



**УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО**

*Духът прави силата*

**КАТЕДРА „ФИНАНСИ“**

**Вилизар Богданов Чупетловски**

**„Икономически ефекти от интегрирането на фондовите  
пазари в страните от Балканския регион“**

**АВТОРЕФЕРАТ**

на дисертационен труд за присъждане  
на образователна и научна степен “доктор”  
в професионално направление 3.8. Икономика,  
научна специалност Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка

**Научен ръководител:**

**доц. д-р Петър Чобанов**

**Научно жури:**

проф. д.н. Виржиния Желязкова

проф. д-р Юлия Добрева

проф. д-р Станислав Димитров

проф. д-р Силвия Трифонова

доц. д-р Гергана Михайлова-Борисова

София, 2023 г.

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита от катедра “Финанси” при Университета за национално и световно стопанство – София на 20.06.2023 г.

Авторът на дисертационния труд е задочен докторант в катедра “Финанси” при УНСС.

Дисертационният труд е с общ обем от 212 страници и е структуриран в увод, изложение в три глави, заключение, списък с използвана литература, списък с таблиците, списък с фигурите и приложения. Използваната литература включва 234 източника, от които 29 на български език, 127 на английски език, 23 нормативни документи и 55 онлайн източници.

Публичната защита на дисертационния труд ще се състои на **18.09.2023 г. от 10:00 часа в зала 2032А - Научни съвети на УНСС** – София пред Научно жури назначено със заповед на Ректора на университета.

Материалите по защитата са на разположение на интересуващите се в сектор “Научни съвети и конкурси” в УНСС – София, както и на интернет страницата на университета - [www.unwe.bg](http://www.unwe.bg)

## I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

**Актуалността на дисертационния труд** произтича от значимост за икономическо развитие на Балканския регион, чрез използването на капиталовите пазари.

Макроикономическото развитие на Балканските страни – Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия, Босна и Херцеговина – се забавя и преориентира след мащабните политически промени от началото на 1990 г. Развитието на държавите зависи от индивидуалните им икономически възможности, поради което всяка една от тях е в различен икономически стадий. Някои от разглежданите държави са успели да запазят икономическия си подем, други са загубили голяма част от реализирания икономически растеж. Поради невъзможността на отделните държави да развият самостоятелно икономиката си е належащо създаването на междудържавни проекти за развитие, които да оптимизират търговските процеси.

Общ потенциал и възможност за растеж се намира в опитите на отделните държави да развият капиталовите си пазари. До момента местните борси реализират незадоволителен икономически подем на държавите, в които функционират. Решение следва да се потърси чрез обединяването на отделните икономики, чрез единна точка за инвестиции, базирана на обединение между Балканските фондови борси.

Разработката силно засяга интеграцията на Балканския регион и етапа на развитие в отделните капиталовите пазари. Изследването на публичните месечни данни включва гръцкия, българския, румънския, сръбския, северномакедонския, черногорския, словенския, хърватския, босненско-херцеговинския капиталови пазари и цели анализирани на взаимовръзките между борсовите оператори и на ефектите от обединяването им в единен капиталов пазар. В Балканския полуостров се включват също Албания и Косово. За разглеждания период Албания има действаща фондова борса, но тя няма статистически значими показатели за сделки с акции на публични компании, на нея се листват и търгуват единствено емисии държавни облигации. В Косово, за разглеждания период и към настоящия момент, няма функциониращ борсов оператор. Поради липса на статистически значими данни на двете страни те няма да бъдат включени в изследването.

Капиталовите пазари на изброените държави се намират в един географски район, заради което целта е създаване на регионален борсов оператор, който да обединява инвестиционните възможности от района и благодарение на мащаба да се създаде

сигурност за инвеститорите. Единната Балканска фондова борса има за цел първоначално обединение на пазарните капитализации и инвестиционния потенциал на икономическите субекти. В последствие ще се работи за разширяване на инвестиционните възможности чрез привличане на инвеститори, външни за региона.

Разглежда се дали чрез диверсификацията и ликвидността Балканската фондова борса ще реализира положителен ефект при възстановяване на местните пазари от икономически последици, породени от икономически кризи. Анализира се дали благодарение на единния пазар икономическите шокове ще бъдат разпределяни между участващите държави и негативните ефекти ще бъдат по-слаби.

Основен елемент за разработката е гарантиране на икономическо развитие чрез използване на инвестиции от капиталов пазар, намаляващо сегашния дял на банковото финансиране.

Общите нормативни изисквания се разглеждат като елемент за получаване на доверие от инвеститорите, чиито капитали ще бъдат вложени в региона. Наличието на ясни, точни и разбираеми законови ограничения за емитентите ще стимулират и желание за публично набиране на капитали от нови емитенти. Контрапункт са сегашните сложни, многозначни и препредаващи нормативни изисквания, които действат дистанциращо на настоящите публични компании поради несигурността и свръх контрола от страна на регулаторните институции. Разкриването на периодична финансова информация, качеството и количеството на тази информация е разгледано като основополагащо за реализиране на инвеститорски интерес към даден финансов актив.

Иновациите се разглеждат като градивен елемент в развитието на икономическите процеси, чрез тях се цели привличане на допълнителен инвеститорски потенциал от конкурентни пазари. В този контекст на иновации се включват иновативни дружества със специална инвестиционна цел, които разработват зелена енергия или продукти и услуги за опазване живота и здравето на хората.

**Обект на изследване в дисертационния труд** е интеграцията на фондовите пазари от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия, Босна и Херцеговина.

**Предмет на изследване в дисертационния труд** са икономически ефекти от интегрирането на фондовите пазари на страните от Балканския регион.

**Целта на изследването в дисертационния труд** е да бъде направен анализ на икономическите ефекти от интегрирането на фондовите пазари на страните от Балканския регион.

**Основната изследователска теза на дисертационния труд** е, че Обединението между фондовите борси от Балканския регион би довело до положителни икономически ефекти за участващите фондови борси, за действащите и потенциалните емитенти, институционални и индивидуални инвеститори, и като цяло за икономиките на разглежданите държави и местните органи на самоуправление, и би допринесло за позиционирането на Балканския регион като стратегически и икономически център. С обединението ще се постигне ефективно действащ и конкурентен Балкански фондов пазар, който да преразпределя капитали. Неговата ефективност ще се основава на висока ликвидност и оптимално ниво на регулации. Общият пазар ще създаде диверсификация и би се превърнал в пряка конкуренция на големите европейски фондови борси, каквато конкуренция е непостижима към настоящия момент за никоя от съществуващите фондови борси от Балканския регион

#### **Задачи на дисертационното изследване:**

- Преглед на техническо, административно и нормативно развитие на фондовите борсите;
- Разработване на структура за Единна Балканска фондова борса, включваща основни технически, административни и нормативни фактори;
- Исторически преглед на взаимоотношенията между отделните държави и последващо анализиране на възможностите за икономическо обединяване;
- Емпиричен анализ на борсови данни от разглежданите държави с цел определяне зависимостите между тях;
- Оценка на ефектите от обединението между разглежданите фондови борси;
- Определяне на пречки и предпоставки пред осъществяването на Единна Балканска фондова борса;
- Определяне на възможности за използването на инвестициите за стимулиране на икономически сектори в региона, които към настоящия момент не са развити;
- Представяне на иновативни дружества със специална инвестиционна цел, целящи допълнително популяризиране сред инвеститори;
- Извеждане на изводи и препоръки;

В дисертационният труд са прилагат историко-логически подход, метод на анализа и синтеза, метод на индукция и дедукция, сравнителен анализ, описателен анализ, критичен анализ, емпиричен анализ, анализ чрез статистически методи като корелация и регресия, както и системен подход за изследване:

Методите на изследване са избрани и приложени за да характеризират в най-голяма степен зависимостите и връзките между разгражданите фондови борси. Чрез историко-логически подход са разгледани, историческите връзки между държавите. Индукция, дедукция и сравнителен подход се използват при анализа на нормативни особености на разглежданите фондови борси, както и проблемите пред които е изправена Единната Балканска фондова борса.

Със статистически методи като стандартно отклонение, корелация, дисперсия, асиметрия, ексцес е извършено емпирично наблюдение на данните от публични месечни отчети на разглежданите 10 борсови оператора. Изследваният период е 10 годишен, започва от януари 2010г. и приключва през януари 2021г., включва общо 133 отчетни месеца.

Чрез дедуктивен подход се изследват и представят характеризирани проблеми, предвидени решение и иновативни подходи за развитие на Единната Балканска фондова борса.

## II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Съдържание:

<b><u>Списък на таблици:</u></b> .....	<b>4</b>
<b><u>Списък на фигури</u></b> .....	<b>5</b>
<b><u>Списък на съкращения:</u></b> .....	<b>7</b>
<b><u>Увод</u></b> .....	<b>8</b>
<b><u>Първа глава: Нормативна, техническа и теоретична основа на изследването</u></b> .....	<b>13</b>
<b>1. Преглед на свързаната литература:</b> .....	<b>14</b>
<b>2. Проектът за Единна Балканска фондова борса</b> .....	<b>39</b>
<b>3. Преглед на видовете борсови обединения</b> .....	<b>42</b>
3.1. Euronext.....	43
3.2. See Link.....	44
<b>4. Историческо и техническо развитие на Фондови борси от Балканския регион</b> .....	<b>45</b>
4.1. Гръцка фондова борса.....	45
4.2. Българска фондова борса.....	47
4.3. Румънска фондова борса.....	48
4.4. Сръбска фондова борса.....	49
4.5. Северномакедонска фондова борса.....	50
4.6. Черногорска фондова борса.....	51
4.7. Хърватска фондова борса.....	51

4.8.	<u>Словенска фондова борса</u> .....	52
4.9.	<u>Фондови пазари в Босна и Херцеговина</u> .....	53
<b>5.</b>	<b><u>Нормативни характеристики на Фондови борси от Балканският регион</u></b> .....	<b>55</b>
5.1.	<u>Гърция</u> .....	55
5.2.	<u>България</u> .....	57
5.3.	<u>Румъния</u> .....	58
5.4.	<u>Сърбия</u> .....	59
5.5.	<u>Северна Македония</u> .....	60
5.6.	<u>Черна Гора</u> .....	61
5.7.	<u>Хърватия</u> .....	62
5.8.	<u>Словения</u> .....	63
5.9.	<u>Сараево и Баня Лука</u> .....	64
<b>6.</b>	<b><u>Исторически преглед на междудържавните отношения</u></b> .....	<b>66</b>
6.1.	<u>Исторически връзки между Балканските държави</u> .....	67
6.2.	<u>Европейски съюз и членство на Балканските страни</u> .....	69
<b><u>Втора Глава: Емпиричен анализ и оценка на пазарни данни</u></b> .....		<b>71</b>
<b>1.</b>	<b><u>Изследване на пазарната капитализация</u></b> .....	<b>73</b>
1.1.	<u>Относително равнище на пазарната капитализация</u> .....	74
1.2.	<u>Линейно представяне на пазарна капитализация</u> .....	75
1.3.	<u>Корелационен анализ на месечните стойности за пазарна капитализация на изследваните борси</u> .....	77
1.4.	<u>Съпоставяне на обща пазарна капитализация с конкурентен пазар</u> .....	79
<b>2.</b>	<b><u>Изследване на фондовите пазари спрямо брутен вътрешен продукт</u></b> .....	<b>82</b>
<b>3.</b>	<b><u>Изследване на оборот</u></b> .....	<b>88</b>
3.1.	<u>Разпределение на борсите спрямо нивото на оборот</u> .....	89
3.2.	<u>Честотно изследване на средни стойности за оборот</u> .....	91
3.3.	<u>Корелационна зависимост на месечните данни за оборот</u> .....	98
3.4.	<u>Съпоставяне на общият оборот, реализиран от участващите борси спрямо конкурентен пазар</u> .....	99
3.5.	<u>Изследване на общ оборот с обща пазарна капитализация</u> .....	101
<b>4.</b>	<b><u>Изследване на брой сделки</u></b> .....	<b>105</b>
4.1.	<u>Честотно изследване на средни стойности за брой сделки</u> .....	105
4.2.	<u>Корелационен анализ между месечните стойности за брой сделки</u> .....	113
4.3.	<u>Съпоставяне на общия брой сделки с конкурентен пазар</u> .....	114
4.4.	<u>Отношение на борсовите обороти с брой сделки</u> .....	116
<b>5.</b>	<b><u>Изследване на индекси</u></b> .....	<b>118</b>
5.1.	<u>Преглед на изследваните индекси</u> .....	118
5.2.	<u>Изследване на честотно разпределение за изследваните индекси</u> .....	122
<b>6.</b>	<b><u>Изследване на търговските сегменти</u></b> .....	<b>132</b>
6.1.	<u>Разпределение на акциите в общия оборот</u> .....	136
<b><u>Трета Глава: Приложение на Единната Балканска фондова борса</u></b> .....		<b>147</b>
<b>1.</b>	<b><u>Развитие на Единна Балканска фондова борса</u></b> .....	<b>148</b>
1.1.	<u>Макроикономическо развитие на Балканския полуостров чрез Единна Балканска фондова борса</u> 149	
1.2.	<u>Създаване на нова точка за преразпределяне на капитали</u> .....	151
1.3.	<u>Използване на инвестиционни ресурси за развитие на Балканския полуостров</u> .....	153
1.4.	<u>Разходи за публична емисия</u> .....	155
1.5.	<u>Влияние на пандемията от Covid-19 върху капиталовите пазари</u> .....	160
<b>2.</b>	<b><u>Проблеми при създаването на Единна фондова борса</u></b> .....	<b>162</b>
2.1.	<u>Политическо намерение</u> .....	162
2.2.	<u>Законодателство и Институционална организация</u> .....	163
2.3.	<u>Историческа несигурност</u> .....	166
2.4.	<u>Влияние на финансовото образование върху ефективно действащ капиталов пазар</u> .....	168
<b>3.</b>	<b><u>Финансово отчитане и анализиране на емитенти</u></b> .....	<b>170</b>

3.1.	<u>Единен формат за финансово отчитане XBRL</u> .....	172
3.2.	<u>iXBRL Формат за единно финансово отчитане</u> .....	173
<b>4.</b>	<b><u>Мерки и иновации, подпомагащи развитието на Единна Балканска фондова борса</u></b>	
	<b>179</b>	
4.1.	<u>Популяризиране сред обществото</u> .....	179
4.2.	<u>Листване на малки и средни предприятия</u> .....	180
4.3.	<u>Допълнителни търговски сегменти</u> .....	181
4.4.	<u>Дружества със специална инвестиционна цел</u> .....	182
4.5.	<u>Концепция за иновативни дружества със специална инвестиционна цел</u> .....	184
<b>5.</b>	<b><u>Очакван ефект от Единна Балканска фондова борса</u></b> .....	<b>186</b>
	<b><u>Заклучение:</u></b> .....	<b>192</b>
	<b><u>Изводи:</u></b> .....	<b>197</b>
	<b><u>Препоръки:</u></b> .....	<b>197</b>
	<b><u>Приноси:</u></b> .....	<b>198</b>
	<b><u>Използвани източници:</u></b> .....	<b>199</b>
	<b><u>Литература на Български език</u></b> .....	<b>199</b>
	<b><u>Литература на чужд език</u></b> .....	<b>200</b>
	<b><u>Нормативни документи</u></b> .....	<b>209</b>
	<b><u>Онлайн източници</u></b> .....	<b>210</b>



### **III. ОСНОВНО СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД**

#### **УВОД**

В увода се обосновава актуалността и значимостта на дисертационния труд и се представя концептуалната рамка на цялостното дисертационно изследване: обекта и предмета на изследване, основната цел, изследователски тези и задачи на дисертацията; Извършено е представяне на трите глави от дисертационния труд.

#### **ПЪРВА ГЛАВА: Нормативна, техническа и теоретична основа на изследването**

Първа глава е организирана като теоретичната основа на изследването и цели индуктивно изследване на разглежданите фондови пазари чрез задълбочен анализ на нормативните, административните и техническите характеристики.

Първоначално в главата е разгледана научната литература, върху която се развива настоящият труд. При прегледа са характеризирани основно цел, метод и изводи от изследванията. В последствие е представен проектът за Единна Балканска фондова борса, нейните основни възможности и проблеми, които ще бъдат детайлно разгледани в трета глава. Разгледани са ефектите от подобни сливания между други фондови борси, извършвани до момента с цел максимално точно дефиниране на Единната Балканска фондова борса като пряк техен конкурент. Също ще бъде направен анализ на осъществения проект SEE Link, който се характеризира като единна платформа за разпространение на информация и как тя би била полезна за надграждането ѝ към един капиталов пазар.

Представен е също детайлен анализ на разглежданите фондови борси, включващ етап на създаване, историческа еволюция и индивидуални постижения. Техническото и нормативно разглеждане на фондовите борси е осъществено в следващата точка, като нейната цел е да определи важните нормативни пречки и предпоставки пред обединението в един капиталов пазар и как откритите проблеми ще бъдат разрешени. В края на главата е извършен исторически преглед върху взаимоотношения на балканските държави, с което ще се определят основните териториални и нравствени проблеми, създавали многобройни конфликти между балканските държави.

## **1. Преглед на свързаната литература:**

Изследванията, близки по темата, обхватът и методологията са представени в прегледа на литературата. Липсата на широко поле от изследвания за възможните сливания между Балканските капиталови пазари ограничава ефективното сравнение. Поради тази особеност е извършено проучване за сродни изследвания чрез популярни библиографски сайтове.

Липсата на конкретна литература за сливания между Балканските капиталови също ще бъде компенсирани с публикации за други региони, с които могат да бъдат извършвани паралелни взаимовръзки.

Литературният преглед е представена в три подгрупи: Първата подгрупа включва проучвания, свързани с нивото на интеграция на капиталовите пазари от разглежданите държави. Втората подгрупа включва проучвания, свързани с Конвергенция на разглежданите държави относно парична политика, валутни курсове, институционални инвеститори, данъчни и нормативни характеристики. Третата подгрупа представя проучвания, свързани с финансовата отчетност на публични компании. В групата са разгледани проучвания за качеството, количеството, методи и тенденции за разпространение на счетоводна информация.

## **2. Проектът за Единна Балканска фондова борса**

Единна Балканска фондова борса представлява проект за съюз между борсовите оператори и депозитарите на Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Словения, Хърватия, Босна и Херцеговина. За проекта не са налични данни за идеолог и дата на създаване, приема се, че основната идея е възникнала в професионалните финансови среди. Реализацията на проект за Единна Балканска фондова борса не е официално обсъждан.

Обединението ще бъде чрез създаване на общ субект с мажоритарна собственост на участващите борси, останалата част от капитала ще бъде публично продаден на частни инвеститори.

Общият борсов оператор ще обедини емитентите от участващите държави, като даде достъп на действащите до момента инвестиционни посредници за подаване на поръчки към всички емисии финансови инструменти. Единният депозитар ще извършва първоначален сетълмент, а местните депозитари ще извършват административната обезпеченост като издаване на временни удостоверения и акционерни книги. Създаването

на Клирингова къща също е от съществено значение за доверието на инвеститорите, тя ще бъде с общ фонд за всички участващи борси.

Регулацията на борсата ще се осъществява от колективен орган, изграден от представители на регулатори от участващите държави. Основният ангажимент на регулатора ще бъде внедряване и спазване на европейски директиви в областта, както и спомагане на имплементирането им в отделните държави посредством промяна в нормативните актове. Регулаторните органи, ситуйрани в участващите държави, ще следят за спазването на законовите изисквания в определената им юрисдикция и ще имат право да налагат санкции за нарушаване на регулациите.

Общият капиталов пазар изисква обща техническа инфраструктура както за сключване на сделките, така и за приключването им. В момента всяка една страна от Западните Балкани изгражда и използва собствено технологично решение за постигането на работеща платформа, която да предоставя връзка на търсещите и предлагащите финансови инструменти, както и платформа за финализиране на сделките с окончателно прехвърляне на собствеността върху финансовите инструменти.

### **3. Преглед на видовете борсови обединения**

От началото на 21 век засилената конкуренция между фондовите борси предизвиква важни структурни промени в пазарите на ценни книжа, някои от най-съществените консолидационни процеси са разгледани в тази точка.

#### **3.1. Euronext**

Euronext е най-голямото обединение на фондови пазари в Европа с пазарна капитализация към месец май 2021 г. 12,2 милиарда евро. Основната причина за обединението между пазарите е използването на единна валута и хармонизирането на капиталовите пазари. Фондовата борса първоначално обединява основните капитали на членуващите борси, след получаване на доверие от страна на инвеститорите, търгуващи на нея, тя извършва увеличение на капитала си няколко пъти.

#### **3.2. See Link**

„See link” е трансгранична търговска връзка, свързва местните борси под формата на „маршрутизация на поръчки”. Платформата е начална стъпка за регионалната интеграция на пазарите на ценни книжа. Освен това подобряването на пазарната достъпност и

ефикасността е от съществено значение за увеличаване на инвеститорската база. Проектът е стартиран между Северна Македония, България и Хърватия. Идеята за създаване на връзка между борсите на Балканите се заражда през 2014 г.

Ефектът от създаването на SEE Link е негативен поради неефективното използване на платформата. Главната причина е в това, че не успява да се промени ликвидността на пазара. Привличат се повече продукти, но не и инвеститори, които да ги купят.

Подобряването на платформата може да се разгледа единствено като възможност за единна търговия, а не само като маршрутизатор на поръчки.

#### **4. Историческо и техническо развитие на Фондови борси от Балканския регион**

В точката ще бъдат представени историческата и техническата еволюция на капиталовите пазари от Балканския регион. Чрез изследването на еволюционния етап на капиталовите пазари ще бъде възможно последващото анализиране на възможността за обединение в единна Балканска фондова борса.

Периодите, в които се въвеждат отново в експлоатация повечето фондови пазари на Балканите са в рамките на 2-3 години от 1995 до 1997. Зараждат се вълнообразно. Последващите административни и инфраструктурни подобрения се движат в много близки времеви граници. Въвеждат се електронна търговия, електронен сетълмент, съхранение и изисквания за разпространение на финансова информация. Тези промени се случват без да имат действителна договорна свързаност под каквато и да е форма. При осъществяване на Единната Балканска фондова борса ефектите за борсите ще се характеризират като положителни от гледна точка на икономия от мащаба за развитие на техническа инфраструктура, свързана с търговия и сетълмент.

#### **5. Нормативни характеристики на Фондови борси от Балканският регион**

Регулаторните изисквания и нивото на инвеститорска защита ще бъдат разгледани в настоящата точка. Нормативните аспекти на капиталовите пазари от Балканските държави са представени за всяка държава отделно, за да бъдат съпоставени и анализирани. Целта е да се определи дали нормативните различия ще бъдат пречка пред обединение на разглежданите фондови борси.

Таблица 1. Обобщена информация за нормативните характеристики на разглежданите държави.

	ASE	BSE	RSE	SSE	MSE	MNSE	ZSE	LSE	SASE	BLSE
Регулатор	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен
Борсов Пазар	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен
Депозитар	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен
Клирингова къща	да	НЕ	да	не	не	да	да	да	не	не
Гаранционен фонд	да 100 % от активите	90 % но не повече от 20 000 евро	90 % но не повече от 20 000 евро	20 000 евро	не	-	20 000 евро	да	да	да
Изискване за деклариране на средства	не	да над 15 000 евро	да над 15 000 евро	да над 15 000 евро	да над 1 000 евро	н/а	да над 15 000 евро	да над 15 000 евро	не	да над 25 000 евро
Валута	Евро	Български Лев (BGN)	Румънска лея (RON)	Сръбски динар(RSD)	Македонски денар (MKD)	Евро	Хърватска Куна (HRK)	Евро	Босненска конвертируема марка (BAM)	Босненска конвертируема марка (BAM)
Наличие на аукцион при висока волатилност	само на основния пазар	да	да	да	да	техническо ограничение до 10 % от предходния ден	да- спрямо индивидуални нива на всяка емисия	да	да	да
Маржин	да	не	да	да, но не се използват	не	не	не	да	не	не
Къси продажби	да	не	да	да, но не се използват	не	не	не	да	не	не
ОТС	да	да	да	да, но не се използват	не	не	да	да	не	да
Определяне на получатели на дивидент	от 2 дни до 60 дни	14 ден след ОСА	По решение на ОСА, акционери мин 10 дни след ОСА	по решение на ОСА, датата не може да бъде преди публикуване на протокола от ОСА	ОСА	акционери по време на ОСА	По решение на ОСА, акционери мин 2 дни след ОСА	По решение на ОСА, акционери мин 2 дни след ОСА	акционери по време на ОСА	По решение на ОСА, акционери мин 20 дни след ОСА
Облагане на дивидент	15%	5%	5%	15%	10%	9%	12%	25%	5%	не
Облагане на капиталовата печалба	15%	не	16%	15%	не	9%	12%	25%,15% „10%	не	10%
Данък върху услуги за търговия	не	20%	н/а	не	не	н/а	не	не	не	не
Данък върху услуги за транзакция	не	да	н/а	не	не	н/а	не	не	не	не
Споразумение за двойно данъчно облагане	да	да	да	да	не	да	Капиталовата печалба не е предмет на договор за избягване на двойно данъчно облагане, дивидента е	да	н/а	н/а

Източник: Собствени проучване на за нормативните характеристики на разглежданите държави.

Обобщените данните са представени в табл. 1, те свидетелстват, че фондовите борси, депозитарите и регулаторите в разглежданите държави са държавни органи.

Нормативните различия на разглежданите държави, касаещи капиталовите им пазари се констатира като преодолими чрез внедряване на общоевропейски регламенти. Гърция, България, Румъния и Словения са привели в съответствие местните си регулаторни изисквания с общоевропейските стандарти. Актуализацията на останалите разглеждани държави с европейските регламенти ще ги приближи до регулацията на Европейския съюз.

## **6. Исторически преглед на междудържавните отношения**

Историческият преглед се извършва с цел представяне и характеризирание на дългогодишните взаимоотношения между Балканските народи. Те представляват сложна разнородна социална общност, която се управлява трудно и не приема насилствено външно влияние. Ясното определяне на йерархичните взаимоотношения са фактор, влияещ за осъществяване и дългосрочното му икономическо функциониране.

Районът подлежи на управление само ако никой не е заставен да се подчинява на другите държави<sup>1</sup>. Всяка от страните е на различен икономически етап и бъдещото приемане в Европейския съюз ги ограничава за бъдещи конфликти. Поради икономическото си изоставане, районът е определен и като „задния двор на Европа”.

Важната характеристика, определяща създаването и дългогодишно участие в единната Балканска фондова борса от страна на всички участващи държави е в абсолютната равнопоставеност. Само в такъв съюз участващите социални групи ще бъдат обединени. Предвид тази особеност в обединената фондова борса, изпълнителният директор следва да бъде външен за региона, като би могло Европейският парламент или Европейската комисия да поемат ролята на представляващ. Заместник директорите следва да бъдат избрани на квотен принцип от всички участващи държави.

Икономическото, политическото и пазарно обединение чрез приемане на всички държави в Европейското семейство е метод, чрез които ще се ограничи напрежението между държавите в Балканския регион. При ограничаване на конфликтите бъдещото привличане на външни за региона инвестиции е основният стимул за участващите държави, а привличането може ефективно да се изпълни чрез Единна Балканска фондова борса.

### **ВТОРА ГЛАВА: Емпиричен анализ и оценка на пазарни данни**

Във втора глава ще бъде направена описателна характеристика на използваните данни от разглежданите фондови пазари с цел да се дефинират точно разликите и как те са преформатирани в ефективно съпоставима база данни. В главата ще бъдат извършени емпирични изследвания на пазарна капитализация, оборот, брой сделки, ценови нива на основни местни индекси и видовете търговски сегменти. Ще бъдат използвани популярни математически и статистически методи за разглеждането и анализирането на изследваните характеристики.

---

<sup>1</sup> Карастоянов, С., 2011, Регионална политическа география на балканските страни, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“.

## **1. Изследване на пазарната капитализация**

Пазарната капитализация представлява сбор от последно оценените стойности на участващите дружества. Тя се базира на броя издадени финансови инструменти, умножен по последната цена, по която са осъществени сделки. Пазарната капитализация следва да се разглежда както за пазарен сегмент, така и за общ борсов оператор. Класифицирането на значимост за фондови пазари използва общата пазарна капитализация като основен характеризиращ фактор.

### **1.1. Относително равнище на пазарната капитализация**

За ефективно ранжиране на пазарната капитализация се използва метод на процентна волатилност спрямо пазарна капитализация на разглежданите фондови борси.

### **1.2. Линеино представяне на пазарна капитализация**

След събирането и групирането на данните изследването преминава към първоначално съпоставяне на пазарната капитализация на всички борси върху двуизмерна графика, чрез която лесно се разграничава мащабът на отделните борси.

### **1.3. Корелационен анализ на месечните стойности за пазарна капитализация на изследваните борси**

За да се оцени наличието и силата на взаимовръзките между отчетените нива на пазарна капитализация използваме метода „Корелация“. Чрез корелация изследваме пазарната капитализация на месечна основа, изчисленията се извършват до изчерпване на всички възможни комбинации.

### **1.4. Съпоставяне на обща пазарна капитализация с конкурентен пазар**

Изследването на пазарната капитализация преминава през съпоставяне на общата пазарна капитализация за всички десет борси обект на настоящата разработка, съпоставени с пазарната капитализация на Полската фондова борса.

Пазарната капитализация за разглежданите фондови борси следва да се квалифицира като зависима и допълваща се. Обединението в Единна Балканска фондова борса ще изглади различията между отделните борсови оператори относно ново емитиране на финансови инструменти. Това ще позволи на повече компании да набират средства чрез капиталовия пазар поради разширената популяризация на инвеститорските намерения и достъпност на условията.

## **2. Изследване на фондовите пазари спрямо брутен вътрешен продукт**

Разглеждаме пазарната капитализация на фондовите пазари като инвестиция и как увеличението на инвестициите влияе на националните икономики чрез включването им във формирането на Брутен вътрешен продукт. Проучването използва публични данни за реален БВП и реален БВП на глава от населението за отделните държави. Избрана е съпоставимост на реален БВП, за да бъде изключен инфлационният коефициент на всяка държава.

На база показателя за оценка на пазарната капитализация спрямо брутния вътрешен продукт, след обединение на разглежданите борси в Единната Балканска фондова борса ще се повиши инвеститорското търсене. От гледа точка на инвеститорите подобен пазар е атрактивен заради предпоставките си за бъдещо развитие, разглеждани спрямо „индикатора на Уорън Бъфет“. При обединение на пазарните оператори и поставяне на цел за увеличение на пазарната капитализация до минимум 50 % от Брутния вътрешен продукт на страните ще се достигнало до увеличение за БВП на глава от населението в границите между 50% и 200% и това е в случай на реалистичен вариант за увеличение на пазарната капитализация. Ако се цели оптимистичен вариант и съответно цел за увеличение на пазарната капитализация до около 75% от брутния вътрешен продукт на страните, това би довело до увеличение за БВП на глава от населението в рамките от 50% до 350%

## **3. Изследване на оборот**

Изследването на борсовия оборот е метод, чрез който се съпоставят обемите на финансови инструменти, продадени за един календарен месец в стойностно изражение. От този показател се наблюдава колко средства общо са прехвърлени, като не се взима в предвид дали финансовите инструменти са един път продадени или многократно. В оборота на борсите не се отчита номинална стойност, а само реалната пазарна стойност, на която е договорено прехвърлянето. Методът за отчитане на борсовия оборот е кумулативен, чрез събиране на ежедневно прехвърлени средства срещу финансови инструменти. Месечната стойност е отчетена чрез прост сбор без приравняване. В оборотите на отделните борси се включват компоненти като търговия с акции, облигации, борсово търгувани фондове от отворен и затворен тип, опции и варианти и финансови инструменти, обект на първично публично предлагане.



Сравнителен анализ на борсовите обороти първоначално е извършен чрез линеен модел за съпоставимост, от който следва да се заключи, че оборотите на отделните борси нямат логична взаимовръзка и не може да бъде изведено обосновано заключение за фактор, действащ едновременно на оборота, отчетен от две и повече борси.

### **3.1. Разпределение на борсите спрямо нивото на оборот**

За изследване на оборота на Балканските фондови борси ще използваме модел за изчисляване на средна стойност на оборота за всяка отделна борса и последващото сравнение на месечното отклонение спрямо тази стойност. Разпределянето на борсите по ниво на оборота се извършва с цел определяне на приноса им към общия оборот на обединената борса.

### **3.2. Честотно изследване на средни стойности за оборот**

Изследването преминава през честотно разпределение, включващо средни стойности (средна претеглена, медиана, мода, стандартно отклонение) обхват, максимална, минимална стойност, сума, дисперсия, асиметрия и ексцес. Методите за анализ на средни стойности се използват поради взаимното им допълване и представят нивото на отклонение в различни посоки спрямо разглеждания метод. Чрез анализ на отклоненията се наблюдава постоянството в обема на отчетен оборот.

### **3.3. Корелационна зависимост на месечните данни за оборот**

Корелационният анализ визуализира нагледно различията между оборотите и това, че взаимовръзката между тях не може да бъде квалифицирана като значима. Повечето отчетени обороти имат отрицателна взаимовръзка. От гледна точка на диверсификацията това е положителен показател<sup>2</sup>. С този анализ се доказва емпирично, че оборотите на борсите са повлияни единствено от местните икономически процеси. Също така индивидуалните местни тенденции доказват, че е възможно създаване на диверсификация с активи от различните борси.

---

<sup>2</sup> Sahin, Cumhur. 2015. "Analyzing the Relationships between Borsa Istanbul and The Balkan Stock Markets by Using The Method of Var: Evidence From Selected Stock Markets", International Journal of Alanya Faculty of Bioness, vol. 7, No. 3, pages 199-209;

### **3.4. Съпоставяне на общият оборот, реализиран от участващите борси спрямо конкурентен пазар**

С цел характеризирани на зависимости е извършено изследване на обобщените данни за общия реализиран оборот и оборота на прекия конкурент в лицето на Полската фондова борса. Изследването е за периода 2017-2020 г., като за целта са събрани всички търговски обороти на фондовите борси и са съпоставени с оборотите на Варшавската борса.

### **3.5. Изследване на общ оборот с обща пазарна капитализация**

Подходът за изчисление на съотношението преминава през съпоставяне на месечното отчетените обороти спрямо пазарната капитализация. За облекчение при тълкуването резултатите се представят в процент. Методът се прилага за всички разглеждани капиталови пазари. Целта на метода е да изследва каква част от капитализацията на борсите е обект на търговия.

От анализа на оборота за всички разглеждани фондови борси следва да се заключи, че индивидуалните обороти на фондовите пазари са многоотличаващи и се характеризират със собствената специфика на пазара. Наблюдава се голяма разлика в отчетените нива както между отделните пазари, така и за отчетните периоди на едни и същи борси. Тази голяма разлика се обяснява с непостоянните нива на инвеститорски интерес.

## **4. Изследване на брой сделки**

Броят сделки е важен показател за съпоставимостта на борсовите оператори. Той допълва информацията от оборота, като показва до каква степен оборотът е реализиран от високата ликвидност или голямото количество финансови инструменти, изтъргувани чрез единични сделки. Сделките са изчислени като общ брой на месечна база и са представени самостоятелно по фондови борси.

### **4.1. Корелационен анализ между месечните стойности за брой сделки**

Изследване за Корелация между отделните борсови оператори спрямо брой сделки. Изследването е извършено с цел проследяване наличието на взаимовръзки между отделните фондови борси по показателя брой сделки.

## **4.2. Съпоставяне на общият брой сделки с конкурентен пазар**

Изследването и съпоставянето с Варшавската борса се извършва и за броя сделки, периодът на анализ е от 2017г. до 2021г. От съпоставянето се забелязва ясно, че Полската борса регистрира средно 258 пъти повече сделки. За коректно анализиране на данните е използвано съотношението на месечната промяна на всички Балкански борси и Полската борса. За получаване на изчерпателен отговор използваме тест за корелация между двете променливи.

## **4.3. Отношение на борсовите обороти с брой сделки**

За да бъде изследвана ликвидността и приблизителната стойност на една сделка ще съпоставим Борсовите обороти с извършените брой сделки от изследваните пазари. От модела се наблюдава обратна зависимост за големината на борсите. Колкото борсовите оператори имат по-ниско ниво на капитализация, съответно брой сделки, толкова по-висока стойност на една сделка е представена от изчисленията.

От съпоставянето на оборот и сделки следва да се заключи, че връзката е права. Колкото по-голяма е борсата, толкова повече сделки има, съответно оборотът се разделя на множество малки сделки, осигуряващи ликвидност.

## **5. Изследване на индекси**

За целите на изследваните борсови оператори включваме в анализите данни за най-ценните местни индекси. Те репрезентират в различно съотношение най-ликвидните и с висока капитализация местни дружества. Индексите представят средно претеглени нива на инвестираните средства. За да се изчисли конкретен местен индекс, борсовият оператор определя 10, 15 или друг брой дружества, които отговарят на предварително заложените от борсите критерии. Примери за критерии са процент на “free-float” спрямо пазарна капитализация, брой извършени сделки за 6 (шест) месеца или ниво на пазарна капитализация и други.

### **5.1. Преглед на изследваните индекси**

Индексите, които ще разгледаме и съпоставим са: ATEX LargCAP, SOFIX, BET INDEX, BELEX 15, MBi10, MONEX, SBI, CROBEX, BIFX, BIRS.

## **5.2. Изследване на честотно разпределение за изследваните индекси.**

За да бъде оценено отклонението, посоката и силата от нормалното разпределение се изследва честотно разпределение по средни величини за всеки отделен индекс. След съпоставянето в абсолютна стойност е извършено изчисление на нивата на динамика за всеки отделен индекс.

С цел изключване на ценовите нива като фактор, определящ динамиката на стандартното отклонение, ще използваме метод за изчисление в относително изражение. Той позволява да се характеризира стандартното отклонение по-точно. За разлика от абсолютната стойност, относителното разпределение придобива различна подредба. Борсата с най-високо стандартно отклонение в относително изражение е Атинската, а с най-ниско е сръбският пазар.

При отчитане на относително стандартно отклонение се забелязва приближаване на динамичните нива до средните за групата. Забелязва се също и че най-развитият пазар отчита и най-високо ниво на волатилност. Изследването на дисперсията се използва, за да се категоризира силата на вариране спрямо средно аритметичната стойност.

От разнообразните използвани методи за сравнение се наблюдават различни тенденции на зависимост, което на свой ред се категоризира като непостоянни взаимовръзки.

Релацията между индексите подкрепя Р. Ferreira, че те са далеч от дългосрочното ниво на зависимост. Това е обяснимо поради разликите в икономическите нива на отделните държави.

## **6. Изследване на търговските сегменти**

В търговските активи на отделните фондови борси се включват различни фондови инструменти, търгувани на различните пазарни сегменти. Акциите, в масовия случай, се търгуват поне на два отделни сегмента, включващи официален и неофициален (алтернативен пазар). На официален пазарен сегмент се търгуват финансови инструменти на компании, отговарящи на по-високи критерии като оборот, “free-float”, капитализация, годишен финансов резултат. Изискванията към емитентите на официалните пазари са по-високи от тези на алтернативните, съответно качеството на инвестициите е по-високо, респективно и търговските цени на финансовите инструменти са по-високи.

## **6.1. Разпределение на акциите в общия оборот**

За характеризиране на основните финансови инструменти, които участват в търговския оборот на фондовите пазари, е извършен анализ на относителните тегла на финансовите инструменти за всяка от разглежданите фондови борси.

Разпределението категорично определя акциите като основен финансов инструмент за фондовите пазари на Балканите, а облигациите се нареждат на втора позиция. Наблюдава се основно балансирана връзка между оборот и брой сделки. Не се наблюдават съществени отклонения от средните показатели за всички борси, което е позитив при обединение поради липса на сили, изкривяващи ефективността на основните борсови процеси.

### **Обобщение:**

Единната Балканска фондова борса ще формира пазарна капитализация, която ще бъде конкурентна на големите европейски пазари, която възможност към настоящия момент е непосилна за отделните фондови пазари. Обединената пазарна капитализация ще създаде възможност за привличане на по-големи институционални инвеститори.

Привличането на нови инвестиции на Балканите ще се отрази основно и върху брутния вътрешен продукт на региона като съвкупност. При привличането на свежи инвестиции, пазарът ще придобие по-голяма популярност, което ще увеличи и ликвидността на ценните книжа, респективно ще повиши борсовите обороти, като изглади големите флукуации между отделните пазари и отделните отчетни периоди. Влиянието от повишената ликвидност ще окаже аналогичен ефект и върху броя сделки, отчетен на фондовите борси, като също окаже изглаждащ ефект спрямо настоящото състояние.

Големият процентен дял на първата обособена група фондови борси ще окаже негативно влияние върху останалите по-малки борсови оператори, тъй като действащата ликвидност не позволява публични компании от по-малките държави да получат необходимото доверие от инвеститори. Публичните компании от по-малките борси ще получат положителен ефект от обединението чрез привличане на част от инвеститорските средства, търгувани на гръцкия пазар.

Пример съгласно авторско допускане, изградено на база обобщени изследователски данни: ако атинският оборот спадне с 50%, то неговата средна месечна стойност ще бъде 1 милиард евро, разликата от 500 милиона евро би увеличила 3,5 пъти оборота на по-малките борси. За пример дори само 100% увеличение за оборотите на балканските борси

от 200 милиона евро средно месечен оборот на 400 милиона евро средно месечен оборот би намалил оборота на борсата в Атина с 13,3%.

Ефектите върху индексите ще бъдат положителни поради изтеглянето на най-качествените компании в един общ балкански индекс, а местните национални борси ще бъдат със статут на представителни за отделните държави.

Единната Балканска фондова борса, включваща разглежданите борси, има качества да бъде ефективен и функционален вариант за икономическото развитие на националните икономики, емитентите и инвеститорите.

### **ТРЕТА ГЛАВА: Приложение на Единната Балканска фондова борса**

Глава е организирана чрез структурен дедуктивен модел за представяне на ефектите от Единна Балканска фондова борса както за Балканския полуостров, така и отделните разглеждани държави. Представени са методите за акумулиране и ефективно използване на инвестиционни средства. Разгледан е модел за финансиране на компании чрез банковия сектор и чрез фондовите пазари. Втората част на главата представя проблемите, които са характеризирани като основни при осъществяването на Единна Балканска фондова борса. В третата част е разгледана финансовата отчетност и как тя влияе върху оценката на публични дружества част от Единната Балканска фондова борса. Представен е метод, който ще оптимизира времето за анализи. Четвъртата част на главата представя препоръки за създаване на допълнителни инвестиционни продукти и услуги, чрез които ще се цели допълнителен ефект за инвеститорите и обществото. Следващата пета точка представя техническа и административна структура на надзорния, търговския и сетълмент процеси.

#### **1. Развитие на Единна Балканска фондова борса**

Развитието на единна търговска и инвеститорска точка преминава през обединението на няколко пазара. Само по себе си обединението на дружества, които се търгуват на малки пазари с инвеститори, които инвестират на малки пазари, ще доведе до окрупняването на търгуваните обеми от ценни книжа при равни други условия. Тази промяна, засягаща ликвидността на подобни по произход, характер, функционалност и ликвидност ценни книжа, ще повиши важен показател, влияещ на мащабните и международни инвеститори<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Giofré, Macla. 2021. "Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment", Journal of Financial Stability, vol. 53, ISSN 1572-3089;

## **1.1. Макроикономическо развитие на Балканския полуостров чрез Единна Балканска фондова борса**

За Балканите позитив от обединение на фондовите пазари ще е в привличане на средства поради достигне до висока ликвидност на пазарите. Следващ позитив от създаване на ликвидност е привличане на типичните за Европейските пазари ”спекуланти”, чиято цел и фокус е търговия с информация и използване на колебанията в търговията. На свой ред „спекулантите“ ще стимулират допълнително ликвидността на пазара.

Окрупняването на малките пазари на Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Босна и Херцеговина, България, Словения и Хърватия с Румъния и Гърция ще създаде истинска пазарна възможност, от която се нуждаят малките фондови борси, които сами нямат потенциала за сериозна търговия и развитие поради малките обеми на предлагани ценни книжа, липсата на разнообразен пазар и наличието на различни законови разпоредби във всяка отделна страна.

Централизирането на фондовия пазар ще привлече капитали от Европейския, Азиатския и Американския региони. Увеличението на привлечените капитали в страните, които участват в единната фондова борса, ще стимулира техните икономики. Инвестираните средства ще бъдат в повечето случаи чужди за района, което спрямо мултипликационния принцип на парите ще повиши покупателната способност на отделните държави в пъти. Допълнителен фактор, повлиян от привлечените средства, ще бъде намаляването на безработицата. Последващи промени се очакват в повишаване стойността на местната валута.

Различията в данъчното облагане се явяват сериозно ограничение пред ефективното разпределение на финансови ресурси в Европа. Продължават да съществуват и различия в облагането на доходите, реализирани в чужбина, спрямо местните дивидентни доходи, дори и при наличието на сключени споразумения за избягване двойното данъчно облагане. Данъчната политика на страните следва да се прилага по начин, водещ до хармонизиране данъчното третиране на приходите, реализирани на капиталовите пазари. Хармонизирането на данъците се корени в унифицирането им.

## **1.2. Създаване на нова точка за преразпределяне на капитали**

През последните години основно поради ефекти от глобалната финансова криза от 2008 г., дълговата криза от 2012 г. и „Covid -19” пандемията от 2020 г. се наблюдава трайна тенденция към намаление на конвергенцията на балканските страни . Също се отчита

намаление на инвестициите както в частния, така и в публичния сектор. Създаването на единната борса ще възроди икономическия и инвестиционния подем в региона. Според Манолис Ксантакис, президент на Гръцката Борса, „Трудно е да привлечем инвеститори самостоятелно, затова трябва да убедим съседите си да търгуваме заедно, за да привлечем инвеститори в района”.

Ефектите за държавите, участващи в обединения капиталов пазар, се изразяват в:

- Намаление на разходи за първично предлагане
- Увеличено пласиране на ценни книжа
- Намаляване на лихвените проценти по кредитите
- Увеличаване на инвеститорския интерес от физически и юридически лица

### **1.3. Използване на инвестиционни ресурси за развитие на Балканския полуостров**

Развитието на Единна Балканска фондова борса ще създаде предпоставки за по-лесно пласиране на държавните дружества на публичния пазар. Те ще заемат евтин ресурс както емитират облигации, с което ще решат ликвидните проблеми в държавни дружества. Пример е привличане на средства от държавно лечебно заведение чрез облигационна емисия. Средствата ще бъдат използвани както за текущи задължения, така и за дългосрочни инвестиции в скъпа апаратура, която ще повиши конкурентоспособността и качеството на болницата. Подобрените пациентски условия на свой ред ще увеличат и пациентите, които я предпочитат.

### **1.4. Разходи за публична емисия**

В точката ще се разгледа разликата във финансирането на дружество чрез привличане на средства от фондовия пазар в България под формата на емисия акции и привличането на средства под формата на търговски заем от банковия пазар. За анализа ще бъдат използвани данни, представени от публично дружеството в проспекта си за публично предлагане. При изследване на варианта за банково финансиране ще се прибегне към изграждане на хипотетична концепция за търговски кредит, равен на сумата, която ще е вписана в проспекта.



## **1.5. Влияние на пандемията от Covid-19 върху капиталовите пазари**

Пандемичната обстановка от началото на 2020 г. поражда необходимост от свежи капитали във всички национални икономики. Този проблем също намира решение в единна фондова борса на Балканите. Обединението на отделните борси ще повиши ефективността в търговията и ще повиши ликвидността<sup>4</sup>. Ще създаде лесен достъп както за малките фирми, които изпитват липса на средства, така и за международни инвеститори, които търсят алтернатива на ниските банкови лихви. Чрез свързването на инвеститорите и дружествата ще бъде дадена възможност да се финансират малки и средни по големина дружества, които са най-големият потърпевш от пандемията.

## **2. Проблеми при създаването на Единна фондова борса**

Процесът по обединяване и капитализиране на средствата преминава през политически, законодателни, административни, структурни и териториални проблеми. Въпреки тях проектът има положително значение за икономическото и социално бъдеще на отделните борси и региона.

### **2.1. Политическо намерение**

Липсата на политическо намерение е проблем при развитието на Единна Балканска фондова борса. Наглед малката територия, разделена на близки по култура и ценности народи, в действителност има голяма отдалеченост в целите, степента на икономическо и социално развитие, което води до политически различия. Силната национална идентичност се противопоставя на желанието за икономическо развитие и просперитет.

### **2.2. Законодателство и Институционална организация**

Търговските взаимоотношения между държавите ограничават развитието на конфликти между тях<sup>5</sup>. Също ще се намаляват нивата на икономически, инфлационен лихвен и монетарен риск. Всички те ще бъдат разпределени между участващите държави, като намаляват индивидуалните ефекти. Съществува риск и от пренасяне на негативни рискови ефекти от малките икономики към общата, но предвид че делът на индивидуалните икономики към общата е прекалено малък и рискът ще се възприема като несъществен.

---

<sup>4</sup> Otchere, Isaac & Abukari, Kobana. 2020. "Are super stock exchange mergers motivated by efficiency or market power gains?", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 64;

<sup>5</sup> Kim, Suk Joong & Moshirian, Fariborz & Wu, Eliza. 2005. "Dynamic stock market integration driven by the European Monetary Union: An empirical analysis," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 29(10), pages 2475-2502;

Значим нормативен негатив е данъчното третиране. При сега действащите данъчни разпоредби всяка страна сама определя отчисленията спрямо вътрешните си правила. Този проблем влияе рестриктивно на развитието на Единна Балканска фондовата борса поради необходимост от познаване на данъчните модели за различни държави, което ограничава реалната печалба. Приемането на общо данъчно третиране ще даде категорично решение и облекчение за инвеститорите. Най-функционалният вариант е данъкът дивидент да бъде фиксиран на 10 процента, а данъкът върху капиталова печалба от търговия с финансови инструменти следва да бъде премахнат. Облекчението от липса на данък от капиталова печалба ще има ефект върху увеличена ликвидност на финансовите инструменти.

Като административна пречка следва да се разгледа и възможността от сливане на сливането поради осъществяване на монопол. Примери за институционални ограничения на сливания поради риск от обединение на много голям пазарен дял са „Deutsche Boerse“ с „NYSE Euronext“, и „London stock exchange“ с „Deutsche Boerse“. Този риск при сливане на балканските държави е неоснователен и е доказан със съпоставянето с мащаба на Полската фондова борса.

Административни и законодателни ограничения се наблюдават и в това, че отделните държави имат автономни и самостоятелни администрации, които обработват, контролират и одобряват публични дружества, както и сделките, които осъществяват. Законодателно отделните държави спазват различни норми, създадени еднолично от местния принципал. Решението е в налагане и спазване на общо нормативни изисквания, изградени съвместно от всички участващи държави.

Внедряването на общоевропейско законодателство ще бъде прието с цел сближаване с работещите международни практики. Страните членове на Европейското семейство имат задължение да имплементират Европейските закони и разпоредби във вътрешния си законодателен апарат. Относно страните извън Европейското семейство, ако използват Европейските закони и ги внедрят в местното си законодателство, ще бъдат с една крачка по-близо до кандидатстването и бъдещото си присъединяване в Европейския съюз. По този начин ще покажат готовност и желание за присъединяване към Европейското семейство. Изграждането на силни и независими институции ще имат ефект върху растежа<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Nedić, Vladimir & Despotović, Danijela & Cvetanović, Slobodan & Djukić, Tadija & Petrovi, Dragan. 2020. "Institutional reforms for economic growth in the Western Balkan countries", Journal of Policy Modeling, vol. 42, issue 5, pages 933-952;

### **2.3. Влияние финансовото образование върху ефективно действащ капиталов пазар**

Финансовата грамотност на обществото следва да се приема като важен аспект за стабилността на Макросредата<sup>7</sup>. Чрез финансовата грамотност обществото следва финансова дисциплина, гарантираща финансова стабилност на кредитния пазар, а в последствие и на националния финансов пазар. От липсата на финансова грамотност на населението страда цялото общество чрез неефективното потребление на ограничени ресурси, а самият индивид от загуба на благосъстояние поради нерационални и неефективни решения за разходване на разполагаем ресурс.

### **3. Финансово отчитане и анализиране на емитенти**

Логиката на разпространение на пазарна и финансова информация е възможност за оценяване на дружествените дялове, търгувани на фондовия пазар. В този контекст се налага мнението, че при публикуване на финансов отчет, в който дружеството реализира положителен финансов резултат, при равни други условия, цената на търгуваните му акции се увеличава. Компаниите с повече собствено финансиране разкриват по-малко информация. Правилно, точно, вярно и разбираемо финансово отчитане е необходимо за ефективността в оценяването на компании на Единна Балканска фондова борса.

#### **3.1. Единен формат за финансово отчитане XBRL**

Съгласно нововъведено изискване от 2021 г., годишните консолидирани финансови отчети за 2020 г. и следващи отчетни периоди на публичните дружества и други емитенти на ценни книжа трябва да се разкриват в iXBRL формат<sup>8</sup>. Това изискване налага промяна в начина на отчитане на финансовите данни на публични компании. Стандартът за изготвяне на финансови отчети не се променя, промяната е в допълнителните отбелязвания, които е необходимо да се поставят след изготвянето на отчета. XBRL или „Extensible business reporting Language” представляват вграден разширяем език за отчитане на бизнес. XBRL спомага за лесно организиране и потребление на данните от страна на ползвателя им. В действителност неговото предимство се корени единствено в обработката на голяма по количество информация.

---

<sup>7</sup> Министерски съвет, 2020, Доклад за Националната стратегия за финансова грамотност на Република България

<sup>8</sup> Делегиран регламент (ЕС) 2018/815 на Комисията от 17 декември 2018 година за допълнение на Директива 2004/109/ЕО

### **3.2. iXBRL Формат за единно финансово отчитане**

iXBRL – (inline Extensible business reporting Language) . Този формат файлове е модернизиран XBRL, който използва стандартни HTML файлове, върху които се извършва маркиране с XBRL маркери. Този вид файлове са неразличими за индивидуални инвеститори и позволяват безпроблемното четене на информацията. Допълнението е в това, че отбелязването с таксономия е лесно и се чете и от машина, което предоставя възможност за обработване на голяма по обем база данни. Чрез този модел на файлове се игнорират проблемите за масовия инвеститор и част от усложненията, които води със себе си стандартния XBRL формат.

Реализираните положителни ефекти от въвеждането на iXBRL са само за потребителите на информация. Съставителите на информация изпитват трудности с въвеждането на програми за конвертиране поради високата им стойност и неефективността за изпълняването на техните задължения. Негатив за iXBRL формат е възможността за съдържание, което не е визуализирано в HTML формат, но е налично за XBRL потребление. Друг проблем с iXBRL е маркирането на едни и същи данни на няколко места, пример за подобно двойно отбелязване има при отчитането на паричните потоци. В тези ситуации информацията ще се използва многократно, като това обстоятелство би довело до дублиране<sup>9</sup>, което е нарушение на ръководството за съставителя.

#### **3.2.1. Алтернатива на iXBRL формат за отчитане**

В България съществува изискване за представяне на счетоводна форма с изискуема информация, одобрена от заместник-председателя на българския регулатор. Формата се представя в MS EXCEL и може да бъде лесно съпоставим и обработван от потребителите. Тя е отделен файл от счетоводно изискуемите документи. Във файла съставителят има задължението за въвеждане на финансова информация, която да бъде лесно съпоставима. Този „excel“ файл или наречен „Форми на КФН“ се използва за да уеднакви информацията, която разпространяват различните публични дружества. Поради различните счетоводни стандарти за финансово отчитане, които отделните дружества използват и също поради възможността за промяната в счетоводната политика, която изпълнява дадено дружество, се налага внедряването на „Форми на КФН“, чрез които информацията от компаниите става лесно съпоставима за индивидуалния инвеститор.

---

<sup>9</sup> Cohen, Eric E. & Debreceny, Roger & Farewell, Stephanie & Roohani, Saeed, 2014. "Issues with the communication and integrity of audit reports when financial reporting shifts to an information-centric paradigm

Формите в „MS Excel” изпълняват критерии за съпоставимост и четим машинен формат единствено на финансовите данни. При положение, че се изисква и отбелязване на семантичната част „MS Excel” е невъзможен за използване. Само iXBRL позволява лесно и четимо използване на отбелязване както на счетоводната, така и на семантичната част от финансовия отчет.

#### **4. Мерки и иновации, подпомагащи развитието на Единна Балканска фондова борса**

В точката ще бъдат разгледани доказани и иновативни подходи, целящи популяризиране на Единна Балканска фондова борса. Изискванията към иновативните допълващи проекти са да създават перспектива за развитие, да осигуряват доверието на инвеститорите и да се внедряват в кратки срокове.

Европейският съюз демонстрира желание да осъществи разширение със страните от Западните Балкани, за целта приемането на единна валута и интеграцията на пазарите, в това число и капиталовите пазари, ще се отрази позитивно на процеса. Интеграцията следва да бъде завършена чрез отпадане на административни бариери между отделните държави, основно чрез обединение между фондовите борси. При обединяване на потенциала на участващите борси неминуемо ще се повиши и инвеститорският интерес, но допълнителното рекламиране и привличане на инвеститори трябва да залегне като постоянна дейност на единната фондовата борса, за да се цели дългосрочно просперирание, положителни финансови и търговски резултати.

##### **4.1. Листване на малки и средни предприятия**

Малките и средни предприятия са важен икономически субект за развитието на капиталовите пазари поради потенциала за развитие и възможността за реализиране на печалба от високите нива на промяната в цената.

Създаването на възможност за набиране на капитали от малки и средни предприятия чрез капиталовия пазар несъмнено ще повиши ликвидността и пазарната капитализация на фондовия пазар. Също позитив ще имат и самите компании, които ще успеят да привлекат необходимите средства без да се обвързват с кредитни продукти, които биха увеличили първоначалните им фиксирани разходи.

Идеята за първично публично предлагане и последващата търговия с акции на малки и средни предприятия ще бъде регулирана и отделена в специален пазарен сегмент на фондовата борса. В този сегмент дружествата ще имат по-ниски изисквания за размер

на капитала, отчетните периоди ще бъдат по-дълги и няма да се изиска тримесечно оповестяване на счетоводни и управленски данни.

#### **4.2. Допълнителни търговски сегменти**

Към настоящия момент само борсите в Атина и Букурещ осъществяват търговия с деривативни инструменти. Дериватите са основополагащ финансов инструмент, предлаган от големите борси, целящи привличането на институционални инвеститори с голям мащаб. Чрез него инвеститорите успяват да хеджират бъдещите си постъпления или да запазят стойността на портфейлите<sup>10</sup>, които контролират. Осъществяването на сделки с деривати е от съществено значение за осъществяване на проекта за Единна Балканска фондова борса.

#### **4.3. Дружества със специална инвестиционна цел**

Дружество със специална инвестиционна цел (ДСИЦ) е вид компания, която се основава на модела на взаимните фондове, но инвестира в имоти. Инвестицията в REIT дава възможност да се притежава част от портфолио от имоти, без да трябва да се влага в управлението му. Тези компании са задължени да изплащат поне 90% от реализираната печалба като дивидент и осигуряват висока ликвидност поради това, че ликвидността е в пряка и двустранна зависимост с риска и доходността на инвестиционните инструменти<sup>11</sup>.

Специализираните дружества имат възможност да инвестират и във вземания „Факторинг“. Характеристиката на дружествата, инвестиращи във вземания е, че освобождават свежи средства за банки и търговски дружества, които очакват дългосрочни вземания<sup>12</sup>, но при влошаване на търговските обороти тези вземания стават жизнено важни за получателите им в текущ момент.

Основният плюс е в това, че свежите средства от продажбата на вземането се вливат в оборния капитал на продавача, тази възможност е изключително важна и полезна в ситуации на кризи.

Дружествата, изкупуващи вземания, често сключват сделки и с банки, от които изкупуват кредити, срещу които банката получава ликвиден ресурс, с които тя разширява кръга на кредитополучатели.

---

<sup>10</sup> Sahin, Cumhur. 2015. "Analyzing the Relationships between Borsa Istanbul and The Balkan Stock Markets by Using The Method of Var: Evidence From Selected Stock Markets", International Journal of Alanya Faculty of Business, vol. 7, No. 3, pages 199-209;

<sup>11</sup> Симеонов С., Тодоров Т. 2018. „Формиране на инвестиционен портфейл за акции, търгувани на Българската фондова борса за периода Август 2016-Декември 2017“, Икономика 21, Издание 1, стр. 85-116;

<sup>12</sup> Easley, D., Hvidkjaer, S., & O'Hara, M. (2010). Factoring Information into Returns. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45(2), 293-309. doi:10.1017/S0022109010000074

#### **4.4. Концепция за иновативни дружества със специална инвестиционна цел**

Единна Балканска фондова борса, за да направи стратегическа крачка пред утвърдените конкуренти, трябва да създаде креативна инвестиционна възможност за бъдещите си инвеститори. Създаването на инвестиционен обект, цел на който е развитие не само на дружеството, но и на обществото, е новост за инвеститорите. Финансирането на подобни компании е възможно да бъде от частни инвеститори през капиталовите пазари, а целта им ще бъде финансиране на проекти в полза на обществото и държавния бюджет. Дружествата се предвижда да се ползват с облекчения като липса на данък печалба и да имат задължения за изплащане като дивидент на 90% от реализираните си печалби. Ще използваме термина „Иновативни дружества със специална инвестиционна цел“ ИДСИЦ.

- Зелени компании, чиято основна дейност е създаване на електрическа енергия от възобновяеми източници като Водно електрическа централа.

- Транспортните услуги също са отрасъл с потенциал за района предвид географското му разположение. Като инвестиционни цели на публично частните партньорства могат да бъдат Интермодални терминали.

Положителните ефекти за участниците във фонда са намаляване или напълно освобождаване от данъци за определен период от време, чрез тази инвестиция гражданите успяват да максимизират дохода си чрез намаляване на подоходното облагане от страна на държавата.

#### **5. Очакван ефект от Единна Балканска фондова борса**

В модела на отворена икономика преустановяването на тази зависимост е невъзможно, но следва да се цели ограничаване на силата ѝ чрез развитието на обединения в отделни икономически райони. Това може да бъде постигнато със създаване на Единна Балканска фондова борса. Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна гора, Хърватия, Словения, Босна и Херцеговина имат свои борсови оператори, които по мащаб, ефективност, модернизация и печалба са неразвити. Някоя от гореописаните държави сама няма възможност да се конкурира със средно-големите Европейски борсови оператори като Полша и Италия. Единната Балканска фондова борса позволява чрез обединяване на професионален кадрови потенциал, обща пазарна капитализация и оборот да намалят разходите и да увеличат приходите. При обединението на пазарите ще има облекчен и ускорен процес по сключване на сделки поради единната търговска платформа.

Създадената и поддържана от “Централен депозитар” АД техническа инфраструктура за приключването на сключените от инвеститорите сделки позволява изпълнението на основни услуги съгласно раздел А и Б от Регламент (ЕС) No 909/2014.

Проблемите пред единния капиталов пазар са основно в законодателството и данъчното третиране на приходите от финансови инструменти. Отделните страни имат индивидуални нормативни уредби и нямат много допирни точки, но въпреки това единната фондова борса създава положителни предпоставки за страните поради изискването общият проект да има Европейска регулация. Гърция, Словения, България, Румъния и Хърватия са пълноправни членки на Европейския съюз. Те като членове на съюза са задължени да прилагат Европейски регулации в единия пазар като спазване на Регламент 596, Регламент 1799, Регламент 809 и други. Нормативните изисквания, заложи от ЕС, са идеален вариант да бъдат свързващо звено във взаимоотношенията между ЕС и страните от Западните Балкани

#### **Заклучение:**

Малкият гъсто населен район от Европа, с множество трудно достъпни места и много военни конфликти, е създал у местното население чувство за индивидуализъм. Чрез надграждането в общество, самостоятелността на индивидите ги прави подозрителни и дистанцирани от съседните им народи. Множеството конфликти в региона, плод на дългогодишни незадоволени териториални претенции, създават отчуждаване между съседните народи. Напрежението между социалните групи преминава в икономическа несигурност. Тя на свой ред ограничава възможностите за икономически растеж, главно заради липсата на инвестиции.

През годините Европейският съюз работи силно за интеграция на страните от Западните Балкани. Интеграцията има за цел икономически, социални, законодателни промени, които да привлекат необходимите инвестиции, позволявайки на страните от Западните Балкани да се доближат до обкръжаващите ги държави.

Икономическото развитие на националната икономика се определя като пряко свързано и с ефективното действие на капиталовия пазар. Към настоящия момент Балканските борси не изпълняват функцията си ефективно да преразпределят инвестиционен ресурс като предоставят капитали на местните компании. Фондовите борсите към момента действат самостоятелно и каквато и иновация да бъде въведена, няма да има възможност за увеличаване в мащаба. Малък пазар е невъзможно да привлече големи инвестиции, които да създадат ликвидност и свежи инвестиционни капитали.



Стопанските субекти от Западните Балкани разчитат основно на банково финансиране за икономическото си съществуване. Докато при ефективно действащ фондов пазар същите средства могат да бъдат привлечени както като дългов, така и като собствен капитал. От гледна точка на икономическата целесъобразност, дружествата ще се финансират през фондовия пазар поради по-ниския риск.

Икономическото сътрудничество оказва положителен макроикономически ефект за всички държави, то е осъществимо чрез обединение на местните капиталови пазари в Единна Балканска фондова борса. За да бъде възможно обединяването на Балканите и привличането на инвестиционни капитали е нужно единомислие и единни цели в посока създаване на единна точка за преразпределяне на капитали.

Единният капиталов пазар ще има централна икономическа роля за целия Балкански полуостров, като акумулира инвеститорски средства и ги преразпределя чрез ефективно действащата си структура към отделните държави. По този начин държавите ще се възползват от привлечени външни за района средства чрез публичните си компании, през които инвестициите ще се преразпределят в самата икономика, чрез затварянето им в икономически цикли и оборот на националните икономики. В следствие инвестиционният потенциала на фондовите пазарите трябва да бъде насочен приоритетно към производствени компании, които реализират продукция с висока добавена стойност. Висококачествените продукти с висока добавена стойност получават по-високата цена и ефектът от производството им се увеличава, а това води до развитие на националните икономики.

Единната Балканска фондова борса ще изглади флукуациите в оборота. Към момента разликата в търговските обеми е основана на новини, а при липса на информация инвеститорите запазват дистанция или използват други пазари. След обединяването тенденцията ще бъде към постоянна и балансирана търговия, основаваща се на по-голям брой ценни книжа и по-високи нива на ликвидност. Също ще се отчете и положителен ефект от привличане на нови инвеститори от конкурентни пазари като Полския, което към настоящия момент не е възможно поради разликата в мащаба и ликвидността между Полската фондова борса и всички останали разглеждани фондови пазари, участващи в изследването.

Единната Балканска фондова борса е проект, насочен към частните предприятия, но влиянието ѝ ще окаже ефект върху макроикономически характеристики като на отделните държави, така и на Балканския регион. Единната Балканска фондова борса

увеличава възможността за развитие и просперитет на отделните икономики и на Балканския регион като съвкупност, създаването ѝ би позволило на района да акумулира инвестиции, непостижими за нито една от страните, действащи самостоятелно. Чрез обединения пазар ще се преразпределят финансовите и макроикономическите шокове между всички членове. По този начин сътресенията от локални икономически кризи ще бъдат смекчавани.

Единната платформа би позволила бърза смяна на политическата и икономическата обстановка. Инвеститорите без допълнителни разходи ще сменят държавата, в която инвестират, като изберат съседен пазар с по-нисък политически или икономически риск. Държавите от региона имат индивидуални характеристики, които биха подпомогнали инвеститорите при избора на пазар и реализирането на портфейл спрямо техния рисков профил.

След внедряване на иновативни инвестиционни възможности, Единна Балканска фондова борса ще привлече допълнителни инвеститори, които са нужни, за да направи крачка пред утвърдилите се конкуренти. Ползите са многопластови, икономическите са за инвеститорите и Единната фондова борса, а социалните за обществото чрез подобряване на средата за живот. Освен повече индивидуални инвеститори, ще бъдат концентрирани и инвестиционни ресурси от пенсионни, застрахователни и взаимни фондове, които да създадат разнородно рисковите портфейли на същата територия, от която са набрани, което ще помогне на икономиките да използват акумулирания ресурс.

Обединяването на фондовите пазари ще бъде технически реализирано чрез създаване единна платформа за приключване на сделките. Сетълментът на финансовите инструменти ще се извършва между местните централни депозитари, които следва да се обединят в единна система за сетълмент и клиринг на финансови инструменти. Регулацията ще бъде съблюдувана от местни регулатори, които ще използват европейските регламенти за борсова търговия като действащи законодателни рамки.

Ще бъдат създадени разнообразни сегменти за търговия, в тях ще бъдат разпределени съществуващите емитенти от всички държави. Безспорните качества на дружествата със специална инвестиционна цел са доказани и внедряването на пазарен сегмент, в който да се търгуват само специализирани дружества, е ключова характеристика за просперирането на Единна Балканска фондова борса. Първичното публично предлагане и последващата търговия с акции на малки и средни предприятия ще бъде регулирана и отделена също в специален пазарен сегмент на фондовата борса. В този сегмент дружествата ще имат по-ниски изисквания за размер на капитала, отчетните

периоди ще бъдат по-дълги и няма да се изиска тримесечно оповестяване на счетоводни и управленски данни. Обособяването на единен пазар ще позволи набиране на средства и за мащабни инфраструктурни проекти, изискващи капитали, непостижими за отделните борси.

Хармонизирането на данъците се корени в унифицирането им чрез фиксиране на данък печалба за публични компании на 10%. Ниският общ данък ще стимулира производството в макроикономическа перспектива. Ефектът от данъчно облекчение ще бъде двупластов. Първоначално ще се намали данъчният щит от дълговото кредитиране, което ще увеличи привличането на капитали от фондовия пазар. Вторият ефект е стимулиране на преминаването към публичност на компаниите с цел намаляване на данък печалба. Ефектът от намаляването на процента в данък печалба ще бъде приспаднал от другите данъци, които ще бъдат плащани от компании като последващи от увеличението в производството, като социални осигуровки на допълнително наети лица и данък върху потреблението, повлияни от повишената покупателна способност; Сложната нормативна регулация действа дистанциращо за индивидуалния инвеститор, но неговото желание за допълнителен доход се запазва. Създава се вакуумна среда от инвеститорски потенциал, който се акумулира от банките и имотите. При положение, че образованието за фондовия пазар бъде имплементирано по-силно в средното и висшето икономическо образование за сметка на банковото дело, развитието на капиталовия пазар ще постави в нова позиция банковата сфера, която ще има нуждата да привлича клиенти чрез намаляване на лихвените си предложения по кредитните продукти към фирмите, а постепенно промяната ще се прехвърли и към физическите лица. Най-добрият вариант е да се постигне баланс на двата сектора чрез диверсификация в инвеститорските намерения на обществото. Те ще бъдат базирани на обективен избор, извършен след оценка на риска и възвръщаемостта от двата модела на инвестиции, изградени чрез познание за процесите.

Финансовата грамотност е критерий за просперитет на социума, изграден на рационален избор, който задоволява потребностите на обществото чрез балансирано използване на ресурси. Увеличението в процента на финансово грамотни хора ще реализира връзка с ликвидност и капитализация на фондовия пазар. Към момента фондовият пазар функционира под рационалния си мащаб и ограничава икономическото развитие и просперитет на националната икономика.

Компаниите, целящи да максимизират своята основна стойност и богатство на акционерите, е абсолютно необходимо да увеличат обхвата и качеството на

предоставяната информация. При вярното разбираемо и стандартизирано финансово отчитане инвеститорите ще извършват точен анализ на емитентите. Това е предпоставка за повишаване на доверието, предсказуемостта и ликвидността на финансовите инструменти, допуснати до търговия на Единна Балканска фондова борса.

Собствениците на инвестиционния капитал са заинтересовани от правилна оценка на дружествата, в които те желаят да инвестират. Оценката се извършва на база счетоводна информация, която трябва да бъде представяна периодично. Когато финансовата информация е представена в единен и лесно разбираем формат, нейното съпоставяне е облекчено и се съкращава инвестиционния процес, което ще увеличи неговата продуктивност и ще намали риска от неправилен анализ. Разпространяването на вярна и точна информация, изготвянето ѝ в достъпен и разбираем формат премахва бариерите между международни инвеститори и местни емитенти.

Единната Балканска фондова борса ще увеличи ликвидността на ценните книжа от целия регион. Ликвидността ще увеличи търговските обороти, а те на свой ред събуждат интереса за инвестиране и печалба. Инвестирането е възможно в различни варианти на дружества, инвестиционни схеми или фондове. Ликвиден, добре развит и печеливш пазар, ще увеличи икономическия и производствен потенциал на всяка отделна държава. С развитието на икономиката се стимулират търговските и производствени възможности на страните, водещи до намаляване на безработицата и ефективно използване на потенциалите на страните.

Икономическият и финансов растеж, подпомогнати от развитието на единна борса, ще осъществят добри политически и икономически взаимоотношения в региона, които да доведат до обединени цели и единна стратегия за развитие.

Процесите на развитие на икономическото, финансово, политическо и социално естество ще уеднаквяват различията в степента на просперитет на Балканите, което е предпоставка за приемането на Сърбия, Босна и Херцеговина и Северна Македония в Европейското семейство и така ще отпаднат границите и търговските ограничения на останалите пазари. Единната Балканска фондова борса ще обедини участващите икономики и ще мултиплицира Макроикономическото развитие Балканския регион.

#### **IV. СПРАВКА НА ПРИНОСИТЕ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД**

От дисертационното изследване се идентифицират следните изводи, препоръки и приноси:

##### **Изводи:**

1. Осъществяването на проекта е зависимо основно от политическа решителност.
2. От приложените методи за анализиране на борсовите данни следва да се заключи с висока степен на достоверност, че при обединение ще се постигне мултиплициране на ликвидността и капитализацията, което ще привлече нови инвеститори.
3. След обединението ще се реализира възможността за привличане на повече капитали чрез повече първични предлагания или увеличения на собствения капитал
4. След обединението ще се намалят разходите за привличане на средства от публични компании.
5. Добре развитият капиталов пазар увеличава икономическото развитие и просперитет на националните икономики.
6. Макроикономически показатели като БВП, инвестиции, данъчни постъпления ще се повишат от създаване на единен балкански капиталов пазар.
7. Единен капиталов пазар е решение на ликвидните проблеми на разглежданите фондови борси.

##### **Препоръки:**

**Препоръка към Европейска комисия:** Осъществяване на кръгла маса с пълноценно участие на представители на разглежданите борси и депозитари, участници от местни и европейски регулаторни финансови органи, представители на институционални инвеститори както от Балканския регион, така и от цяла Европа.

**Препоръка към финансовите Министерства:** Възлагане на изследователски колективи от местните икономически университети да извършват икономически анализ върху широките ефекти за националните икономики от обединение в Единен Балкански капиталов пазар.

**Препоръка към Регулаторните институции:** Корекция на нормативни регулации, целяща създаване на нормативна основа за осъществяване и финализиране на сделки между различни фондови борси и депозитари;

Корекция и допълване на законови и подзаконови нормативни актове, разрешаващи създаване на иновативни дружества със специална инвестиционна цел.

**Препоръка към Административно-технически органи:** Осъществяване на техническата свързаност между отделните борсови и сетълмент системи.

Осъществяване на широко популяризиране на проекта чрез личните сайтовете на участващите министерства, регулатори, фондови борси, депозитари и медии разпространяващи финансови новини от разглежданите държави.

**Препоръка към икономически училища и университети в България:** Фондовите пазари да бъдат по-широко застъпени във всички икономическите специалности с цел ефективно използване от широк кръг лица като място за преразпределение на инвестиции.

Финансовото образование да бъде застъпено по детайлно във всички средни и висши учебни заведения.

#### **Приноси:**

- Обобщаване и проучване на съществуващата литература по темата за фондовите пазари и интегрирането им;
- Извършване на статистически анализ на данните за капиталовите пазари на страните от Балканския полуостров и извеждане на основни зависимости и изводи;
- Предложение за организация на Единна фондов борса в Балканския регион, която да допринесе за повишаването на ликвидността, капитализацията и търгуваните обеми на фондовата борса, намаляване на разходите и увеличаването на приходите, но и за привличането на допълнителни международни инвеститори и инвестиционни фондове, спомагащи и за икономическото развитие на тези страни;
- Изграждане на концепция за развитите на иновативни дружества със специална инвестиционна цел.

## **V. ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД**

1. Chupetlovski. V, Chobanov. P, Rusinov. Y. (2021). The Western Balkans Stock Exchanges Unification in Response to the Pandemic Crisis. Научна статия, публикувана в списание „Economic Alternatives“ „Sofia Issue 3/2021.

2. Чупетловски. В, (2021). Влияние на финансовото образование върху ефективно действащия капиталов пазар в България. Тринадесета научно-приложна конференция "Инвестиции в бъдещето - 2021", Варна, 2021

3. Чупетловски. В, (2021). Ефектите от внедряване на Единна Европейска платформа и модел за отчетност на публичните дружества. Международната научно-практическа конференция ”Дигиталната трансформация в контрола и анализа – рискове и възможности”, Свищов, 2021

## **VI. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ**

Декларирам, че настоящият дисертационен труд е изцяло авторски продукт и в неговото разработване не са ползвани, в нарушение на авторските им права, чужди публикации и разработки.



**УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО**  
*Духът прави силата*

**DEPARTMENT OF FINANCE**

**Vilizar Bogdanov Chupetlovski**

**"ECONOMIC EFFECTS OF STOCK MARKET INTEGRATION  
IN THE BALKAN COUNTRIES"**

**AUTHOR'S ABSTRACT**

of doctoral dissertation for acquiring the  
educational and scientific degree of "Doctor"  
in professional field 3.8. Economics,  
scientific specialty Finance, money circulation, credit and insurance

**Academic advisor:**

**Assoc. Prof. Petar Chobanov, PhD**

**Scientific Jury:**

Prof. Ph. Prof. Dr. Virginija Zhelyazkova

Prof. Dr. Julia Dobрева

Prof. Dr. Stanislav Dimitrov

Prof. Dr. Silvia Trifonova

Assoc. Prof. Dr. Gergana Mihaylova-Borisova

Sofia, 2023



The dissertation is discussed and directed for defense by the Department of Finance at the University of National and World Economy - Sofia on 20. 06. 2023.

The author of the thesis is a part-time Ph.D. student at the Department of Finance at UNWE.

The dissertation has a total length of 212 pages and is structured in an introduction, a statement in three chapters, a conclusion, a list of references, a list of tables, a list of figures, and appendices. The literature used includes 234 sources, of which 29 are in Bulgarian, 127 in English, 23 normative documents, and 55 online sources.

The public defense of the dissertation will take place on 18. 09. 2023 at 10:00 in Hall 2032A - Scientific Councils of the UNWE - Sofia before a Scientific Jury appointed by order of the Rector of the University.

The materials on the defense are available to those interested in the Scientific Councils and Competitions Sector at the UNWE - Sofia, as well as on the University's website - [www.unwe.bg](http://www.unwe.bg).

## I. GENERAL CHARACTERISTICS OF THE THESIS

**The relevance of the thesis stems** from its importance for the economic development of the Balkan region through the use of capital markets.

The macroeconomic development of the Balkan countries - Greece, Bulgaria, Romania, Serbia, North Macedonia, Montenegro, Slovenia, Croatia, Bosnia and Herzegovina - is slowing down and reorienting after the major political changes of the early 1990s. Some of the countries under consideration have managed to maintain their economic boom, while others have lost much of the economic growth they had achieved. Due to the inability of individual countries to develop their economies independently, the creation of interstate development projects to optimise trade processes is urgent.

A common potential and opportunity for growth lie in the attempts of individual countries to develop their capital markets. To date, local exchanges have underperformed the economic upswing of the countries in which they operate. A solution should be sought through the unification of the individual economies, through a united point of investment, based on the unification of the Balkan stock exchanges.

The development strongly concerns the integration of the Balkan region and the stage of development in the individual capital markets. The study of the public monthly data includes the Greek, Bulgarian, Romanian, Serbian, North Macedonian, Montenegrin, Slovenian, Croatian, and Bosnian-Croatian capital markets and aims to analyse the interrelationships between the exchange operators and the effects of their unification into a united capital market. The Balkan Peninsula also includes Albania and Kosovo. For the period under review, Albania has an active stock exchange, but it has no statistically significant indicators for transactions with shares of public companies, only issues of government bonds are listed and traded on it. In Kosovo, for the period under review and to date, there is no functioning exchange operator. Due to the lack of statistically significant data on both sides, they will not be included in the study.

The capital markets of the listed countries are located in the same geographical area. therefore, the aim is to create a regional exchange operator to bring together investment opportunities from the region and, based on scale, create certainty for investors. The United Balkan Stock Exchange aims to initially unify the market capitalizations and investment potential of economic entities. Subsequently, efforts will be made to expand investment opportunities by attracting investors from outside the region.

The paper examines whether, through diversification and liquidity, the Balkan Stock Exchange will realise a positive effect in the recovery of local markets from the economic consequences of economic crises. It is analysed whether, thanks to the united market, economic shocks will be distributed among the participating countries and negative effects will be weaker.

A key element for the development is ensuring economic development through the use of capital market investment, reducing the current share of bank financing.

General regulatory requirements are seen as an element to gain the confidence of investors whose capital will be invested in the region. Having clear, precise, and understandable legal restrictions for issuers will also stimulate a willingness for new issuers to raise capital publicly. The counterpoint is the current complex, ambiguous, and overly prescriptive regulatory requirements that act as a distancing force on current public companies due to uncertainty and over-control by regulators. The disclosure of periodic financial information, and the quality and quantity of that information, is viewed as fundamental to realizing investor interest in a financial asset.

Innovations are seen as a building block in the development of economic processes. This attracts additional investor potential from competitive markets. Innovative special investment companies that develop green energy or products and services to protect human life and health are key elements in innovation.

**The object of research in the dissertation** is the integration of the stock markets of Greece, Bulgaria, Romania, Serbia, North Macedonia, Montenegro, Slovenia, Croatia, Bosnia and Herzegovina.

The economic effects of the integration of the stock markets of the Balkan countries are **the subject of the study**.

**The research in the dissertation aims** to analyze the economic effects of the integration of the stock markets of the Balkan countries.

**The research in the dissertation aims to analyze the economic effects of the integration of the stock markets of the Balkan countries.**

**The main research thesis of the dissertation** is that the unification of the stock exchanges of the Balkan region would lead to positive economic effects; for participating exchanges; existing and potential issuers; institutional and individual investors. The result would also be for the economies of the countries and local governments as a whole and would contribute to

positioning the Balkan region as a strategic and economic hub. The merger will achieve an efficient and competitive Balkan stock market that will redistribute capital. Its efficiency will be based on high liquidity and an optimal level of regulations. The common market would create diversification and would become a direct competitor to the major European stock exchanges, which is currently unattainable for any of the existing stock exchanges in the Balkan region.

**Objectives of the dissertation research:**

- Overview of technical, administrative, and regulatory developments in stock exchanges;
- Development of a structure for a United Balkan Stock Exchange, including key technical, administrative, and regulatory factors;
- Historical overview of the relations between the different countries and subsequent analysis of the possibilities for economic unification;
- An empirical analysis of stock market data from the countries under consideration to identify dependencies between them;
- Assessing the effects of the merger between the stock exchanges under consideration;
- Identification of obstacles and preconditions for the implementation of a United Balkan Stock Exchange;
- Identify opportunities for using the investment to stimulate economic sectors in the region that are currently underdeveloped;
- Presentation of innovative companies with a special investment purpose aimed at further promotion among investors;
- Conclude and make recommendations;

The dissertation applies a historical-logical approach, method of analysis and synthesis, method of induction and deduction, comparative analysis, descriptive analysis, critical analysis, empirical analysis, analysis by statistical methods such as correlation and regression, and systematic research approach:

The research methods are chosen and applied to best characterize the dependencies and relationships among the decomposed stock exchanges. Through a historical-logical approach, the historical links between states are examined. Induction, deduction, and comparative approach are used in the analysis of normative features of the stock exchanges under consideration, as well as the problems faced by the United Balkan Stock Exchange.

Using statistical methods such as standard deviation, correlation, variance, asymmetry, and skewness, an empirical observation of the data from the public monthly reports of the 10 stock exchange operators under consideration was performed. The study period is 10 years, starting from January 2010. and ends in January 2021, including a total of 133 reporting months.

A deductive approach is used to explore and present characterized problems, envisaged solutions, and innovative approaches for the development of the United Balkan Stock Exchange.

## II. STRUCTURE AND CONTENT OF THE DISSERTATION

<b><u>List of tables:</u></b> .....	<b>4</b>
<b><u>List of figures</u></b> .....	<b>5</b>
<b><u>List of abbreviations:</u></b> .....	<b>7</b>
<b><u>Introduction</u></b> .....	<b>8</b>
<b><u>Chapter One: Normative, technical and theoretical basis of the study</u></b> .....	<b>13</b>
<b><u>1. Review of related literature:</u></b> .....	<b>14</b>
<b><u>2. The United Balkan Stock Exchange Project</u></b> .....	<b>39</b>
<b><u>3. Overview of the types of exchange associations</u></b> .....	<b>42</b>
3.1. <u>Euronext</u> .....	43
3.2. <u>See Link</u> .....	44
<b><u>4. Historical and Technical Development of Stock Exchanges in the Balkan Region</u></b> .....	<b>45</b>
4.1. <u>Greek Stock Exchange</u> .....	45
4.2. <u>Bulgarian Stock Exchange</u> .....	47
4.3. <u>Romanian Stock Exchange</u> .....	48
4.4. <u>Serbian Stock Exchange</u> .....	49
4.5. <u>North Macedonian Stock Exchange</u> .....	50
4.6. <u>Montenegrin Stock Exchange</u> .....	51
4.7. <u>Croatian Stock Exchange</u> .....	51
4.8. <u>Slovenian Stock Exchange</u> .....	52
4.9. <u>Stock markets in Bosnia and Herzegovina</u> .....	53
<b><u>5. Regulatory characteristics of Balkan Stock Exchanges</u></b> .....	<b>55</b>
5.1. <u>Greece</u> .....	55
5.2. <u>Bulgaria</u> .....	57
5.3. <u>Romania</u> .....	58
5.4. <u>Serbia</u> .....	59
5.5. <u>North Macedonia</u> .....	60
5.6. <u>Montenegro</u> .....	61
5.7. <u>Croatia</u> .....	62
5.8. <u>Slovenia</u> .....	63
5.9. <u>Sarajevo and Banja Luka</u> .....	64
<b><u>6. Historical overview of interstate relations</u></b> .....	<b>66</b>
6.1. <u>Historical links between the Balkan countries</u> .....	67
6.2. <u>The European Union and Balkan membership</u> .....	69
<b><u>Chapter Two: Empirical Analysis and Evaluation of Market Data</u></b> .....	<b>71</b>
<b><u>1. Market capitalization study</u></b> .....	<b>73</b>
1.1. <u>Relative level of market capitalisation</u> .....	74

1.2.	<u>Linear representation of market capitalization</u> .....	75
1.3.	<u>Correlation analysis of monthly market capitalization values of the studied exchanges</u> .....	77
1.4.	<u>Comparison of total market capitalisation with a competitive market</u> .....	79
<b>2.</b>	<b><u>Stock market research relative to gross domestic product</u></b> .....	<b>82</b>
<b>3.</b>	<b><u>Turnover study</u></b> .....	<b>88</b>
3.1.	<u>Distribution of exchanges by turnover level</u> .....	89
3.2.	<u>Frequency study of turnover averages</u> .....	91
3.3.	<u>Correlation of monthly turnover data</u> .....	98
3.4.	<u>Comparison of the total turnover generated by the participating exchanges against a competitive market</u> .....	99
3.5.	<u>Study of total turnover with total market capitalisation</u> .....	101
<b>4.</b>	<b><u>Study of number of transactions</u></b> .....	<b>105</b>
4.1.	<u>Frequency averaging of number of transactions</u> .....	105
4.2.	<u>Correlation analysis between monthly values for number of transactions</u> .....	113
4.3.	<u>Comparison of the total number of transactions with the competitive market</u> .....	114
4.4.	<u>Ratio of exchange turnover to number of trades</u> .....	116
<b>5.</b>	<b><u>Index research</u></b> .....	<b>118</b>
5.1.	<u>Overview of the indices studied</u> .....	118
5.2.	<u>Study of frequency distribution for the studied indices</u> .....	122
<b>6.</b>	<b><u>Study of commercial segments</u></b> .....	<b>132</b>
6.1.	<u>Distribution of shares in total turnover</u> .....	136
<b><u>Chapter Three: Application of the United Balkan Stock Exchange</u></b> .....		<b>147</b>
<b>1.</b>	<b><u>Development of a United Balkan Stock Exchange</u></b> .....	<b>148</b>
1.1.	<u>Macroeconomic development of the Balkan Peninsula through a United Balkan Stock Exchange</u> .	149
1.2.	<u>Creation of a new capital redistribution point</u> .....	151
1.3.	<u>Harnessing investment resources for the development of the Balkan Peninsula</u> .....	153
1.4.	<u>Public issue costs</u> .....	155
1.5.	<u>The impact of the pandemic of Covid-19 on capital markets</u> .....	160
<b>2.</b>	<b><u>Problems in the establishment of a United Stock Exchange</u></b> .....	<b>162</b>
2.1.	<u>Political intent</u> .....	162
2.2.	<u>Legislation and Institutional Organisation</u> .....	163
2.3.	<u>Historical uncertainty</u> .....	166
2.4.	<u>Impact of financial education on an efficient capital market</u> .....	168
<b>3.</b>	<b><u>Financial Reporting and Issuer Analysis</u></b> .....	<b>170</b>
3.1.	<u>XBRL Uniform Financial Reporting Format</u> .....	172
3.2.	<u>iXBRL Uniform Financial Reporting Format</u> .....	173
<b>4.</b>	<b><u>Measures and innovations supporting the development of the United Balkan Stock Exchange</u></b> .....	<b>179</b>
4.1.	<u>Promotion among the public</u> .....	179
4.2.	<u>Listing of small and medium-sized enterprises</u> .....	180
4.3.	<u>Additional business segments</u> .....	181
4.4.	<u>Companies with a special investment purpose</u> .....	182
4.5.	<u>Concept of innovative companies with a special investment purpose</u> .....	184
<b>5.</b>	<b><u>Expected effect of the United Balkan Stock Exchange</u></b> .....	<b>186</b>
<b><u>Conclusion:</u></b> .....		<b>192</b>
<b><u>Conclusions:</u></b> .....		<b>197</b>
<b><u>Recommendations:</u></b> .....		<b>197</b>
<b><u>Contributions:</u></b> .....		<b>198</b>
<b><u>Sources used:</u></b> .....		<b>199</b>

<b><i>Literature in Bulgarian</i></b> .....	<b>199</b>
<b><i>Literature in a foreign language</i></b> .....	<b>200</b>
<b><i>Normative documents</i></b> .....	<b>209</b>
<b><i>Online sources</i></b> .....	<b>210</b>

### III. MAIN CONTENT OF THE DISSERTATION

#### INTRODUCTION

The introduction justifies the relevance and importance of the dissertation and presents the conceptual framework of the overall dissertation research: the object and subject of the research, the main goal, research theses, and objectives of the dissertation; A presentation of the three chapters of the dissertation is made.

#### CHAPTER ONE: Normative, technical, and theoretical basis of Study

Chapter One is organized as the theoretical basis of the study and aims at an inductive study of the stock markets under consideration through an in-depth analysis of the regulatory, administrative, and technical characteristics.

Initially, the chapter reviews the scientific literature on which the present work is developed. The review mainly characterized the aim, method, and conclusions of the research. Subsequently, the project for a United Balkan Stock Exchange, its main opportunities, and problems are presented, which will be discussed in detail in chapter three. The effects of similar mergers between other stock exchanges are examined. The study was conducted based on the previous ones to define the United Balkan Stock Exchange as their direct competitor as accurately as possible. An analysis of the SEE Link project, which is characterised as a united platform for information dissemination, will also be made. A link is being sought on how it would be useful to build on it toward a capital market.

Also presented is a detailed analysis of the stock exchanges examined, including the stage of inception, historical evolution, and individual achievements. The technical and normative examination of stock exchanges is carried out in the next section, and it aims to identify the important normative obstacles and preconditions to the unification of a capital market and how the problems identified will be solved. At the end of the chapter, a historical overview of the relations of the Balkan states is carried out, which will identify the main territorial and moral problems that have created numerous conflicts between the Balkan states.

## **1. Review related literature:**

udies similar to the topic, scope, and methodology are presented in the literature review. The lack of a broad field of research on possible mergers between Balkan capital markets limits effective comparison. Because of this feature, a search for related research was conducted through popular bibliographic sites.

The lack of specific literature on mergers between Balkan capitals will also be compensated by publications on other regions with which parallel interconnections can be made.

The literature review is presented in three subgroups: the first subgroup includes studies related to the level of integration of capital markets of the countries under consideration. The second subset includes studies related to the Convergence of the countries under consideration on monetary policy, exchange rates, institutional investors, tax, and regulatory features. The third subgroup presents studies related to the financial reporting of public companies. The group reviewed studies on the quality, quantity, methods, and trends of dissemination of accounting information.

## **2. The United Balkan Stock Exchange project**

The United Balkan Stock Exchange is a project for an alliance between the stock exchange operators and depositories of Greece, Bulgaria, Romania, Serbia, North Macedonia, Slovenia, Croatia, and Bosnia and Herzegovina. For the project no data on the ideator and date of creation are available, it is assumed that the basic idea originated in professional financial circles. The realisation of a project for a United Balkan Stock Exchange has not been officially discussed.

The merger will be by creating a common entity with majority ownership of the participating exchanges, the rest of the capital will be publicly sold to private investors.

The united exchange operator will bring together issuers from participating countries, giving existing investment firms access to place orders for all issues of financial instruments. The United Depository will carry out the initial settlement, while local depositories will carry out administrative support such as issuing temporary certificates and shareholder books. The establishment of a Clearing House is also essential for investor confidence, it will be a common fund for all participating exchanges.

Regulation of the exchange will be carried out by a collective body made up of representatives of regulators from the participating countries. The main commitment of the regulator will be to implement and comply with European directives in the field, as well as to help their



implementation in individual countries through changes in legislation. Regulatory authorities located in the participating countries will monitor compliance with legal requirements. In their designated jurisdiction, they will also have the power to impose penalties for violations of the regulations.

A common capital market requires a common technical infrastructure for both the origination and completion of transactions. Each of the Western Balkan countries is currently building and using its technology solution to achieve a working platform. Its purpose is to provide a link to those seeking and offering financial instruments. As well as a platform to finalise transactions with the final transfer of ownership of financial instruments.

### **3. An overview of the types of exchange associations**

Since the beginning of the 21st century, increased competition among stock exchanges has triggered important structural changes in securities markets, some of the most significant consolidation processes are discussed in this section.

#### **3.1. Euronext**

Euronext is the largest stock market association in Europe with a market capitalisation of €12.2 billion as of May 2021. The main reason for the unification between markets is the use of a united currency and the harmonisation of capital markets. A stock exchange initially pools the capital of its member exchanges; after gaining the confidence of the investors trading on it, it increases its capital several times.

#### **3.2. See Link**

"See link" is a cross-border trading link connecting local exchanges in the form of "order routing". The platform is an initial step for the regional integration of securities markets. Furthermore, improving market accessibility and efficiency is essential to increase the investor base. The project was launched between North Macedonia, Bulgaria, and Croatia. The idea of creating a link between the Balkan exchanges was born in 2014.

The effect of SEE Link is negative due to the inefficient use of the platform. The main reason is that it fails to change the liquidity of the market. More products are attracted, but not investors to buy them.

Improving the platform can only be seen as an opportunity for unified trading, not just an order router.

#### 4. Historical and Technical Development of Stock Exchanges in the Balkan Region

The historical and technical evolution of the capital markets of the Balkan region will be presented. By studying the evolutionary stage of the capital markets it will be possible to further analyse the possibility of unification into a United Balkan Stock Exchange.

The periods in which most stock markets in the Balkans were put back into operation were within 2-3 years from 1995 to 1997. They grow in waves. Subsequent administrative and infrastructure improvements are moving in very close timeframes. Electronic trading, electronic settlement, storage, and dissemination requirements for financial information are introduced. These changes occur without any actual contractual connection in any form. With the implementation of the United Balkan Stock Exchange, the effects for the exchanges will be characterised as positive in terms of economies of scale for the development of technical infrastructure related to trading and settlement.

#### 5. Regulatory characteristics of Stock Exchanges in the Balkan Region

Regulatory requirements and the level of investor protection will be addressed in this section. The regulatory aspects of the capital markets of the Balkan countries are presented for each country separately for comparison and analysis. The objective is to determine whether regulatory differences will be an obstacle to the unification of the stock exchanges under consideration.

**Table 1. Summary information on the normative characteristics of the countries considered.**

	ASE	BSE	RSE	SSE	MSE	MNSE	ZSE	LSE	SASE	BLSE
<b>Regulator</b>	State	State	State	State	State	State	State	State	State	State
<b>Exchange Market</b>	State	State	State	State	State	State	State	State	State	State
<b>Depositary</b>	State	State	State	State	State	State	State	State	State	State
<b>Clearing House</b>	Yes	NOT	Yes	no	no	Yes	Yes	Yes	no	no
<b>Guarantee Fund</b>	yes 100% of assets	90 % but not more than EUR 20 000	90 % but not more than EUR 20 000	20 000 euros	no	-	20 000 euros	Yes	Yes	Yes
<b>Requirement to declare funds</b>	no	yes over EUR 15 000	yes over EUR 15 000	yes over EUR 15 000	yes over EUR 1 000	n/a	yes over EUR 15 000	yes over EUR 15 000	no	yes over EUR 25 000
<b>Currency</b>	Euro	Bulgarian Lev (BGN)	Romanian leu (RON)	Serbian Dinar(RSD)	Macedonian denar (MKD)	Euro	Croatian kuna (HRK)	Euro	Bosnian Convertible Mark (BAM)	Bosnian Convertible Mark (BAM)
<b>Availability of auction at high volatility</b>	on the main market only	Yes	Yes	Yes	Yes	technical limit up to 10% of the previous day	yes- against individual levels of each issue	Yes	Yes	Yes
<b>Margin</b>	Yes	no	Yes	yes, but not used	no	no	no		no	no
<b>Short Sales</b>	Yes	no	Yes	yes, but not used	no	no	no		no	no
<b>OTC</b>	Yes	Yes	Yes	yes, but not used	no	no	Yes		no	Yes
<b>Determination of dividend recipients</b>	2 days to 60 days	14 days after the AGM	By resolution of the AGM, shareholders min 10 days after the AGM	by resolution of the AGM, the date may not be before publication of the minutes of the AGM	OSA	shareholders at the AGM	By decision of the AGM, shareholders min 2 days after the AGM	By decision of the AGM, shareholders min 2 days after the AGM	shareholders at the AGM	By resolution of the AGM, shareholders min 20 days after the AGM
<b>Taxation of dividend</b>	15%	5%	5%	15%	10%	9%	12%	25%	5%	no

Capital gains taxation	15%	no	16%	15%	no	9%	12%	25%,15% „10%	no	10%
Trade services tax	no	20%	n/a	no	no	n/a	no	no	no	no
Transaction service tax	no	Yes	n/a	no	no	n/a	no	no	no	no
Double taxation agreement	Yes	Yes	Yes	Yes	no	Yes	Capital gains are not subject to a double tax treaty, the dividend is	Yes	n/a	n/a

*Source: Own study on the normative characteristics of the countries under consideration.*

The aggregated data are presented in Tables. 1, they testify that the stock exchanges, depositories, and regulators in the countries under review are state bodies.

The regulatory differences of the countries in question concerning their capital markets are found to be overcome by implementing common European regulations. Greece, Bulgaria, Romania, and Slovenia have aligned their local regulatory requirements with EU-wide standards. Updating the other countries under consideration with the European regulations will bring them closer to the EU regulation.

## 6. Historical overview of interstate relations

The historical overview is carried out to present and characterize the long-standing relations between the Balkan peoples. They are a complex heterogeneous social community that is difficult to manage and does not accept coercive external influence. Clearly defined hierarchical relationships are an influencing factor for implementation and its long-term economic functioning.

The area is only governable if no one is forced to obey the other states. Each of the countries is at a different economic stage and future admission into the European Union limits them for future conflicts. Due to its economic backwardness, the region has also been described as "Europe's backyard".

The important characteristic defining the establishment and long-standing participation in the United Balkan Stock Exchange by all participating countries is absolute equality. Only in such an alliance will the social groups involved be united. Given this feature in the pooled background exchange, the CEO should be external to the region, with the European Parliament or the European Commission possibly taking on a representative role. Alternate Directors should be elected on a quota basis from all participating countries.

Economic, political, and market unification through the admission of all countries to the European family is a method that will limit tensions between the countries in the Balkan region. In conflict mitigation, the future attraction of investments from outside the region is the main

incentive for the participating countries, and the attraction can be effectively implemented through a United Balkan Stock Exchange.

## **CHAPTER TWO: Empirical analysis and evaluation of market data**

In chapter two, a descriptive characterisation of the data used from the stock markets under consideration will be made to precisely define the differences and how they are reformatted into an effectively comparable database. The chapter will carry out empirical studies on market capitalization, turnover, number of transactions, price levels of major local indices, and types of trading segments. Popular mathematical and statistical methods will be used to examine and analyze the characteristics under study.

### **1. Market Capitalisation Research**

The market capitalisation is the sum of the most recently assessed values of the participating companies. It is based on the number of financial instruments issued multiplied by the last price at which transactions were executed. Market capitalisation should be considered for both a market segment and a common exchange operator. The materiality classification for stock markets uses total market capitalization as the primary characterizing factor.

#### **1.1. Relative level of market capitalisation**

To effectively rank market capitalization, a percentage volatility method is used relative to the market capitalization of the stock exchanges under consideration.

#### **1.2. Linear representation of market capitalization**

Linear representation of market capitalization

After collecting and grouping the data, the study proceeds to an initial comparison of the market capitalization of all exchanges on a two-dimensional chart that easily distinguishes the scale of individual exchanges.

#### **1.3. Correlation analysis of the monthly market capitalization values of the studied exchanges**

To assess the existence and strength of correlations between reported market capitalization levels, we use the Correlation method. Using correlation, we examine market capitalization on a monthly basis, and calculations are performed until all possible combinations are exhausted.

#### **1.4. Comparison of total market capitalisation with a competitive market**

The study of market capitalization goes through a comparison of the total market capitalization for all ten exchanges subject of this paper, compared with the market capitalization of the Polish Stock Exchange.

Market capitalisation for the stock exchanges under consideration should be qualified as dependent and complementary. The merger into the United Balkan Stock Exchange will smooth out differences between the different exchange operators on new issuance of financial instruments. This will allow more companies to raise funds through the capital market due to the expanded promotion of investor intentions and accessibility of terms.

### **2. Stock market research versus Gross Domestic Product**

It examines the market capitalisation of stock markets as an investment and how increasing investment affects national economies through its inclusion in the formation of gross domestic product. The study uses public data on real GDP and real GDP per capita for individual countries. Real GDP comparability was chosen to exclude each country's inflation factor.

Based on the indicator of market capitalisation relative to gross domestic product, investor demand will increase after the unification of the exchanges under consideration in the United Balkan Stock Exchange. From the investors' point of view, such a market is attractive because of its prerequisites for future development, considered against the "Warren Buffett indicator". If the market operators were to join together and set a target of increasing market capitalisation to at least 50% of the countries' GDP, this would result in a per capita GDP increase in the range of 50% to 200% and this is in the case of a realistic option for increasing market capitalisation. If an optimistic option and therefore a target of increasing market capitalization to around 75% of countries' GDP is targeted, this would lead to an increase in GDP per capita in the range of 50% to 350%.

### **3. Study of turnover**

The turnover survey is a method that compares the volumes of financial instruments sold in a calendar month in value terms. From this indicator, it is observed how many funds have been transferred in total, not taking into account whether the financial instruments have been sold once or multiple times. No nominal value is taken into account in the turnover on the exchanges, only the fair market value at which the transfer is agreed. The method of accounting for stock exchange

turnover is cumulative, by collecting funds transferred daily against financial instruments. The monthly value is reported by simple summation without equating. The turnover of individual exchanges includes components such as trading in shares, bonds, open- and closed-end exchange-traded funds, options and warrants, and financial instruments subject to initial public offerings.

The comparative analysis of exchange turnovers was initially carried out using a linear comparability model, from which it should be concluded that the turnovers of individual exchanges have no logical correlation and no reasonable conclusion can be drawn about a factor acting simultaneously on the turnover reported by two or more exchanges.

### **3.1. Distribution of exchanges according to turnover level**

To study the turnover of the Balkan stock exchanges we will use a model to calculate an average turnover value for each exchange and the subsequent comparison of the monthly deviation against this value. The distribution of exchanges by turnover level is done to determine their contribution to the total turnover of the pooled exchange.

### **3.2. Frequency study of turnover averages**

The study goes through frequency distribution including mean (weighted mean, median, mode, standard deviation) range, maximum, minimum, sum, variance, asymmetry and skewness. The methods of analysis of means are used because of their complementarity and represent the level of bias in different directions relative to the method under consideration. Through variance analysis, consistency in the reported turnover volume is observed.

### **3.3. Correlation of monthly turnover data**

The correlation analysis visualizes the differences between the turnovers and that the correlation between them cannot be qualified as significant. Most reported turnovers have a negative correlation. In terms of diversification, this is a positive indicator. This analysis provides empirical evidence that turnover on exchanges is influenced solely by local economic processes. Also, individual local trends prove that it is possible to create diversification with assets from different exchanges.

### **3.4. Comparison of the total turnover generated by the participating exchanges against a competitive market**

To characterize the dependencies, the aggregated data on the total realized turnover and the turnover of the direct competitor in the face of the Polish Stock Exchange was examined. The study is for the period 2017-2020, and for this purpose, all trading turnovers on the stock exchanges were collected and compared with the turnovers on the Warsaw Stock Exchange.

### **3.5. Study of total turnover with total market capitalisation**

The approach for calculating the ratio goes through a comparison of monthly reported turnover against market capitalisation. For ease of interpretation, results are presented as percentages. The method applies to all capital markets considered. The purpose of the method is to investigate how much of the capitalisation of exchanges are traded.

From the analysis of turnover for all stock exchanges considered, it should be concluded that individual stock market turnovers are multi-differentiated and characterised by the market's specificity. There is a large difference in the reported levels both between individual markets and for reporting periods on the same exchanges. This large difference is explained by the volatile levels of investor interest.

## **4. Research number of transactions**

The number of transactions is an important indicator of the comparability of exchange operators. It complements the turnover information by showing to what extent the turnover is realised from high liquidity or the large number of financial instruments traded through single transactions. Transactions are calculated as a total number on a monthly basis and are presented separately by the stock exchange.

### **4.1. Correlation analysis between monthly values for number of transactions**

Correlation study between individual exchange operators versus some trades. The study was carried out to track the existence of correlations between the different stock exchanges on the indicator of the number of transactions.

### **4.2. Comparison of the total number of transactions with the competitive market**

The research and comparison with the Warsaw Stock Exchange is also carried out for the number of transactions, the period of analysis is from 2017. until 2021. The comparison clearly

shows that the Polish Exchange registers on average 258 times more transactions. For a correct data analysis the ratio of the monthly change of all Balkan exchanges and the Polish exchange was used. To obtain a comprehensive answer, we use a correlation test between the two variables.

#### **4.3. Ratio of exchange turnover to number of transactions**

To examine liquidity and the estimated value of a transaction, we will compare the Exchange Turnover with the number of transactions executed by the markets under study. An inverse relationship for the size of exchanges is observed from the model. The more exchange operators have a lower capitalization level, respectively the number of trades, the higher the value per trade is represented by the calculations.

From the comparison of turnover and transactions, it should be concluded that the relationship is straightforward. The larger the exchange, the more trades there are, therefore the turnover is divided into many small trades, providing liquidity.

### **5. Research of indices**

For the exchange operators studied, we include data on the most valuable local indices in the analyses. They represent in different proportions the most liquid and highly capitalised local companies. The indices represent weighted average levels of invested funds. To calculate a specific local index, the exchange operator identifies 10, 15, or any other number of companies that meet the criteria pre-set by the exchanges. Examples of criteria are free-float percentage relative to market capitalization, number of trades executed in six (6) months or market capitalization level, etc.

#### **5.1. Overview of the indices studied**

The indices we will look at and compare are ATEX LargCAP, SOFIX, BET INDEX, BELEX 15, MBI10, MONEX, SBI, CROBEX, BIFX, BIRS.

#### **5.2. Study of frequency distribution for the studied indices.**

To assess the deviation, direction, and strength from the normal distribution, a frequency distribution is examined utilizing each individual index. After the comparison in absolute value, the calculation of the dynamics levels for each index was performed.



To exclude price levels as a factor determining the dynamics of the standard deviation, we will use a relative calculation method. It allows us to characterize the standard deviation more accurately. Unlike the absolute value, the relative distribution takes on a different ordering. The exchange with the highest standard deviation in relative terms is the Athens market and the lowest is the Serbian market.

When considering relative standard deviation, the dynamic levels are closer to the group mean. It is also noticeable that the most developed market reports the highest level of volatility. The variance test is used to categorize the strength of variation relative to the mean.

From the variety of comparison methods used, different trends of dependence are observed, which in turn are categorized as discontinuous relationships.

The correlation between the indices supports P. Ferreira that they are far from the long-term dependence level. This is understandable due to the differences in the economic levels of individual countries.

## **6. Study of commercial segments**

The trading assets of individual stock exchanges include different stock instruments traded on different market segments. Stocks, in the mainstream case, are traded on at least two separate segments, comprising a formal and an informal (alternative market). On the official market segment, financial instruments of companies meeting higher criteria such as turnover, free-float, capitalization, and annual financial results are traded. The requirements for issuers in the official markets are higher than in the alternative markets, so the quality of investments is higher and the trading prices of financial instruments are higher.

### **6.1. Distribution of shares in total turnover**

To characterize the main financial instruments involved in stock market trading, an analysis of the relative weights of the financial instruments for each of the stock exchanges under consideration is performed.

The distribution identifies equities as the main financial instrument for the stock markets in the Balkans, with bonds ranking second. There is a balanced relationship between turnover and the number of transactions. There are no significant deviations from the average of all exchanges, which is a positive for aggregation due to the absence of forces distorting the efficiency of the underlying exchange processes.

## **Summary:**

The United Balkan Stock Exchange will form a market capitalisation that will be competitive with the major European markets, a possibility that is currently beyond the reach of individual stock markets. The combined market capitalisation will create the opportunity to attract larger institutional investors.

Attracting new investments in the Balkans will have a major impact on the gross domestic product of the region as a whole. As fresh investments are attracted, the market will gain more popularity. This would also increase the liquidity of the securities, respectively increase the turnover of the shares. As well as it would balance the large fluctuations between different markets and different reporting periods. The impact of increased liquidity will have a similar effect on the number of transactions reported on stock exchanges, also having a smoothing effect relative to the current situation.

The large percentage share of the first distinct group of stock exchanges will have a negative impact on the other smaller exchange operators, as the current liquidity does not allow public companies from smaller countries to gain the necessary confidence from investors. The public companies of the smaller stock exchanges will benefit from the merger by attracting part of the investor funds traded on the Greek market.

For example according to the author's assumption based on aggregated research data: if Athens's turnover drops by 50%, its average monthly value would be 1 billion euros, and the difference of 500 million euros would increase the turnover of smaller exchanges by 3.5 times. As an example, even just a 100% increase in the turnover of the Balkan exchanges from 200 million euro average monthly turnover to 400 million euro average monthly turnover would reduce the turnover of the Athens exchange by 13.3%.

The effects on the indices will be positive due to the withdrawal of the best quality companies into a common Balkan index, and the local national exchanges will have the status of representative for the individual countries.

The United Balkan Stock Exchange, including the exchanges under consideration, has the qualities to be an effective and functional option for the economic development of national economies, issuers, and investors.

## **CHAPTER THREE: Application of the United Balkan Stock Exchange**

The chapter is organized using a structural deductive model to present the effects of a United Balkan Stock Exchange for both the Balkan Peninsula and the individual countries under consideration. The methods for accumulation and efficient use of investment funds are presented. The model for financing companies through the banking sector and stock markets is discussed. The second part of the chapter presents the problems that have been characterized as the main ones in the implementation of a United Balkan Stock Exchange. The third part discusses financial reporting and how it affects the valuation of public companies that are part of the United Balkan Stock Exchange. The method is presented that will optimize analysis time. The fourth part of the chapter presents recommendations for the creation of additional investment products and services that will aim to have an additional impact on investors and society. The following fifth point presents the technical and administrative structure of the supervisory, commercial, and settlement processes.

### **1. Development of the United Balkan Stock Exchange**

The development of a united trading and investment point goes through the unification of several markets. Merging companies that trade on small markets with investors that invest in small markets will in itself lead to the aggregation of traded volumes of securities, other things being equal. This change, affecting the liquidity of securities similar in origin, nature, functionality, and liquidity, will raise an important metric affecting large-scale and international investors<sup>1</sup>.

#### **1.1. Macroeconomic Development in the Balkan Peninsula via the United Balkan Stock Exchange**

For the Balkans, the positive side of a unification of the stock markets will be in attracting funds due to the high liquidity in the markets. A further positive of liquidity creation is the attraction of the typical "speculators" of European markets, whose aim and focus is to trade information and exploit fluctuations in trade. In turn, "speculators" will further stimulate liquidity in the market.

---

<sup>1</sup> Giofré, Maela. 2021. "Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment," *Journal of Financial Stability*, vol. 53, ISSN 1572-3089;

Bringing together the small markets of Serbia, North Macedonia, Montenegro, Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, Slovenia and Croatia with Romania and Greece will create a real market opportunity. These alone would not have the potential for serious trading and development due to the small volumes of securities offered, the lack of a diverse market, and the existence of different legal provisions in each country.

Centralization of the stock market will attract capital from the European, Asian and American regions. The capital increase raised in the countries participating in the united stock exchange will boost their economies. The invested funds will be in most cases foreign to the region, which, compared to the money multiplier principle, will increase the purchasing power of individual countries many times over. An additional factor influenced by the attracted funds will be the reduction of unemployment. Further changes are expected in the appreciation of the local currency.

Differences in taxation are a serious constraint to the efficient allocation of financial resources in Europe. Differences in the taxation of foreign versus domestic dividend income also persist, even in the presence of double tax treaties. Countries' tax policies should be applied in a way that harmonises the tax treatment of income earned in capital markets. Tax harmonisation is rooted in tax unification.

## **1.2. Creating a new point for capital redistribution**

In recent years, mainly due to the effects of the global financial crisis of 2008, the debt crisis of 2012 and the "Covid -19" pandemic of 2020, there has been a steady trend toward a reduction in the convergence of the Balkan countries. There has also been a decline in investment in both the private and public sectors. The creation of the United Market will revive the economic and investment boom in the region. According to Manolis Xantakis, president of the Hellenic Exchange, "It is difficult to attract investors on our own, so we have to convince our neighbors to trade together to attract investors to the district. "

The effects for the countries participating in the pooled capital market are:

- Reduction of primary supply costs
- Increased placement of securities
- Reducing interest rates on loans
- Increasing investor interest from individuals and legal entities

### **1.3. Harnessing investment resources for development in the Balkan Peninsula**

Harnessing investment resources for development in the Balkan Peninsula

The development of the United Balkan Stock Exchange will create conditions for easier placement of state-owned companies on the public market. They will borrow cheap resources as well as issue bonds to solve liquidity problems in state-owned companies. An example is the raising of funds by a state medical institution through a bond issue. The funds will be used for both current liabilities and long-term investments in expensive equipment that will increase the hospital's competitiveness and quality. Improved patient conditions will in turn increase the number of patients who prefer it.

### **1.4. Public issue costs**

The point will consider the difference between financing a company by raising funds from the stock market in Bulgaria in the form of a share issue and raising funds in the form of a commercial loan from the banking market. The data presented by the public company in its prospectus for the public offering will be used for the analysis. In exploring the bank financing option, recourse will be had to build a hypothetical commercial loan concept equal to the amount that would be listed in the prospectus.

### **1.5. The impact of the pandemic of Covid-19 on capital markets**

The pandemic environment of the early 2020s creates a need for fresh capital in all national economies. This problem also finds a solution in a united stock exchange in the Balkans. The unification of the individual exchanges will increase efficiency in trading and increase liquidity. It will create easy access for both small businesses that are short of funds and international investors looking for an alternative to low bank rates. By linking investors and companies, it will be possible to finance small and medium-sized companies, which are the biggest victims of the pandemic.

## **2. Problems in the creation of the United Stock Exchange**

The process of pooling and capitalizing funds goes through political, legislative, administrative, structural, and territorial problems. However, the project has positive implications for the economic and social future of the individual exchanges and the region.

## **2.1. Political intention**

The lack of political intent is a problem in the development of a United Balkan Stock Exchange. The seemingly small territory, divided into nations close in culture and values, in reality, has a great distance in goals, and degree of economic and social development, which leads to political differences. A strong national identity is opposed to the desire for economic development and prosperity.

## **2.2. Legislation and Institutional organisation**

Trade relations between states limit the development of conflicts between them. Levels of economic, inflation interest rate, and monetary risk will also be reduced. They will all be distributed among the participating countries, reducing individual effects. There is also a risk of negative risk spillovers from small economies to the aggregate, but given that the share of individual economies to the aggregate is too small and the risk would be perceived as immaterial.

A significant normative negative is the tax treatment. Under current tax rules, each country determines its deductions according to its domestic rules. This problem has a restrictive effect on the development of the Unified Balkan Stock Exchange due to the need to know the tax models for different countries, which limits the real gains. The adoption of a common tax treatment will provide a definitive solution and relief for investors. The most workable option is that the dividend tax should be fixed at 10 percent and the capital gains tax on trading in financial instruments should be abolished. The relief from no capital gains tax will have the effect of increasing the liquidity of financial instruments.

The possibility of stopping the merger due to monopoly should also be considered as an administrative obstacle. Examples of institutional restrictions on mergers due to the risk of combining a very large market share are Deutsche Boerse with NYSE Euronext and London Stock Exchange with Deutsche Boerse. This risk in merging the Balkan countries is unfounded and is proven by comparing it with the scale of the Polish Stock Exchange. There are also administrative and legislative constraints in that individual countries have autonomous and independent administrations that process, control, and approve public companies and the transactions they undertake. Legally, different states follow different norms created uniquely by the local principal. The solution lies in enforcing and complying with a common set of regulatory requirements, jointly developed by all countries involved.

The implementation of pan-European legislation will be adopted to converge with working international practices. The member countries of the European family should implement European laws and regulations in their domestic legislative apparatus. As for the countries outside the European family, if they use the European laws and implement them in their local legislation,

they will be one step closer to applying and joining the European Union in the future. In this way, they will show their readiness and willingness to join the European family. Building strong and independent institutions will have an impact on growth<sup>2</sup>.

### **2.3. The impact of financial education on an efficient capital market**

The financial literacy of society should be considered an important aspect of the stability of the macro environment. Through financial literacy, society follows financial discipline, ensuring financial stability in the credit market and subsequently in the national financial market. The entire society suffers from the lack of financial literacy of the population through the inefficient consumption of scarce resources, and the individual suffers from loss of wealth due to irrational and inefficient decisions to spend available resources.

### **3. Financial Reporting and Issuer Analysis**

The logic of dissemination of market and financial information is an opportunity to value company shares traded on the stock market. In this context, the view is that when a company publishes a financial statement in which it makes a positive financial result, all other things being equal, the price of its traded shares increases. Companies with more equity financing disclose less information. Proper, accurate, truthful, and understandable financial reporting is necessary for effectiveness in the valuation of companies on the United Balkan Stock Exchange.

#### **3.1. XBRL Uniform Financial Reporting Format**

Under a newly introduced requirement from 2021, annual consolidated financial statements for 2020 and subsequent reporting periods of public companies and other issuers of securities must be disclosed in iXBRL format. This requirement necessitates a change in the way public companies report financial data. The standard for the preparation of financial statements does not change, the change is in the additional notes that need to be made after the report is prepared. XBRL or "Extensible business reporting Language" is an embedded extensible business reporting language. XBRL helps to make data easy to organise and consume by the user. Its advantage is rooted solely in processing large amounts of information.

---

<sup>2</sup> Nedić, Vladimir & Despotović, Danijela & Cvetanović, Slobodan & Djukić, Tadija & Petrovi, Dragan. 2020. "Institutional reforms for economic growth in the Western Balkan countries", Journal of Policy Modeling, vol. 42, issue 5, pages 933-952;

### **3.2. iXBRL Uniform Financial Reporting Format**

iXBRL - (inline Extensible business reporting Language). This file format is a modernized HBRL that uses standard HTML files on which markup is performed with HBRL tags. These types of files are indistinguishable from individual investors and allow the information to be read seamlessly. The addition is that the taxonomy notation is easy and machine-readable, providing the ability to process a large database. This file model ignores the problems for the mainstream investor and some of the complications that the standard XBRL format brings with it.

The realised positive effects of the introduction of iHRL are only for the users of the information. Information compilers have difficulty implementing conversion programs due to their high cost and inefficiency in meeting their obligations. A downside to the iHBRL format is the possibility of content that is not rendered in HTML format but is available for HBRL consumption. Another problem with iHBRL is the marking of the same data in multiple places, an example of such double marking is in cash flow reporting. In these situations, the information would be used repeatedly, a circumstance that would lead to duplication, which is a violation of the compiler's guidelines.

#### **3.2.1. Alternative to iXBRL reporting format**

In Bulgaria, there is a requirement to submit an accounting form with the required information, approved by the Deputy Chairman of the Bulgarian regulator. The form is presented in MS EXCEL and can be easily collated and processed by users. It is a separate file from the accounting required documents. In the file, the compiler has the obligation to enter financial information that is easily comparable. This "Excel" file or called "FSC Forms" is used to standardize the information that different public companies distribute. Due to the different accounting standards for financial reporting that individual companies use and also due to the possibility of changing the accounting policy that a company implements, it is necessary to implement "FSC Forms" through which the information from companies becomes easily comparable for the individual investor.

The MS Excel forms fulfill the criteria for comparability and machine-readable format of financial data only. Given that the semantic part "MS Excel" is also required, it is impossible to use. Only iXBRL allows easy and readable use of notation on both the accounting and semantic parts of the financial statement.



#### **4. Measures and innovations supporting the development of a United Balkan Stock Exchange**

The item will examine proven and innovative approaches aimed at promoting a United Balkan Stock Exchange. The requirements for innovative complementary projects are to create a development perspective, secure the confidence of investors, and be implemented in a short timeframe.

The European Union has demonstrated its willingness to enlarge with the Western Balkan countries, for which the adoption of a united currency and the integration of markets, including capital markets, will have a positive impact on the process. Integration should be completed by removing administrative barriers between countries, mainly through unification between stock exchanges. When the potential of the participating exchanges comes together, investor interest will inevitably increase. Invariably, additional advertising and investor attraction must be an ongoing activity of the united exchange to achieve long-term prosperity and positive financial and commercial results.

##### **4.1. Listing of SMEs**

Small and medium-sized enterprises are important economic entities for the development of capital markets due to the potential for development and the possibility of making a profit from high levels of price change.

Creating the opportunity for small and medium enterprises to raise capital through the capital market will undoubtedly increase liquidity and market capitalisation in the stock market. Also positive will be the companies themselves, which will be able to attract the necessary funds without being tied to credit products that would increase their initial fixed costs.

The idea of the initial public offering and subsequent trading of shares of small and medium-sized enterprises will be regulated and separated into a special market segment of the stock exchange. In this segment, companies will have lower capital requirements, reporting periods will be longer and quarterly disclosure of accounting and management data will not be required.

## **4.2. Additional commercial segments**

Currently, only the Athens and Bucharest exchanges trade derivatives. Derivatives are a fundamental financial instrument offered by major exchanges aimed at attracting large-scale institutional investors. It allows investors to hedge their future returns or preserve the value of the portfolios they control. The implementation of derivatives transactions is essential for the realisation of the United Balkan Stock Exchange project.

## **4.3. Real estate investment trusts**

A Real estate investment trust (REIT) is a type of company that is based on the mutual fund model but invests in real estate. Investing in a REIT allows you to own part of a portfolio of properties without having to invest in its management. These companies are obliged to pay out at least 90% of profits as dividends and provide high liquidity because liquidity is directly and bilaterally correlated with the risk and return of investment instruments.

Specialist companies also have the option to invest in Factoring Receivables. The characteristic of companies investing in receivables is that they release fresh funds to banks and trading companies that are expecting long-term receivables, but when trading turnover deteriorates these receivables become vital to their recipient at an ongoing moment.

The main plus is that the fresh funds from the sale of the receivable are injected into the seller's working capital, this possibility is extremely important and useful in crises.

Companies that buy receivables often also enter into transactions with banks from which they buy loans, in exchange for which the bank receives liquidity resources with which it expands its pool of borrowers.

## **4.4. Concept for real estate investment trusts**

The United Balkan stock exchange, to make a strategic move ahead of established competitors, must create a creative investment opportunity for its future investors. The creation of an investment object, the purpose of which is the development not only of the company but also of society, is a novelty for investors. The financing of such companies is likely to be from private investors through the capital markets, and their purpose will be to finance projects that benefit society and the state budget. Companies are supposed to enjoy benefits such as no income tax and have obligations to pay out as dividends 90% of their realised profits. It will be use the term 'Real estate investment trusts.

Green companies whose core business is creating electricity from renewable sources such as hydroelectric power.

- Transport services are also a sector with potential for the area given its geographical location. Intermodal terminals can be investment targets of public-private partnerships.

The positive effects for the participants in the fund are a reduction or complete exemption from taxes for a certain period, through this investment citizens can maximize their income by reducing income taxation by the state.

## **5. Expected effect of United Balkan Stock Exchange**

In the open economy model, ending this dependence is impossible, but the aim should be to limit its power by developing alliances in separate economic regions. This could be achieved by establishing a United Balkan Stock Exchange. Greece, Bulgaria, Romania, Serbia, North Macedonia, Montenegro, Croatia, Slovenia, Bosnia and Herzegovina have their exchange operators, which are underdeveloped in terms of scale, efficiency, modernisation, and profit. None of the above countries alone has the ability to compete with mid-sized European exchange operators such as Poland and Italy. The unified Balkan Stock Exchange allows by pooling of professional staff potential, common market capitalization, and turnover to reduce costs and increase revenues. With the unification of the markets, there will be a simplified and accelerated transaction process due to the united trading platform.

The technical infrastructure established and maintained by the Central Securities Depository AD for the completion of the transactions concluded by the investors allows the execution of basic services by Sections A and B of Regulation (EU) No 909/2014.

The problems facing the united capital market are mainly in the legislation and tax treatment of income from financial instruments. Individual countries have individual regulations and not many points of contact, but the united stock exchange creates positive conditions for the countries due to the requirement that the common project has European regulations. Greece, Slovenia, Bulgaria, Romania, and Croatia are full members of the European Union. As members of the Union, they are obliged to apply European regulations in the united market such as compliance with Regulation 596, Regulation 1799, Regulation 809, and others. The regulatory requirements set by the EU are ideal to be a link in the relationship between the EU and the Western Balkan countries.

## **Conclusion:**

The small densely populated area of Europe, with many hard-to-reach places and many military conflicts, has created a sense of individualism in the local population. By upgrading into a society, the autonomy of individuals makes them suspicious and distant from their neighboring peoples. The many conflicts in the region, the result of long-standing unsatisfied territorial claims, are creating alienation between neighboring peoples. Tensions between social groups are turning into economic insecurity. This in turn limits the opportunities for economic growth, mainly due to a lack of investment.

Over the years, the European Union has worked hard for the integration of the Western Balkan countries. Integration aims at economic, social, and legislative changes that will attract the necessary investments, allowing the Western Balkan countries to get closer to their surrounding countries.

The economic development of the national economy is defined as directly related to the effective functioning of the capital market. At the moment, the Balkan stock exchanges are not effectively fulfilling their function to redistribute investment resources by providing capital to local companies. Stock exchanges currently operate independently and whatever innovation is introduced, there will be no scope for scaling up. A small market cannot attract large investments to create liquidity and fresh investment capital.

Western Balkan businesses rely mainly on bank financing for their economic existence. Whereas in an efficient stock market, the same funds can be raised as both debt and equity. In terms of economic viability, companies will be financed through the stock market due to the lower risk.

The economic cooperation has a positive macroeconomic effect for all countries, it is feasible through the unification of local capital markets in a United Balkan Stock Exchange. For the unification of the Balkans and the attraction of investment capital to be possible, there is a need for consensus and unified goals in the direction of creating a single point for the redistribution of capital.

The united capital market will have a central economic role for the whole Balkan Peninsula, accumulating investor funds and redistributing them through its efficient structure to the individual countries. In this way, countries will benefit from attracting funds from outside the region through their public companies, through which investments will be redistributed into the economy itself, by closing them into economic cycles and the turnover of national economies.

As a consequence, the investment potential of stock markets should be prioritised towards manufacturing companies that produce high value-added output. High-quality, high value-added products receive the higher price and the effect of their production increases, and this leads to the development of national economies-

The United Balkan Stock Exchange will smooth the fluctuations in turnover. Currently, the difference in trading volumes is based on news, and in the absence of information, investors keep their distance or use other markets. Post-merger, the trend will be towards steady and balanced trading based on a larger number of securities and higher levels of liquidity. It will also take into account the positive effect of attracting new investors from competing markets such as the Polish one, which is currently not possible due to the difference in scale and liquidity between the Polish Stock Exchange and all other stock markets considered in the study.

The United Balkan Stock Exchange is a project aimed at private enterprises, but its impact will have an effect on the macroeconomic characteristics of individual countries as well as the Balkan region. The United Balkan Stock Exchange increases the opportunity for development and prosperity of the individual economies and of the Balkan region as a whole, its creation would allow the region to accumulate investments, unattainable for any of the countries acting independently. The united market will redistribute financial and macroeconomic shocks among all members. In this way, shocks from local economic crises will be mitigated.

The unified platform would allow rapid change in the political and economic environment. Investors will change the country they invest in at no additional cost, choosing a neighboring market with lower political or economic risk. Countries in the region have individual characteristics that would assist investors in selecting a market and implementing a portfolio according to their risk profile.

After implementing innovative investment opportunities, the United Balkan Stock Exchange will attract the additional investors needed to take a step ahead of established competitors. The benefits are manifold, economic for investors and the United Stock Exchange, and social for society by improving the living environment. In addition to more individual investors, investment resources from the pension, insurance, and mutual funds will be concentrated to create diversified risk portfolios in the same territory from which they were raised, helping economies to leverage the accumulated resource.

The unification of the stock markets will be technically implemented by creating a united platform for closing transactions. Settlement of financial instruments will take place between local central depositories, which should be merged into a united system for settlement and

clearing of financial instruments. Regulation will be overseen by local regulators who will use the European Exchange Trading Regulations as the current legislative framework.

A variety of trading segments will be created and existing issuers from all countries will be allocated to them. The undisputed qualities of companies with a special investment purpose are proven and the introduction of a market segment where only companies with a special investment purpose are traded is a key feature for the prosperity of the United Balkan Stock Exchange. The initial public offering and subsequent trading of shares of small and medium-sized enterprises will also be regulated and separated into a special market segment of the stock exchange. In this segment, companies will have lower capital requirements, reporting periods will be longer and quarterly disclosure of accounting and management data will not be required. The creation of a united market will also allow raising funds for large-scale infrastructure projects requiring capital that is unaffordable for individual exchanges.

The harmonisation of taxes is rooted in their unification by fixing the profit tax for public companies at 10%. The low general tax will stimulate production from a macroeconomic perspective. The effect of tax relief will be two-fold. Initially, the tax shield from debt lending will be reduced, which will increase the attraction of capital from the stock market. The second effect is to stimulate a shift towards the publicity of companies to reduce corporate tax. The effect of the reduction in the profit tax rate will be offset against other taxes that will be paid by companies as a consequence of the increase in production, such as social security contributions of additional employees and consumption tax, affected by the increased purchasing power;;

Complicated regulatory regulation acts as a distance for the individual investor, but his desire for additional income remains. It creates a vacuum of investor potential that is accumulated by banks and property. Provided that education about the stock market is implemented more strongly in secondary and higher economic education at the expense of banking, the development of the capital market will put the banking sector in a new position, which will need to attract customers by reducing its interest rate offers on credit products to companies, and gradually the change will be transferred to individuals. The best option is to achieve a balance between the two sectors by diversifying the public's investment intentions. They will be based on objective choices made after assessing the risk and return of the two investment models, built through knowledge of the processes.

Financial literacy is a criterion for the prosperity of a society built on rational choices that meet the needs of society through the balanced use of resources. An increase in the percentage of financially literate people will realize a link to liquidity and stock market capitalization. At

present, the stock market is functioning below its rational scale and constraining the economic development and prosperity of the national economy.

Companies aiming to maximise their core value and shareholder wealth need to increase the range and quality of the information provided. With true understandable and standardized financial reporting, investors will accurately analyze issuers. This is a prerequisite for increasing the confidence, predictability, and liquidity of the financial instruments admitted to trading on the United Balkan Stock Exchange.

Owners of investment capital are interested in a proper valuation of the companies in which they wish to invest. The valuation is based on accounting information that must be presented periodically. When financial information is presented in a uniform and easily understandable format, its comparison is facilitated and the investment process is shortened, which will increase its productivity and reduce the risk of incorrect analysis. The dissemination of accurate and accurate information and its production in an accessible and understandable format removes barriers between international investors and domestic issuers.

The United Balkan Stock Exchange will increase the liquidity of securities across the region. Liquidity will increase trade turnover, and this in turn awakens the interest to invest and profit. Investing is possible in different versions of companies, investment schemes, or funds. The liquid, well-developed, and profitable market will increase the economic and productive potential of each country. As the economy develops, countries' trade and productive capacities are stimulated, leading to a reduction in unemployment and the efficient use of countries' potential.

Economic and financial growth, supported by the development of a united marketplace, will bring about good political and economic relations in the region, leading to united goals and a unified development strategy.

The processes of economic, financial, political, and social development will harmonise the differences in the degree of prosperity of the Balkans, which is a prerequisite for the accession of Serbia, Bosnia and Herzegovina, and North Macedonia to the European family and thus the borders and trade restrictions in the remaining markets will be removed. The United Balkan Stock Exchange will unite the participating economies and multiply the macroeconomic development of the Balkan region.

#### **IV. REFERENCE OF THE CONTRIBUTIONS TO THE DISSERTATION**

The following conclusions, recommendations and contributions are identified from the dissertation research:

##### **Conclusions:**

1. The implementation of the project is mainly dependent on political determination.
2. From the methods applied to analyse the stock market data, it should be concluded with a high degree of confidence that a merger will achieve liquidity and capitalisation multiplication, which will attract new investors.
3. Following the merger, the opportunity to raise more capital through more IPOs or equity increases will be realized.
4. After the merger, the cost of raising funds from public companies will be reduced.
5. A well-developed capital market increases the economic development and prosperity of national economies.
6. Macroeconomic indicators such as GDP, investments, and tax revenues will be boosted by the creation of a United Balkan capital market.
7. A united capital market is a solution to the liquidity problems of the stock exchanges under consideration.

##### **Recommendations:**

**Recommendation to the European Commission:** Holding a roundtable with the full participation of representatives of the exchanges and depositories under consideration, participants from local and European financial regulatory authorities, and representatives of institutional investors from the Balkan region and from across Europe.

**Recommendation to the Ministries of Finance:** Commissioning research teams from local economic universities to carry out economic analysis on the broad effects of national economies of unification in a United Balkan Capital Market.

**Recommendation to the Regulatory Institutions:** correction of legal regulations aimed at creating a legal basis for the implementation and finalization of transactions between different stock exchanges and depositories;

Correction and supplementation of laws and regulations authorising the establishment of innovative real estate investment trusts.



**Recommendation to the Administrative and Technical Authorities:** Implementation of technical connectivity between the different exchange and settlement systems.

Extensive promotion of the project through the personal websites of participating ministries, regulators, stock exchanges, depositories, and media disseminating financial news from the countries under consideration.

**Recommendation to economics schools and universities in Bulgaria:** Stock markets to be more widely spread across all economic specialties to be effectively used by a wide range of individuals as a venue for investment reallocation.

Financial education to be covered in more detail in all secondary and higher education institutions.

**Contributions:**

- Summarizing and exploring the existing literature on stock markets and their integration;
- Statistical analysis of the data on the capital markets of the Balkan Peninsula countries and derivation of key dependencies and conclusions;
- A proposal for the organization of a United Stock Exchange in the Balkan region, which would contribute to increasing the liquidity, capitalization, and trading volumes of the stock exchange, reducing costs and increasing revenues, but also attract additional international investors and investment funds, contributing to the economic development of these countries;
- Building a concept for the development of innovative real estate investment trusts.

## **V. PUBLICATIONS ON THE DISSERTATION TOPIC**

1. Chupetlovski. V, Chobanov. P, Rusinov. Y. (2021). The Western Balkans Stock Exchanges Unification in Response to the Pandemic Crisis. Scientific article published in the journal "Economic Alternatives" , Sofia Issue 3/2021.

2. Chupetlovski. B, (2021). Impact of financial education on efficient capital market in Bulgaria. Thirteenth Scientific and Applied Conference "Investing in the Future - 2021", Varna, 2021

3. Chupetlovski. B, (2021). The effects of implementing the United European Platform and Reporting Model for public companies. International Scientific and Practical Conference "Digital Transformation in Control and Analysis - Risks and Opportunities", Svishtov, 2021

## **VI. DECLARATION OF ORIGINALITY**

I declare that the present dissertation is a whole author's product and no other publications or developments have been used in its development in violation of their copyright..