пример, тие подржуваат промена на Законот за данок на добивка со која фирмите кои котираат на берзата ќе се ослободат од плаќање данок во првите неколку години. Тие ценат дека однесувањето на македонските фирми во поглед на берзанското котирање е спротивно од она што се случува во светски рамки, па затоа е потребно дополнително да се стимулираат.

Исто така ценат дека особено во развиените земји, но и не само кај нив, за една фирма котирањето на берза претставува прашање на престиж, поради што тие со сите сили настојуваат да котираат на берзите. Изложувајќи се пред очите на јавноста, фирмите го зголемуваат својот углед, ликвидноста на своите хартии од вредност и на поевтин начин доаѓаат до нов капитал. Спротивно на тоа, повеќе македонски фирми очигледно се мотивирани да ја зголемат, а не да ја намалат информационата асиметрија во однос на потенцијалните купувачи на нивните акции (сегашните доминантни акционери и менаџери се плашат дека се заканува

преземање на контролата врз фирмата). Кога ќе се совлада таа психолошка бариера во врска со котирањето на берзата, македонските фирми ќе имаат нови финансиски перспективи. На графикон 11 се инкорпорирани добиените одговори каде 67,84% од менаџерите потполно се согласуваат, а 32,16% се согласуваат. Ваквата структура на одговорите е сигнал дека е неопходно државата уште повеќе да ги мотивира фирмите да котираат на берза.

Познато е дека во одредени ситуации, претпријатијата да не чувствуваат недостаток на финансиски средства. Во поволни економски услови и при успешна менаџерска политика во насока на координирање на финансиската, оперативната и инвестициската активност, јасно е дека претпријатието ќе биде профитабилно. Во моменти кога финансиските средства се во позиција на суфицит, компанијата нема да ги задржи блокирани, туку ќе сака да ги инвестира во добра и инвестициски прифатлива алтернатива. Како и каде ќе биде инвестиран овој капитал, претставуваше дополнителен фокус на истражувачкиот интерес. Поставеното прашање во оваа насока се однесуваше на мислењето на испитаниците дали диверзификацијата на портофолиото овозможува да се минимизира ризикот при инвестирање или тргување со хартии од вредност на финансискиот пазар. Со ова прашање се настојуваше да се анализира портфолио изборот, за да се разбере како штедачите и фирмите решаваат да го алоцираат нивното богатство помеѓу алтернативните инструменти.

Графикон 12: Дали мислите дека диверзификација на портофолиото овозможува да се минимизира ризикот при инвестирање или тргување со хартии од вредност на финансискиот пазар?

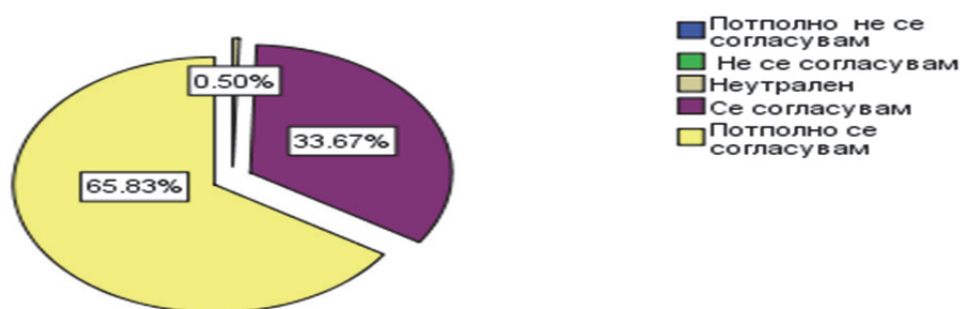


Како што можеше да се претпостави, менаџерите сметаат дека акумулираните средства треба да се инвестираат не само во една алтернатива или инвестиција, туку треба да се анализираат повеќе можности за инвестиции со цел

да се избегне или да се намали ризикот од инвестицијата. Кога се инвестира се очекува принос, а мерка за тоа е очекуваната реална стапка на принос. Затоа мора да се оцени влијанието на инфлацијата врз приносите поради тоа што промените на вредноста на парите ќе влијаат на нивната реална вредност. Бидејќи инвеститорите се грижат за очекуваните приноси од аспект на нивната куповна моќ, тие исто така се интересираат за износот што им останува по оданочувањето. Менаџерите стојат на тоа да се имаат предвид горенаведените фактори кои влијаат на портфолиото на вложувања. Својот став дека треба да и се даде предност на диверзификацијата, испитаните менаџери го објаснуваат со фактот што реалниот свет е исполнет со неизвесности и дека и покрај сета анализа и претпазливо одлучување, не може да се биде целосно сигурен дека едно средство или финансиски инструмент ќе се однесува онака како што се очекува. За да се компензира неспособноста да се најде совршен финансиски инструмент, тие препорачуваат да се држат различни финансиски инструменти. Всушност, приносите на финансиските средства не се движат на совршен начин, бидејќи нивните ризици се несовршено корелирани, што значи дека сите финансиски инструменти не покажуваат лоши или добри карактеристики во исто време. Затоа приносот на едно диверзификувано портфолио е постабилен отколку приносите на поединечните средства што го прават портфолиото. Оттука, поддршката за портфолио избор на финансискиот пазар се забележува од добиените одговори презентирани во Графикон 12, каде 77,39% менаџери потполно се согласуваат со него, а 22,61% се согласуваат.

Во продолжение на истражувањето, се наметна интересот да се открие на кое надворешно финансирање, краткорочно или долгорочно, во основа алудираат поголемиот број менаџери од претпријатија во Полошкиот регион. Менаџерите опфатени со анкетата се на мислење дека ако средствата се соберат на пазарот на пари ќе биде потребна цела серија чести позајмувања при што нов заем би се земал за да се плати постоечкиот заем. Пристапот кон пазарот на пари за да се добијат потребните средства не е толку сигурен затоа што може поради променетите пазарни услови, парите да не бидат расположливи во некоја точка во иднината или би можеле да бидат на располагање, но по значително повисока каматна стапка.

Графикон 13: Дали сметате дека надворешното долгорочно финансирање треба да има предност спрема краткорочно финансирање?

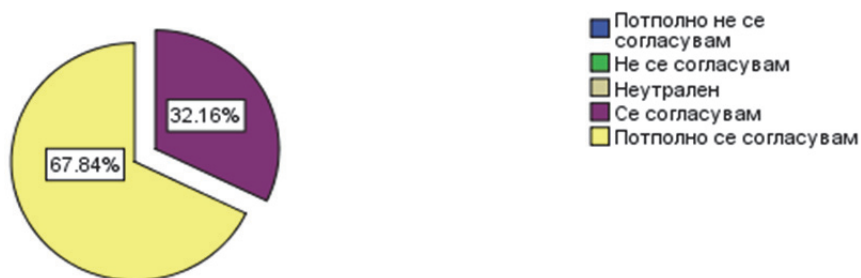


Заради заштита од овие негативни можности, менаџерите од Полошкиот регион настојуваат да добијат средства со подолг рок на отплата. Ваквиот став на менаџерите е прикажан на графикон број 13 каде 65,83% од менаџерите потполно се согласуваат со ваквите ставови, 33,67% се согласуваат и 0,50% се неутрални.

Многу битен сегмент на финансиските пазари е девизниот пазар. Затоа анкетата во продолжение се занимава со девизниот пазар. Според обемот на трансакции, девизниот пазар е најголемиот финансиски пазар. Во светски рамки дневниот промет на традиционалниот девизен пазар изнесува 4 трилиони долари, додека кај нас прометот не ги достигнува износите како во развиените земји, меѓутоа сепак овој пазар и кај нас е веројатно најразвиениот сегмент на вкупниот финансиски пазар. Ова е поддржано и од менаџерите што беа анкетирани кои се активни учесници на девизниот (поконкретно менувачкиот) пазар, бидејќи како што тие кажуваат секој ден имаат потреба за размена на девизи од една во друга валута.

Дека девизниот пазар функционира поорганизирано и поефикасно се потврдува од ставот на менаџерите: Впрочем 67,84% од нив потполно се согласуваат со таквата констатација, а 32,16 % се согласуваат. Ова е претставено на Графиконот даден во продолжение.

Графикон 14: Дали сметате дека девизниот пазар како еден од финансиските пазари функционира поорганизирано и поефикасно?



Државата преку Народна банка има конкретно влијание и интервенира на девизниот пазар каде преку продавање или купување девизи од страна на Народна банка, фактички се определува девизниот курс на денарот. Во продолжение наш интерес беше да осознае ставот на испитаниците во оваа насока, односно да се открие дали се согласни со интервенцијата на државата преку Народната банка на девизниот пазар, со што директно се влијае врз формирањето на девизниот курс.

Графикон 15: Дали на девизниот пазар треба да има интервенција на државата т.е. Народната банка со интервенции на девизниот пазар да влијае врз формирање на девизниот курс?



Доколку девизниот курс на домашната парична единица е преценет (се одржува на повисоко ниво од тоа што е одредено од односите на понудата и побарувачка на девизи), тогаш поскапува извозот на стоки и услуги на земјата во странство, но поевтинува увозот на странски стоки и услуги. Менаџерите мислат дека доколку државата сака да ги заштити домашните производи од надворешната конкуренција, освен царинските давачки, може да прибегне и кон интервенција на девизниот пазар каде преку купување девизи пополека ќе го стабилизира преценетиот девизен курс. Консеквентно, државата треба да интервенира на

девизниот пазар, но не прекумерно. На графиконот 15 резултатите го покажуваат следното: 64,32% од испитаниците во потполност се согласуваат со ова, 32,16% се согласуваат и само 3,52% беа неутрални.

Следното прашање се однесува на евентуалната улога на каматните стапки кај пазарните цени на хартиите од вредност. Поентата се состоеше во тоа да се утврди мислењето на менаџерите во поглед на ваквата улога на каматните стапки.

Графикон 16: Дали сметате дека значајна улога во пазарните цени на хартии од вредност имаат каматните стапки?



Општо познат е фактот дека хартиите од вредност што ги издаваат централните банки и централната државна власт се сметаат за безризични хартии од вредност, или во контекст на помалку развиените земји, тие се најмалку ризични хартии од вредност на пазарот. Како такви тие служат како ориентир при формирањето на каматните стапки кај другите финансиски инструменти, емитирани од приватни економски агенти. Цените на државните хартии од вредност може да флукутираат така како што опаѓаат и растат пазарните каматни стапки. Зголемувањето на пазарните каматни стапки ги зголемува приносите на државните хартии од вредност намалувајќи ги нивните цени. Висината на каматната стапка на еден финансиски инструмент зависи од: ризикот од неизвршување на обврските, разликите во ликвидноста, информационите трошоци и разликите во оданочување. Горенаведените фактори од кои зависи висината на каматните стапки на еден инструмент треба да се имаат предвид кога се инвестира на некоја хартија од вредност. Овој став е поддржан од страна на анкетираниите менаџери и тоа: 58,29 % од менаџерите потполно се согласуваат, 34,67% се согласуваат, а само 7,04% од нив беа неутрални (графикон број 16). На овој начин уште еднаш беше потврдено дека токму од висината на каматната

стапка зависи пазарната цена на една хартија од вредност.

Што се однесува на евентуалното намалување на каматните стапки, истражувачкиот интерес се насочи кон странскиот капитал, односно беше поставено прашањето, дали влегувањето на странскиот капитал и од него предизвиканата состојба на конкуренција на финансискиот пазар може да предизвика намалување на каматните стапки.

Графикон 17: Дали сметате дека конкуренцијата на странскиот капитал позитивно влијае за намалување на каматните стапки?



Тезата дека присуството на странскиот капитал има влијание за намалување на каматните стапки во основа беше поддржана од испитаниците. Имено, 61,81% од нив потполно се согласуваат со таквата теза, 31,16% се согласуваат и само 7,04% се неутрални.

Последното прашање во анкетата беше најважно и е поврзано со потврдување на претходно поставената главна хипотеза дека развиените и функционални финансиски пазари влијаат врз развојот на малите и на средните претпријатија и од тука имаат влијание врз развојот на земјата како целина. Впрочем, прашањето беше така формулирано: Дали мислите дека развиените и функционални финансиски пазари позитивно влијаат врз развојот на малите и на средните претпријатија (врз нивниот ROA) и од тука врз развојот на земјата како целина.

Графикон 18: Дали сметате дека развиените и функционални финансиски пазари влијат врз развојот на мали и средни претпријатија (SME) и од тука врз развојот на земјата како целина?



Менаџерите се свесни дека само ефикасни и добро развиени финансиски пазари пружаат добри перспективи за малите и за средните претпријатија и се разбира дека тие се еден од главните предуслови за добра макроекономска слика на националната економија и државата во целина. Оттука е сосема јасно дека 65,83% од менаџерите потполно се согласуваат со таквата теза, 27,14% се согласуваат и само 7,04% од нив се неутрални. Овие резултати ни даваат јасни сигнали за потврдување на поставената хипотеза дека развиените и функционални финансиски пазари влијаат врз развојот на претпријатијата и од тука врз развојот на целата национална економија. Потврдувањето на хипотезата ќе биде прикажано во продолжение преку статистичката анализа изведена по пат на повеќекратна регресија.

5. Опис на варијаблите

Поставката дека развиените и функционални финансиски пазари влијат врз развојот на малите и на средните претпријатија (МСП), но и врз развојот на земјата како целина, претставува појдовна основа за нашиот економетрискиот модел. Во суштина, моделот се состои од два економетриски подмодели:

- 1) Приходите и задолжувањето на едно претпријатије влијаат директно врз повратот на средства (ROA) и
- 2) Бруто додадената вредност на малите и средни претпријатија влијае врз економскиот развој на земјата кој се мери преку БДП.

Што се однесува до првиот подмодел, приходот и задолжувањето се

претставени како независни варијабли, додека коефициентот на поврат на средства или ROA е зависна варијабла која реално е под влијание на бројни други варијабли, меѓутоа во нашиот труд нè интересира само влијанието на приходот и задолжувањето. Теоретски колку поголеми ќе бидат приходите и колку помали ќе бидат каматните трошоци под непроменети други услови, толку поголем ќе биде повратот на средства.

Од страна на аналитичарот е битно да се анализираат нивоата на долгот во структурата на капиталот, поради големото врзување помеѓу враќањето и ризикот. Зголемувањето на долгот во структурата на капиталот го зголемува ризикот, бидејќи долгот е придружен со фиксни трошоци во форма на каматна стапка. Иако долгот е придружен со одредено ниво на ризик, тој може да создаде услови за поголеми оперативни приходи во случај кога се употребува успешно и рационално.

Остварувањето задоволителен приход има витално значење за секоја компанија, бидејќи од самото тоа се детерминирани опстанокот и идните патеки по кои ќе се движи компанијата. Рентабилноста е главно мерило на резултатите на компанијата (претпријатието). Всушност преку показателите на рентабилноста се мери виталноста на компанијата од каде се извлекува констатацијата дали и во кој степен ресурсите со кои располага самата компанија се употребуваат ефикасно или не.

Што се однесува до вториот економетриски подмодел, БДП е зависната променлива која е под влијание на независната променлива, т.е. бруто додадената вредност на малите и средни, како и на големите претпријатија. Имено, колку поголема е бруто додадената вредност на МСП, но и на големите претпријатија, толку повисок ќе биде бруто домашниот производ.

Од малите и од средните претпријатија се очекува значително учество во бруто-додадената вредност на ниво на национална економија, придружено со големо учество на големите претпријатија. Бруто-додадената вредност може да се земе како релевантен индикатор за економскиот просперитет на земјата. Таа го мери учеството на секој економски субјект или сектор во процесите на ниво на националната економија, бидејќи претставува баланс помеѓу бруто-производот и меѓуфазната потрошувачка. Притоа, не треба да се заборава дека сепак бруто-домашниот производ (БДП) е еден од основните индикатори за мерење на

големината и перформансите на секоја економија. Вообичаено, БДП е дефиниран како вкупна пазарна вредност на сите произведени финални добра и услуги во една земја во текот на одреден период (една година).

6. Специфицирање на регресиониот модел

Изборот на независни и зависни променливи во еден економетриски модел произлегува од владеењето на економската теорија, познавањето на однесувањето на економските појави и минатото искуство (Ramanathan, 2010, стр. 193). Меѓутоа вистинските односи помеѓу економските променливи никогаш не се познати и затоа реално е да се очекуваат грешки во спецификацијата на економетриските модели.

При избирање на независните променливи кои припаѓаат на моделот, најчесто се препознаваат два типа грешки: изоставување на променлива која треба да припаѓа на моделот и вклучување неважна променлива. Евентуалното изоставување важна променлива е многу сериозен проблем и последиците нормално ќе бидат сериозни, бидејќи проценките и предвидувањата ќе бидат необјективни и тестовите на хипотезите немаат да бидат валидни. Ако една независна променлива чијшто коефициент на регресија не е нула се исклучи од моделот, проценетите вредности на сите други регресиони коефициенти ќе бидат необјективни освен ако исклучената променлива е некорелирана со секоја веќе вклучена променлива. Ако една независна променлива чијшто вистински коефициент на регресија е нула се вклучи во моделот, проценетите вредности на сите други регресиони коефициенти ќе останат објективни и постојани. Во вакви случаи ако се вклучи неважна променлива во моделот, последиците од тоа се помалку сериозни во споредба со изоставувањето важна променлива.

Трудовите кои се посветени на анализа на профитабилноста на претпријатијата, па и на перформансите на економијата како целина, најчесто користат линеарни модели за да го анализират влијанието на поголем број фактори кои можат да имаат значајна улога во објаснување на профитабилноста и перформансите. Соодветно на тоа, нашиот регресионен модел можеме да го специфицираме во следниов облик:

$$Y_{it} = B_0 + B_1x_1 + B_2x_2 + B_3x_3 + B_4x_4 + \dots + \varepsilon_{it}$$

За да се претстави работењето односно профитабилноста на претпријатијата, се употребуваат повеќе показатели. Така, помеѓу најупотребуваните спаѓа приносот на средствата - ROA. Врз основа на тоа е структуриран нашиот економетриски модел каде приходите и задолжувањето на едно претпријатије директно влијаат врз повратот на средства (ROA). Притоа: Y_{it} е зависната варијабла, т.е профитабилноста на претпријатија (ROA), B_0, \dots, B_n се регресионите коефициенти, x_{it} се независните варијабли во регресијата, ε_{it} го претставува случајниот член (резидуал или грешка). Горенаведениот модел на повеќекратна регресија ни ја дава равенката за профитабилност т.е. ја дефинира врската на профитабилноста со одделните фактори кои влијаат врз неа (големина на претпријатије, капитал, оперативна ефикасност, изложеност на ризици итн.). На местото на зависната варијабла ќе биде вклучен ROA.

Толкувањето на регресионите коефициенти треба да се прави со голема внимателност. Коефициентот β_0 ја покажува вредноста во која правата ја сече у-оската, односно вредноста на y_i , кога x_i е еднакво на нула. Овој коефициент е константен. Неговото вклучување е корисно бидејќи ако се изостави тогаш линијата на регресија ќе биде присилена да помине низ изворот, што може да биде сериозно погрешна спецификација и би значело необјективна проценка за наклонот и поголеми грешки (Ramanathan, 2010, стр 195). Според ова, константниот член треба секогаш да биде задржан, освен ако не постои силна теоретска причина да не биде така. Бета-коефициентите, $(B_1, B_2, B_3, \dots, B_n)$ ги претставуваат пропорционалните промени во зависните варијабли кои се должат на промените на независните варијабли. Во нашиот модел како такви ќе бидат вклучени: приходите и задолжувањето Последниот елемент во моделот, ε_{it} , ја претставува грешката, односно резидуалот во моделот.

Повеќекратната регресија е корисна, бидејќи дозволува експлицитно контролирање на повеќе фактори кои истовремено влијаат на зависната варијабла. Ова е значајно и за статистичките оценки и тестирања на економските теории во случаите кога треба да се потпреме на неекспериментални податоци (Gujarati, 2003). Сето ова ни дозволува во неекспериментална околина да го постигнеме тоа што научниците од природните науки се способни да го направат во контролирани лабораториски услови, т.е. да ги држат останатите фактори

непроменети (фиксни).

Поаѓајќи од претходно наведеното и општопознато дефинирање на бруто домашниот производ како индикатор за појаснување на перформансите на една национална економија, се поаѓа во структурирање на нашиот втор економетриски подмодел: бруто-додадената вредност на малите и на средните претпријатија влијае врз економскиот развој на земјата кој се мери преку БДП. Трудовите кои се посветени на перформансите на економијата најчесто користат линеарни модели за да го анализират влијанието на поголем број фактори кои можат да имаат улога во објаснување на перформансите. Во нашата повеќекратна регресија, БДП се јавува како зависна променлива, додека бруто додадената вредност на МСП и големите претпријатија се јавуваат како независни променливи.

7. Резултати од повеќекратната регресија

Резултатите кои се добиени врз основа на првиот повеќекратен регресионен модел со облик $y_{it} = B_0 + B_1x_1 + B_2x_2 + \varepsilon_{it}$, се следни: коефициентот B_1 добива позитивна вредност и изнесува 0,800 што подразбира дека со зголемување на нето добивката за една единица кога другите променливи се држат константни, ROA ќе се зголеми за 0,800 пати. Од другата страна коефициентот B_2 се однесува на каматните трошоци и има негативна вредност - 0,020, од каде јасно се гледа дека со зголемување на каматните трошоци, ROA се намалува во тој сооднос, под услов другите променливи да останат непроменети. Константата или B_0 изнесува 1,234 и таа ја покажува вредноста каде правата ја сече у-оската.

Наведеното влијание врз ROA има логика бидејќи помеѓу независните променливи е отстранета мултиколинearноста, што значи дека независните променливи помеѓу себе не се корелирани (немаат висок коефициент на корелација) и затоа може да се види изолиран ефектот на една променлива врз ROA. Вредноста на R^2 од 0,86 покажува дека во нашиот модел може да биде пресметан 86% од ROA. Како резултат на горенаведеното јасно е дека ако каматните стапки на финансиските пазари, па и во целиот финансиски систем се високи, профитот на претпријатијата ќе биде незадоволителен. Од друга страна, ако се намалат каматните стапки (на пример, на развиените финансиски пазари

тоа може да се постигне преку иновации на финансиски инструменти кои ќе конкурираат на банкарскиот систем за намалување на висината на нивните каматни стапки), тогаш ќе има експанзија на капиталот во насока на претпријатија и се подразбира дека ќе резултира со позитивно влијание на целиот економски развој.

Резултатите кај вториот повеќекратен регресионен модел со облик $y_{it} = B_0 + B_1x_1 + B_2x_2 + \varepsilon_{it}$, се следни: константата $B_0 = 286.232.717$ денари, што подразбира дека бруто-домашниот производ (БДП) ќе го има тоа ниво без претпоставеното влијание на бруто додадената вредност (БДВ) на МСП и на големите претпријатија. Вредноста на константата B_0 ја покажува точката каде линијата на регресија ја сечи y_{it} оската. Коефициентот на регресија B_1 изнесува 0,460, што значи дека за толку пати ќе се зголеми БДП кога БДВ на МСП ќе се зголеми за една единица и кога другите променливи ќе се задржат непроменети. Коефициентот B_2 изнесува 0,996 што значи дека за толку пати БДП ќе се зголеми кога бруто додадената вредност на големите претпријатија ќе се зголеми за една единица, исто под претпоставка дека другите променливи ќе се задржат непроменети. Наведеното влијание врз БДП има логика бидејќи помеѓу независните променливи е отстранета мултиколинеарноста, што значи дека независните променливи помеѓу себе не се корелираат (немаат висок коефициент на корелација) и затоа може како изолиран да се види ефектот на една променлива врз БДП. Овој модел е проверен преку тестот на детерминантност каде $R^2 = 0,952$. Ова значи дека моделот дава основа за предвидување со 95,2 % точност.

ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА

Врз основа на извршената систематска анализа на истражуваната проблематика, во завршниот дел можат да се синтетизираат следниве заклучоци:

1. Кога се зборува за факторите што го овозможуваат економскиот развој на една земја или на еден регион, освен вообичаените фактори како на пример природните услови, треба да се земе предвид влијанието и на други фактори како што е степенот на развиеност на пазарите, особено на финансискиот пазар кој е многу значаен фактор за развојот на малите и на средните претпријатија (МСП), а преку нив е и двигател на економскиот развој на земјата како целина.

2. Малите и средните претпријатија се значајни фактори за благосостојбата на секоја национална економија. Незапирливиот óд на процесот на глобализација, брзиот техничко-технолошки развој и меѓународната интеграција на пазарите на капитал, ја налагаат поголемата флексибилност и прилагодувањето на деловните субјекти кон промените што ги носат глобализациските процеси. Глобализираниот светски пазар овозможува настап на малите и на средните претпријатија, коишто со својата бројност, разновидност, диверзифицираност и ефикасност стануваат многу значаен елемент за јакнење на националната економија и забрзување на развојот. Токму поради тоа, во современи услови посебно се потенцира корелациската врска меѓу малите и средните претпријатија и перформансите на економиите, т.е. сè поголемото значење на малите и средните претпријатија за економскиот развој.

Во рамките на бројните истражувања кои се однесуваат на развојните можности на одделни земји, анализирани се практиките на развиените пазарно ориентирани економии, како и на земјите во развој, при што се укажува на секторот на мали и средни претпријатија кои со својата жилавост, виталност, инвентивност, прилагодливост на барањата на домашниот и на странскиот пазар, конкурентноста, обезбедувањето нови технологии, знаење и слично, придонесуваат за креирање работни места, за зголемување на производството и додадената вредност, односно економскиот развој воопшто. Откако е констатирано значењето на МСП за економскиот развој, се потенцира потребата од преземање соодветни мерки и активности за дефинирање стратегии за поддршка на нивниот развој, а притоа не смеат да се занемарат и позитивните

искуства од различните земји.

3. Анализата на пристапите за утврдување критериуми за детерминирање на големината на компаниите, исфрли на површина неколку прагматични аспекти. Имено, малите и средните претпријатија се хетерогена група, па затоа е тешко да се определи единствен критериум, односно единствена комбинација на критериуми што ќе дадат дефинитивен и единствен одговор за овој сектор. Денес, општоприфатена е ревидираната дефиниција на Европската комисија, според која се земаат предвид следниве критериуми: бројот на вработени, годишниот профит и вредноста на вкупната актива. Исто така, во стручната литература и практика постојат различни дескрипции за карактеристиките на малите и средните претпријатија, но сите тие можат да се сублимираат во неколку карактеристики: флексибилност, иновативност, поголема можност за вработување, ограничен обем на обртен капитал, специјализација за нови производи и/или услуги, посветеност кон потрошувачот, кратки канали на комуникација, независност и изразена иницијатива за остварување профит.

4. Финансирањето на малите и на средните претпријатија е сложен процес, но секако дека тој е неопходен за нивното основање и функционирање. За жал, еден од најголемите лимити во работењето на малите и средните претпријатија е токму недостигот на финансиски средства. Во тој контекст како резултат од истражувањето потенцирани се повеќе пристапи за обезбедување финансиски средства. Имено, во различните развојни фази претприемачите можат да користат различни начини за финансирање на своите бизниси, при што сопствените извори на средства секогаш се најевтиниот извор. Сепак, тие вообичаено се недоволни за непречено и континуирано работење. Во развиените земји, во почетната фаза од развојот на МСП, доминантен извор на финансирање се бизнис ангелите. Во текот на следните неколку години по оснивањето (во раната фаза на развој т.е. првите 5 години) доминантни се ризичниот капитал т.е. ризичните фондови, а во подоцнежните фази на развојот како значаен извор за финансирање се јавува емисијата на хартии од вредност.

Бизнис ангелите и ризичните фондови се атрактивни извори за финансирање кон кои се стремат сè повеќе деловни субјекти. Од анализата на нивните карактеристики може да се извлече констатацијата дека бизнис ангелите и формалните ризични фондови припаѓаат на исто семејство капитал т.е. ризичен

капитал (venture capital), но за остварување поголема корисност и надминување на проблемите поврзани со финансирањето со помош на овие извори треба да се имаат предвид следниве аспекти: бизнис ангелите инвестираат сопствен капитал, а формалните ризични фондови туѓ капитал (капитал на други лица). Вообичаено тие инвестираат капитал на разни институции како што се на пример: пензиски фондови, здравствени фондови, различни фондации и сл. Бизнис ангелите инвестираат во личноста на претприемачот што ја избрале, додека формалните ризични фондови инвестираат по претходно испитување на избраниот проект со примена на строги критериуми (без емоции), што може да биде нивна предност. Поради ваквата разлика бизнис ангелите немаат потреба од ангажирање правни и финансиски експерти, така што нивните трошоци поврзани со инвестирањето се пониски. Бизнис ангелите инвестираат само тогаш кога ќе најдат поволна и прифатлива алтернатива, што им овозможува да работат „спокојно“, додека ризичните фондови мора постојано да инвестираат, бидејќи имаат ограничен животен век (обично 10 години) и за тоа време треба да го инвестираат и оплодат капиталот на фондовите т.е. да излезат од бизнисот. Бизнис ангелите главно, се фокусираат на раните фази од развојот на бизнисот, инвестираат помал обем средства, додека формалните ризични фондови, што се фокусирани на повисоките (зрелите) фази на развој на бизнисите и располагаат со големи, милионски фондови, влегуваат со многу поголем капитал, па често нудат поголеми износи на расположив капитал од реалните потреби на бизнисите. Доколку бизнисот успее тие се подготвени да инвестираат и дополнителен капитал според поповолни услови.

Целите на инвестирање се различни кај едната и кај другата форма на ризичен капитал. Имено, формалниот ризичен капитал има основна цел, а тоа е што е можно повеќе да го оплоди капиталот на институциите кои им го довериле за вложување, додека кај бизнис ангелите мотивот за остварување профит често е комбиниран и со други принципи и цели: да им се помогне на претприемачите, да се придонесе за растот и развојот на секторот и претприемаштвото во земјата и сл.

5. Врз основа на извршената анализа, може да се извлече констатацијата дека во развиените земји малите и средните претпријатија стануваат сè позначаен фактор за економскиот развој, па според тоа неопходно е државите да преземат соодветни мерки и стратегии за поттикнување на нивниот развој и поголемо почитување на принципите од Актот за мали бизниси, што претставува вистински

предводник во иницијативата и политиките на ЕУ за поддршка на малите и на средните претпријатија. Малите фирми се сметаат за агенти на промените и претставуваат извори на значителна иновативна активност која силно придонесува кон економскиот раст на една земја. Во високоразвиените земји малиот бизнис има многу значајно место, како од аспект на стопанската структура, така и за економскиот развој. Искуството на развиените земји покажува дека интензивниот развој на малиот бизнис како објективна нужност не е резултат сам по себе, туку напротив тоа е процес што се одвива многу организирано, со бројни институции, механизми, мерки и инструменти насочени кон негово поддржување.

6. Малите и средните претпријатија во Германија, по глобалната финансиска криза од 2008 година, создаваат можности за враќање на одличните перформанси на целата економија. Исто како во другите ЕУ земји, така и во Германија малите и средните претпријатија успеваат да вработат најголем дел од работоспособните лица и да генерираат најголема додадена вредност, влијаејќи на овој начин врз развојот на економијата. Што се однесува до вработувањето, учеството на МСП е некаде за 4 процентни поени помало во споредба со ЕУ земјите. Исто така учеството на МСП секторот во бруто-додадената вредност е под учеството на ЕУ земјите за околу 4 процентни поени.

7. Малите и средните претпријатија (МСП) во Австрија претставуваат важен столб на економијата. Речиси 99,6% од вкупниот број претпријатија спаѓа во групата на МСП, кои реализираат релевантна продажба и бруто-додадена вредност. Исто така тие играат важна улога и во вработувањето (два третини од луѓето што се стекнуваат со професионална наобразба се наоѓаат себеси во овие претпријатија). Во изминатите години малите и средните претпријатија во Австрија иако функционираа во неповолна економска средина поради глобалната финансиска криза од 2008 година, сепак успеаја стабилно да се развиваат (иако имаше паѓање на нивото на рентабилност и вработување). После 2009 година пак заживуваат за во наредните години да го достигнат нивото од пред појавата на кризата. Затоа ако се споредува пазарот на труд во Австрија со соодветниот пазар на ЕУ, ќе се дојде до сознанието дека тие се во добра состојба во смисла дека апсорбираат голем број работници.

8. Швајцарските мали и средни претпријатија (МСП) се вработ на

тамошната економија. Имено, во оваа економија силно доминираат малите и средните претпријатија (МСП). Бруто-домашниот производ на сите швајцарски компании во периодот од 2008-2013 се зголеми во реални услови со просечна годишна стапка од 1,2%.

9. Во современи услови, секторот на МСП е доминантен и во земјите во развој, а најголем дел од малите претпријатија се основаат во секторот трговија. Високата флексибилност и ниските фиксни трошоци се клучни детерминанти на компаративната предност на малите претпријатија. Малите и средни претпријатија се извор на иновации, па затоа имаат значајна улога во забрзувањето на технолошкиот и економскиот развој на секоја земја. Токму поради тоа, политиките на земјите во развој се насочени кон преземање низа мерки во контекст на економските реформи и имплементирање стратегии и национални програми во насока на поттикнување на развојот на малите и средните претпријатија.

10. Малите и средните претпријатија во Хрватска, како и во другите земји на Европската унија, се под влијание на негативен тренд. Со цел да се зголеми конкурентноста, ЕУ ја признава клучната улога на малите и на средните претпријатија во процесот на економско заздравување и презема различни политики насочени кон овој сектор за да создаде повољна деловна клима за нив. Хрватска, исто така, има потреба од фокусирање на малите и на средните претпријатија кои како главен и најспецифичен дел од економијата, во поповољна бизнис средина можат да го обезбедат посакуваниот раст и нови вработувања. Во актуелни услови, поради продолжено високата стапка на невработеност во Хрватска, каде само малите и средни претпријатија се генератори на нови работни места, прашањето за ефикасноста на овој дел од економијата е поважно од било кога. Затоа и Хрватска се приклучува кон стандардните политики на Европската унија, кои даваат посебно значење на малите и средни претпријатија. Опстанокот и развојот на хрватските мали и средни претпријатија на единствениот пазар на Европската унија ќе зависи од нивната способност успешно да се натпреваруваат и да одговорат на предизвиците поставени од страна на пазарот и од тешката конкуренција во рамки на Унијата.

11. Од 2009 година економијата на Бугарија полека се опоравува. Додадената вредност на МСП во 2014 година се врати на нивоата од пред кризата,

но овој раст не донесе нови работни места.

12. Анализата и улогата на МСП во економијата на Србија може да се заокружи со потенцирањето дека во текот на целиот период 2008-2014 година, малите и средни претпријатија имаа доминантна позиција во смисла на партиципирање кај поголемиот број главни индикатори на нефинансискиот сектор. Според ова во 2014 година, малите и средни претпријатија генерираа 64,8% од вработувањата, 65,4% прометот, 56,0% од БДВ и 51,8% учество во надворешната трговија на нефинансискиот сектор.

13. Во економијата на Албанија, како и во оние на другите неразвиени држави преовладуваат малите и средни претпријатија (МСП), кои опфаќаат голем број вработени лица и создаваат голем процент од вкупната додадена вредност. Ако се анализираат активните деловни субјекти според големината вреди да се потенцира дека во Албанија малите и средни претпријатија покажуваат растечки тренд и покрај општите економски и финансиски турбуленции.

14. Врз основа на резултатите добиени од извршената анкета во Полошкиот регион, со нивно внимателно генерализирање, може да се констатира дека иако во Република Македонија не постои доволно развиен пазар на пари и капитал, кај претпријатијата е присутна доза на оптимизам дека финансиската дерегулација, финансиските иновации и технолошките унапредувања ќе ја подобрат расположивоста со информации на пазарите на хартии од вредност отворајќи нови можности за депонентите и за заемобарателите. На овој начин се смета дека појавата на нови финансиски инструменти ќе привлече повеќе штедачи да се откажат од финансиските посредници и директно да купуваат хартии од вредност на финансиските пазари.

15. Според обемот на трансакции, девизниот пазар е најголемиот финансиски пазар кој во Република Македонија функционира поефикасно и поорганизирано споредено со другите сегменти на финансиските пазари. Во светски рамки дневниот промет на традиционалниот девизен пазар изнесува 4 трилиони долари, додека кај нас прометот не ги достигнува износите како во развиените земји. Сепак овој пазар и кај нас е веројатно најразвиениот сегмент на вкупниот финансиски пазар. Ова е поддржано и од менаџерите што беа анкетирани како активни учесници на девизниот (поконкретно менувачкиот) пазар, бидејќи како што тие кажуваат секој ден имаат потреба за размена на

девизи од една во друга валута.

16. Од спроведеното теренско истражување по пат на анкета може да се констатира дека малите и средни претпријатија од Полошкиот регион, дополнителни финансиски средства за оперативно функционирање и за инвестиции во основа бараат во банкарскиот систем. Ова подразбира дека овие претпријатија се ориентирани на традиционално финансирање преку банкарскиот систем и тоа по пат на краткорочни заеми. Значи од нивен аспект Берзата не се јавува како механизам за мобилизирање капитал, туку надворешното финансирање речиси во целина се сведува на земање банкарски заеми. Како резултат на ова финансирањето само преку банкарската мрежа е своевиден недостаток и веројатно значаен хендикеп на македонските фирми во нивниот натпревар со странски конкуренти.

17. Голем дел од компаниите во Полошкиот регион немаат соодветен пристап до Македонската берза што значи дека тие не котираат на Берзата каде би можеле да најдат дополнителни финансиски средства, се разбира преку примарна емисија на акции. На Берзата котираат помал број компании, бидејќи се поставени строги критериуми, што не е лесно да се постигнат и исполнат од страна на малите фирми. Имено, висината на капиталот како предуслов за котирање на Берзата со примарни емисии на акции, на пример е поставена на високо ниво што е неприфатливо за голем број на компании.

18. Однесувањето на македонските фирми во поглед на котирањето на берза е очигледно сосема спротивно од она што се случува во светски рамки и затоа е потребно тие да се стимулираат за сето ова. Во развиените земји, но не само кај нив, за една фирма котирањето на берза претставува прашање на престиж, и поради тоа тие со сите сили настојуваат да котираат на берзите. Таму изложувајќи се пред очите на јавноста фирмите го зголемуваат својот углед, ликвидноста на своите хартии од вредност и на поевтин начин доаѓаат до нов капитал. Спротивно на тоа повеќе македонски фирми очигледно се мотивирани да ја зголемат, а не да ја намалат информационата асиметрија во однос на потенцијалните купувачи на нивните акции (сегашните доминантни акционери и менаџери се воздржуваат од котирање на берза поради потенцијалните закани за преземање на контролата врз фирмата). Кога ќе се совлада психолошката бариера во врска со котирањето, македонските фирми ќе имаат нови финансиски

перспективи и ќе можат да конкурират со надворешните фирми.

19. Само ефикасни и добро развиени финансиски пазари нудат добри перспективи за малите и за средните претпријатија и, се разбира, тие се еден од главните предуслови за добра макроекономска слика на националната економија, во целина. Сето ова беше прикажано преку главната хипотеза: развиените пазари позитивно влијаат врз развојот на малите и на средните претпријатија (МСП) и оттука врз развојот на земјата како целина (БДП), како и преку потхипотезите кои се: приходите и задолжувањата на едно претпријатие влијаат директно врз повратот на средствата (ROA); бруто-додадената вредност на малите и на средните претпријатија влијае врз економскиот развој на земјата (искажан преку порастот на БДП). Остварувањето задоволителен приход и ниските каматни стапки имаат витално значење за секоја компанија, бидејќи од самото тоа се детерминирани опстанокот и идните патеки по кои ќе се движи компанијата. Рентабилноста е главно мерило на резултатите на компанијата (претпријатието). Всушност, виталноста на компанијата се мери преку показателите на рентабилноста, од каде што се извлекува констатацијата дали и во кој степен ресурсите со кои располага самата компанија се употребуваат ефикасно или не. Познато е дека рентабилните фирми придонесуваат со поголема бруто-додадена вредност која е главна индикација за високо ниво на БДП и од тука јасно се гледа меѓусебната поврзаност на хипотезите. Потврдувањето на истите е прикажано преку применетата статистичка анализа изведена по пат на повеќекратна регресија чии резултати даваат јасни сигнали за потврдување на поставената главна хипотеза дека развиените и функционални финансиски пазари влијаат врз развојот на претпријатијата и оттука врз развојот на целата национална економија.

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

Книги и студии

- абecedен редослед

1. Albrecht, W. Stice, J. Stice, E. Swain, M. (2010). *Accounting: Concepts and Applications*, 11th ed., Cengage Learning,
2. Boatright, John R. (2010). *Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Inc.
3. Bodie, Z. Kane, A. Marcus, A.(2010). *Investments*, 8th ed., McGraw – Hill.
4. Bollinger, J.(2001). *Bollinger on Bollinger Bands*, McGraw-Hill.
5. Brookson, S. (2000). *Mastering Financial Management*, Thorogoot Ltd, Лондон.
6. Burkert, M. (2007). *Qualitet von Kennzahlen und Erfolg Von Managern*, OestrichWinkel.
7. Campbll John, Y. Andrew W, Lo (1997). *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University, овлстен превод 1997.
8. Cox, D. Cox, M. (2006). *The Mathematics of Banking and Finance*, Wiley
9. Elton, Edwin J. Gruber, Martin J. Brown, Stefen J. Goetzmann,William N. (2007). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Seventh Edition, United States of America.
- 10.Gerald, B. Margulis, J B. (2000). *Angel Investing - How to Find and Invest in Private Equity*, John Wiley & Sons, New York.
- 11.Glassman, J. (2002). *The Secret Code of the Superior Investor*”, Crown Business, New York.
- 12.Govori, F. (1998). *Tregu finansiar*, Riinvest, Приштина.
- 13.Graham, J. Smart Scott, B. (2012). *Introduction to Corporate Finance*”, Cengage Learning, 3rd ed
- 14.Hawawini, G. Viallet, C. (2010). *Finance for Executives: Managing for Value*, 4th ed., Cengage Learning.
- 15.Kirkpatrick Charles, D. Dahlquist, J. (2010). *Technical Analysis: The Complete Resource for Financial Market Technicians*, 2th Ed., Pearson Education.
- 16.Lasher Wiliam, R. (2005). *Practical Financial Management*, Litten Editing and Produktion, Inc, Лондон.
- 17.Laudon, K. Laudon, J. (2006). *Management Information Systems: Managing the Digital Firm*, New Jersey, Pearson Prentice Hall.
- 18.Louis, E. Henry, R H.(1994). *How to buy stocks*
- 19.Lučič, L. (2006). *Preduzetničke finansije*, Akademska knjiga, Novi Sad.
- 20.Madura, J (2012). *Financial markets and institutions*, Thomson South-

western, 10th ed.

21. Metrick, A. Yasuda, A. (2011). *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley and Sons Inc.
22. Mishkin Frederic, S. (2010). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Education, 8th Ed.
23. Mishkin Frederik, S. Eakins Stenly, G. (2009). *Tregjet dhe institucionet finansiare* Универзитет Victory, Prishtinë.
24. Morris Virginia, B. Morris Kenneth, M. (2002). *Guide to Money & Investing*, Lightbulb Press, Inc., New York.
25. Moyer C,R. McGuian R,J. Rao R, P. (2007). *Fundamentals od Contemporary Financial Menagement*, Thompson, South Western, Canada.
26. Rose, P. Marquis, M. (2006). *Money and Capital Markets*, 9th Ed., Florida State University.
27. Soskic, D. (2007). *Hartije od vrednosti: upravljanje portfolio i investicioni fondovi*, Ekonomski fakultet, Beograd.
28. Stanley B, B. Geoffrey A, H. (2008). *Основи на финансиски менаџмент*, превод на македонски јазик, Скопје.
29. Stevenson A,R. Jennings H, E. (2000). *Fundamentals of Investments*, West Publishing Company, St. Paul, USA.
30. Story, D. (1994). *Understanding the Small Firm Sector*, Routledge, London
31. Van, H. James, C. Wachowicz, J M. *Fundamentals of Financial Management*, 13-th edition. Prentice Hall.

- азбучен редослед

1. Дикинс, Д. Филс, М. (2010). *Претприемништво и мали фирми*. (превод на македонски), Скопје.
2. Ивановски, З. (2011). *Финансиски пазари и институции*, Универзитет за туризам и менаџмент, Скопје.
3. Мишковска Кајевска, Л. (2002). *Малиите претпријатија во развојот на стопанството на Македонија*, Економски институт, Скопје.
4. Оцаклиеска, Д. (2010). *Пазарот на капитал во функција на ефикасен портфолио менаџмент*, Економски факултет, Прилеп.
5. Петковски, М. (2009), *Финансиски пазари и институции*, Економски факултет, Скопје.
6. Раму, Р. (2010). *Вовед во економетрија со промени*, превод на македонски.
7. Узунов, Н., Георгиев А., Недановски, П. (2003). *Применета економија*, Економски факултет, Скопје.
8. Фити Т, Василева Хаџи Марковска, В. Бејтмен, М. (2007). *Претприемништво*, Економски факултет, Скопје.
9. Фити, Т. (2009). *Економија*, Економски факултет, Скопје.

10. Фити, Т. (2009). *Феноменологија на економските кризи*, Економски факултет, Скопје
11. Фити, Т. Марковска Василева Хаџи, В. Беитмен, М. (1999). *Претприемништво*, Економски факултет, Скопје.
12. Џејмс, Ц. Ван, Х. (2008). *Кампајни стилајки и шекови на финансискиот пазар*, Скопје.
13. Шукаров, М. Ивановски, З. (2005). *Харџии оџ вредносџ и портфолио менаџментџ*, Европски универзитет, Скопје.
14. Шуклев, Б. (2006). *Менаџментџ на малиот бизнис*, Економски факултет, Скопје.

Научни трудови

1. Beaver, G. (2002). „Strategy and management in the smaller enterprise“, *Strategic Change*, Vol. 11 (4), pp.175-181.
2. Beaver, G. Jennings, P. (2000). „Editorial overview: small business, entrepreneurship and enterprise development“, *Strategic Change*, Vol. 9 (7), pp.397- 403..
3. Beck, T. Demirgüç-Kunt, A. Maksimovic, V.(2005). „Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter“, *The journal of finance*, vol. LX No 1.
4. Ghobadian, A. and O Regan, N. (2006). „The impact of ownership on small firm behaviour and performance“, *International Small Business Journal*, Vol. 24 (6)
5. Ghobadian, A. O Regan, N. (2006). „The impact of ownership on small firm behaviour and performance“, *International Small Business Journal*, Vol. 24 (6), p. 555-586.
6. Hudson, M. Smart, A. and Bourne. (2001). „Theory and practice in SME performance measurement systems“, *International Journal of Operations and Production Management*, Vol. 21 (8).
7. Meir, S. „How Many Stocks Make a Diversified Portfolio“, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1987.
8. Mut, j.(1961). „Rational Expectations and the Theory of Price Movements“, *Econometrica*.
9. Sawyerr O.O. McGee, J. Peterson, M. (2003). „Perceived uncertainty and firm performance in SMEs: the role of personal networking activities“, *International Small Business Journal*, Vol. 21 (3), pp.269-288.
10. Schindehutte, M. Morris M, H. (2001). „Understanding strategic adaptation in small firms“, *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, Vol. 7 (3), pp.84 -107.
11. Stefanović, I. Milišević, D. Miletić, S. (2009). „Significance and development problems of SMEs in contemporary market economy“, *Serbian journal of management*.

12. Turner, R. (2004). „Five necessary conditions for project success“, *International Journal of Project Management*, Vol. 22.
13. Turner, R. (2004). „Five necessary conditions for project success“, *International Journal of Project Management*, Vol. 22.
14. Variyam, J.N. Kraybill, D.S. (1993). „Small firm's choice of business strategies“, *Southern Economic Journal*, Vol. 60, pp.136-146.
15. Waldman D, A. Yammarino, F. (1999). „CEO charismatic leadership: levels of management and levels of analysis“, *Academy of Management Review*, Vol. 24 (2), pp. 266-85.

Магистерски трудови

-абecedен редослед

1. Arnold, M. (2012). *Generierung von Marktinformationen für die Entdeckung von nachfrageinduzierten Marktopportunitäten, Bankbeziehung*, Schweizerisches Institut für Klein - und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
2. Ehrensperger, A. (2012). *Empfehlungen für exportierende Schweizer KMU im Umgang mit Wechselkursschwankungen - Untersuchung am Beispiel aktueller E76.nwicklungen*, Schweizerisches Institut für Klein und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
3. Jaeggi, D. (2012). *Vom Technology - Push zum radikal - innovativen Lebensmittel mittels der Berücksichtigung von Kunden*, Schweizerisches Institut für Klein und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
4. Maud, R. (2012). *Best Practices in Online Customer Service – An investigation of the efficiency of online tools for customer service*, Schweizerisches Institut für Klein und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
5. Meyer Henschel, L. (2012). *Characteristics of Transaction Markets for Corporate Control – An Empirical Analysis for Germany and Switzerland*, Schweizerisches Institut für Klein und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
6. Nussbaum, Ch. (2012). *The Euro-Crisis and its consequences on SMEs. Case studies in Switzerland, Germany and Ireland*, Schweizerisches Institut für Klein- und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
7. Oesch, F. (2012). *Interaktionsqualität in der Gastronomie*, Schweizerisches Institut für Klein und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
8. Steiner, N. (2012). *Strategische Neuausrichtung der cosmetics: Unternehmenskonzept und Finanzplanung*, Schweizerisches Institut für Klein- und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).

-азбучен редослед

1. Димеска, Ј. (2012). *Бизнис климата и развојот на малиите и средни бизниси во Република Македонија*, Економски Факултет, Прилеп.
2. Ефтимова, В. *Перспективата на инвестициските фондови на пазарот на капитал во Република Македонија*, Прилеп.
3. Јолески, Б. (2014). *Финансиска и пазарна анализа на портфолио инвестирање*, Прилеп.
4. Камчева, Е. (2012). *Алтернативни можности за влог на финансиски средства на населението*, Прилеп.
5. Момировски, Д. (2014). *Имплементација на модели за вреднување на акциите на пазарот на капитал*, Прилеп.
6. Наумовска, Б. (2013). *Квантификација на корисноста и ризиците од вложувањето во обврзници*, Прилеп.
7. Николоска, Б. (2009). *Анализа на улогата на банкарскиот систем во економскиот раст: Случајот на Македонија*, Скопје.
8. Фуна Витанова, Х. (2012). *Ефектите од глобализацијата и либерализацијата на пазарот на капитал*, Прилеп.
9. Цветкоски, Г. (2014), *Инвестициските фондови и ефикасноста на пазарот на капитал*, Прилеп.
10. Шеали, А. *Развој на модел на иновациски процес со примена на информациски системи за поддршка на одлучувањето во мали и средни претпријатија*, Битола.

Докторски дисертации

- абecedен редослед

1. Dehlen, T. (2012). *Acquisitions and Divestitures in Family Firms: The Role of Socioemotional Wealth*, Schweizerisches Institut für Klein und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
2. Fust, A. (2012). *Der Kunde als Informationskanal und die Entdeckung von Opportunitäten. Eine Untersuchung der Informationskanäle von Unternehmern in KMU und des Einflusses von Kundeninteraktionen auf den Neuigkeitsgehalt von Opportunitäten*, Schweizerisches Institut für Klein und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
3. Griesbach, D. (2012). *Organizing (in) the Present: The Case Study of a Swiss Textile Company*, Schweizerisches Institut für Klein und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
4. Ohle, P. (2012). *Die Rolle des CFO in grossen Familienunternehmen – operativ, strategisch, normativ*, Schweizerisches Institut für Klein und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-HSG).
5. Wickart, R. (2012). *Strategische Sicherung des Fremdkapitalzugangs: Nachhaltige Finanzierung durch eine effektive Bewirtschaftung der Unternehmensrisiken und eine vertrauensvolle Bankbeziehung*, Schweizerisches Institut für Klein- und Mittelunternehmen an der Universität St.Gallen (KMU-

HSG).

- азбучен редослед

1. Оцаклиеска, Д. (2010). *Пазарот на капитал во функција на ефикасен портфолио менаџмент*, Економски факултет, Прилеп.
2. Парталоска, В. (2014). *Користење на електронската трговија, во малиот и средниот бизнис – ситуација на случај од Јунозападен регион на Р Македонија*, Економски факултет, Прилеп.
3. Ристеска, А. (2013). *Влијанието на малиот и средниот предпријателство врз економскиот развој, со посебен осврт Република Македонија*, Економски факултет, Прилеп.

Извештаи, работни документи и зборници од конференции

- абecedен редослед

1. *Angel market exhibitions modest growth*, Whittemore school of Business & Economics, University of New Hampshire, 2010.
2. Baygan, G.(2003). *Venture Capital Policy Review*, Working Paper.
3. Belopavlović G., Lazarević – Moravčević M., Stefanović S. (2011). *Upravljački aspekti finansiranja preduzeća*, Majska konferencija o strategijskom menađmentu, Tehnički fakultet, Bor.
4. *Doing business 2012*, Copublication of World bank & International Finance Corporation, 2011.
5. Domazet, I., Zubović, J. Bradić- Martinović, A. (2008). *Internacionalizacija poslovanja preduzeća*, Majska konferencija o strategijskom menađmentu, Tehnički fakultet, Bor.
6. Ewine, M. (2002). *Business Angel Investing Groups Growing in North America*, Кауфман фондацион, October
7. Gveroski, M. Risteska, A. (2007), *Riziko kapital i poslovni anđeli kao finansiske opcije preduzetničkih poduhvata*, III Majska konferencija o strategijskom menađmentu, Универзитет во Белград, Технички факултет, Бор
8. *Izvešće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj 2012*, Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeće i poduzetništva, Zagreb, 2012.
9. *Izvešće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj 2013*, Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeće i poduzetništva, Zagreb, 2013.
10. *Izvešće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj*, Centar za politiku Razvoja malih I srednjih poduzeća i poduzetništva, 2014
11. Jeffrey, S. (2010). *Angel Market Analysis*, Center for Venture Research, University of New Hampshire
12. *KMU-Spiegel 2014 Strategische Schlüsselfaktoren Schweizer KMU*, Hochschule für Angewandte Wissenschaften FHS St. Gallen, 2014

13. *Mittelstandbericht 2016, Bericht über die Situation der kleinen und mittleren Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft, Österreich*. Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft, 2016
14. *Rezultate të anketës strukturore të ndërmarrjeve ekonomike 2013*. Enti statistikorë i Shqiprisë, Tiranë, 2014.
15. *SBA – Datenblatt Deutschland*, European Commission
16. *SBA Справочник 2014 г.*, Европска комисија Препријатия и промишленост БЪЛГАРИЯ, 2015.
17. *SBA Справочник България*, European Commission, 2015
18. *Stability Pact: FYR Macedonia Enterprise Policy Performance Assessment*, OECD and EBRD, September 2003.
19. Tambunan, T. (2006). *Pattern of change and development of micro, small and medium enterprises*, working paper series No 7, Center for Industry and SME studies, Faculty of Economics, University of Trisakti.
20. *The Development of the Macedonia Capital Market, Republik of Macedonia Securities and Exchange Commission*, Скопје, 2004.
21. *Transitions and Tensions*, IMF World Economic Outlook, October 2013.
22. *Wirtschaftslage und Erwartungen 2014*, Deutscher Industri und Handelskammertag (DIHK), Herbst 2013.

- азбучен редослед

1. *2014 година през погледа на бизнеса*. Публикация въз основа на виждането на Българската асоциация на индустриалния капитал
2. *Анализ на състоянието и факторите за развитие на МСП в България: 2011-2012 г.*, Изпълнителна агенция за насърчване на малките и средните предприятия, София, 2012.
3. Атанасоски, С. (2007). *Глобализацията, глобален поредок и глобалниот економски развој*, Меѓународна конференција, 19-20 октомври, Охрид,
4. Башеска – Ѓорѓиевска, М. (2003). *Трансформација на предпријатијата во функција на стопански развој*, Меѓународен симпозиум, Економски факултет – Прилеп, 20-21 јуни
5. *Билтен*, Министерство за финансии на Република Македонија, 2014.
6. Гвероски, М. Ристеска, А. (2008). *Бизнис ангели – екстерна форма за финансирање на предприемачките бизниси*, Друштво за наука и уметност, Прилеп.
7. *Годишен извештај за секторот на МСП за 2009 година*, Министерството за економија на Република Македонија, Скопје, 2009.
8. *Годишен извештај за секторот на МСП за 2013 година*, Агенција за поддршка на претприемништвото на Република Македонија, Скопје, 2014.
9. *Годишен извештај за секторот на МСП*, Министерство за економија на РМ, Сектор за претприемништво и конкурентност, Скопје, 2009.
10. *Годишен извештај за управување на јавниот дол на РМ за 2014 година*,

Министерство за финансии, 2015.

11. *Евројска програма за конкурентност на мали и средни претпријатија КОСМЕ*, Министерство за економија, Скопје, 2014.
12. *Зборник на трудови*, Макроекономската политика во областа на финансите, Научен собир, Економски факултет, Скопје, 2001.
13. *Зборник на трудови*, Некои аспекти од развојот на македонската економија во услови на транзиција, Економски институт, Скопје, 1999;
14. *Извештај за работата на Македонска берза АД Скопје за 2013 година*, Македонска берза, Скопје, 2014.
15. *Извештај за финансиска стабилност на Република Македонија во 2011 година*, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2012.
16. *Извештај за финансиска стабилност на Република Македонија во 2012 година*, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2013.
17. *Извештај за финансиска стабилност на Република Македонија во 2013 година*, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2014.
18. *Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2009 година*, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2010.
19. *Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2010 година*, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2011.
20. *Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2015 година*, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2016.
21. *Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2008 година*, Народна банка на Република Македонија, Скопје, 2009.
22. *Извештај о малим и средњим предузећима и предузетништву за 2014. годину*, Министерството за привреда, Министерството за регионален развој и локална самоуправа, Национална агенција за регионален развој, 2015.
23. *Извештај о малим и средњим предузећима и предузетништву за 2012 годину*, Министерството за привреда, Министерството за регионален развој и локална самоуправа, Национална агенција за регионален развој, Београд, 2013.
24. *Макроекономска политика на Република Македонија за 2006 година*, Министерство за финансии, Скопје, 2005.
25. Меѓународен симпозиум, *Алтернативите на развојот: Економски и социјални аспекти на промените во земјите од Југоисточна Европа*, Економски факултет, Прилеп, 1998.
26. Научен собир, *Транзицијата во Република Македонија*, Економски институт Скопје, 1997.
27. *Национална стратегија за економскиот развој на Република Македонија – развој и модернизација*, Македонска академија на науките и уметностите, Скопје, 1997.
28. *Национална стратегија за развој на електронските комуникации со информатички технологии*, Министерство за транспорт и врски.
29. *Производствено реструктурирање на економијата на Република*

Македонија, Здружение за одржлив развој, Министерство за финансии, Скопје, 2002.

30. *Соопштение: Структурни деловни статистики 2014*, Државен завод за статистика, 2015.

31. *Соопштение: Структурни деловни статистики 2015*, Државен завод за статистика, 2016.

32. *Состојби можности и перспективи на македонската економија*, Сојуз на економисти на Македонија, Скопје, 2004.

33. *Стратегија за економскиот раст преку развој на МПС*, Сојуз на стопански комори на Македонија, Скопје, 2012.

34. Трајкоска Г., (2003). *Современиот концепт на финансискиот менаџмент – услов за развој на малиот и средни претпријатија*, Меѓународен симпозиум, Економски факултет – Прилеп, 20-21 јуни, Охрид.

35. *Финален извештај: Напред или назад - надминување на пречките за имплементација на политиката за развој на секторот на МСП во ситоанството на Македонија*, Универзитет „Св Кирил и Методиј“ Економски институт, Скопје, 2004.

Службени весници – закони

1. *Закон за заштитата на конкуренцијата*, Службен весник на РМ бр.145/2010.

2. *Закон за трансформација на претпријатијата со општествен капитал*, Сл. весник на РМ, 38/1993.

3. *Закон за трговски друштва*, Службен весник на Република Македонија” бр. 28/04 од 30. 04. 2004.

4. *Закон за хартии од вредност*, Службен весник на РМ, 05/2010.

Веб-страници

<http://altavistabroker.com.mk/>

<http://online.wsj.com/>

<http://stockcharts.com/>

<http://usequities.nyx.com/>

<http://www.barchart.com/>

<http://www.cdhv.mk/>

<http://www.economist.com/>

<http://www.investopedia.com/>

<http://www.mse.mk/>

<http://www.nyse.com/>

<http://www.sec.gov.mk/>

<http://www.standardandpoors.com/>

<https://kapital.mk/>
<https://listingcenter.nasdaqomx.com/>
<http://online.wsj.>
<http://www.nyse.com/>
<https://www.pwcmoneytree.com/>
<http://www.nfib.com/>
<http://www.evca.com/>
<http://www.evca.eu>
<http://ec.europa.eu/>
<http://de.statista.com/s>
www.sojuzkomori.org.mk
www.jorm.gov.mk
www.kurir.mk
www.edusoft.com.mk
www.fakulteti.mk
www.blog.key.com.mk
www.gem-macedonia.org.mk
<http://www.sec.gov.mk/>
<http://www.mse.mk/>
<http://www.mse.mk>
<http://www.mse.mk/>
www.poduzetnicki-centar.hr;
www.poduzetnicki-inkubator.hr
www.poduzetnistvo.hr;
www.poduzetnistvo.org/centar
www.pora.com.hr;
www.porin.hr
www.porin.hr;
www.portal-rosa.org
www.poslovni-park.hr;
www.pwc.com
www.pwcmoneytree.com
www.ravpz.com
www.raza-tpz.hr
www.raza-tpz.hr
www.razvitakpsz.info;

www.redea.hr
www.rera.hr;
www.rerabbz.hr
www.rra-sibenik.hr
www.sba.gov/inv
www.simora.hr
www.slavonija.hr
www.stat.gov.mk
www.step.uniri.hr
www.tcs.hr
www.tcs.hr
www.tera.hr
www.ticri.hr
www.kmu.admin.ch

ПРИЛОЗИ

Прилог бр. 1 - Листа на анкетирани претпријатија

I. Тетово

1. „Дрводекор“, с. Тераце, Тетово (дрвен мебел);
2. „Интермасив – Б“, с. Голема Речица, бб, Тетово (дрвен мебел);
3. „Бе метал“, с. Пршевце, Тетово (мебел од метал);
4. „Еурометал мебел“, ул. Маршал Тито бб, Тетово (мебел од метал);
5. „Феник компани“, с. Долно Палчиште, Тетово (мебел од метал);
6. „Баг Коп – Бау“, с. Мала Речица, Тетово (градежништво – асфалт и асфалтирање);
7. „Прпарими“, с. Челопек, Тетово (градежништво – асфалт и асфалтирање);
8. „Циглара“, с. Камењане, Тетово (гадежништво – бетон и производи од бетон);
9. „Фина-М“, с. Челопек, Тетово (гадежништво – бетон и производи од бетон);
10. „Галип Муча“, с. Групчин, Тетово (гадежништво - бетон и производи од бетон);
11. „Ју - Ком Хр“, с. Желино, Тетово (гадежништво – бетон и производи од бетон);
12. „Мурана Компани“, с. Желино, Тетово (градежништво - бетон и производи од бетон);
13. „Нуна ком“, с. Џепчиште, Тетово (градежништво – врати, делови и опрема);
14. „Не & Па пласт“, с. Порој, Тетово (градежништво – Врати, производство);
15. „Идеал Роледер“, с. Порој, Тетово (градежништво – индустриски врати);
16. „Ир- Фа Роледер“, с. Порој, Тетово (градежништво – индустриски врати);
17. „Ахорн“, ул. Благоја Тоска бр. 18, Тетово (градежништво – домашни врати);
18. „Алба Турк“, ул. Видое Смилевски Бато бб, Тетово (градежништво – домашни врати);
19. „Ариктон порта“, ул. Илинденска бб, Тетово (градежништво – домашни врати);
20. „Ас – компани“, ул. Илинденска бр. 196, Тетово (градежништво – домашни врати);
21. „Блин дизајн“, с. Палатице, Тетово (градежништво – домашни врати);
22. „Циле – пласт“, с. Глоѓи, Тетово (градежништво – домашни врати);
23. „Екопласт“, ул. Илинденска бр. 171, Тетово (градежништво – домашни врати);
24. „Еуро Леснина“, ул. Индустриска бб., Тетово (градежништво-домашни врати);

25. „Фати Ас Компани“, ул. Јане Сандански бр. 110, Тетово (градежништво-домашни врати);
26. „Дрини пром“, ул. Луботенска бб, Тетово (пластика - производител);
27. „ДВ Пласт компани“, ул. 120 бр.11, Тетово (пластика - производител);
28. „Ек Пласт“, с. Боговиње, Тетово (пластика - производител);
29. „Нетинг Сторе“, с. Теарце, Тетово (пластика - производител);
30. „Перпласт“, с. Фалише, Тетово (пластика - производител);
31. „Полипласт“, с. Цепчиште, Тетово (пластика - производител);
32. „Брегу“, ул. Мурат Бафтјари бр.134, Тетово (пластика - трговија со готови производи);
33. „Фонтана“, ул. Борис Кидрич бб, Тетово (кебапчилница);
34. „Фонтана Елф“, ул. Абдил Фрашери бр. 1, Тетово (кебапчилница);
35. „Ексклузив“, ул. Димо Гавровски Кара бр. 8, Тетово (производи од стакло и трговија);
36. „Фати“, ул. Мурат Бафтјари бр.155, Тетово (стакло - производи од стакло и трговија);
37. „Фати“, ул. Благоја Тоска бр.212, Тетово (стакло - производи од стакло и трговија);
38. „Монаж“, ул. Благоја Тоска бб, Тетово (производи од стакло и трговија);
39. „Викторија“, с. Порој, Тетово (стакло - производи од стакло и трговија);
40. „Италпавимент“, ул. Илинден бр.836, Тетово (керамички производи);
41. „Јав компани“, ул. Киро Ристоски Дрнц бр.60, Тетово (керамички производи);
42. „Нетам груп“, ул. Илинден бб, Тетово (керамички производи);
43. „Шбм компани“, ул. Илинден бб, Тетово (керамички производи);
44. „Термо пласт“, с. Групчин, Тетово (керамички производи);
45. „Винеба“, с. Жеровјане, Тетово (керамички производи);
46. „Збукурими“, с. Цепчиште, Тетово (керамички производи);
47. „Хас пласт“, с. Цепчиште, Тетово (керамички производи);
48. „Кодан пласт“, ул. Фуштанска бб, Тетово (керамички производи);
49. „Бал ком“, с. Милетино, Тетово (керамички производи);
50. „Дари“, ул. Никола Тесла бр.5, Тетово (керамички производи);
51. „Ексклузив“, ул. Димо Гавровски Кара бр.8, Тетово (керамички производи);
52. „Емур кооп“, ул. Никола Тесла бб, Тетово (керамички производи);
53. „Еуро Атлантук – Екс“, ул. Илинден бб, Тетово (керамички производи);
54. „Голец унион“, с. Желино, Тетово (керамички производи);
55. „Ида“, ул. Илинден бб, Тетово (керамички производи);
56. „Алфа Флорс“, ул. Илинден бб, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);

57. „Ас – компани“, ул. Илинден бр.146, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
58. „Еуро леснина“, ул. Индустриска бб, Тетово (градежништво - ламинат подови);
59. „Имери Боден“, с. Порој, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
60. „Медина“, ул. Љуботенска бр.103, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
61. „Либерта ком“, ул. Илинден бб, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
62. „Музо компани“, ул. Илинден лок.3, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
63. „Троја паркет“, ул. Илинден бр.66, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
64. „Туба ламинат“, ул. Индустриска бб, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
65. „Твин паркет“, ул. Маршал Тито бб, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
66. „Твин – паркет“, ул. Илирија бр.38, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
67. „Збукурими“, ул. 101, с. Цепчиште, Тетово (градежни фирми - ламинат подови);
68. „Албин компани АБ“, с. Мала Речица бб, Тетово (мермер и гранит – производство и трговија);
69. „Беса мермер“, с. Требош, Тетово (мермер и гранит – производство, трговија);
70. „Делфо комерц“, с. Желино, Тетово (мермер и гранит – производство, трговија);
71. „Дијамант“, ул. Маршал Тито бб, Тетово (мермер и гранит, производство, трговија);
72. „Еуро мермер“, с. Брвеница, Тетово (мермер и гранит – производство, трговија);
73. „Фина – М“, с. Челопек, Тетово (мермер и гранит – производство и трговија);
74. „Фуна мермер“, ул. Ван Вардарска ббј, Тетово (мермер и гранит – производство и трговија);
75. „Импала“, с. Желино, Тетово (мермер и гранит – производство и трговија);
76. „Лоти и Фундит“, с. Мала Речица, Тетово (мермер и гранит – производство и трговија);
77. „Алпине текс“, ул. Илинден бр.18/4 Тетово (производи од текстил и трговија на големо);
78. „Анжи“, ул. Тодор Циповски Мерџан бр.19, Тетово (производи од текстил и трговија на големо);
79. „Блери текс“, ул. Абдил Фрашери бр. 65, Тетово (производи од текстил и трговија на големо);

80. „Гема текс“, с. Брвеница бб, Тетово (производи од текстил и трговија на големо);
81. „Ју маркет“, ул. Димо Гавровски Кара бр. 14, Тетово (производи од текстил и трговија на големо);
82. „Крејзи бебе“, ул. Илинден бр. 1, Тетово (производи од текстил и трговија на големо);
83. „Арб комерц“, Индустриска зона бб, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
84. „Башким турс“, ул. Дервиш Цара бр.4, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
85. „Беша транс“, с. Желино, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
86. „Бибај експорт“, ул. Илирија бр.1/22 лок. 92, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
87. „Близнак транспорт“, с. Туденце, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
88. „Була транс“, с. Боговине, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
89. „Бурим транс“, с. Ново Село, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
90. „Хисар туризам“, ул. Борис Кидрич бб, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
91. „Нерашт компани“, с. Нераште, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
92. „Саком транс“, с. Требош, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
93. „Синшпед“, ул. Браќа Миладиновци бр. 406/12, Тетово (транспорт и транспортни услуги);
94. „Арс медиа клуб“, ул. Охридска бр.43, Тетово (хартиени кеси);
95. „Хартија комерц“, ул. Илирија бр.90/2, Тетово (хартиени кеси);
96. „Пофикс“, ДЕРЕБОЈ БЕЗ БРОЈ, к.п 39, Тетово (градежништво – изолација и материјали);
97. „Алсеко“, с. Пршовце, Тетово (градежништво - изолација);
98. „Класик гипс“, с. Тераце, Тетово (градежништво - изолација);
99. „Рено гипс“, с. Боговиње, Тетово (градежништво - изолација);
100. „Санмарти“, ул. Маршал Тито бб, Тетово (градежништво - изолација);
101. „Даксорол пуце + фарбен“, ул. В.С Бато бб, Тетово (градежништво - изолација);

II. Гостивар

102. „Арена керамика“, ул. Беличица бб, Гостивар (керамика - производи);
103. „Б.А Енес компани“, ул. Седек Костоски бр.20, Гостивар (керамика - производи);
104. „Багатела“, ул. Браќа Гиноски, Гостивар (керамика - производи);
105. „Гими компани“, ул. Беличица бр.71, Гостивар (керамика - производи);

106. „Хари Невзат – Полис”, ул. Беличица бр.4, Гостивар (керамика - производи);
107. „Керамика Имола“, ул. Илинден бр.174, Гостивар (керамика - производи);
108. „Рес – Хиспано“, ул. ЈНА бр.329, Гостивар (керамика - производи);
109. „Агропром“, ул. Браќа Блажевски бр. 29, Гостивар (хартиени кеси);
110. „ХБС компани“, ул. Браќа Гиноски бр.29, Гостивар (хартиени кеси);
111. „Чајле комерц“, ул. Беличица бр.55-а, Гостивар (дрвен мебел);
112. „Алекс“, ул. Браќа Гиноски бб, Гостивар (асфалт и асфалтирање);
113. „Јефута инжинеринг“, ул. Седек Костоски ббј, Гостивар (асфалт и асфалтирање);
114. „Рио компани“, с. Градец, Гостивар (градежништво - врати, делови и опрема);
115. „Ал – Профил“, населба Млаки бб, Гостивар (градежништво - врати за гаражи);
116. „Брупер - Адем компани“, с. Долна Бањица, Гостивар (градежништво - домашни врати);
117. „Чајле комерц“, ул. Беличица бр.55а, Гостивар (градежништво - домашни врати);
118. „Еса компани“, ул. ЈНА бр. 312-а, Гостивар (пластика - производство);
119. „Мирипласт“, с. Тумчевиште, Гостивар (пластика - производство);
120. „Риад трејд“, ул. Иво Лола Рибар бр.30, Гостивар (пластика - производство);
121. „Зифи ом комерц“, ул. ЈНА бб, Гостивар (пластика - производство);
122. „Зија комерц“, ул. Иво Лола Рибар бр. 56, Гостивар (пластика - производство);
123. „Палма декор“, с. Форино, Гостивар (пластика - трговија со готови производи);
124. „Ловец“, ул. Панче Поповски бр.12, Гостивар (кебапчилница);
125. „Мал чардак“, ул. Борче Јованоски бр. 74, Гостивар (кебапчилница);
126. „Дино кристал“, с. Топлице, Гостивар (стакло - производи од стакло и трговија);
127. „Десаг ГМБХ“, с. Чегране, Гостивар (градежништво - поден ламинат);
128. „Десаг ГМБХ“, ул. Илинден бр.185, Гостивар (градежништво - поден ламинат);
129. „Еуро Боден“, ул. Гаве Лазаревски бб, Гостивар (градежништво - поден ламинат);
130. „Наме Боден“, с. Форино, Гостивар (градежништво - поден ламинат);
131. „Наме Боден Салиу“, ул. Седек Костоски бр.28, Гостивар (градежништво - поден ламинат);
132. „Шар“, с. Дебреше, Гостивар (градежништво - поден ламинат);

133. „Бек гранит“, населба Млаки бб, Гостивар (мермер и гранит - производство и трговија);
134. „Едилгранити“, ул. Никола Парапунов бр.5 - 3/1, Гостивар (мермер и гранит - производство и трговија)
135. „Етудиант – АД“, ул. ЈНА бр. 367, Гостивар (мермер и гранит - производство и трговија);
136. „Еуро гранит“, Индустриска зона, Гостивар (мермер и гранит - производство и трговија);
137. „Гафикс компани“, с. Неготино Гостивар (мермер и гранит - производство и трговија);
138. „Кораб мермер“, Индустриска зона Врапчиште, Гостивар (мермер и гранит - производство и трговија);
139. „Лами груп“, ул. Илинден, бб, Гостивар (мермер и гранит - производство и трговија);
140. „Алфа унион проинг“, ул. Младен Груевски бр.10, Гостивар (градежништво);
141. „Астра колор трејд“, Циглана 2-17, Гостивар (градежништво);
142. „Бала Б. компани“, Кеј Вардар бб, Гостивар (градежништво);
143. „Цели –транс“, с. Дебреше, Гостивар (градежништво);
144. „Циглара“, с. Градец, Гостивар (градежништво);
145. „Цими Бау“, Болиндол бб, Гостивар (градежништво);
146. „Дубиком“, ул. Ристо Оцаклиевски бр.1, Гостивар (градежништво);
147. „Флорида“, ул. Мајор Чедо Филипovski бр.96, Гостивар (градежништво);
148. „Го го градба“, с. Долна Бањица, Гостивар (градежништво);
149. „Голден проект“, ул. Беличица бр.112, Гостивар (градежништво);
150. „Инвест – Дом“, населба Млаки бб, Гостивар (градежништво);
151. „Картел“, ул. Борис Кидрич бб, Гостивар (градежништво);
152. „Кодра проект“, с. Турново бб, Гостивар (градежништво);
153. „Корита комерц“, ул. Беличица бр. 34-а, Гостивар (градежништво);
154. „Ласко проект“, с. Дебреше, Гостивар (градежништво);
155. „Ластра проект“, с. Чегране, Гостивар (градежништво);
156. „Лато Герустбау“, ул. Илинден бр. 185, Гостивар (градежништво);
157. „Леарт проект“, ул. Димитар Влахов бр. 16, Гостивар (градежништво);
158. „Лако компани“, с. Добридол, Гостивар (градежништво);
159. „Луто компани“, с. Долна Бањица, Гостивар (градежништво);
160. „Мавмути“, с. Велебрдо, Гостивар (градежништво);
161. „Микро калцит“, Индустриска зона бб, Гостивар (градежништво);
162. „Мили-с.е“, с. Чегране, Гостивар (градежништво);

163. „Полог компани“, ул. Младен Груески бр.16, Гостивар (градежништво);
164. „Пологпроект-про“, ул. Гоце Делчев бб, Гостивар (градежништво);
165. „Премија“, Индустриска зона бб, Гостивар (градежништво);
166. „Рио компани“, с. Градец, Гостивар (градежништво);
167. „Сермнова 2“, ул. Гоце Делчев бб, Гостивар (градежништво);
168. „Солид – АС“, ул. Иво Лола Рибар бр. 37, Гостивар (градежништво);
169. „Текникум“, ул. Сретко Крстески, Гостивар (градежништво);
170. „Тераплан – партнерс“, ул. Живко Брајковски бб, Гостивар (градежништво);
171. „Трго – инциниеринг“, ул. Сретко Крстески бр.47-а, Гостивар (градежништво);
172. „Данитекс АС“, ул. Борис Кидрич бр.112, Гостивар (текстил и производи од текстил – трговија на големо);
173. „Бесијан комерц“, с. Чајле бб, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
174. „Де & Ли“, населба Млаки бб, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
175. „Ел транс“, ул. Јастре Здравковски бр.14, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
176. „Кемо транс“, с. Неготино, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
177. „Магнум транс“, ул. ЈНА бр.318, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
178. „ММ транспорт“, с. Долна Бањица, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
179. „Нику транс“, с. Долна Бањица, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
180. „Шпутим комерц“, ул. Борис Кидрич бб, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
181. „Џезо турс прима“, ул. Боге Велјаноски, бб, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
182. „Шумадин Адеми“, ул. 18 Ноември бр.139, Гостивар (транспорт и транспортни услуги);
183. „Анва Фунги“, ул. Гоце Делчев бр.4/9, Фаху п. 121, Гостивар (зеленчук производ - преработка и трговија);
184. „Древза“, населба Питарниц, Гостивар (зеленчук производ - преработка и трговија);
185. „Суд- Норд- експрес“, населба Млаки бб, Гостивар (зеленчук производ - преработка и трговија);
186. „Гивал“, ул. Борче Јованоски бр.67, Гостивар (завеси и рамови);
187. „Тач“, ул. Браќа Гиноски блок 8, Гостивар (завеси и рамови);
188. „Тофаш текстил“, ул. Борче Јованоски бб, Гостивар (завеси и рамови);
189. „Џан меринос“, ул. Браќа Гиноски бр.111, Гостивар (завеси и рамови);

190. „Автопром, Бањешница 1“, Гостивар (бензинска пумпа);
191. „Мехмед компани“, с. Неготино, Гостивар (бензинска пумпа);
192. „Вардар компани“, с. Неготино, Гостивар (бензинска пумпа);
193. „Бигор“, с. Вруток, Гостивар (рибен ресторан);
194. „Бурими тре“, с. Вруток, Гостивар (рибен ресторан);
195. „Кај Симе“, с. Вруток, Гостивар (рибен ресторан);
196. „Панорама“, с. Вруток, Гостивар (рибен ресторан);
197. „Ардмерија“, с. Форино, Гостивар (ресторан пицерија);
198. „Аванти“, ул. Мајор Чеде Филиповски бб, Гостивар (ресторан пицерија);
199. „Бианко“, ул. Браќа Ѓиноски бр.4/1, Гостивар (ресторан пицерија);
200. „Цити грил“, ул. Гоце Делчев бб, Гостивар (ресторан пицерија);
201. „Де галерија“, ул. Борис Кидрич бб, Гостивар (ресторан пицерија).

Прилог бр. 2 - Прашалник

Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Скопје

Школа за докторски студии

Економски науки

*Прашалник за истражувањата од Полошкиот регион (Тетово и Гостивар).
Податоците ќе се употребаат само за научни цели (изработка на докторска дисертација)*

Претпријатие _____.

Локација _____.

Дејност _____.

Број на вработени _____.

Ве молам, да одговорите на следните прашања, заокружувајќи една од дадените алтернативи или наведувајќи бројка од 1 до 5 (1 - потполно не се согласувам, 2 - не се согласувам, 3 - неутрален, 4 - се согласувам и 5 - потполно се согласувам).

1) Кои се основните одредници при носењето одлуки во врска со финансирањето?

- 1) претходното искуство со финансиските институции;
- 2) транспарентноста и познавањето на условите за финансирање;
- 3) времето потребно за добивање потребни средства;
- 4) цената на капиталот и
- 5) структурата на сопственоста.

2) Кои се најголемите пречки?

- 1) недоволното познавање на пазарот на капитал;
- 2) недоволното познавање на правната рамка;
- 3) сложената процедура за издавање хартии од вредност;
- 4) недоволното знаење од страна на менаџментот за пазарот на капитал;

5) фирмата не е подготвена за таков чекор.

3) Дали сметате дека во Република Македонија не постои
доволно развиен финансиски пазар?

--	--	--	--	--

4) До дополнителни финансиски средства доаѓате преку банкарскиот систем или преку берза?

1) банкарскиот систем

2) берза

5) Дали мислите дека Берзата е неконкурентна во однос на
банкарскиот систем?

--	--	--	--	--

6) Мислите ли дека проблем на досегашното работење на
Берзата е недоволниот материјал за тргување?

--	--	--	--	--

7) Мислите ли дека треба да се развие и пазарот на корпоративни
обврзници, освен традиционалниот пазар на државни обврзници?

--	--	--	--	--

8) Мислите ли дека пред да се инвестира во некоја хартија од
вредност, треба да се анализира кредитната состојба на
нејзиниот издавач?

--	--	--	--	--

9) Мислите ли дека при оценка на приносите на некоја хартија
од вредност треба да се применат соодветни техники, како
што е, на пример, нето-сегашната вредност на паричните текови?

--	--	--	--	--

10) Дали сметате дека државата треба да ги стимулира претпријатијата да
котират во берзата?

--	--	--	--	--

11) Дали мислите дека диверзификацијата на портофолиото овозможува да се минимизира ризикот при инвестирање или при тргување со хартии од вредност на финансискиот пазар?

--	--	--	--	--

12) Дали сметате дека надворешното долгорочно финансирање треба да има предност пред краткорочното финансирање?

--	--	--	--	--

13) Дали сметате дека девизниот пазар, како еден од финансиските пазари, функционира поорганизирано и поефикасно?

--	--	--	--	--

14) Дали на девизниот пазар треба да има интервенција на државата, т.е. Народната банка со интервенции на девизниот пазар да влијае врз формирање на девизниот курс?

--	--	--	--	--

15) Дали сметате дека значајна улога во пазарните цени на хартии од вредност имаат каматните стапки?

--	--	--	--	--

16) Дали сметате дека конкуренцијата на странскиот капитал позитивно влијае врз намалување на каматните стапки?

--	--	--	--	--

17) Дали сметате дека развиените и функционалните финансиски пазари влијаат врз развојот на мали и на средни претпријатија (SME) и оттука, врз развојот на земјата како целина?

--	--	--	--	--

Прилог бр. 3 - Резултати од повеќекратната регресија

Correlations

		Prihod	Zadolzuvanje
Prihod	Pearson Correlation	1	-.065
	Sig. (2-tailed)		.359
	N	398	200
Zadolzuvanje	Pearson Correlation	-.065	1
	Sig. (2-tailed)	.359	
	N	200	200

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Zadolzuvanje, Prihod ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: ROA

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.906 ^a	.821	.819	.11556

a. Predictors: (Constant), Zadolzuvanje, Prihod

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	1.234	.098		29.805	.000
1 Prihod	.800	.001	.019	.634	.527
Zadolzuvanje	-.020	.000	-.905	-29.932	.000

a. Dependent Variable: ROA

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	BDG, BDM ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: BDP

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.976 ^a	.952	.921	9409.64631

a. Predictors: (Constant), BDG, BDM

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	286232.717	23526.961		12.166	.001
1 BDM	.460	.255	.429	1.805	.169
BDG	.996	.405	.585	2.462	.091

a. Dependent Variable: BDP