МЕЃУНАРОДЕН СЛАВЈАНСКИ УНИВЕРЗИТЕТ
„ГАВРИЛО РОМАНОВИЧ ДЕРЖАВИН“
СВЕТИ НИКОЛЕ – БИТОЛА
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА



ФАКУЛТЕТ ЗА ПРАВНИ НАУКИ

СТУДИСКА ПРОГРАМА: ФИНАНСИИ И ДЕЛОВНО ПРАВО

МАГИСТЕРСКИ ТРУД

ОРГАНИЗАЦИЈА И ПРИНЦИПИ НА РАБОТЕЊЕ НА ПАЗАРОТ НА ПАРИ И КРАТКОРОЧНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

СТУДЕНТ: **КАТЕРИНА АНЧЕВСКА**
БРОЈ НА ИНДЕКС: **М227003**
МЕНТОР: **ПРОФ.Д-Р ЖИВКО МИТРЕВСКИ**

Свети Николе, 2023

Содржина

Апстракт 4
Abstract 5
ГЛАВА 1 6
Вовед 6
1. Финансии 8
1.1 Историја на финансии 8
1.2 Рани акции, обврзници и опции 9
1.3 Напредоци во сметководството 10
1.4 Безбедност и финансии 10
2. Видови финансии 22
2.1 Јавни финансии 22
2.2 Корпоративни финансии 24
2.3 Лични финансии 26
2.4 Социјални финансии 29
2.5 Бихеворијални финансии 31
3. Хартии од вредност 34
3.1 Финансиски систем заснован на хартии од вредност 35
3.1.1 Брокери и дилери 37
3.1.1.1 Брокери 38
3.1.1.2 Дилери 39
3.1.2 Инвестициски банки 40
3.2 Комисија за хартии од вредност 42
3.3 Видови хартии од вредност 44
3.3.1 Акции 44
3.3.2 Обврзници 45
3.3.3 Чекови 47
3.3.4 Меница 48
3.3.5 Цесија 49
3.3.6 Компензација 49
3.3.7 Фјучерси 50
3.3.8 Опции 51

3.3.9 SWAP 52
3.4 Краткорочни хартии од вредност 54
3.4.1 Видови краткорочни хартии од вредност 56
3.4.2 Пазар на пари 57
3.4.3 Организација и принципи на работење на пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност 58
3.5 Долгорочни хартии од вредност 59
3.5.1 Видови долгорочни хартии од вредност 61
ГЛАВА 2 64
1. МЕТОДИ И МАТЕРИЈАЛИ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО 64
1.1 Цел на истражувањето 64
1.2 Опис на истражувањето 64
1.3 Методологија 66
ХИПОТЕЗА 67
А) Избор на примерок и описна статистика 72
Конструктивен примерок 72
Описна статистика за влез, опстанок и излез 74
Б) Доказ за влез и излез од пазарот на СР 74
Изградба на контролни примероци на издавачи кои не се СР 74
Инвестиции околу влез и излез на пазарот на СР 76
Детерминанти на Внесување на СР: мултиваријатни резултати 80
Споредба на СР и банкарски кредитни линии 84
В) Улогата на СР како мост финансирање 89
СР задолжување и последователно издавање обврзници 89
Доказ од проспектите и додатоците за обврзници 93
Финансирање на Acquisition Bridge 93
Заклучок 98
***Дополнителни табели** 104

Апстракт

Во овој труд анализиравме зошто фирмите користат краткорочен долг без интермедијација со проучување на комерцијалната хартија (CP). Користејќи сеопфатна база на податоци за издавачите на CP и активноста за издавање, го покажуваме тоа дека фирмите користат CP за да обезбедат почетно финансирање за капитални инвестиции. Активноста за издавање на CP на фирмите е поттикната од желбата да се минимизираат трансакциските трошоци поврзани со прибирање капитал за нови инвестиции. Покажуваме дека фирмите со висок ризик од превртување имаат помала веројатност да влезат на пазарот на CP, да позајмуваат помалку CP, и да позајмуваат повеќе од банкарските кредитни линии. Откривме дека CP често се рефинансира со долгорочно издавање обврзници за да се намали ризикот од превртување. Краткорочниот долг е важна компонента на структурата на капиталот на фирмите и може да биде во форма на која било банка, долг или краткорочен долг без посредување, како што е комерцијална хартија. Иако постојат суштински докази за улогата на финансиското посредување кога фирмите финансираат преку банкарски долг, многу помалку се знае за тоа како фирмите прават избори за структурата на капиталот во однос на краткорочниот долг без посредство. Во овој труд, обезбедивме докази за ова прашање со проучување на пазарот на комерцијална хартија (CP), важен извор на финансирање за многу големи јавни корпорации.

Клучни зборови: хартија, инвестиции, финансии, кредити

Abstract

In the paper I analyzed why companies use this short debt without intermediation by covering the commercial paper (CP). Used a comprehensive database of CP issuers and issuance activity, showing that companies are using CPs to provide seed funding for equity investments. The activity of issuing KP to companies is hampered by the desire to minimize the transaction costs associated with raising capital for new investments. We show that firms with high rollover risk are less likely to enter the CP market, borrow less CP, and borrow more from bank credit lines. We found that CP is often refinanced by issuing long-term bonds to reduce rollover risk. Short-term debt is an important component of a firm's capital structure and can be in the form of any bank debt or non-brokered short-term debt such as commercial paper. Although there is substantial evidence on the role of financial intermediation when firms finance through bank debt, much less is known about how firms make capital structure choices relative to short-term non-intermediation debt. In this paper, I have provided evidence for this question by studying the commercial paper (CP) market, an important source of financing for many large public corporations.

Key words: paper, investments, finance, loans

ГЛАВА 1

Вовед

Хартиите од вредност играат клучна улога во глобалниот финансиски систем, обезбедувајќи средства за поединците, компаниите и владите да соберат капитал и да управуваат со финансиските ризици. Во суштина, хартиите од вредност претставуваат сопственост или долг во компанија или државен ентитет. Тие се финансиски инструменти со кои може да се тргува и кои им овозможуваат на инвеститорите да учествуваат во економските перформанси на основниот ентитет.

Најчести видови хартии од вредност се акциите и обврзниците. Акциите претставуваат сопственост во некоја компанија и му обезбедуваат на имателот право на глас и побарување за добивката на компанијата. Обврзниците, од друга страна, се должнички инструменти издадени од компании или влади за прибирање средства. Сопствениците на обврзници добиваат редовни плаќања на камати и враќање на нивната главнина на доспевање.

Пазарите на хартии од вредност, како што се берзите и пазарите на обврзници, обезбедуваат платформи за купување и продавање на овие инструменти. Инвеститорите можат да учествуваат на овие пазари преку брокерски фирми или онлајн платформи за тргување. Цените на хартиите од вредност се одредуваат од динамиката на понудата и побарувачката, како и од различни фундаментални и пазарни фактори.

Покрај акциите и обврзниците, постојат и други видови хартии од вредност, вклучувајќи заеднички фондови, фондови со кои се тргува преку размена (ETF), опции, фјучерси и деривати. Овие инструменти им нудат на инвеститорите различни начини за диверзификација на нивните портфолија, заштита од ризици или шпекулирање за движењата на пазарот.

Регулаторните тела, како што е Комисијата за хартии од вредност (SEC) во Соединетите Американски Држави, ги надгледуваат пазарите на хартии од вредност и имаат за цел да ги заштитат инвеститорите преку обезбедување фер и транспарентни трговски практики. Тие спроведуваат прописи поврзани со откривање, спречување измами и манипулација на пазарот.

Вложувањето во хартии од вредност носи ризици, бидејќи нивните цени може да варираат врз основа на пазарните услови и перформансите на основните ентитети. Затоа, поединците и институциите мора внимателно да ги проценат нивните инвестициски цели, толеранцијата на ризик и да спроведат темелно истражување пред да инвестираат во хартии од вредност.

Генерално, хартиите од вредност обезбедуваат средства за инвеститорите да учествуваат во глобалната економија, да распределат капитал и потенцијално да заработат принос. Тие го олеснуваат протокот на средства помеѓу штедачите и должниците, промовирајќи го економскиот раст и развој.

Комерцијалната хартија (CP) е краткорочен долг со кој се тргува јавно и е необезбеден. Обично има рок на доспевање до 270 дена, со просечна рочност од околу 45 дена. CP задолжувањето е концентрирано меѓу големите и добро етаблирани фирми. Големината на пазарот на CP е голема, со извонреден обем на нефинансиски CP во просек 154 милијарди долари од 1994 до 2006 година. За споредба, извонредниот обем на нефинансиски среднорочни белешки е просечен со 89 милијарди долари во овој период. Фирмската употреба на CP е исто така значителна во однос на банкарските кредитни линии. Се проценува дека збирното нефинансиско задолжување на CP е приближно една третина од агрегатната употреба на кредитната линија во УС. Најважните инвеститори во CP се: фондовите на пазарот на пари, странските инвеститори, државните и локалните власти, брокери и дилери за обезбедување, заеднички фондови, осигурителни компании и пензиски фондови (Андерсон и Гаскоњ, 2009). Со оглед на краткото доспевање на CP, овие инвеститори обично не се ангажираат во приватни собирање информации за издавачите на CP, но наместо тоа, се потпираат на кредитните рејтинзи за да го проценат нивниот кредитен квалитет. Речиси сите CP се оценети од најмалку една агенција за кредитен рејтинг. Мудис започна да дава краткорочни рејтинзи на издавачи во 1971 година (користејќи P за Prime и NP за Not Prime) и го користи својот сегашен систем на рејтинг од 1972 година. Според сегашниот систем на рејтинг на Мудис, P-1 претставува издавачи со највисок квалитет и P-2, P-3 и NP претставуваат послаб квалитет. S&P користи сличен систем (користејќи A-1+, A-1, A-2 и така натаму).

1. Финансии

Финансии е термин за прашања во врска со управувањето, создавањето и проучувањето на парите и инвестициите. Тоа вклучува употреба на кредит и долг, хартии од вредност и инвестиции за финансирање на тековни проекти, користејќи идни приходни текови. Поради овој временски аспект, финансиите се тесно поврзани со временската вредност на парите, каматните стапки и други сродни теми. „Финансиите“ обично се поделени во три широки категории: Јавните финансии вклучуваат даночни системи, државни расходи, буџетски процедури, политика и инструменти за стабилизација, прашања за долгот и други владини грижи. Корпоративните финансии вклучуваат управување со средства, обврски, приходи и долгови за бизнис. Личните финансии ги дефинираат сите финансиски одлуки и активности на поединец или домаќинство, вклучувајќи буџетирање, осигурување, планирање на хипотеки, заштеди и планирање за пензионирање.

1.1Историја на финансии

Студиите за финансии во полето на теоријата и практиката, различни од полето на економијата, се појавија во 1940-тите и 1950-тите со делата на Хари Марковиц, Вилијам Ф. Шарп, Фишер Блек и Мајрон Сколс. Посебни области на финансиите - како што се банкарството, кредитирањето и инвестирањето, се разбира, самите пари - постојат од почетокот на цивилизацијата во некоја или друга форма.

Финансиските трансакции на раните Сумери биле формализирани во Вавилонскиот законик на Хамураби (околу 1800 г. пр.н.е.). Овој збир на правила ја регулираше сопственоста или изнајмувањето на земјиштето, вработувањето на земјоделска работна сила и кредитот.

Тогаш имаше заеми, и да, се наплаќаше камата на нив - стапките се менуваа во зависност од тоа дали се позајмува жито или сребро.

До 1200 година пр.н.е., лушпите од каури се користеле како форма на пари во Кина. Кованите пари биле воведени во првиот милениум пред нашата ера. Кралот Крез од Лидија

(денес Турција) бил еден од првите што пуштил во оптек златни монети околу 564 пр.н.е. — оттука и изразот „богат како Крез“.[1]

Во антички Рим, монетите се чувале во подрумот на храмовите бидејќи свештениците или храмските работници се сметале за најчесни, најпобожни и најбезбедни за заштита на имотот. Храмовите, исто така, позајмувале пари, дејствувајќи како финансиски центри на големите градови.

1.2 Рани акции, обврзници и опции

Белгија тврди дека е дом на првата размена, а размената во Антверпен датира од 1531 година. Во текот на 16 век, Источноиндиската компанија станала првата јавно тргувана компанија бидејќи издавала акции и плаќала дивиденди на приходите од нејзините патувања. Лондонската берза е создадена во 1773 година, а по неа следува Њујоршката берза помалку од 20 години подоцна. Најраната евидентирана обврзница датира од 2400 година пр.н.е., бидејќи на камена плоча биле запишани должничките обврски што гарантирале отплата на житото.

Во текот на средниот век, владите почнаа да издаваат долгови за да ги финансираат воените напори. Во 17 век, Банката на Англија беше создадена за финансирање на британската морнарица. Соединетите држави, исто така, почнаа да издаваат државни обврзници за поддршка на Револуционерната војна.

Може да се најдат договори за опции кои датираат од Библијата. Во Битие 29, Лабан му ја нуди на Јаков опцијата да се ожени со неговата ќерка во замена за седум години труд. Меѓутоа, овој пример ја покажува тешкотијата да се зачуваат обврските, бидејќи Лаван го поништил договорот откако работата на Јаков била завршена.

Во филозофското дело на Аристотел од 4 век „Политика“, раното практикување на опциите е наведено преку анегдота од филозофот Талес. Верувајќи во голема идна жетва на

[1] *Baker, T. and Simon, J. (eds.) (2002). Embracing Risk: The Changing Culture of Insurance and Responsibility. Chicago, IL: University of Chicago Press.*

маслинки во наредната година, Талес превентивно ги стекнал правата на сите преси за маслинки во Хиос и Милет.[2]

Што се однесува до опциите за размена, тие беа интегрирани во софистицираниот процес на расчистување во Амстердам до средината на 17 век.

1.3Напредоци во сметководството

Сложената камата пресметана не само на главнината, туку и на претходно акумулираната камата - била позната и кај древните цивилизации (Вавилонците имале фраза за „камата на камата“, која во основа го дефинира концептот). Но, дури во средниот век, математичарите почнале да анализираат за да покажат како може да се зголемат вложените суми. Еден од најраните и најважните извори е аритметичкиот ракопис напишан во 1202 година од Леонардо Фибоначи од Пиза, познат како Либер Абаци, кој дава примери споредувајќи сложена и едноставна камата. Првиот сеопфатен трактат за книговодство и сметководство, Сума де аритметика, геометрија, пропорции и пропорционалита на Лука Пачиоли, беше објавен во Венеција во 1494 година. Книга за сметководство и аритметика напишана од Вилијам Колсон се појавила во 1612 година, која ги содржи најраните табели со сложен интерес напишани на англиски јазик. Една година подоцна, Ричард Вит ги објавил своите аритметички прашања во Лондон во 1613 година и сложената камата била целосно прифатена. Кон крајот на 17 век, во Англија и Холандија пресметките на каматите беа комбинирани со стапките на преживување зависни од возраста за да се создадат првите доживотни ануитети.

1.4 Безбедност и финансии

Првиот пат за проучување на „финансиската сигурност“, или односите меѓу финансиите и безбедноста, е да се погледне инструменталното распоредување на финансиските инструменти во служба на националната безбедност и надворешната политика. Еден пример е даден во студијата на Емили Розенберг за „доларската

[2] *2. Biersteker, T. J. (2004). The return of the state? Financial re-regulation in the pursuit of security after September 11. In: Tirman, J. (ed.) The Maze of Fear: Security and Migration After 9/11. New York, NY: New Press, 59-75.*

дипломатија“ од почетокот на дваесеттиот век како начин на кој САД се обидоа да ги искористат владите (главно јужноамериканските) што ги сметаа за нестабилни. Доларската дипломатија вклучуваше тесна соработка меѓу владини претставници, приватни банкари и финансиски експерти, со цел да се договорат заеми во замена за финансиски надзор. Овој процес се сметаше за „камен темелник на прогресивната надворешна политика“. Според зборовите на тогашниот американски претседател Тафт, политиката вклучуваше замена на „долари за куршуми“. Тафт продолжи: „Тоа е [политика] што се однесува подеднакво на идеалистички хуманитарни чувства, на диктатите на здравата политика и стратегија и на легитимните комерцијални цели“ (цитиран во Розенберг, 1999: 1). Сепак, како што покажува Розенберг, ова распоредување на финансиите како надворешна политика повлекува специфични операции на моќ што го унапредуваа глобалниот финансиски поредок во центарот на Њујорк, истовремено воспоставувајќи „контрола“ без „целосно колонијално поседување“ во погодените земји (Розенберг, 1999: 32). Доларската дипломатија, значи, е рана инкарнација на процесите на развој на условеност на Меѓународниот монетарен фонд (ММФ), што дополнително се дискутира подолу. Различен пример за искористување на финансиите во служба на војната и безбедноста е даден во проучувањето на воените обврзници, кои, како што Роб Ајткен убедливо тврди, „направете повеќе отколку да го бркате населението да се раздели со нивните заштеди заради националните воени напори“. Така, пишува Aitken (2003: 306), „масовните инвестиции доаѓаат да му служат на националниот воен проект и да преземат еден вид функција на националната безбедност со тоа што ја конституираат нацијата за недистинкција кон опасниот ‘друг’“. Поопшто, финансискиот профит што го имаше војната беше важна насока на анализа во литературата, со акутна политичка релевантност во светлината на практиките на поддоговори во Војната против тероризмот воопшто и Ирачката војна особено (Avant, 2005; Leander, 2005; Rosén, 2008).

Овие теми укажуваат на многу поголемо историско и политичко преплетување на финансиите, суверенитетот и безбедноста.[3] Една од појдовните точки за ИПЕ како поле на истражување во 1970-тите беше зголемениот интерес за финансиите и економијата како

[3] *Biersteker, T. J. and Eckert, S. E. (eds.) Countering the Financing of Terrorism. London: Routledge.*

Bougen, P. D. (2003). Catastrophe risk. Economy and Society, 32(2): 253-74

места на моќ во служба на, но и надминување на националниот суверенитет. Раната работа во овој домен ја истражуваше врската помеѓу инвестициските позиции и надворешно-политичките интереси на националните држави, со цел да се разберат динамичните интеракции помеѓу безбедноста и имотот во светските работи (како што е in Frieden, 1993). Марксистичките трудови на оваа истражувачка агенда го нагласија распоредувањето на воено насилство во одбрана на финансиските интереси и проширувањето на колонијалните поседи (види van der Pijl, 2006; Хилфердинг, 1981). Поновите трудови укажуваат на претпоставените интереси на финансиската капиталистичка класа зад развојот на современите технологии за информации и надзор (на пример, за меѓународни работи (Helleiner 1994; Sinclair 2005). Нашироко беше забележано дека крајот на договорот Бретон Вудс и либерализацијата на протокот на капитал од 1970-тите наваму го променија пејзажот на глобалната моќ до степен до кој суверените држави сега мораа да работат под структурни ограничувања предизвикани од глобализираните пазари на капитал (Helleiner, 1994; Strange, 1986; Гил и Ло, 1993; Поли, 1997). Важен автор во овие дебати беше Сузан Стрејнџ, чиј Казинокапитализам (1986) ја нагласи активната улога на клучните држави, особено САД, во поттикнувањето на финансиската либерализација и глобализацијата. Други припишуваат поавтономна самопроширувачка логика на современите финансиски пазари и ја концептуализираат како „Феникс“ што се издига од јаготките на Бретон Вудс (Коен, 1996). Според влијателната дискусија за Империјата на Хард и Негри (2000: 345), парите функционираат како едно од трите „глобални и апсолутни средства“ за „империјална контрола“.[4] Онаму каде што историски капиталот се потпираше на суверените и безбедносните структури на националните држави за својата експанзија, во сегашната ера на империјата, капиталот работи како транснационална дисциплинска моќ: „капиталот ги отстранува фиксните бариери на преткапиталистичкото општество – па дури и границите на нацијата- државата има тенденција да се стави во втор план, а капиталот се реализира на светскиот пазар“ (Хард и Негри, 2000: 327).

Понатаму, распоредувањето на финансиската условеност во развојните процеси ја илустрира оваа прва оска по која најдобро може да се проучи современата финансиско-

[4] *Buzan, B., Waever, O. and de Wilde, J. (1998). Security: A New Framework for Analysis. Boulder, CO: Lynne Rienner.*

безбедносна спојка. Таквата условеност беше нашироко критикувана како манифестација на новиот империјализам, при што интервенцијата во внатрешните политики на државите должници им служи на неолибералните идеолошки агенди на Западот (Стренџ, 1998; Џорџ и Сабели, 1994). Сè повеќе, се нагласува дека развојната политика и условеноста на долгот сега се хартии од вредност, во смисла дека тие се разбираат и се спроведуваат во име на безбедносната политика и може да им служат на безбедносните цели на државите донатори повеќе отколку на развојните цели на државите приматели (Дафилд, 2007 г. Харисон, 2004: 117-27). Овде, според Дафилд (2001: 312), „безбедносните грижи на метрополитенските држави“ и „социјалните грижи на агенциите за помош... станаа едно исто“. „Оваа безбедносна парадигма“, заклучува Дафилд (2001: 310), „не се заснова на акумулација на оружје и надворешни политички сојузи меѓу државите, туку на менување на однесувањето на населението во нив“. Овде, Дафилд нè упатува во насока на пофундаментални, концептуални врски помеѓу безбедноста и финансиите како техники на владеење низ непознатата иднина што ќе бидат истражени во третиот дел од овој труд. Првиот широк сет на односи меѓу финансиите и безбедноста што може да се идентификуваат во постојните литератури, значи, е инструментален, при што финансиските инструменти се распоредени за да се овозможи (пост) колонијално владеење на земјите и населението.

Втората авенија за истражување на финансиската сигурност не би ги нагласила финансиските елементи на политиката на несигурност, туку безбедносните аспекти на финансиите. Овде, односот нашироко се смета дека е причински, каде што сферата на финансиите произведува општествени (не)хартии од вредност. Безбедноста, се разбира, е правилно финансиски термин - оној што се појави пред, и во врска со нашите сегашни сфаќања за (националната) безбедност. Оксфордскиот англиски речник (OED) ја забележува употребата на „безбедност“ како залог или имот депониран за да се обезбеди исполнување на обврската уште во петнаесеттиот век. „Безбедноста“ како залог или имот што гарантира отплата на долгот се појавува кон крајот на шеснаесеттиот век, при што ОЕД го понудил следниот запис од 1592 година: „Без добра гаранција тие нема да позајмат никому пари“.[5] Овде, значи, имаме една од првите употреби на хартијата од вредност како

[5] *Campbell, D. (1992). Writing Security: United States Foreign Policy and the Politics of Identity Minneapolis, MN: University of Minnesota Press.*

6. Campbell, D. (2005). The biopolitics of security: Oil, empire and the sports utility vehicle. American Quarterly, 57(3): 943-72.

обврзница или кредитен документ, која стана актуелна во деветнаесеттиот и дваесеттиот век. За нашите цели, важно е да се забележи дека значењето на безбедноста како „безбедност или заштита на (интересите на) држава [или] организација“ од една страна (OED, §1б), и значењето на хартиите од вредност како „акции“ или други форми на кредитни документи, од друга страна (ОЕД, §10). Како што ќе потврди секој воведен учебник за финансии, образложението на сложените финансиски инструменти, вклучувајќи ги и фјучерсите и опциите, е да им понуди сигурност на деловните учесници.[6] Така, меѓународниот трговец може да се осигура од ризикот од валутна флуктуација со купување на фјучерси на валути, граѓанинот може да ја осигура својата финансиска идна базистентна инвестиција, а самиот шпекулант може да ги заштити своите облози со индексни фјучерси. Функцијата на финансиските инструменти е да обезбедат стабилност и предвидливост во несигурни деловни средини. Наместо економска логика, сепак, ова образложение е историски и политички конструкт, кој има потреба од континуирана реартикулација и реафирмација - особено во време на финансиска криза. На пример, Ејткен (2007) ги истражуваше визуелните и дискурзивните истории преку кои финансиите и инвестициите станаа техники преку кои одговорните поединци (најчесто полови мажи) беа во можност да ја обезбедат финансиската иднина на своето семејство. Згора на тоа, таквите артикулации се спротивставија на историски трајната критика на шпекулациите како ништо друго освен обична коцкање. Од почетокот на дваесеттиот век наваму, инвеститорите и шпекулантите беа сметани за рационални даватели на безбедни фјучерси, наместо несовесни коцкари. Во овој аргумент, шпекулантите се сметаат за „одговорни луѓе кои ги предвидуваат желбите на пазарот и ги преземаат ризиците на свои раменици“ (de Goede, 2005: 83), со што се олеснува секојдневното работење на деловната практика. Во финансиска смисла, поимот хартии од вредност се однесува на процес со кој финансиските средства, на пример, заеми, хипотеки и побарувања од кредитни картички, се препакуваат и препродаваат на финансиските пазари – со што се претвораат во хартии од вредност со кои може да се тргува. Оваа практика стана сè поважна на финансиските пазари од 1980-тите па наваму, водена од збратимената логика на профит и сигурност: здружувањето и препродажбата на ризичните

средства од малите банки и хипотекарните компании на големите финансиски институции требаше да го ублажи ризикот, како и да донесе големи профити. Адам Тикел (2000: 88) тврди дека „збирното влијание на дериватите за финансискиот систем е да го зголеми ризикот“. Секјуритизацијата е анализирана од перспектива на истовремената важност на новите финансиски практики, како што е кредитниот рејтинг што ги прави ликвидни овие нови финансиски производи (Sinclair, 2005). „Вистинското“ во финансискиот капитализам, во смисла дека препакуваните и повторно составени финансиски ветувања, кои самите беа засновани на ветувања за отплата, станаа двигатели на растот на финансиските пазари. Дериватите, како што истакна Мартин (2007: 31, 33), не само што ја „отстрануваат референцата“ од основната стока, туку имаат и „делокализиран долг“, во смисла дека тој повеќе не зависи од односот доверител - должник локализиран во времето и просторот. Според LiPuma и Lee (2005: 412), „шпекулативниот капитал посветен на финансиските деривати“ овде развил „насочна динамика кон автономна и самопроширувачка форма“, која сè повеќе се разделува од „реалната“ економија на производство и трговија (види исто така Арнолди, 2004). Општо земено, напуштањето на стандардот долар - злато во 1973 година се смета за почетна точка на оваа нова ера на виртуелен капитал. Според зборовите на Марк К. Тејлор (2004: 6), „излегувањето од златниот стандард беше економски еквивалент на смртта Божја“, бидејќи се однесува на човечката сигурност и безбедност.

Парадоксално, тогаш, тоа се хартии од вредност на финансиите што помогна да се воведе спектакуларна несигурност во економскиот живот, според многу набљудувачи. Сè повеќе изградени врз вербата во алгоритамските модели, премногу сложени за да можат да ги разберат дури и финансиските менаџери, градбите на секуритизацијата паѓаат со одредена регуларност. Овие редовни кризи на финансискиот пазар предизвикуваат хаос во навидум безбедните животи на сопствениците на пензии, купувачите на акции и, најскоро, сопствениците на куќи (Галбрејт, 1993; Канцелар, 1999; Ленгли, 2008; Сасен, 2008 година). AsSusan Strange уште во 1986 година во Казино капитализам нагласи: „Големата разлика помеѓу обично казино во кое можете да влезете или да се држите подалеку, и глобалното казино за високи финансии, е тоа што во последното сите ние сме неволно ангажирани во дневната игра“ (Чудно, 1986: 109-10). Сепак, сигнализирањето на новата ера на виртуелни пари - или алтернативно, казино капитализам - почнувајќи со крајот на златниот стандард е незадоволително поради повеќе причини. Прво, ваквите трудови го фрлаат златниот

стандард ретроспективно како „златна ера“ на финансиска сигурност и стабилност. Ништо не може да биде подалеку од вистината: дури и ако популарното финансиско учество беше помалку распространето за време на претходните фази на финансиската криза, прашањата што се покренаа во врска со финансиските хартии од вредност, праведноста на финансискиот профит и моралот на шпекулациите и не беа помалку актуелни во претходните кризи. Второ, лесно се заборава дека златото, колку и книжните пари, бара вера и социјална афирмација за неговото ефективно функционирање (Carruthers и Babb, 1996). Трето, дури и ако финансиските пазари станаа понестабилни од 1970-тите, сепак е важно да се анализираат прецизните социо-културни истории на секоја фаза од секјуритизацијата (види Мекензи, 2007б).

Актуелната кредитна криза ја илустрира оваа логика на комодификација на пазарите. Оваа куритизација на потрошувачки кредити и семејни хипотеки се случи во име на распределба и прераспределба на ризикот на пазарите: од малите хипотекарни компании и градежните друштва, кон големите реосигурителни компании и инвестициските банки. Теоретски, како што малите производи се спакуваа и препродаваа на пазарите, ризикот беше прераспределен на оние финансиски страни кои беа подобри да го поднесат. Меѓутоа, како што објаснува Саскиа Сасен, оваа логика на финансиализација добила своја динамика: „Дали луѓето ја плаќаат хипотеката или кредитната картичка е помалку важно, отколку да се обезбеди одреден број заеми кои можат да се здружат во инвестициски производи“, пишува таа (Сасен , 2009: став 5). Овој процес ги трансформираше скромните долгови и „малите заштеди“ на обичните домаќинства во средства за инвестирање за финансиските пазари (Sassen, 2009; види исто така Aitken, 2006; Froud, Johal et al., 2006). Како што рече Пол Ленгли (2008: 233), кризата е „длабоко поврзана“ со начините на кои „невидените односи меѓу англо-американското секојдневно задолжување, од една страна, и пазарите на капитал на глобалното финансиско работење, од друга страна“, имаат развиена стратегија. Според Сасен, процесот на финанизација на крајот оди против неговите природни граници.[7] „Кога сè стана финансиски“, пишува таа, „финансиите повеќе не можат да извлечат вредност. Потребни се и нефинансирани сектори за да се надгради“ (Sassen, 2009: пара. 8). Сепак, историите на бум и пад на модерните пазари сугерираат дека границите на

8. Cohen, B. (1996). Phoenix risen: The resurrection of global finance. World Politics, 48: 268-96.

финансијализацијата не се лесно достигнати. Би била потребна социо-културна перспектива за да се разбере кои непредвидени ситуации стануваат комодифицирани и хартии од вредност во различни моменти во историјата (како во Ленгли, 2008; Аиткен, 2006 година). Едноставно кажано, скротената иднина не е комерцијално профитабилна. Наместо искоренување на ризикот на пазарите, финансиските инструменти се посоодветно разбрани како модерно прифаќање на ризикот, при што идентификацијата на неизвесни фјучерси овозможува комодификација во сегашноста. Токму ова прифаќање на ризикот дозволува и го поттикнува бизнисот во пракса (Бејкер и Симон, 2002; Лобо-Гереро, 2007). Стрејнџ (1986: 111) и самата знаела за овој парадокс на безбедност во финансиите и заклучила: „Затоа, шпекулативниот пазар всушност бара несигурност“. Навистина, Улрих Бек (1992: 56) го нарече ризикот „буре со барања без дно“, „незадоволно, бесконечно“. Тој продолжува: „Побарувањата, а со тоа и пазарите, од сосема нов тип може да се создадат со менување на дефиницијата за ризик, особено побарувачката за избегнување на ризикот“ (Beck, 1992: 56, акцент во оригинал). Така, постои кружен аргумент кој ја поткрепува финансиската сфера: додека се тврди дека обезбедува сигурност за неизвесна иднина, финансиската индустрија измислува сè повеќе несигурности што треба да се заштитат. Финансиските пазари истовремено ја слават несигурноста и настојуваат да ја прераспределат; истовремено тврдат дека влијаат на безбедноста и ја умножуваат несигурноста. Втората широка врска помеѓу финансиите и безбедноста што ја разликуваме овде, значи, е причинска. Од една страна, во главното економско/финансиско размислување, се смета дека финансиските инструменти овозможуваат долгорочна стабилност на инвестициите и хеџирање. Од друга страна, во критичката литература, се смета дека финансиската секјуритизација предизвикува длабока несигурност и нестабилност. Земени заедно, овие дивергентни пристапи ја покажуваат динамиката на во/безбедноста во срцето на модерните финансии.

Третата авенија за проучување на финансиите и безбедноста сега следи логично. Оваа авенија нагласува дека домените на финансиите и безбедноста се поврзани не само во инструментална смисла (каде што финансиите се стават во служба на безбедноста или обратно), или во каузална смисла (каде што финансиите предизвикуваат општествена (не)сигурност), туку покажуваат многу подлабоко концептуално заплеткување.

Финансиите се економски двојник на хартијата од вредност, како што е потврдено во етимолошката поврзаност помеѓу хартијата од вредност како сигурност и хартиите од вредност како долг што може да се тргува, кои накратко беа дискутирани погоре. Овде, станува јасно дека финансиите и безбедноста демонстрираат концептуални и историски меѓусебни односи што би го направиле едното незамисливо без другото немодерност. На пример, би било тешко историски да се раздвојат доменот на безбедноста и финансиите како технологии за справување со неизвесната иднина. Историите на колонијалното освојување и финансиските иновации се нераскинливи, и заеднички засновани на нови временски хоризонти и комодификација на иднината што биле незамисливи во средниот век (Campbelland Dillon, 1993: 6-7). Како што забележал финансискиот историчар Лари Нил (1990: 9-10), потеклото на финансиските инструменти, како што се акциите со кои може да се тргува, произлегува од „откритијата во странство и појавата на трговија на далечина“ (види исто така Leyshon и Thrift, 1997; Burch, 1998). Акциите на акциите како што сега ги знаеме, за првпат беа издадени од акционерски друштва, како што се VOCin Holland и East India Company во Англија во седумнаесеттиот и осумнаесеттиот век. Би било анахронизам овие компании да се сфатат како приватни претпријатија: тие работеле заедно со новите европски национални држави. Од една страна, акционерските друштва беа овластени да дејствуваат во име на националната држава, на пример, да основаат тврдини и населби, да ги монополизираат трговските патишта и да се борат со колонијалните конкуренти (Burch, 1998: 107-35). „Безбедноста“ на раната модерна држава, тогаш, беше одбрана и проширена преку една од првите организациски форми на модерните финансии. Од друга страна, појавата на модерната национална држава би била незамислива без воспоставување на националниот долг (Germain, 2004). Ако националната држава, во познатата метафора на Хобс, е како тело (Кембел, 1992), тогаш циркулацијата на парите е замислена како нејзина крв - извор на закана и можност. Како што беше дискутирано погоре, финансиските шпекулации се рационализираат како безбедносна технологија која ја скротува неизвесната иднина. Помалку сме навикнати да го разбираме доменот на безбедноста како технологија на иднината; онаа која функционира преку веројатностичко разбирање, пресметка и колонизација на неизвесна иднина. Меѓутоа, токму вака треба да се разбере апаратот на безбедност под либерализам, според неодамна препишаните предавања на Мишел Фуко во 1978 година на Колеџ де Франс. Безбедноста, според Фуко (2007: 19), е технологија на

ризик: „онаа што работи на веројатности“ со цел „да ги [максимизира] позитивните елементи... и да го [минимизира] она што е ризично и незгодно“. Токму во таа смисла „специфичниот простор на безбедност“ работи на иднината и „се однесува на низа можни настани; … на временското и на неизвесното“ (Фуко, 2007: 20). Слично на доменот на финансиите, значи, безбедноста како практика на Владата се свртува не толку на забранување или затворање на феномени, туку на „прегрнување“ на неизвесната иднина, преку дејствување на нејзините варијации и циркулации преку низа веројатни интервенции (види, исто така, Burke, 2007; Dillon, 2007; Lobo-Guerrero, 2007). Не сакам да тврдам овде дека финансиите и безбедноста - или уште помалку, капиталот и империјата - историски функционираат во беспрекорна врска. Наместо тоа, мојата цел е да го свртам вниманието на заедничките истории, филозофии и технологии на владеење преку неизвесна иднина во она што често се смета дека се одделни домени на финансиите и безбедноста.

Кои нови или преформулирани прашања се појавуваат ако ги разбереме и финансиите и безбедноста низ призмата на нивното заедничко прифаќање на неизвесната иднина? Едната авенија на истражување овде може да ја следи генеалогијата на дисциплини и да праша како, со оглед на нивната етимолошка и историска нераскинливост, финансиите и безбедноста станаа препуштени во различни концептуални, професионални и политички домени во доцното модерно време. Почнуваат да се појавуваат студии за споделените технолошки истории на финансиите и безбедноста; на пример, алгоритамските модели на одлуки употребени и во воени ситуации и на финансиските пазари (Martin, 2007; Der Derian, 2001; Taylor, 2004). Навистина, Фуко многупати ја потврдил централноста на економијата на практиките на безбедност, доколку тие дејствуваат врз населението, нагласувајќи дека практиките на статистичкото знаење на политичката економија биле централни овде (на пример, Фуко, 2007: 77; исто така 2003). Различните концептуализации на моќта доаѓаат во фокусот, повикувајќи не само на определување на приматот на пазарот над државата, или обратно, туку и на истражување на создавањето на современиот инвестициски субјект и обезбедување на себеси преку артикулации на финансиска одговорност и рационалност (Ленгли, 2007; Кембел, 2005). На пример, Розенберг покажува како доларската дипломатија се одвивала во поголем културен контекст што ја поврзува финансиската дисциплина со цивилизацијата, контролата и машкоста. „Manlyrestraint“, пишува Розенберг (1999: 33), „и во монетарната и во сексуалната материја, би донела акумулација на капитал и семејна (со

тоа и социјална) стабилност“. Поинаку кажано, имагинацијата на неизвесната иднина ја обликува и ограничува акцијата во сегашноста, и во областа на финансиите и во доменот на безбедноста. Како што објаснува Јакоб Арнолди (2004: 37), во логиката на финансиските пазари, „случајноста станува достапна како простор на можности... и на тој начин, исто така, станува предмет на практиката: нешто на што може да се дејствува“ (сп. Андерсон, 2007; O 'Malley, 2004). Таквото признавање би го префрлило истражувањето кон, на пример, контингентната артикулација на (не)замисливи иднини и нивните дисциплинирачки ефекти (Салтер, 2008; де Годе, 2008а). Овде, не би бил првиот што ќе нагласи дека ризикот доаѓа во фокус како техника што премостува финансии и безбедност (Бејкер и Симон, 2002; O'Мали, 2000; Арадау и сор., 2008). Сепак, тековните случувања, и во финансиите и во безбедноста, почнаа да ја надминуваат логиката на пресметка на ризик и се свртеа кон неактуарски технологии за замислување на иднината, вклучувајќи планирање сценарија, стрес-тестирање, симулација на напад и премедијација (Bougen, 2003; DerDerian, 2001; Грусин, 2004). Планирањето сценарија е еден пример на споделени техники со кои се актуелизираат специфичните иднини за да можеме да дејствуваме според нив во сегашноста (Хармес, 2009). Можеме ли да кажеме дека хартиите од вредност на Обама за кредитната криза ја надминуваат неговата сопствена политичка агенда и е симптоматична за поголема тенденција, во политиката, како и во академската заедница, експлицитно да ја препознаваат и теоретизираат меѓусебната зависност од финансиите и безбедноста? Привремено, овде можеме да одговориме потврдно. Прво, продлабочувањето на кредитната криза нè води само до задлабочување на проблемот, при што неговата анализа и решение стануваат прашање на (национална) безбедност. Дополнително, се поставуваат прашања за трајните геополитички ефекти од кредитната криза. Дали задолженоста на САД конечно ќе предизвика пад на американската хегемонија (Несветајлова и Палан, 2008)? Дали високите стапки на штедење заедно со ниските стапки на потрошувачки кредит во Кина и другите делови на Азија ќе поттикнат азиско искачување (Фергусон 2008)? Дали западните финансиски системи со голема моќ и недоволно регулирани, преплавени со „токсични средства“, ја демонстрираат корумпираноста на финансискиот капитализам и ја предвидуваат неговата пропаст (Sassen, 2008)?

Меѓутоа, можеби војната против тероризмот ги поттикна најзагрижувачките современи манифестации на финансискиот/безбедносниот комплекс - на најмалку два

начина. Прво, како што Жаклин Бест - меѓу другите - истакна, инвазијата на Ирак предводена од САД многу јасно имаше економска димензија, како и самопрогласена безбедносна логика (види, исто така, Klein, 2008). Оваа димензија требаше да го „интегрира Ирак во глобалните финансиски пазари“, и да управува со неговиот простор преку логиката на меѓународните финансиски институции, вклучувајќи ги ММФ и Светската банка (Best, 2008: 84). Моралните дискурси употребени од овие институции, тврди Бест (2008: 84), значат дека сè повеќе „глобалните економски институции ја контролираат дефиницијата за политичка заедница“ (исто така Бест, 2003). Ако безбедноста е по дефиниција технологија на заедницата, која ги регулира границите на внатре и исклучување, тогаш полициското работење на заедницата од финансиските институции ни претставува извонредна нова поврзаност меѓу финансиите и безбедноста. Војната против финансирањето на тероризмот, конечно, поттикнува нови простори на владеење во рамките на финансиско-безбедносниот комплекс, бидејќи ефективно го привлекува доменот на секојдневните финансиски трансакции во сферата на безбедноста и превентивното безбедносно дејствување. Целта на овој домен на Војната против тероризмот е, навидум, да се прекине приливот на пари кон терористите и на тој начин да се оневозможат насилните групи, па дури и да се спречат терористички напади (на пример, Левит и Џејкобсон, 2008). Преку замрзнување на имотот, блокирање сметки, регулирање на финансиските трансакции, обесхрабрување на финансискиот бизнис со одредени клиенти или географски области, политичките противници се насочени, онеспособени и економски изолирани. Како што неодамна рече Сју Екерт (2008: 103), „таквите невоени мерки стануваат сè поприврлечни и, всушност, политички инструмент на избор“. Борбата против финансирањето тероризам привлекува значително академско внимание поради неговото влијание врз институциите на глобалното владеење и поради неговата (не) ефективност (Biersteker and Eckert, 2007; Biersteker, 2004; Heng and McDonagh, 2008). Помалку внимание е насочено кон начините на кои оваа оска на војната против тероризмот ги привлекува секојдневните простори на добротворни донации, политичка припадност и лични дознаки во доменот на безбедноста (de Goede, 2008b). Всушност, идентификацијата на сомнителните финансиски простори во пресрет на 11 септември, вклучително - но не ограничувајќи се на исламски добротворни акции, неформални мрежи за дознаки и одредени видови на жири трансфери, овозможува проверка, интервенција и регулирање на овие простори во име на безбедноста (McCulloch

и Pickering, 2005). Логиката на податоци за трансакции во рударството и превентивната безбедносна интервенција станува легитимна овде (Amoore и de Goede, 2008). Во оваа смисла, „војната против финансирањето на тероризмот“ не е само, а можеби дури и примарно, за глобално финансиско (повторно) ограничување (Andreas and Biersteker, 2003), туку повеќе за овозможување нови домени на безбедност кои функционираат низ просторите на секојдневниот финансиски живот. Така, третата врска меѓу финансиите и безбедноста, која ја разликувам, повлекува длабока детимолошка, концептуална и историска меѓусебна врска. Овде, финансиите и безбедноста се сфаќаат како технологии за управување со неизвесната иднина.

2. Видови финансии

2.1 Јавни финансии

Јавните финансии играат витална улога во функционирањето и развојот на општествата ширум светот. Опфаќа проучување на владините активности поврзани со создавање приходи, управување со расходи, издавање долгови и економска стабилност. Овој труд има за цел да го истакне значењето на јавните финансии во промовирањето на одржливо владеење, економскиот раст и социјалната благосостојба.

Распределба на ресурси: Една од клучните цели на јавните финансии е ефикасна распределба на ресурсите. Владите користат јавни средства за да обезбедат основни јавни добра и услуги, како што се: здравството, образованието, инфраструктурата и програмите за социјална заштита. Со распределба на ресурси врз основа на општествените потреби, јавните финансии обезбедуваат правична распределба на услугите и придонесуваат за севкупната благосостојба на граѓаните.

Создавање приход: Јавните финансии се потпираат на создавање приходи за финансирање на владините активности. Оданочувањето, како примарен извор на приходи, им овозможува на владите да собираат средства од поединци и бизниси врз основа на нивната способност за плаќање. Ефективните даночни политики, вклучително и прогресивното оданочување, обезбедуваат правична распределба на даночното

оптоварување и им овозможуваат на владите да финансираат јавни услуги и да спроведуваат развојни иницијативи.

Управување со расходи: Внимателното управување со јавните расходи е од клучно значење за одржливо управување. Јавните финансии им помагаат на владите да им дадат приоритет на трошењето, ефикасно да ги распределуваат ресурсите и да ја проценат ефективноста на јавните програми. Преку здрави буџетски практики и транспарентно финансиско управување, јавните финансии обезбедуваат отчетност и ги минимизираат расипничките трошоци, на крајот поттикнувајќи ја довербата во Владата.

Управување со долг: Издавањето и управувањето со долгови се критични компоненти на јавните финансии. Владите можеби ќе треба да позајмуваат средства за да ги премостат фискалните јазови или да финансираат долгорочни инвестиции. Сепак, одговорното управување со долгот е од суштинско значење за да се одржи фискалната дисциплина и да се заштитат идните генерации од прекумерни должнички оптоварувања. Јавните финансии им помагаат на владите да воспостават одржливи должнички политики, да управуваат со плаќањата на каматите и да обезбедат отплата на долгот без да ја загрозат економската стабилност.

Економска стабилност и политика: Јавните финансии играат значајна улога во одржувањето на економската стабилност и влијанието врз макроекономските политики. Фискалните политики, како што се државните трошоци и оданочувањето, влијаат на економскиот раст, инфлацијата и деловните циклуси. Преку внимателно фискално управување, јавните финансии можат да ја стимулираат економската активност, да ја контролираат инфлацијата и да промовираат долгорочен одржлив раст, а со тоа поттикнувајќи стабилна економска средина.

Дистрибуција на приход и капитал: Јавните финансии придонесуваат за справување со нееднаквоста во приходите и промовирање на социјалната еднаквост. Преку прогресивно оданочување и насочени програми за социјална заштита, владите можат да го прераспределат богатството и да обезбедат помош за ранливите сегменти на општеството. Јавните финансии служат како алатка за ублажување на разликите, ублажување на сиромаштијата и промовирање на инклузивен раст, што води кон порамноправно општество.

Управување со јавните финансии: Ефикасното управување со јавните финансии е од фундаментално значење за да се обезбеди ефективност и транспарентност на владините операции. Системите за јавни финансии опфаќаат механизми за финансиско планирање, буџетирање, сметководство, ревизија и известување. Овие практики им овозможуваат на владите да ги следат трошоците, да ги оценуваат перформансите и да покажат одговорност пред јавноста. Транспарентното и ефикасно финансиско управување ја подобрува довербата во јавните институции и го зајакнува демократското владеење.

Јавните финансии играат клучна улога во одржливото владеење, економскиот развој и социјалната благосостојба. Со обезбедување на ефикасна распределба на ресурсите, одговорно генерирање приходи и ефективно управување со расходите, јавните финансии го олеснуваат обезбедувањето основни јавни добра и услуги. Освен тоа, придонесува за економска стабилност, распределба на приходите и транспарентно финансиско управување. Како што општествата продолжуваат да се развиваат, силно разбирање и ефективно спроведување на принципите на јавните финансии се императив за одржливо и инклузивно управување.

2.2 Корпоративни финансии

Корпоративните финансии се клучен аспект за управување со бизниси, опфаќајќи финансиски одлуки кои го поттикнуваат процесот на создавање вредност. Тоа вклучува повеќе активности, како што се: капитално буџетирање, анализа на инвестиции, одлуки за финансирање и управување со ризик. Овој труд го истражува значењето на корпоративните финансии во подобрувањето на вредноста и водење на ефективно одлучување во рамките на организациите.

Капитално буџетирање: Капиталното буџетирање е основна компонента на корпоративното финансирање, што вклучува евалуација и избор на можности за инвестирање. Со примена на техники како нето-сегашна вредност (NPV), внатрешна стапка на повраток (IRR) и анализа на периодот на враќање, корпоративното финансирање помага во проценката на профитабилноста и изводливоста на потенцијалните проекти. Овој процес

осигурува дека ресурсите се распределуваат на проекти кои генерираат најголем принос и се усогласуваат со стратешките цели на компанијата.

Анализа на инвестиции: Корпоративните финансии ги обезбедуваат алатките и рамките неопходни за проценка на инвестициските опции. Преку финансиско моделирање, техники на вреднување и проценка на ризикот, организациите можат да донесат информирани одлуки за стекнување средства, влез на нови пазари или проширување на операциите. Инвестициската анализа помага да се идентификуваат ризиците и наградите поврзани со различните можности, овозможувајќи им на бизнисите ефективно да го распределат својот капитал и да постигнат раст.

Одлуки за финансирање: Одредувањето на оптималната структура на капиталот е критичен аспект на корпоративното финансирање. Тоа вклучува избор на вистинската мешавина на финансирање со долг и капитал за финансирање на операциите и инвестициите на компанијата. Корпоративните финансии помагаат во проценката на трошоците на капиталот, проценувањето на влијанието на различните структури на капитал врз профитабилноста и ризикот и донесувањето информирани одлуки во врска со издавањето на долгови, понудите на капитал и политиките за дивиденда. Ефективните одлуки за финансирање ја подобруваат финансиската флексибилност на компанијата и способноста да генерираат одржлив принос за акционерите.

Справување со ризици: Управувањето со финансиските ризици е основен аспект на корпоративните финансии. Тоа вклучува идентификување и ублажување на ризиците кои би можеле да влијаат на финансиското здравје и стабилноста на бизнисот. Преку техники, како што се: проценка на ризик, стратегии за хеџинг и финансиски деривати, корпоративните финансии им помагаат на компаниите да се заштитат од негативни настани и несигурности. Со ефективно управување со ризиците, организациите можат да ја заштитат својата профитабилност, да ја зачуваат вредноста на акционерите и да ја подобрат нивната способност да издржат економски падови.

Управување со обртниот капитал: Корпоративните финансии го опфаќаат управувањето со обртните средства, што вклучува управување со тековните средства и обврски. Ефикасното управување со обртниот капитал гарантира дека компанијата одржува соодветна ликвидност за да ги исполни своите краткорочни обврски, истовремено оптимизирајќи го готовинскиот тек и минимизирајќи ги трошоците. Вклучува управување

со залихите, побарувањата, обврските за плаќање и готовинските салда. Ефективното управување со обртниот капитал ја подобрува оперативната ефикасност, ги намалува финансиските трошоци и го поддржува целокупното финансиско здравје на бизнисот.

Спојувања и преземања: Корпоративните финансии играат клучна улога во оценувањето и извршувањето на спојувања, аквизиции и стратешки партнерства. Преку техниките за вреднување, длабинската анализа и стратегиите за преговарање, корпоративните финансии помагаат во проценката на потенцијалните синергии и финансиските импликации од таквите трансакции. Тоа им овозможува на компаниите да донесуваат информирани одлуки во врска со растот преку преземања, продавања или заеднички вложувања, создавајќи вредност за засегнатите страни.

Евалуација на финансиските перформанси: Корпоративните финансии обезбедуваат алатки и метрика за проценка на финансиските перформанси на компанијата. Преку анализа на финансиските извештаи, анализа на коефициенти и бенчмаркинг, организациите можат да ја измерат нивната профитабилност, ликвидност, солвентност и ефикасност. Оваа евалуација помага во идентификување области за подобрување, оптимизирање на распределбата на ресурсите и усогласување на финансиските цели со севкупните деловни цели.

Корпоративните финансии играат клучна улога во подобрувањето на вредноста и водење на донесувањето одлуки во рамките на организациите. Со ефикасно управување со капиталното буџетирање, инвестициската анализа, одлуките за финансирање, управувањето со ризикот, обртниот капитал и спојувањата и преземањата, компаниите можат да го поттикнат растот, да го максимизираат богатството на акционерите и да постигнат долгорочна одржливост. Прифаќањето на принципите и практиките на корпоративните финансии ги овластува бизнисите да донесуваат информирани финансиски одлуки и да се движат низ сложената динамика на модерниот деловен пејзаж.

2.3 Лични финансии

Личните финансии се клучна дисциплина која ги овластува поединците ефективно да управуваат со нивните финансиски ресурси, да донесуваат информирани одлуки и да постигнат финансиска благосостојба. Тоа опфаќа различни аспекти, вклучувајќи

буџетирање, штедење, инвестирање, управување со долгот и планирање на пензионирањето. Овој труд ја истражува важноста на личните финансии за да им се овозможи на поединците да преземат контрола над нивните финансии и да обезбедат просперитетна иднина.

Буџетирање и финансиско планирање: Буџетирањето е основата на личните финансии, помагајќи им на поединците ефективно да ги распределат своите приходи и да им дадат приоритет на нивните трошоци. Со креирање на буџет, поединците можат да ги следат нивните приходи и расходи, да ги идентификуваат областите на прекумерно трошење и да направат прилагодувања за да ги постигнат финансиските цели. Финансиското планирање, кое оди рака под рака со буџетирањето, им овозможува на поединците да постават долгорочни цели, како што се: штедење за образование, сопственост на домови или пензионирање, и да развијат патоказ за постигнување на тие цели.

Фондови за штедење и итни случаи: Личните финансии го нагласуваат значењето на заштедата на пари за краткорочни и долгорочни потреби. Штедењето им овозможува на поединците да изградат финансиска перница за неочекувани трошоци или итни случаи. Воспоставувањето на фонд за итни случаи помага во заштитата од финансиски неуспеси и ја намалува зависноста од долгот со висока камата. Дополнително, штедењето за долгорочни цели, како што се: образованието, сопственоста на домот или пензионирањето, обезбедува сигурна финансиска иднина.

Управување со долг: Ефективните лични финансии вклучуваат управување и минимизирање на долгот. Од клучно значење е да се разберат импликациите од задолжувањето, вклучувајќи ги каматните стапки, условите за отплата и потенцијалното влијание врз кредитните резултати. Личните финансии ги едуцираат поединците за одговорното задолжување, стратегиите за консолидација на долгот и важноста од навремена отплата на долгот. Со мудро управување со долгот, поединците можат да избегнат финансиски стрес, да ја подобрат својата кредитна способност и да одржат здрава финансиска позиција.

Инвестиции и акумулација на богатство: Личните финансии ги охрабруваат поединците паметно да ги инвестираат своите заштеди за да го зголемат своето богатство

со текот на времето. Воведува концепти, како сложена камата, диверзификација и управување со ризик. Со разбирање на инвестициските опции, како акции, обврзници, заеднички фондови и недвижен имот, поединците можат да донесат информирани одлуки кои се усогласуваат со нивната толеранција на ризик и финансиски цели. Ефективните инвестициски стратегии овозможуваат акумулација на богатство, долгорочен финансиски раст и обезбедуваат можности за постигнување финансиска независност.

Планирање за пензионирање: Личните финансии го нагласуваат значењето на планирањето за пензионирање и ги охрабруваат поединците да почнат да штедат за пензионирање рано во нивните кариери. Вклучува проценка на потребите за пензионирање, поставување цели за штедење и истражување на пензионерските инвестициски средства, како што се: индивидуалните пензиски сметки (IRA) и пензиските планови спонзорирани од работодавачот. Правилното планирање на пензионирањето обезбедува финансиска сигурност во подоцнежните години од животот и им овозможува на поединците да го задржат посакуваниот начин на живот.

Управување со ризик и осигурување: Личните финансии ја нагласуваат важноста на управувањето со финансиските ризици преку осигурување. Ги охрабрува поединците да ги проценат нивните потреби за осигурување, како што се: здравствено осигурување, животно осигурување, инвалидско осигурување и осигурување на имот, и да изберат соодветно покривање. Осигурувањето обезбедува финансиска заштита од неочекувани настани, ги ублажува потенцијалните финансиски загуби и промовира душевен мир.

Финансиско образование и писменост: Личните финансии играат значајна улога во промовирањето на финансиската едукација и писменост. Ги опремува поединците со знаења и вештини потребни за донесување информирани финансиски одлуки. Со разбирање на концептите, како буџетирање, штедење, инвестирање и управување со долгот, поединците можат да се справат со финансиските предизвици, да избегнуваат вообичаени стапици и да прават избори што се усогласуваат со нивната долгорочна финансиска благосостојба.

Личните финансии се витална дисциплина која ги овластува поединците да преземат контрола врз нивните финансии, да донесуваат информирани одлуки и да

постигнат финансиска благосостојба. Со практикување на буџетирање, штедење, инвестирање и управување со долгот, поединците можат да изградат цврста финансиска основа, да планираат за својата иднина и со доверба да се движат низ финансиските предизвици. Прифаќањето на принципите на личните финансии им овозможува на поединците да ги постигнат своите финансиски цели, да ја обезбедат својата финансиска иднина и да уживаат во живот со финансиска слобода и стабилност.

2.4 Социјални финансии

Социјалните финансии претставуваат трансформативен пристап кој се обидува да ги искористи финансиските ресурси за социјални и еколошки придобивки. Опфаќа употреба на иновативни финансиски инструменти, инвестициски стратегии и деловни модели за справување со итни социјални и еколошки предизвици. Овој труд го истражува концептот на социјалните финансии и неговиот потенцијал да поттикне позитивни промени преку мобилизирање капитал за социјално влијание.

Дефиниција и принципи на социјалните финансии: Социјалните финансии ги интегрираат финансиските размислувања со социјалните и еколошките цели. Тоа вклучува распоредување на капитал за да се генерираат позитивни социјални резултати заедно со финансиските приноси. Принципите на социјалните финансии вклучуваат мерење на влијанието, усогласување на инвеститорите, ангажирање на засегнатите страни и одржливи деловни практики. Со спојување на финансиските цели и целите на влијанието, социјалните финансии имаат за цел да создадат одржливи решенија за сложени општествени прашања.

Влијание на инвестирање: Еден клучен аспект на социјалните финансии е влијанието на инвестирањето, кое вклучува инвестирање со намера да се генерираат мерливи социјални и еколошки влијанија заедно со финансиските приноси. Влијателните инвеститори активно бараат претпријатија кои се справуваат со социјалните и еколошките предизвици, како што се: обновливите извори на енергија, достапните станови, образованието, здравството и микрофинансирањето. Влијанието во инвестирање обезбедува капитал за организации и проекти кои се усогласуваат со вредностите на инвеститорот и придонесуваат за позитивни промени.

Општествено одговорно инвестирање: Социјалните финансии опфаќаат општествено одговорно инвестирање (SRI), каде што инвеститорите ги земаат предвид факторите на животната средина, социјалните фактори и управувањето (ESG) кога донесуваат одлуки за инвестирање. SRI ги интегрира етичките размислувања во инвестициските портфолија, проверувајќи ги инвестициите во индустриите, како што се: тутунот, оружјето или фосилните горива. Со инкорпорирање на критериумите за ESG, инвеститорите можат да ги усогласат своите финансиски избори со нивните вредности и да ги поддржат компаниите кои имаат приоритет на одржливоста и одговорните деловни практики.

Обврзници за социјално влијание: Обврзниците за социјално влијание (СИБ) се уште една иновативна финансиска алатка во рамките на социјалните финансии. СИБ вклучуваат партнерства помеѓу инвеститорите, владите и давателите на социјални услуги за справување со социјалните предизвици. Инвеститорите однапред обезбедуваат капитал за социјалните програми, а доколку програмите постигнат однапред дефинирани резултати, Владата им враќа на инвеститорите со повраг на инвестицијата. СИБ ги поттикнуваат пристапите водени од резултати и поефикасно ги распределуваат ресурсите со префрлање на ризикот од владите на инвеститорите.

Микрофинансирање и финансиско вклучување: Социјалните финансии ја препознаваат важноста на финансиската вклученост и зајакнувањето на маргинализираните заедници. Микрофинансирањето, клучната компонента на социјалните финансии, обезбедува мали заеми, заштеди и други финансиски услуги за поединци со ниски приходи и претприемачи кои немаат пристап до традиционалните банкарски услуги. Со промовирање на финансиската вклученост, микрофинансирањето го поттикнува економското зајакнување, намалувањето на сиромаштијата и претприемништвото во недоволно загрозените заедници.

Измешани финансии: Помешаните финансии го комбинираат јавниот и приватниот капитал за да се одговори на сложените социјални и еколошки предизвици. Тоа вклучува искористување на јавните средства за привлекување приватни инвестиции, ублажување на ризикот и зголемување на проектите ориентирани кон влијанието. Мешаните финансиски механизми, како што се: обврзниците за влијание, развојните финансиски институции и

јавно-приватните партнерства, го премостуваат финансискиот јаз и овозможуваат соработка помеѓу различни сектори за справување со системски прашања.

Мерење и известување за влијанието: Социјалните финансии ставаат силен акцент на мерењето на влијанието и известувањето. Инвеститорите и организациите користат рамки како што се: Проектот за управување со влијанието, Иницијативата за глобално известување и социјалното враќање на инвестициите (SROI) за да ги проценат и да ги соопштат нивните социјални и еколошки влијанија. Внимателното мерење на влијанието обезбедува транспарентност, отчетност и континуирано подобрување во рамките на екосистемот за социјални финансии.

Социјалните финансии претставуваат трансформативен пристап кој мобилизира капитал за позитивно социјално и влијание врз животната средина. Со интегрирање на финансиските размислувања со социјалните цели, социјалните финансии нудат иновативни решенија за справување со сложените општествени предизвици. Влијателно инвестирање, општествено-одговорно инвестирање, обврзници за социјално влијание, микрофинансирање и комбинирани финансии, се моќни алатки во доменот на социјалните финансии. Како што полето продолжува да се развива, социјалните финансии имаат потенцијал да поттикнат позитивни промени, да поттикнат одржлив развој и да создадат порамноправно и инклузивно општество.

2.5 Бихеворијални финансии

Бихевиоралните финансии се интердисциплинарно поле кое ги комбинира психологијата и финансиите за да истражи како човечкото однесување и когнитивните предрасуди влијаат врз финансиското одлучување. Ја оспорува традиционалната претпоставка за рационалност во економската теорија и дава увид во тоа зошто поединците и пазарите често отстапуваат од рационалното однесување. Овој труд навлегува во клучните концепти на финансиите во однесувањето и нивните импликации за разбирање и подобрување на финансиското одлучување.

Когнитивни предрасуди и хеуристика: Финансиите во однесувањето признаваат дека поединците се подложни на когнитивни предрасуди и хеуристика, кои се ментални

кратенки кои можат да доведат до ирационално одлучување. Предрасудите, како што се: одбивност кон загуба, пристрасност за потврда и прекумерна доверба, може да влијаат на изборот на инвестиции, цените на средствата и проценката на ризикот. Разбирањето на овие предрасуди овозможува пореална анализа на финансиското однесување и помага да се идентификуваат потенцијалните стапици.

Теорија на перспектива и ефекти на рамка: Теоријата на изгледите, централен концепт во бихевиоралните финансии, објаснува како поединците ги оценуваат и перципираат добивките и загубите. Тоа сугерира дека луѓето се почувствителни на загуби отколку на добивки и имаат тенденција да преземаат поголеми ризици за да избегнат загуби. Дополнително, ефектите на рамката покажуваат дека начинот на кој се презентираат информациите може да влијае на донесувањето одлуки. Препознавањето на овие појави е од клучно значење за финансиските професионалци и инвеститорите да направат пообјективни и информирани избори.

Однесување на стадото и пазарни меури: Финансиите во однесувањето го истражуваат феноменот на однесување на стадото, каде што поединците имаат тенденција да ги имитираат постапките на другите, наместо да донесуваат независни одлуки. Ваквото однесување може да доведе до неефикасност на пазарот и формирање на шпекулативни меури. Разбирањето на влијанието на социјалното влијание врз инвестициските одлуки е од витално значење за идентификување и управување со потенцијалните нерамнотежи на пазарот.

Емоционалните влијанија врз донесувањето финансиски одлуки: Финансиите во однесувањето ја препознаваат улогата на емоциите во финансиските избори. Стравот и алчноста често предизвикуваат одлуки за инвестирање, што доведува до нестабилност на пазарот и неоптимални резултати. Емоционалното тргување може да резултира со импулсивно купување или продавање, што придонесува за неефикасност на пазарот. Препознавањето на влијанието на емоциите и развивањето стратегии за управување со нив се од суштинско значење за ефективно финансиско одлучување.

Финансии од однесувањето во управувањето со инвестициите: Финансиите во однесувањето имаат значителни импликации за управувањето со инвестициите. Традиционалните финансиски модели претпоставуваат дека инвеститорите се целосно рационални и се ориентираат кон ризик, но бихевиоралните финансии препознаваат дека

преференциите за ризик на поединците можат да бидат под влијание на емоции и предрасуди. Разбирањето на овие влијанија им помага на инвестициските професионалци да дизајнираат стратегии кои се усогласуваат со целите на клиентите и толеранциите на ризик, а истовремено го ублажуваат влијанието на предрасудите врз инвестициските перформанси.

Туркање и интервенции во однесувањето: Бихевиоралните финансии имаат практична примена во дизајнирањето интервенции кои ги „поттикнуваат“ поединците кон подобри финансиски избори. Со разбирање на предрасудите во однесувањето, креаторите на политики и финансиските институции можат да спроведат интервенции кои ги насочуваат поединците кон штедење, планирање на пензионирањето и одговорно финансиско однесување. Стратегиите, како што се: стандардните опции, архитектурата на избор и приспособената комуникација може да ги охрабрат поединците да направат избори што се усогласуваат со нивната долгорочна финансиска благосостојба.

Подобрување на финансиската едукација: Финансиите во однесувањето ја нагласуваат важноста на финансиската едукација за ублажување на предрасудите и подобрување на одлучувањето. Со опремување на поединците со разбирање за предрасудите во однесувањето и хеуристиката, програмите за финансиско образование можат да ги поттикнат поединците да прават поинформирани финансиски избори. Едукацијата на поединците за психолошките фактори кои влијаат на донесувањето одлуки им помага да развијат стратегии за да се спротивстават на предрасудите и да ги подобрат нивните финансиски резултати.

Финансиите во однесувањето фрлаат светлина врз психолошките и когнитивните фактори кои влијаат на финансиското одлучување, предизвикувајќи ги традиционалните претпоставки за рационалност на класичната економија. Со препознавање и разбирање на влијанието на когнитивните предрасуди, хеуристиката, емоциите и социјалните влијанија, поединците, креаторите на политиките и финансиските професионалци можат да донесат поинформирани одлуки и да ги подобрат финансиските резултати. Финансиите во однесувањето нудат вредни сознанија за човечкиот елемент на финансиите, овозможувајќи

ни да развиеме стратегии и интервенции кои се усогласуваат со реалноста на донесувањето одлуки и промовираат подобра финансиска благосостојба. [8]

3.Хартии од вредност

Хартиите од вредност ја формираат основата на современите финансиски пазари, играјќи клучна улога во олеснувањето на инвестициите, распределбата на капиталот и управувањето со ризикот. Тие претставуваат финансиски инструменти со кои може да се тргува и кои им обезбедуваат на поединците, институциите и владите можности за собирање средства, диверзификација на портфолијата и учество во економскиот раст. Важноста на хартиите од вредност не може да се прецени, бидејќи тие служат како клучни двигатели на економската активност, создавањето богатство и ефикасноста на пазарот.

Хартиите од вредност опфаќаат широк опсег на финансиски инструменти, вклучувајќи акции (акционерски акции), обврзници, заеднички фондови, фондови со кои се тргува преку размена (ETF), опции, фјучерси и деривати. Секој тип на безбедност служи за различни цели, нудејќи различни профили за ризик и враќање. Инвеститорите можат да избираат од овие хартии од вредност врз основа на нивните инвестициски цели, толеранција на ризик и посакуваното ниво на вклученост.

Една од примарните функции на хартиите од вредност е формирање на капитал. Компаниите издаваат акции и обврзници за да соберат средства за проширување, истражување и развој и преземања. Владите издаваат обврзници за финансирање јавни проекти и развој на инфраструктурата. Со купување на овие хартии од вредност, инвеститорите го обезбедуваат потребниот капитал што го поттикнува економскиот раст, отворањето работни места и иновациите.[9]

[8] *Covitz, Dan, and Chris Downing (2007). Liquidity or credit risk? The determinants of very short-term corporate yield spreads, Journal of Finance 62, 2303-2328.*

[9] *Daston, L. (1988). Classical Probability in the Enlightenment. Princeton, NJ: Princeton University Press. de Goede, M. (2001) Discourses of scientific finance and the failure of Long-Term Capital Management. New Political Economy, 6(2): 149-70.*

Хартиите од вредност исто така играат клучна улога во можностите за инвестирање и создавањето богатство. Инвеститорите можат да учествуваат во успехот на компаниите преку купување акции, кои претставуваат сопственички удели во бизнисите. Обврзниците обезбедуваат стабилни текови на приходи преку периодични плаќања на камати, што ги прави привлечни за инвеститорите ориентирани кон приходи. Заедничките фондови и ETF нудат диверзификација и професионално управување, овозможувајќи им на поединците лесно да пристапат до широк опсег на хартии од вредност.

Управувањето со ризик е уште еден критичен аспект на хартиите од вредност. Инвеститорите можат да ги диверзифицираат своите портфолија со чување на мешавина на хартии од вредност од различни класи и сектори на средства. Оваа диверзификација помага во ширењето на ризикот, минимизирајќи го потенцијалното влијание на загубите од поединечни хартии од вредност и ја подобрува целокупната стабилност на портфолиото. Деривативните хартии од вредност, како што се опциите и фјучерсите, им овозможуваат на инвеститорите да се заштитат од флуктуации на цените или да шпекулираат со движењата на пазарот, понатаму управувајќи со изложеноста на ризик.

Хартиите од вредност, исто така, придонесуваат за ликвидноста и ефикасноста на пазарот. Со обезбедување на платформа за купување и продавање финансиски средства, пазарите на хартии од вредност им овозможуваат на инвеститорите брзо да ги претворат своите инвестиции во готовина. Ликвидните пазари овозможуваат фер откривање на цените и обезбедуваат транспарентни трансакции, промовирајќи ја ефикасноста на пазарот и привлекувајќи инвеститори. Генерално, хартиите од вредност играат незаменлива улога во функционирањето на финансиските пазари и поширокаата економија. Тие го олеснуваат формирањето на капитал, нудат можности за инвестирање, управуваат со ризикот, ја подобруваат ефикасноста на пазарот и обезбедуваат можности за создавање богатство и финансиска сигурност. Разбирањето на различните видови и функции на хартии од вредност е од клучно значење за инвеститорите, бизнисите и креаторите на политиките додека се движат низ сложениот пејзаж на финансискиот свет.

3.1 Финансиски систем заснован на хартии од вредност

Финансискиот систем заснован на хартии од вредност се однесува на систем во кој купувањето, продавањето и тргувањето со хартии од вредност претставуваат значаен дел

од севкупните финансиски активности. Хартиите од вредност се финансиски инструменти кои претставуваат сопственост или долг во компанија или државен субјект. Вообичаените видови хартии од вредност вклучуваат: акции, обврзници, опции и деривати.

Во финансискиот систем заснован на хартии од вредност, различни учесници комуницираат во рамките на пазарите на хартии од вредност за да прибираат капитал, да инвестираат средства, да управуваат со ризиците и да го олеснат протокот на средства низ економијата. Компаниите и владите издаваат хартии од вредност за прибирање капитал за различни цели, како што се: финансирање за проширување, финансирање проекти или управување со долг. Овој процес вклучува подготовка на нудење документи, добивање одобренија од регулатива и маркетинг на хартиите од вредност на потенцијалните инвеститори.

Примарните пазари се таму каде што за првпат се купуваат и продаваат новоиздадените хартии од вредност. Компаниите или владите им нудат хартии од вредност на инвеститорите преку разни методи, како иницијални јавни понуди (IPOs) или аукции на обврзници. Примарниот пазар им овозможува на издавачите да собираат средства директно од инвеститорите. Секундарните пазари обезбедуваат платформа за тргување со веќе издадени хартии од вредност меѓу инвеститорите. Берзите, пазарите на обврзници и другите платформи за тргување го олеснуваат купувањето и продавањето на хартиите од вредност по нивното првично издавање. Овие пазари нудат ликвидност и откривање цена, дозволувајќи им на инвеститорите да влезат или да излезат од позициите по потреба.

Инвеститорите играат клучна улога во финансискиот систем базиран на хартии од вредност. Тие можат да бидат поединци, институционални инвеститори, па дури и други компании. Инвеститорите купуваат хартии од вредност врз основа на нивните инвестициски цели, толеранција на ризик и очекувања на пазарот. Тие бараат принос преку дивиденди, камати или зголемување на капиталот.

Посредниците, како брокери, дилери и инвестициски банки ги олеснуваат трансакциите со хартии од вредност. Тие обезбедуваат услуги, како што се: извршување на трансакции, правење пазари, преземање понуди за хартии од вредност и нудење инвестициски совети. Овие посредници го премостуваат јазот меѓу издавачите и инвеститорите, олеснувајќи го ефикасното функционирање на пазарите на хартии од вредност.

Пазарите на хартии од вредност се предмет на регулаторен надзор за да се обезбедат правични и транспарентни трговски практики, да се заштитат инвеститорите и да се одржи интегритетот на пазарот. Регулаторните тела, како што е Комисијата за хартии од вредност (SEC) во САД, воспоставуваат правила и прописи за издавачите на хартии од вредност, посредниците и учесниците на пазарот. Тие спроведуваат усогласеност и преземаат мерки против измамнички активности или злоупотреба на пазарот.

Цврстата инфраструктура го поддржува тргувањето со хартии од вредност, вклучувајќи берзи, клириншки куќи, системи за порамнување и депозитари. Овие инфраструктурни компоненти обезбедуваат непречен и безбеден трансфер на хартии од вредност, порамнување на занаети и евидентирање на сопственичките промени.

Покрај издавачите и инвеститорите, други учесници на пазарот вклучуваат: пазарни аналитичари, агенции за кредитен рејтинг, регулатори и финансиски медиуми. Тие придонесуваат за транспарентноста на пазарот, обезбедуваат информации и го обликуваат пазарното расположение преку истражување, кредитен рејтинг, регулаторен надзор и известување.

Финансискиот систем заснован на хартии од вредност нуди можности за формирање капитал, можности за инвестирање, управување со ризик и создавање богатство. Тој се потпира на довербата на учесниците во правичноста, транспарентноста и ефикасноста на пазарите на хартии од вредност. Правилното функционирање на таков систем е од клучно значење за економскиот раст и стабилност.

3.1.1Брокери и дилери

Во динамичниот свет на финансиите, брокерите играат клучна улога во олеснувањето на трансакциите на пазарот на хартии од вредност. Како посредници помеѓу купувачите и продавачите, брокерите дејствуваат како мост што ги поврзува инвеститорите со нивните посакувани инвестиции. Во овој труд се истражува значењето на брокерите во индустријата за хартии од вредност, истражувајќи ги нивните функции, одговорности и вредноста што ја носат за учесниците на пазарот.

Во рамките на пазарот на хартии од вредност, дилерите играат клучна улога во олеснувањето на купувањето и продавањето на различни финансиски инструменти. Како

начела во трансакциите со хартии од вредност, дилерите активно се занимаваат со тргување со хартии од вредност, обезбедувајќи ликвидност и придонесувајќи за непречено функционирање на пазарот. Во овој труд се испитува значењето на дилерите во индустријата за хартии од вредност, истражувајќи ги нивните функции, одговорности и нивното влијание врз учесниците на пазарот.

3.1.1.1 Брокери

Брокерите служат како клучни олеснувачи во извршувањето на тргувањето со хартии од вредност. Кога инвеститорите сакаат да купат или да продадат акции, обврзници, опции или други хартии од вредност, брокерите влегуваат за да обезбедат непречено завршување на овие трансакции. Со искористување на нивната пазарна експертиза и пристап до платформите за тргување, брокерите извршуваат работи во име на нивните клиенти веднаш и по најдобри достапни цени. Нивната улога е особено клучна за индивидуалните инвеститори на кои им недостига директен пристап до пазарот или потребните знаења и алатки.

Покрај тоа, брокерите обезбедуваат вредно истражување и анализа на пазарот за да им помогнат на инвеститорите да донесуваат информирани одлуки. Тие спроведуваат фундаментална и техничка анализа, ги следат трендовите на пазарот и произведуваат истражувачки извештаи кои нудат увид во одредени хартии од вредност, сектори или целокупниот пазар. Истражувачките услуги на брокерите им овозможуваат на инвеститорите да бидат во тек со развојот на пазарот и да прават добро информирани избори за инвестирање.

Покрај извршувањето и истражувањето, брокерите често обезбедуваат персонализирани инвестициски совети и насоки прилагодени на индивидуалните потреби и апетитот за ризик на нивните клиенти. Тие ги проценуваат финансиските цели на клиентите, инвестициските хоризонти и толеранцијата на ризик за да препорачаат соодветни можности за инвестирање. Брокерите им помагаат на инвеститорите да се движат низ сложеноста на пазарот на хартии од вредност, нудејќи увид за распределбата на средствата, диверзификацијата на портфолиото и стратегиите за инвестирање. Нивната

експертиза и искуство ги овластуваат инвеститорите да донесуваат добри инвестициски одлуки усогласени со нивните финансиски цели.

Брокерите исто така играат витална улога во одржувањето на ликвидноста на пазарот. Со усогласување на купувачите и продавачите, тие обезбедуваат ефикасно и навремено тргување со хартиите од вредност. Оваа ликвидност ја подобрува пазарната ефикасност и им овозможува на инвеститорите да влезат или да излезат од позиции без значително нарушување на цената. Брокерите исто така може да чуваат залихи на хартии од вредност, овозможувајќи им да обезбедат итно извршување за клиентите и да придонесат за севкупната стабилност на пазарот. Понатаму, брокерите работат под надлежност на финансиските регулаторни органи, обезбедувајќи усогласеност со прописите кои имаат за цел да ги заштитат интересите на инвеститорите. Регулаторниот надзор помага да се одржат правични и транспарентни трговски практики, заштитувајќи ги инвеститорите од измамнички активности и обезбедувајќи интегритет на пазарот. Брокерите се обврзани да исполнат одредени барања за лиценцирање, да им откриваат релевантни информации на клиентите и да се придржуваат до специфичните правила за тргување, со што ќе влеат доверба на пазарот на хартии од вредност.

3.1.1.2Дилери

Дилерите дејствуваат како налогодавачи во трансакциите со хартии од вредност, купувајќи и продавајќи хартии од вредност за своја сметка. За разлика од брокерите кои ги олеснуваат тргувањето помеѓу купувачите и продавачите, дилерите ја преземаат сопственоста на хартиите од вредност со кои тргуваат. Тие активно учествуваат на пазарот, обезбедувајќи ликвидност преку постојано нудење да купуваат и продаваат хартии од вредност, а со тоа создаваат пазар за трансакции на инвеститорите. Со активно тргување со хартии од вредност, дилерите придонесуваат за пазарна ефикасност и ликвидност. Тие се постојано достапни за купување или продавање на хартии од вредност, овозможувајќи им на инвеститорите брзо да влезат или да излезат од позициите без да предизвикаат значителни нарушувања на цените. Дилерите играат клучна улога во одржувањето на ликвидниот пазар, бидејќи нивното постојано присуство гарантира дека има доволна

побарувачка и понуда за хартии од вредност. Дилерите исто така чуваат залихи на хартии од вредност, што им овозможува да ги олеснат брзите тргувања. Тие обезбедуваат итно извршување за клиентите, особено во ситуации кога може да нема непосредна договорна страна на располагање. Овие залихи им овозможуваат на дилерите ефикасно да ги усогласат купувачите и продавачите, подобрувајќи ја целокупната стабилност и функционалност на пазарот.

Покрај тоа, дилерите помагаат да се ублажи нестабилноста на цените со тоа што дејствуваат како креатори на пазарот. Тие обезбедуваат цени за понуда и барање за хартии од вредност, ефикасно воспоставувајќи го ширењето - разликата помеѓу куповните и продажните цени. Дилерите профитираат од распонот, што се компензира за ризиците што ги преземаат кога чуваат залихи на хартии од вредност. Со управувањето, дилерите помагаат да се одржи стабилноста на цените и да се минимизираат разликите во цените, обезбедувајќи фер и транспарентни трансакции.

Дилерите често се специјализирани за одредени класи на хартии од вредност или средства, користејќи ја својата експертиза за да понудат вредни сознанија на учесниците на пазарот. Тие ги анализираат трендовите на пазарот, ја следат динамиката на понудата и побарувачката и произведуваат истражувачки извештаи за одредени хартии од вредност или сектори. Ова истражување им дава на инвеститорите вредни информации и им помага да донесат информирани одлуки за инвестирање.

Важно е да се напомене дека некои субјекти можат да функционираат и како брокери и како дилери, во зависност од конкретната трансакција и нивната улога во неа. Тие можат да дејствуваат како брокери кога извршуваат работи во име на клиентите и како дилери кога тргуваат за свои сметки.

3.1.2 Инвестициски банки

Инвестициските банки играат значајна улога во индустријата за хартии од вредност, дејствувајќи како посредници помеѓу издавачите на хартии од вредност и

инвеститорите. Следува објаснување за инвестициските банки во контекст на хартиите од вредност.

Инвестициските банки се финансиски институции кои обезбедуваат низа услуги поврзани со пазарите на хартии од вредност и капитал. Тие им помагаат на корпорациите, владите и другите субјекти во собирањето капитал преку издавање хартии од вредност, како што се акции и обврзници. Инвестициските банки дејствуваат како преземачи, помагајќи да се одредат соодветните цени и структурата на понудата на хартии од вредност.

Покрај преземањето понуди за хартии од вредност, инвестициските банки обезбедуваат и советодавни услуги. Тие нудат насоки за спојувања и преземања, реструктуирање и други корпоративни трансакции. Инвестициските банкари обезбедуваат стратешки совети за клиентите, помагајќи им да донесат информирани одлуки во врска со структурата на капиталот, финансиското планирање и можностите за раст.

Инвестициските банки ги олеснуваат активностите за тргување и создавање пазар на пазарите на хартии од вредност. Тие одржуваат трговски маси кои купуваат и продаваат хартии од вредност, обезбедувајќи ликвидност и обезбедувајќи ефикасно откривање на цените. Создавањето пазар вклучува континуирано котирање на понудени и барани цени за хартии од вредност, овозможувајќи им на инвеститорите да купуваат или продаваат во секое време.

Инвестициските банки нудат истражувачки услуги за да им помогнат на инвеститорите да донесат информирани одлуки за инвестирање. Истражувачките аналитичари ги анализираат компаниите, секторите и трендовите на пазарот, обезбедувајќи извештаи и препораки за хартии од вредност. Нивните сознанија им помагаат на инвеститорите да го разберат инвестицискиот пејзаж и да ги идентификуваат потенцијалните можности или ризици.

Друга критична функција на инвестициските банки е обезбедувањето брокерски услуги. Тие дејствуваат како посредници, извршувајќи тргување со хартии од вредност во име на клиентите. Инвестициските банки ги поврзуваат купувачите и продавачите на секундарниот пазар, олеснувајќи го ефикасниот трансфер на хартии од вредност и обезбедувајќи навремено порамнување. Инвестициските банки исто така се занимаваат со неслободно тргување, каде што ги користат сопствените средства за тргување со хартии од вредност за профит. Овие трговски активности може да вклучуваат различни стратегии,

како што се: арбитража, хеџирање или шпекулирање за движењата на пазарот. Заштитното тргување може да биде значаен извор на приходи за инвестициските банки. Понатаму, инвестициските банки се вклучени во структурирањето и дистрибуцијата на сложени финансиски производи, вклучително и деривати. Тие работат со клиенти за да развијат приспособени инвестициски решенија прилагодени на нивните специфични потреби и профили на ризик. Регулирањето на инвестициските банки спаѓа во надлежност на финансиските регулаторни органи, обезбедувајќи усогласеност со законите за хартии од вредност, стандардите за управување со ризик и барањата за капитал. Регулаторниот надзор има за цел да ги заштити инвеститорите, да го одржи интегритетот на пазарот и да ги ублажи системските ризици. Инвестициските банки често работат како дел од поголеми финансиски институции кои обезбедуваат поширок опсег на услуги, вклучувајќи комерцијално банкарство, управување со средства и осигурување. Интеграцијата на различни финансиски услуги им овозможува на инвестициските банки да понудат сеопфатни решенија за финансиските потреби на клиентите. Накратко, инвестициските банки се суштински учесници во индустријата за хартии од вредност, обезбедувајќи услуги, како преземање, советување, тргување, истражување, посредување и комерцијално тргување. Нивната експертиза, пристап на пазарот и финансиските ресурси придонесуваат за формирање капитал, пазарна ликвидност и целокупното функционирање на пазарите на хартии од вредност.

3.2 Комисија за хартии од вредност

Комисијата за хартии од вредност (СРВ) е регулаторна агенција во Соединетите Држави одговорна за надзор и спроведување на федералните закони за хартии од вредност. Основана во 1934 година преку Законот за размена на хартии од вредност, примарните цели на СРВ се: да ги заштити инвеститорите, да одржува фер и ефикасни пазари и да го олесни формирањето на капитал. Таа игра клучна улога во обезбедувањето на интегритетот и стабилноста на индустријата за хартии од вредност.

СРВ има неколку основни одговорности:

Заштита на инвеститорите: Еден од примарните мандати на СРВ е да ги заштити инвеститорите. Таа ги спроведува регулативите кои бараат од компаниите да обезбедуваат

точни и навремени информации на инвеститорите, обезбедувајќи транспарентност и спречувајќи лажни активности. СРВ презема мерки против поединци или субјекти вклучени во нелегални активности, како што се: тргување со инсајдери или манипулации на пазарот, за да ги заштити интересите на инвеститорите.

Регулатива на пазарот: СРВ ги регулира берзите на хартии од вредност за да промовираат фер и уредни пазари. Воспоставува правила и стандарди за практики на тргување со хартии од вредност, ги следи пазарните активности и ги истражува потенцијалните прекршувања на законите за хартии од вредност. СРВ, исто така, ги надгледува саморегулаторните организации, како Регулаторното тело на финансиската индустрија (FINRA) за одржување на интегритетот на пазарот.

Спроведување на законите за хартии од вредност: Со своите овластувања за извршување, ДИК спроведува истраги, испитувања и извршни дејствија за спроведување на федералните закони за хартии од вредност. Може да покрене граѓански тужби против поединци или субјекти за прекршоци, барајќи правни лекови и казни за неправилности. СРВ има моќ да наметнува санкции, вклучително и парични казни, отфрлање на незаконски стекнати добивки и забрани во индустријата.

Формирање на капитал: Олеснувањето на формирање капитал е уште една значајна улога на СРВ. Го регулира процесот на понуда на хартии од вредност, разгледување и одобрување на изјавите за регистрација за понудите на хартии од вредност, како што се иницијалните јавни понуди (IPOs). Со обезбедување точни и сеопфатни обелоденувања, СРВ има за цел да им обезбеди на инвеститорите основни информации за да донесат информирани одлуки. СРВ ги регулира и активностите на инвестициските советници и заедничките фондови за заштита на инвеститорите и одржување на интегритетот на овие инвестициски средства.

Правила: СРВ има овластување да објавува правила и прописи според федералните закони за хартии од вредност. Развива и ажурира правила за да се прилагоди на променливите пазарни услови, да одговори на новите ризици и да ја подобри заштитата на инвеститорите. КХВ се ангажира во обемно истражување, анализа и јавен придонес за да развие ефективни регулативи кои промовираат интегритет и ефикасност на пазарот.

СРВ, исто така, игра улога во едукацијата и водење на инвеститорите. Обезбедува ресурси, публикации и алатки за да им помогне на поединците да донесат информирани одлуки за инвестирање. СРВ соработува со други домашни и меѓународни регулаторни тела за унапредување на прекуграничната соработка и усогласување на прописите за хартии од вредност.

КХВ е предводена од пет комесари назначени од претседателот на Соединетите Држави, со скалести мандати за да се обезбеди континуитет. Комесарите поставуваат политики и донесуваат одлуки во врска со дејствијата за спроведување, донесување правила и други регулаторни прашања.

Генерално, СРВ служи како клучно регулаторно тело, кое работи на заштита на инвеститорите, одржување на фер пазари, олеснување на формирањето капитал и спроведување на законите за хартии од вредност. Нејзините напори придонесуваат за довербата на инвеститорите, интегритетот на пазарот и севкупната стабилност на финансискиот систем на САД.

3.3 Видови хартии од вредност

3.3.1 Акции

Акциите им даваат на инвеститорите сопственост во компаниите, давајќи одредени права и привилегии. Акционерите имаат побарување за средствата, заработката и процесите на донесување одлуки на компанијата. Тие можат да остварат право на глас за корпоративни прашања, вклучително и избор на одбор на директори и одобрување на големи деловни одлуки.

Една од примарните придобивки од инвестирањето во акции е потенцијалот за апрецијација на капиталот. Како што една компанија расте и станува попрофитабилна, вредноста на нејзините акции може да се зголеми, овозможувајќи им на инвеститорите да остварат капитални добивки при продажба на нивните акции. Приходот од дивиденда е уште еден потенцијален пат за враќање, бидејќи компаниите може да дистрибуираат дел од својата добивка на акционерите.

Акциите обезбедуваат витален механизам за диверзификација на портфолиото, дозволувајќи им на инвеститорите да го шират ризикот низ различни компании, сектори и индустрии. Со инвестирање во низа акции, поединците можат да ја намалат изложеноста на перформансите на која било поединечна компанија или сектор. Диверзификацијата може да ја подобри стабилноста на портфолиото и потенцијално да ги подобри долгорочните приноси.

На берзите активно се тргува со акции, нудејќи пазарно учество и ликвидност. Инвеститорите можат лесно да купуваат и продаваат акции, овозможувајќи им релативно брзо да ги претворат инвестициите во готовина. Ликвидноста на акциите го олеснува ефикасното пазарно работење и обезбедува флексибилност за инвеститорите да ги приспособат своите портфолија по потреба.

Берзите служат како индикатори за економското здравје и расположението на пазарот. Флуктуациите на цените на акциите ги одразуваат промените во довербата на инвеститорите, трендовите на пазарот и економските услови. Берзанските индекси, како што се S&P 500 или Dow Jones Industrial Average, се широко користени како репери за мерење на вкупните перформанси на берзата и економијата. Инвестирањето во акции носи одредени ризици, бидејќи цените на акциите можат да бидат предмет на нестабилност и флуктуација. Акционерите се соочуваат со ризик од капитални загуби доколку вредноста на нивните акции се намали. Сепак, важно е да се забележи дека акциите историски испорачувале повисоки просечни приноси на долг рок, компензирајќи ги инвеститорите за поврзаните ризици.

3.3.2 Обврзници

Обврзниците се должнички инструменти издадени од влади, општини и корпорации за прибирање средства за различни цели. Тие претставуваат заем што го даваат инвеститорите на издавачот, со ветување за периодични плаќања на камата и враќање на главнината при достасување.

Една од клучните карактеристики на обврзниците е фиксниот приход што им го обезбедуваат на инвеститорите. Каматата, позната и како купони, се плаќа на сопствениците на обврзници во редовни интервали (обично полугодишно или годишно).

Овој предвидлив прилив на приходи е особено привлечен за инвеститорите ориентирани кон приходите кои бараат стабилни и сигурни приноси.

Обврзниците нудат опсег на рочности, од краткорочни (помалку од една година) до среднорочни (една до десет години) и долгорочни (над десет години). Изборот на рочност зависи од потребите за финансирање на издавачот и временскиот хоризонт и инвестициските цели на инвеститорот. Долгорочните обврзници генерално нудат повисоки приноси за да ги компензираат инвеститорите за подолгото времетраење на нивната инвестиција.

Друга карактеристика на обврзниците е нивниот кредитен квалитет. На обврзниците им се доделува кредитен рејтинг од агенциите за рејтинг, што ја проценува кредитната способност на издавачот. Оценките се движат од ААА (највисок квалитет) до D (стандардно). Инвеститорите може да изберат обврзници со повисок кредитен рејтинг за постабилни и пониски ризични инвестиции, притоа прифаќајќи пониски приноси или да се одлучат за обврзници со пониска оцена кои нудат повисоки приноси, но доаѓаат со зголемен кредитен ризик.

Обврзниците обезбедуваат можност за диверзификација на портфолиото. Инвеститорите можат да вклучат обврзници во нивните портфолија за да ја балансираат изложеноста на ризик и потенцијално да ги подобрат вкупните приноси. Обврзниците обично покажуваат помала нестабилност во споредба со акциите, што ги прави соодветна класа на средства за конзервативните инвеститори кои бараат стабилност и зачувување на капиталот.

Понатаму, обврзниците играат витална улога на пазарите на капитал и на целокупната економија. Владите издаваат обврзници за финансирање јавни проекти, развој на инфраструктурата и буџетски потреби. Корпоративните обврзници им овозможуваат на компаниите да соберат капитал за проширување на бизнисот, истражување и развој и рефинансирање на долгот. Со инвестирање во обврзници, поединците придонесуваат за растот и стабилноста на владите и корпорациите, поддржувајќи го економскиот развој.

Инвестирањето во обврзници носи одредени ризици. Каматниот ризик е значаен фактор што треба да се земе предвид, бидејќи цените на обврзниците имаат тенденција да се движат обратно на промените во каматните стапки. Ако каматните стапки растат, постојните обврзници со пониски купонски стапки може да се намалат во вредност.

Инвеститорите се соочуваат и со кредитен ризик, можност издавачот да не ги исполни каматите или главнината. Соодветната длабинска анализа и анализа се од суштинско значење при изборот на обврзници за да се ублажат овие ризици.

3.3.3Чекови

Чековите се хартиени инструменти со кои се наложува на банката да исплати одредена сума пари од сметката на пишувачот на чековите (трасачот) на примачот (примачот). Тие содржат важни детали, како што се: името на исплатувачот, примачот, износот што треба да се плати и датумот на издавање. Чековите нудат неколку предности во финансискиот свет.

Една од примарните придобивки од проверките е нивната безбедност. Проверките се дизајнирани со различни безбедносни карактеристики, вклучувајќи водени жигови, уникатни броеви за проверка и линии за потпис, кои помагаат да се спречи неовластено дуплирање или менување. Овие карактеристики обезбедуваат интегритет и автентичност на проверката, намалувајќи го ризикот од измама или фалсификување.

Чековите обезбедуваат евиденција за финансиските трансакции. И исплатувачот и примачот имаат писмена евиденција за исплатата, вклучувајќи го износот, датумот и примачот. Оваа функција за водење евиденција е важна за финансиско управување, буџетирање и усогласување на сметките. На поединците и бизнисите им нуди опиплива хартија за следење на нивните финансиски активности.

Чековите исто така нудат погодност и флексибилност во платежните трансакции. Тие можат да се користат за плаќање за различни цели, вклучувајќи сметки, кирија и набавки. Поединците и фирмите можат да користат чекови за далечинско плаќање, елиминирајќи ја потребата од физички готовински трансакции. Чековите, исто така, овозможуваат лесно закажување на плаќањата, бидејќи тие може да се одложат на иден датум за одложено плаќање.

Понатаму, проверките придонесуваат за ликвидноста и ефикасноста на финансискиот систем. Тие го олеснуваат трансферот на средства помеѓу сметките и обезбедуваат безбедно и доверливо средство за плаќање. Чековите може да се депонираат

на банкарски сметки, овозможувајќи им на поединците и бизнисите да пристапат до нивните средства практично и безбедно.

Чековите промовираат финансиска вклученост, бидејќи се широко прифатени и достапни. За разлика од методите на електронско плаќање за кои може да биде потребна специјализирана технологија или инфраструктура, чековите може да ги користи секој со банкарска сметка. Оваа пристапност им овозможува на поединците и фирмите, особено оние кои немаат пристап до дигиталните начини на плаќање, да учествуваат во финансискиот систем и да вршат трансакции.

Иако проверките нудат бројни предности, тие исто така доаѓаат со одредени ограничувања. Обработката и расчистувањето на проверките може да потрае, што ќе доведе до потенцијални одложувања во достапноста на фондот. Дополнително, физичкото ракување и транспортирање на чекови претставуваат логистички предизвици и може да предизвикаат трошоци и за исплатувачот и за примачот.

3.3.4Меница

Под меница се подразбира еден вид хартија по наредба, која на нејзиниот имател му дава право од должникот означен во исправата, да наплати одреден износ на пари. Меницата претставува средство за плаќање и инструмент за обезбедување на плаќање.Таа претставува безусловна наредба која ја дава трасантот на трасатот, да се плати одреден паричен износ на ремитентот, кој е наведен на меницата или на самиот трасант. Меницата по правило е хартија по наредба, но таа може да биде издадена и како хартија од вредност на име. Тоа се такви меници во кои издавачот ставил клаузула „не по наредба” (т.н. ректа клаузула) или друг израз со исто значење. Меницата покрај тоа што се јавува како средство за плаќање и инструмент за обезбедување на плаќање во рамките на национална економија, таа со сè поголемиот развиток на меѓународната трговија, каде што на барање на странскиот продавач треба да му се плати стоката во валута на некоја странска земја, сè повеќе се јавува и како средство за плаќање. Со користење на меницата може, пред сè, да се обезбедат кредити, потоа прибирање на парични средства, купување на стока, плаќање на услуги и на други обврски. Заради тоа, меницата би можела да стане не само средство во рамките на една земја, туку и во меѓународни размери, современ инструмент за кредитирање и плаќање. Со развитокот на кредитниот пазар, меницата станува и средство за есконт и

рееконт. Тоа значи дека, наместо меницата да се наплати по истекот на определен рок на доспевање, имателот на меницата може да ја продаде или да ја есконтира т.е. да ја наплати пред рокот на доспевање (со определен дисконт на меничниот износ). Со тоа меницата станува и средство на есконт. Еднаш есконтирана меница може повторно да се есконтира, при што таквата операција се нарекува рееконт.

3.3.5 Цесија

Претставува отстапување на побарувањето или правата со писмена изјава на доверителот (цедентот) во корист на новиот доверител (цесинер). Со склучување на договорот за цесија новиот доверител стапува на местото на сегашниот. Должникот не мора да биде известен за оваа работа, а исто така не мора да се бара и негова согласност. Меѓутоа, вообичаено е должникот сепак да се известува, со цел да не би ја извршувал својата обврска кон стариот доверител. Со цесијата, според тоа, не може да се влошува положбата на должникот. Суштината на оваа операција се состои во тоа што цедентот со цесијата, т.е. со пренесување на побарувањата, да се измират обврските спрема цесионерот кој е негов доверител.

3.3.6 Компензација

Надоместокот опфаќа различни форми на финансиски награди обезбедени на поединци во замена за нивната работа, услуги или инвестиции. Служи како средство за вреднување и признавање на придонесите на поединците во организација или економски систем. Иако компензацијата можеби не одговара на традиционалната дефиниција за хартија од вредност, таа може да се смета како вид на непреносliва хартија од вредност што ги уверува поединците во нивните финансиски придобивки.

Една од примарните функции на компензацијата е да ги поттикне поединците и да ја промовира продуктивноста. Со нудење финансиски награди, како што се: плати, бонуси или провизии, компензацијата служи како мотивационен фактор за поединците да придонесат со своите вештини, време и напор. Ги усогласува интересите на вработените, изведувачите или инвеститорите со целите и задачите на организацијата.

Надоместокот има различни форми во зависност од природата на работата или инвестициската активност. За вработените, компензацијата може да вклучува основна плата или саатнина, што обезбедува редовен прилив на приходи. Дополнителни компоненти за компензација, како што се: бонуси засновани на перформанси, споделување на профит или опции за акции, може да се понудат за да се поттикнат повисоките нивоа на перформанси или да се усогласат интересите на вработените со долгорочниот успех на компанијата.

Во инвестициските активности, компензацијата може да биде во форма на принос или добивка заработена од инвестицијата. Инвеститорите очекуваат да добијат финансиски награди, како што се: дивиденди, камати или капитални добивки, за ставање на нивниот капитал во ризик. Надоместокот што го добиваат инвеститорите зависи од успехот и профитабилноста на инвестицијата. Надоместокот служи како средство за привлекување и задржување таленти во една организација. Конкурентните и правични пакети за компензација им помагаат на организациите да привлечат квалификувани поединци и да задржат вредни вработени. Со обезбедување финансиски награди сразмерни на вештините, искуството и придонесите, организациите можат да поттикнат позитивна работна средина и да ја промовираат лојалноста и ангажираноста на вработените. Понатаму, компензацијата игра улога во распределбата на приходот и создавањето богатство во општеството. Таа служи како механизам за дистрибуција на финансиски средства и обезбедување на поединци со средства за поддршка на нивните средства за егзистенција, за исполнување на нивните финансиски обврски и за постигнување на нивните лични цели. Практиките за правична компензација придонесуваат за економската стабилност и социјалната благосостојба. Додека компензацијата обезбедува значителни придобивки, важно е да се решат прашањата за правичност и транспарентност. Обезбедувањето дека практиките за компензација се усогласени со индустриските стандарди, проценките на перформансите и пазарните услови е од клучно значење. Правичните практики за компензација го промовираат задоволството на вработените, ги намалуваат стапките на обрт и придонесуваат за хармонична работна средина.

3.3.7Фјучерси

Фјучерсите се високостандардизирани финансиски инструменти. Со нив може да се тргува на берза, и со тоа имаат и поголем степен на ликвидност (ликвидни терминski

договори) Фјучерсите претставуваат обврска да се купува или продава одредена стока или финансиски инструмент на точно одреден ден, по точно определена цена. Во практиката, механизмот на функционирање на фјучерсите се одвива на тој начин што: прво, се стартува со договорот за купување-продавање, купувачот купува, продавачот продава и двајцата учесници полагаат (депонираат) иницијална маргина; втор битен елемент кај фјучерс-договорот е секојдневното приспособување на позицијата на купувачот и продавачот; трет битен момент од фјучерс-договорот е денот на доспевањето – кај стоковните фјучерси (продавачот ја предава стоката, а купувачот плаќа), кај финансиските фјучерси (се врши исплата на разлика во цени – „пребивање").

3.3.8 Опции

Опциите им нудат на инвеститорите флексибилност да учествуваат во различни инвестициски стратегии. Тие се категоризираат во два главни типа: опции за отповикување и опции за продавање. Опциите за отповикување обезбедуваат право да се купи основно средство, додека опциите за продажба го даваат правото на продажба на основното средство.

Една од клучните карактеристики на опциите е нивниот потенцијал за потпора. Опциите им овозможуваат на инвеститорите да контролираат поголема позиција во основното средство со помала почетна инвестиција, зголемувајќи ги потенцијалните приноси. Сепак, важно е да се забележи дека опциите исто така носат ризик од загуба, бидејќи изложеноста на инвеститорот се заснова на движењето на цената на основното средство.

Опциите обезбедуваат ефективно средство за управување со ризикот и заштита на инвестициските портфолија. Инвеститорите можат да ги користат опциите како форма на осигурување, што е познато како хеџирање, за да ги ублажат потенцијалните загуби од негативните движења на цените на основното средство. Со купување на опции за продажба или користење на стратегии за опции, како што се заштитни акции, инвеститорите можат да воспостават заштита од негативни страни и да ја ограничат нивната изложеност на ризик. Дополнително, опциите нудат можности за генерирање приход преку опции за пишување, исто така познати како опции за продажба или скратување. Со продажба на договори за опции, инвеститорите однапред собираат премии, што може да обезбеди извор на приход.

Меѓутоа, запишувањето на опциите вклучува и одредени обврски, како што е потенцијално обврзување да се купи или продаде основното средство доколку опцијата се искористи. Опциите се исто така вредни алатки за шпекулации и капитализирање на движењата на пазарот. Инвеститорите можат да заземат нагорни или надолни позиции на основното средство со купување на опции за купување или за продавање, соодветно. Опциите обезбедуваат начин да се профитира и од нагорните и од надолните движења на цените, нудејќи потенцијални придобивки во различни пазарни услови. Понатаму, опциите обезбедуваат флексибилност во однос на цената и датумот на истекување. Ударната цена по која може да се купи или продаде основното средство е однапред одредена, додека датумот на истекување ја одредува временската рамка во која опцијата може да се искористи. Оваа флексибилност им овозможува на инвеститорите да ги приспособат договорите за опции на нивните инвестициски цели и временски хоризонти. Опциите активно се тргуваат на берзите, обезбедувајќи ликвидност и леснотија на извршување. Инвеститорите можат да купуваат или продаваат договори за опции во текот на денот на тргување, што овозможува брзи и ефикасни трансакции. Ликвидноста на опциите гарантира дека инвеститорите можат да влезат или да излезат од позиции без да се соочат со значителни нарушувања на цените или пазарна неефикасност.

3.3.9SWAP

Своповите вклучуваат размена на парични текови помеѓу две страни врз основа на однапред одредени услови. Најчестите типови на свопови вклучуваат свопови на каматни стапки, размена на валути и замена за неисполнување на кредити. Овие замени им овозможуваат на страните да имаат корист од различни финансиски аранжмани и да управуваат со конкретни ризици.[10]

Своповите за каматни стапки се меѓу најраспространетите видови на свопови. Тие вклучуваат размена на парични текови со фиксна и променлива стапка помеѓу две страни. Ова им овозможува на едната страна да има корист од фиксната каматна стапка, додека

[10] *Demiroglu, Cem, and Christopher James (2010). The information content of bank loan covenants, Review of Financial Studies 23, 3700-3737.*

другата страна има корист од променливата каматна стапка. Своповите за каматни стапки се широко користени од корпорациите и инвеститорите за управување со изложеноста на каматните стапки, оптимизирање на трошоците за позајмување и усогласување на средствата и обврските.

Валутните свопови вклучуваат размена на парични текови во различни валути. Тие им овозможуваат на страните да го намалат ризикот од девизниот курс, да обезбедат подобри услови за задолжување или да пристапат до странските пазари. Размените за валути најчесто се користат од страна на мултинационални корпорации, инвеститори и финансиски институции за управување со валутни флуктуации, олеснување на меѓународната трговија и заштита на девизната изложеност. [11]

Своповите за неисполнување на кредити (CDS) обезбедуваат заштита од неисполнување или кредитен ризик на одредено основно средство, како што е обврзницата или заемот. Во ЦДС, едната страна прави периодични плаќања на другата страна во замена за заштита од потенцијални кредитни настани, како што се неисполнување на обврските или банкрот. ЦДС може да се користи за заштита на кредитната изложеност, шпекулирање за квалитетот на кредитот или прилагодување на изложеноста на кредитен ризик во портфолиото.

Своповите нудат неколку поволности за учесниците на пазарот. Тие обезбедуваат флексибилност во структурирањето на финансиските аранжмани прилагодени на специфичните потреби и цели. Своповите им овозможуваат на страните да ги оптимизираат паричните текови, да управуваат со изложеноста на ризик и да ја подобрат финансиската ефикасност. Тие им овозможуваат на компаниите и инвеститорите да пристапат до специјализирани пазари, да ги диверзифицираат портфолијата и да добијат изложеност на различни каматни стапки, валути или кредитни ризици.

Освен тоа, своповите придонесуваат за севкупната ефикасност и ликвидност на финансиските пазари. Дозволувајќи им на страните да ги пренесуваат ризиците и да ги усогласат паричните текови, своповите ја олеснуваат распределбата на капиталот, ја подобруваат ликвидноста на пазарот и промовираат економски раст. Своповите, исто така,

[11] *Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole (1994). A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence, Quarterly Journal of Economics 109, 1027-1054.*

поттикнуваат финансиски иновации, бидејќи учесниците на пазарот континуирано развиваат нови типови на замени за да одговорат на потребите на пазарот и стратегиите за управување со ризик.

3.4 Краткорочни хартии од вредност

Краткорочните хартии од вредност се подгрупа на финансиски инструменти кои нудат релативно нискоризични опции за инвестирање со пократки рокови на достасување. Овие хартии од вредност им обезбедуваат на инвеститорите можности да го зачуваат капиталот, да генерираат приход и да одржуваат ликвидност на краток рок. Во овој вовед ќе ги истражиме карактеристиките и придобивките од краткорочните хартии од вредност и нивното значење во финансискиот пејзаж.

Краткорочните хартии од вредност обично имаат рок на доспевање од неколку дена до една година, што ги прави привлечни за инвеститорите кои бараат релативно стабилен принос на пократок временски хоризонт. Овие хартии од вредност често се издаваат од влади, финансиски институции и корпорации за да се задоволат нивните краткорочни потреби за финансирање. Тие служат како инструменти за брзо и ефикасно прибирање капитал.

Еден вообичаен тип на краткорочни хартии од вредност се државните записи (Т-записи), кои ги издаваат владите за да ги финансираат нивните краткорочни трошоци. Т-записите се сметаат за високо безбедни инвестиции бидејќи тие се поддржани од кредитната способност на Владата издавач. Тие обично се издаваат со попуст на нивната номинална вредност и доспеваат во рок од една година.

Комерцијалната хартија е уште една истакната краткорочна хартија од вредност. Тоа е должнички инструмент издаден од корпорации со силен кредитен рејтинг за да се исполнат нивните непосредни финансиски барања. Комерцијалните хартии нудат релативно повисоки приноси од државните записи поради кредитниот ризик поврзан со корпоративните издавачи. Овие хартии од вредност обично се купуваат од

институционални инвеститори и обезбедуваат сигурен извор на краткорочно финансирање за компаниите.

Сертификатите за депозит (ЦД) се исто така популарни краткорочни хартии од вредност издадени од банки и финансиски институции. Инвеститорите депонираат фиксен износ на пари за одреден период, заработувајќи однапред одредена каматна стапка додека ЦД-то не достасува. ЦД-ата нудат сигурност и предвидливи приноси, што ги прави погодни за конзервативни инвеститори кои даваат приоритет на зачувувањето на капиталот. Важноста на краткорочните хартии од вредност лежи во нивната способност да им обезбедат на инвеститорите рамнотежа помеѓу безбедноста, ликвидноста и приносите. Овие хартии од вредност нудат сигурно засолниште за средства кои не се веднаш потребни за долгорочно инвестирање или трошење. Со инвестирање во краткорочни хартии од вредност, поединците и институциите можат да заработат скромни приноси додека ја одржуваат флексибилноста за пристап до нивните средства секогаш кога е потребно. Покрај тоа, краткорочните хартии од вредност играат клучна улога во целокупното функционирање на финансиските пазари. Тие придонесуваат за ликвидноста на пазарот преку обезбедување на инвеститорите со инструменти кои лесно се тргуваат. Достапноста на краткорочните хартии од вредност обезбедува непречено функционирање на пазарите на пари и им овозможува на учесниците ефикасно да управуваат со својот готовински тек. Накратко, краткорочните хартии од вредност им обезбедуваат на инвеститорите низа опции за зачувување на капиталот, генерирање приход и одржување на ликвидност на пократок временски хоризонт. Овие хартии од вредност нудат рамнотежа помеѓу ризикот и наградата, што ги прави погодни за конзервативни инвеститори и субјекти со краткорочни потреби за финансирање. Нивната важност лежи во нивниот придонес за ликвидноста на пазарот и нивната улога во исполнувањето на непосредните финансиски барања за владите, корпорациите и финансиските институции. [12]

[12] *Diamond, Douglas (1991a). Debt maturity structure and liquidity risk, Quarterly Journal of Economics 106, 709-737.*

3.4.1 Видови краткорочни хартии од вредност

Постојат неколку видови на краткорочни хартии од вредност достапни на финансиските пазари. Еве неколку вообичаени примери:

Благајнички записи (Т-записи): Т-записите се краткорочни должнички хартии од вредност издадени од влади, обично со рок на доспевање од неколку дена до една година. Тие се сметаат за високо безбедни инвестиции бидејќи се поддржани од кредитната способност на владата. Т-записите се издаваат со попуст на нивната номинална вредност и обезбедуваат фиксен принос за инвеститорите по нивното доспевање.

Комерцијална хартија (CP): Комерцијалната хартија е необезбеден, краткорочен должнички инструмент издаден од корпорации со силен кредитен рејтинг. Таа служи како средство за компаниите да ги задоволат нивните краткорочни потреби за финансирање. CP обично доспева во рок од неколку дена до неколку месеци и нуди повисоки приноси од државните записи поради кредитниот ризик поврзан со корпоративните издавачи.

Сертификати за депозит (ЦД): ЦД-ата се орочени депозити издадени од банки и финансиски институции. Инвеститорите депонираат одредена сума на пари за одреден период, кој се движи од неколку дена до неколку месеци или една година. ЦД-ата нудат однапред одредена каматна стапка, а по доспевање, инвеститорите ја добиваат својата главнина заедно со заработената камата.

Договори за откуп (репо): Репото се краткорочни аранжмани за задолжување во кои една страна (обично финансиска институција) продава хартии од вредност на друга страна (често централна банка) со договор за нивен откуп на подоцнежен датум. Репото обезбедува краткорочно финансирање на продавачот, додека купувачот заработува камата за инвестицијата.

Фондови на пазарот на пари (ММФ): ММФ се инвестициски фондови кои инвестираат во краткорочни должнички хартии од вредност, како што се: државни записи, CP и ЦД. Тие им нудат на инвеститорите начин да заработат конкурентни приноси додека ја одржуваат ликвидноста и зачувувањето на капиталот. ММФ имаат за цел да одржат стабилна нето вредност на средствата (NAV) од 1 $ по акција и да обезбедат лесен пристап до средствата.

Државни записи и државни обврзници: Додека државните записи и обврзниците обично се поврзани со подолгорочни рочности, тие имаат и пократкорочни опции. Државните записи имаат рок на доспевање помеѓу една и десет години, додека државните обврзници имаат рок на доспевање од десет години или повеќе. Сепак, овие хартии од вредност може да имаат достапни пократкорочни опции, како што се рокови од една или две години, што ги прави подобни за краткорочни инвестиции.

Важно е да се напомене дека достапноста и специфичните карактеристики на краткорочните хартии од вредност може да варираат во зависност од земјата и конкретниот финансиски пазар. Инвеститорите треба внимателно да ги проценат нивните инвестициски цели, толеранцијата на ризик и потребите за ликвидност при изборот меѓу овие краткорочни хартии од вредност. Дополнително, земањето предвид фактори, како што се кредитниот рејтинг, пазарните услови и трендовите на каматните стапки, е од клучно значење за донесување информирани одлуки за инвестирање.

3.4.2Пазар на пари

Пазар на пари претставува пазар на краткорочни хартии од вредност. Развојот на пазарот обично почнува со промет на краткорочни инструменти, пред сè, државни хартии од вредност. Останатите парични инструменти се: меѓубанкарски депозити, сертификати за депозити, комерцијални записи и слично. Пазарот на пари обезбедува неинфлаторен начин на финансирање на државниот дефицит. Освен тоа, овозможува државата да управува со монетарната политика преку операциите на отворен пазар. Исто така, пазарот на пари овозможува на компаниите да емитуваат краткорочни хартии од вредност, најчесто во форма на комерцијални хартии од вредност. На тој начин се зголемува конкуренцијата на пазарот на пари со што се влијае на редуцирање на силите на деловните банки.

Пазарот на пари може да биде како примарен и секундарен. На примарниот пазар на пари се врши емисија и продажба на краткорочни хартии од вредност (државни обврзници, благајнички записи, депозитни сертификати, банкарски акцепти). Секундарниот пазар на

пари создава можност секоја издадена хартија од вредност да може и пред нејзината доспеаност да се претвори во готови пари во оптек (жирални парични средства)[13]

3.4.3Организација и принципи на работење на пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност

Теоретските сознанија и искуства од работењето на пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност укажуваат на тоа дека овој пазар институционално и организационо може да се појави во вид на: [14]

Посебна посредничка финансиска институција (организација): специјализирана за вршење на работи на пазарот на пари, која работи во име и за сметка на своите членови и во тој статус ги врши сите можни трансакции на пазарот на пари. Практично, станува збор за посредничка институција која по налог на своите коминтенти, ги врши сите работи на пазарот на пари.

Неинституционализиран пазар: се појавува при реализирање на напорите за намалување, односно отстранување на негативностите што ги има институционализираниот вид на пазар на пари. Меѓутоа, со тоа што се отстраниле негативностите на институционализираниот пазар на пари во исто време се отстраниле и неговите позитивни карактеристики. Овој вид на пазар има третман на преоден кон мешовитиот облик.

Мешан вид на институционализиран и неинституционализиран пазар на пари и краткорочни хартии од вредност: се карактеризира со тоа што во него централната банка (која има најголемо учество) ја регулира вкупната понуда и побарувачка, со тоа и вкупните трансакции на пазарот на пари. На тој начин централната банка во суштина го централизира пазарот на пари иако истиот е неинституционализиран. Во развиените пазарни економии пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност не е

[13]*Diamond, Douglas (1991b). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt, Journal of Political Economy 99, 689-721.*

[14] *Dillon, M. (2007). Governing through contingency: The security of biopolitical governance. Political Geography, 26(7): 41-47.*

институционализиран, што не е случај со пазарот на капитал и девизниот пазар кои се институционализирани.[15]

Наспроти тоа, во земјите во развој, во неразвиените земји и во земјите со нестабилни економски и финансиски односи, покрај функционирањето на официјалниот пазар на пари и краткорочни хартии од вредност, функционира и сив (црн), неофицијален пазар на пари и краткорочни хартии од вредност.[16]

3.5 Долгорочни хартии од вредност

Долгорочните хартии од вредност играат витална улога на финансиските пазари, нудејќи им на инвеститорите можности за раст на капиталот, генерирање приход и долгорочно акумулирање на богатство. Овие хартии од вредност обезбедуваат можности за прибирање средства, распределба на капиталот на продуктивни средства и олеснување на долгорочните инвестициски и финансиски потреби. Во овој вовед, ќе ги истражиме карактеристиките и значењето на долгорочните хартии од вредност во финансискиот пејзаж. Долгорочните хартии од вредност се финансиски инструменти со рок на доспевање вообичаено подолг од една година. Тие им дозволуваат на поединците, институциите и владите да инвестираат или да собираат капитал на подолги периоди, честопати во траење од неколку години или дури и децении. Овие хартии од вредност доаѓаат во различни форми, вклучувајќи акции, обврзници, заеднички фондови и ануитети, од кои секоја нуди различни карактеристики и придобивки. Еден од примарните типови на долгорочни хартии од вредност се акциите. Акциите претставуваат сопственички акции во компаниите, давајќи им на инвеститорите потенцијал за апрецијација на капиталот и учество во добивката на компанијата преку дивиденди. Акциите даваат можност за инвестирање во долгорочниот раст и успех на бизнисите во различни сектори и индустрии.

[15] *Dillon, M. (2008). Underwriting security. Security Dialogue, 39(2-3): 309-32.*

[16] *Dillon, M. and Lobo-Guerrero, L. (2008). Biopolitics of security in the 21st century: An introduction. Review of International Studies, 34(2): 265-92.*

Обврзниците се уште една значајна категорија на долгорочни хартии од вредност. Тие претставуваат должнички инструменти издадени од влади, општини и корпорации за прибирање капитал за долгорочни финансиски потреби. Инвеститорите кои купуваат обврзници стануваат доверители и добиваат периодични исплати на камати до доспевање на обврзницата, во тој момент ја добиваат главнината. Обврзниците нудат стабилност, предвидлив приход и потенцијал за зачувување на капиталот. Заедничките фондови се инвестициски средства кои собираат пари од повеќе инвеститори за да создадат разновидни портфолија на хартии од вредност. Со овие средства управуваат професионални менаџери на фондови кои инвестираат во широк опсег на средства, како што се акции и обврзници, со долгорочни цели за раст и создавање приход. Заедничките фондови им обезбедуваат на поединците можности за долгорочно инвестирање додека имаат корист од професионалната експертиза. Ануитетите се осигурителни производи кои им обезбедуваат на инвеститорите стабилен прилив на приход подолг период, обично до пензија. Ануитетите може да се структурираат да плаќаат редовни плаќања на ануитетот до крајот на нивниот живот или за однапред одреден број години. Тие им нудат на поединците средства да обезбедат приход на долг рок и да обезбедат финансиска стабилност за време на пензионирањето.

Долгорочните хартии од вредност имаат големо значење во финансискиот свет поради неколку причини. Тие им овозможуваат на поединците да учествуваат во економскиот раст, да финансираат капитално интензивни проекти и да планираат долгорочни финансиски цели. Инвеститорите можат да имаат корист од комбинираните приноси во подолги периоди, потенцијално постигнувајќи значителна акумулација на богатство. Долгорочните хартии од вредност, исто така, обезбедуваат стабилност и можности за генерирање приходи, што ги прави привлечни за планирање на пензионирањето и долгорочна финансиска сигурност.

Понатаму, долгорочните хартии од вредност придонесуваат за севкупната ефикасност и стабилност на финансиските пазари. Тие нудат можности за долгорочни инвестиции и финансирање, што го поддржува економскиот раст и развој. Со обезбедување механизам за компаниите и владите за собирање капитал, долгорочните хартии од вредност

поттикнуваат инвестиции во инфраструктурата, истражување и развој и други долгорочни иницијативи.[17] [18] [19]

3.5.1 Видови долгорочни хартии од вредност

Постојат неколку видови на долгорочни хартии од вредност достапни на финансиските пазари. Еве неколку вообичаени примери:

Акции (акции): Акциите претставуваат сопственички акции во една компанија и нудат долгорочни можности за инвестирање. Инвеститорите кои купуваат акции стануваат акционери и имаат потенцијал да учествуваат во растот и профитабилноста на компанијата. Акциите можат да обезбедат зголемување на капиталот и приход од дивиденда на долг рок.

Обврзници: Обврзниците се долгорочни должнички инструменти издадени од влади, општини и корпорации. Тие им обезбедуваат на инвеститорите фиксни текови на приходи преку периодични плаќања на камати (купони) и го враќаат главниот износ на доспевање. Обврзниците нудат релативно поголема стабилност во споредба со акциите и се погодни за инвеститори ориентирани кон приходи.

Заемни фондови: Заедничките фондови собираат пари од повеќе инвеститори за да создадат разновидно портфолио на хартии од вредност управувани од професионални менаџери на фондови. Инвеститорите поседуваат акции во заедничкиот фонд и имаат корист од работата на фондот. Заедничките фондови можат да понудат долгорочен раст на капиталот и создавање приход преку инвестиции во акции, обврзници и други средства.

Фондови со кои се тргува на берза (ETF): ETF се инвестициски фондови со кои се тргува на берзите, дизајнирани да ги следат перформансите на одреден индекс, сектор или класа на средства. ЕТФ ги комбинираат придобивките од заедничките фондови и акции, нудејќи долгорочни можности за инвестирање со флексибилност и ликвидност. Тие им

[17] *Flannery, Mark J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice, Journal of Finance 41, 19-37.*

[18] *Fons, Jerome S., and Andrew E. Kimball (1992). Defaults and orderly exits of commercial paper issuers, Moody's Special Report.*

[19] *Froud, J., Johal, S., Leaver, A. and Williams, K. (2006). Financialization and Strategy: Narrative and Numbers. London: Routledge.*

овозможуваат на инвеститорите да добијат изложеност на различни пазари или сектори преку една инвестиција. [20] [21] [22]

Фондови за инвестиции во недвижности (REITs): REIT се инвестициски процеси кои поседуваат и управуваат со имоти кои генерираат приход, како што се: комерцијални недвижности, станбени комплекси и инфраструктурни средства. Инвеститорите можат да купат акции од REIT, кои обезбедуваат можности за долгорочно генерирање на приход преку приход од наемнини и потенцијално зголемување на вредноста на имотот.

Ануитети: Ануитетите се долгорочни договори што ги нудат осигурителните компании. Тие им обезбедуваат на поединците редовен прилив на приходи за време на пензионирањето или предодреден период. Ануитетите можат да бидат структурирани да нудат фиксни или променливи плаќања, дозволувајќи им на поединците да обезбедат стабилен приход на долг рок. [23]

Сертификати за депозит (ЦД): Иако најчесто се поврзуваат со краткорочни хартии од вредност, ЦД-ата може да имаат и долгорочни опции. Инвеститорите депонираат фиксна сума пари кај финансиска институција за одреден период, заработувајќи однапред одредена каматна стапка. Долгорочните ЦД-а нудат повисока стапка на поврат во споредба со пократкорочните опции.

Државни штедни обврзници: Тие се долгорочни должнички хартии од вредност издадени од владите за да се соберат средства од индивидуални инвеститори. Овие обврзници обично имаат фиксни каматни стапки и подолги рокови на доспевање, нудејќи им на поединците сигурна и стабилна долгорочна опција за инвестирање.

---

[20] *Gao, Pengjie, and Hayong Yun (2010). Commercial paper, lines of credit, and the real effects of the financial crisis of 2008: Firm-level evidence from the manufacturing industry, Unpublished manuscript, University of Notre Dame.*

[21] *22. Gao, Pengjie, and Hayong Yun (2012). Liquidity backstop, corporate borrowing, and real effects, Unpublished manuscript, University of Notre Dame.*

[22] *23. Gorton, Gary, and George Pennacchi (1990). Financial intermediaries and liquidity creation, Journal of Finance 45, 49-71.*

[23] *Graham, John R., and Campbell R. Harvey (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, Journal of Financial Economics 60, 187-243.*

Долгорочните хартии од вредност им нудат на поединците и на институциите можност да инвестираат за иднината, да генерираат приход и да постигнат долгорочни финансиски цели. Акциите, обврзниците, заедничките фондови и ануитетите се меѓу истакнатите типови на долгорочни хартии од вредност достапни на пазарот. Овие хартии од вредност играат клучна улога во економскиот развој, акумулацијата на богатството и планирањето на пензионирањето. Разбирањето на карактеристиките и придобивките од долгорочните хартии од вредност е од суштинско значење за поединците кои сакаат да изградат цврста основа за нивната финансиска иднина. [24] [25] [26]

Достапноста и специфичните карактеристики на долгорочните хартии од вредност може да варираат во зависност од земјата и конкретниот финансиски пазар. Инвеститорите треба внимателно да ги проценат нивните инвестициски цели, толеранцијата на ризик и потребите за ликвидност кога ги разгледуваат овие типови на долгорочни хартии од вредност. Дополнително, факторите, како што се: кредитниот рејтинг, пазарните услови и трендовите на каматните стапки, треба да се земат предвид за информирани инвестициски одлуки.

[24] *Guedes, Jose, and Tim Opler (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues, Journal of Finance 51, 1809-1833.*

[25] *26.Hahn, Thomas K. (1993). Commercial paper, in Timothy Q. Cook and Robert K. LaRoche, eds.: Instruments of the Money Market (Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, VA).*

[26] *Ham, John C., and Arie Melnik (1987). Loan demand: An empirical analysis using micro data, Review of Economics and Statistics 69, 704-709.*

ГЛАВА 2

1. МЕТОДИ И МАТЕРИЈАЛИ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО

1.1 Цел на истражувањето

Мојата цел е да покажам зошто фирмите користат краткорочен долг без посредство, како што е комерцијалниот маркет (CP). Тој краткорочен долг се користи за финансирање инвестициски проекти бидејќи ги намалува трансакциските трошоци поврзани со прибирање на надворешен капитал. Сепак, поради ризикот од превртување што произлегува од неговата кратка рочност, фирмите често ја рефинансираат CP преку долгорочни обврзници. За фирми со низок ризик од превртување, CP е поевтина алтернатива на кредитните линии. Илустрирам дека краткорочниот долг се користи како мост на финансирање и се рефинансира со долгорочен долг за да се ограничи ризикот од превртување.

1.2 Опис на истражувањето

Конструираме сеопфатна база на податоци на ниво на фирма за активноста на CP од почетокот на рејтингот на CP во раните 1970-ти, дополнети со голем сет на панел податоци од CP заеми, рачно собрани. Овие податоци на ниво на фирма ни овозможуваат да ја испитаме и одлуката за воспоставување програма за CP, како и вистинската активност за задолжување на овој пазар. Бидејќи издавачите на CP имаат тенденција да бидат големи фирми, нова карактеристика на овој емпириски дизајн е тоа ги споредуваме овие фирми со контролен примерок на фирми кои исто така се способни да пристапат до пазарот на CP, но избираат да не го сторат тоа.

Утврдуваме одредени важни факти за издавањето на CP. Поголема е веројатноста фирмите да воспостават програми за CP, а исто така позајмуваат повеќе во рамките на овие програми кога имаат поголеми капитални расходи. Фирмите, исто така, доживуваат големо намалување на нивните парични средства пред да влезат на пазарот на CP, што сугерира дека CP дозволува да го надминат финансискиот застој при финансирање на нови

инвестиции. Цврсто однесување по излезот од СР е спротивно од она по влегувањето во СР - инвестициските расходи нагло се намалуваат, додека готовинските средства се зголемуваат. Оваа употреба на СР за финансирање нови инвестиции е изненадувачка и сугерира дека фирмите финансираат долгорочни проекти со многу краткорочен долг, што потенцијално создава неусогласеност во рочноста на средствата и обврските кои фирмите претпочитаат да ги избегнуваат (Греам и Харви, 2001).

Постоечките хипотези за краткорочниот долг се фокусираат на неговата улога во решавањето на проблемите со моралната опасност (Dewat ripont and Tirole, 1994; Zwiebel, 1996) и намалувањето на информациските асиметрии (Flannery, 1986; Di amond, 1991a). Според хипотезата за морална опасност, кратката зрелост на СР ги обврзува менаџерите да вложат напори и да се воздржат од неефикасни проекти. Според хипотезата за асиметрија на информации, СР ги намалува проблемите што произлегуваат од асиметричните информации, како што се негативните трошоци за избор поврзани со издавање нови хартии од вредност. Сепак, се презентираат докази дека употребата на СР не може да се објасни со овие хипотези.

Се предлага хипотеза за трошоците на трансакцијата за СР. Тврдам дека СР има ниски трошоци за издавање, може брзо да се пристапи без регистрација на SEC, а износите на позајмување може лесно да се прилагодат врз основа на финансирањето потреби. За проекти кои бараат брз пристап до пазарите на капитал, оние со неизвесни потреби за финансирање или каде што нема доволна големина за издавање на пазарот на обврзници, пристапот до СР може да обезбеди финансирање на пониско ниво на трансакциски трошоци. Недостаток на користење на СР, особено за долгорочни проекти, е неговата кратка зрелост и како резултат на тоа, ризикот од превртување. Покажуваме дека фирмите го избираат својот степен на учество на пазарот на СР преку тргување во олеснувањето на капиталните инвестиции со неговиот висок ризик за превртување. Кај фирми со високо превртување има помала веројатност да се воспостават програми за СР и да позајмуваат помалку од нив. Згора на тоа, задолжувањето со СР е пониско кога пазарната доверба во способноста на издавачите на СР да го префрлат своето задолжување е помала.

Хипотезата за трошоците на трансакцијата сугерира дека откако фирмите ќе дознаат за големината на нивното финансирање на потребите и достигнале економична големина на издавање обврзници, СР треба да се рефинансира со обврзници. Доследно со

ова предвидување, покажуваме дека CP се чини дека ги намалува трансакциските трошоци преку обезбедување мост за долгорочно финансирање. Фирмите нагло ја зголемуваат активноста на издавање обврзници по воспоставувањето програма за CP.

Покрај тоа, позајмувањата од CP се позитивна корелација со последователните промени во долгот што не е поврзан со CP, како и со последователна активност на издавање обврзници.

1.3 Методологија

Тековниот труд користеше податоци од деталната анализа на трудот „Short-Term Debt as Bridge Financing: Evidence from the Commercial Paper Market“ од Matthias Kahl, Anil Shivdasani and Yihui Wang.

Се обезбеди директен доказ за мостот на финансирање од примерок на аквизиции финансирани од CP. Во овој примерок, сите фирми на крајот го враќаат CP издаден за финансирање на аквизицијата, главно со приходи од долгорочни емисии на обврзници.

Исто така, наоѓаме докази за хипотезата за трошоците на трансакцијата преку анализирање на надоместоците за преземање за обврзници. Издавачите на CP имаат бруто-преземања за емисии на обврзници кои се за 15-17 % пониски додека имаат пристап до CP отколку пред или потоа, и бруто-преземања кои се 9 % пониски од контролните фирми. Оттука, пристапот до CP се чини дека ги намалува трансакциските трошоци на изворите на финансирање кои подоцна го рефинансираат.

Утврдуваме одредени важни факти за издавањето на CP. Поголема е веројатноста фирмите да воспостават програми за CP, а исто така позајмуваат повеќе во рамките на овие програми кога имаат поголеми капитални расходи.

ХИПОТЕЗА

Гортон и Пенаки (1990) забележуваат дека постои побарувачка од инвеститорите за средства слични на пари, издадени од корпорации. CP е таква хартија од вредност слична на пари. За да може таквото средство да биде високо ликвидно, грижите за неповолниот избор мора да бидат ограничени и средството да се смета за безбедно со многу мала веројатност за неисполнување на обврските. Ова бара инструмент со краток рок на доспевање, така што инвеститорите се уверени дека брзо ќе бидат вратени. Поверојатно е дека добро етаблираните фирми ќе можат да издаваат такви хартии од вредност слични на пари, бидејќи помалите фирми се поризични и инвеститорите се соочуваат со посериозни грижи за негативна селекција. Ова објаснува зошто CP има тенденција да се издаваат од големи, добро етаблирани фирми и имаат многу низок ризик за неисполнување на обврските. Издавачите на CP дополнително го намалуваат овој ризик од неисполнување на обврските преку кредитни подобрувања како што се резервни кредитни линии. Постои и процес на уредување излез, каде што фирмите не можат да издаваат нов CP кога нивниот кредитен квалитет значително се влошува, но сепак се во можност да го отплатат неподмиреният CP. Разговараме за три хипотези за тоа зошто фирмите имаат корист од издавањето толку краткорочно јавен долг кој има речиси парични карактеристики. Хипотезата за трошоците на трансакцијата тврди дека фирмите користат CP за да ги намалат трансакциските трошоци поврзани со прибирање на надворешен капитал. Трошоците за издавање на CP се многу ниски бидејќи нема вклучен преземач. Единствено трансакциските трошоци се провизии на дилерите (кои во просек се од 10 до 12,5 базични поени) (Stigum, 1983; Хан, 1993) за фирми кои директно не издаваат CP. Бидејќи фирмите со воспоставена CP-програма можат да пристапат на овој пазар веднаш и без регистрација на SEC, CP може да се користи за финансирање на нови инвестициски можности многу брзо кога ќе се појават. Понатаму, износите на позајмување на CP може лесно да се прилагодат со издавање на нови CP или повлекување CP на достасување. Ова може да биде вредно за нови инвестициски проекти, чие точно финансирање не е познато на почетокот.

За споредба, издавањето обврзници повлекува повисоки трансакциски трошоци. Обврзниците треба да се регистрираат кај SEC и не може да се издадат веднаш. Издавањето обврзници исто така бара преземачи и повлекува просечни преземања од околу 1 % за

издавачи од инвестициска класа. Финансирањето инвестиции со обврзници каде капиталните расходи не се познати со прецизност е особено економично неефикасно. Пристап до пазарите на обврзници постојано како што се јавуваат инвестициските потреби повлекува високи трошоци за издавање обврзници бидејќи емисиите на мали обврзници се поголеми преземања. Позајмувањето поголема сума отколку што можеби е потребна од пазарот на обврзници е исто така скапо бидејќи одредбите за повик обично имаат период на чекање и повеќето обврзници бараат премија за повик.

Хипотезата за трошоците на трансакцијата сугерира дека издавањето на CP треба да се рефинансира со долгорочен долг.

Издавањето CP им овозможува на фирмите брзо да финансираат нови проекти, давајќи им на фирмите повеќе време да соберат капитал. Издавањето CP може исто така да ги намали трансакциските трошоци за инвестиции со несигурност за капиталните потреби или завршување. Меѓутоа, откако ќе се решат таквите несигурности, CP треба да се рефинансира со долгорочен долг, особено кога има трошоци поврзани со финансирање на долгорочни инвестиции со краткорочен долг. Издавањето CP, исто така, може да ги намали трансакциските трошоци со тоа што ќе им дозволи на фирмите да собираат надворешен капитал за мали проекти за кои издавањето обврзници можеби не е економично. Меѓутоа, штом ќе се достигне големината на емисијата на обврзници, CP треба да се рефинансира со долгорочен долг.

Пристапот до пазарот на CP исто така може да ги намали трошоците за финансирање со обврзници. Достапноста на алтернатива изворот на финансирање, како што е CP, може да ја зајакне преговарачката моќ на фирмата со преземачите и оттука да ги намали таксите за преземање обврзници со преговарање. Конечно, трансакциските трошоци може да го направат CP добро прилагоден за финансирање помали проекти или тековни инвестициски потреби, каде што големината на потребното финансирање не е доволна за да ги гарантира трошоците поврзани со долгорочното издавање обврзници. Бидејќи надоместоците за преземање обврзници имаат компонента на фиксна цена, издавањето обврзници е поисплатливо за поголеми емисии (Јасуда, 2005). Во согласност со оваа идеја, доказите од истражувањето сугерираат дека фирмите издаваат краткорочни долгови додека не добијат доволно долг се акумулирани за да се оправда издавањето долгорочен долг (Греам и Харви, 2001).

Хипотезата за асиметрични информации тврди дека фирмите користат СР за да ги намалат асиметричните информации.

Кога фирмите издаваат хартии од вредност, тие ненамерно откриваат дека се преценети (Мајерс и Мејлуф, 1984). Овој проблем со неповолна селекција е помалку сериозен за краткорочни и сигурни долгови како што е СР, отколку за поризични и подолгорочни долгови, како што се обврзниците. Хипотезата за асиметрични информации имплицира дека фирмите се предмет на поголема асиметрија на информации и треба да има поголема веројатност да воспостави програма за СР и да ја користи повеќе.

Diamond (1991a) тврди дека фирмите кои имаат позитивни приватни информации за нивниот кредитен квалитет и издаваат краткорочни долгови, како што е СР, додека инвеститорите не дознаат за нивниот висок кредитен квалитет, во тој момент тие рефинансираат на краткорочниот долг со долгорочни обврзници.

Хипотезата исто така предвидува дека СР се користи како мост за финансирање. Меѓутоа, според ова гледиште, фирмите користат СР како привремено финансирање додека не пристигнат добри вести за нивниот кредитен квалитет. Проверливо предвидување на оваа хипотеза е дека фирмите го рефинансираат СР со обврзници по надградбата на нивниот кредитен рејтинг. Алтернативна верзија на хипотезата за асиметрични информации постулира дека издавањето безбеден долг, како што е СР, може да намали негативни трошоци за избор, поврзани со издавање поризични долгови, како што се обврзниците. Според ова гледиште, реакцијата на пазарот на емисиите на обврзници што го рефинансираат СР треба да биде попозитивна, отколку за емисиите на обврзници кои не се рефинансираат.

Хипотезата на агенцијата тврди дека фирмите користат СР за да ги намалат трошоците кои произлегуваат од проблемите со морална опасност.

Jensen (1986) и Stulz (1990) тврдат дека фирмите го користат долгот за да ги дисциплинираат своите менаџери. Краткорочниот долг е особено соодветен за оваа намена. Пренесување на контролата на должниците доколку краткорочните профити се ниски, обезбедува стимулации за менаџерите да вложат напори за да избегнат ниски краткорочни профити (Деватрипонт и Тирол, 1994). Краткорочниот долг обезбедува повеќе дисциплина отколку долгорочниот долг бидејќи тој треба почесто да се враќа и повеќе ги обврзува менаџерите често да избегнат лоши проекти (Цвибел, 1996). Хипотезата на агенцијата

имплицира дека фирмите со потешки агенциски проблеми имаат поголема веројатност да воспоставаат програма за СР и да издадат повеќе СР.

Додека се надминуваат трошоците за трансакцијата, асиметричните информации и триењето на моралната опасност се потенцијалните придобивки од СР. Тврдам дека употребата на СР, исто така, повлекува трошоци што произлегуваат од ризикот од превртување создаден од неговото краткорочно доспевање. Ако финансиската состојба на фирмите се влоши, тие се соочуваат со ризик да не можат да го отплатат својот зрел СР. Додека издавачите на СР имаат пристап до резервни кредитни линии кои во принцип им овозможуваат да го отплатат постојаниот СР, овие кредитни линии обично имаат договори поврзани со перформансите и материјални негативни промени (МАС) клаузули кои ја ограничуваат нивната достапност доколку се влоши финансиската состојба на фирмата. Затоа, тие може да не бидат достапни токму во времето кога се најпотребни (Sufi, 2009). Понатаму, како што покажуваме подолу, цртањето на резервни линии може да пренесе негативен сигнал до инвеститорите и фирмите можеби претпочитаат да не користат СР ако согледуваат значителен ризик од превртување. Ризикот од превртување на СР може да произлезе и од намалувањето на побарувачката на инвеститорите на пазарот за пари како множества. Доколку инвеститорите станат загрижени за безбедноста на таквите средства што се користат како медиум за трансакција, тие најверојатно ќе си ги бараат парите назад, што ќе резултира со навлегување на фондовите на пазарот на пари, примарните инвеститори во СР. Оттука, ризикот од превртување на целиот пазар може да се појави по неисполнување на СР, како што се оние на Penn Central во 1970 и Lehman Brothers во 2008 година или за време на периоди на зголемена несигурност на финансискиот пазар (види исто така Шен, 2003). Ачарја и Шнабл (2010) и Ачарја, Шнабл и Суарез (2013) опишуваат сличен феномен за комерцијална хартија поддржана со средства (Acharya, Gale, and Yorulmazer (2011) обезбедуваат теоретички модел). Високиот ризик од превртување, исто така, може да влијае на издавањето на СР со зголемување на цената на СР и намалување на нејзината привлечност во однос на другите извори на финансирање. Овие аргументи сугерираат дека фирмите имаат помала веројатност да користат СР ако нивниот ризик од превртување е висок. Понатаму, тие имплицираат дека фирмите треба да го рефинансираат СР со долгорочен долг со цел да го намалат ризикот од превртување и подобро да одговараат на рочноста на нивните средства и обврски. Доказите од истражувањето на Греам и Харви

(2001) покажуваат дека фирмите обично се обидуваат да избегнат несовпаѓање на рочноста помеѓу средствата и обврските. Зголемувањето на ризикот од превртување на пазарот го зголемува поттикот на фирмите да рефинансираат СР. Кредитните линии се можеби најблиската замена за финансирањето на СР. Како СР, кредитните линии можат да бидат краткорочни и да им овозможат на фирмите брз пристап до средства откако ќе се основаат. Оваа опција ја нудат и кредитните линии да се задолжува без обврска да се стори тоа и износите на позајмувањето лесно може да се прилагодат според финансирањето на потребите. Сепак, клучната разлика помеѓу СР и кредитните линии е тоа што банките се ангажираат во значително собирање информации за должници и тековно следење на заемопримачите кога фирмите позајмуваат преку кредитни линии. Ова скапо производство на информации им овозможува на фирмите способност да позајмуваат преку кредитни линии за ублажување на триењето што произлегува од моралната опасност и асиметричните информации. Затоа, фирмите кои се соочуваат со тоа, највероајтно, ќе имаат поголема корист од користењето на кредитната линија отколку СР, бидејќи банките имаат повеќе информации за нивните должници и ќе се вклучат во поголем мониторинг од инвеститорите во не-посредувани краткорочни долгови како СР.

Спротивно на тоа, големите фирми со низок ризик од неисполнување на обврските, како што е типичниот издавач на СР, ќе сметаат дека СР е поевтин извор на финансирање од кредитните линии, бидејќи СР заштедува на трошоците за финансиско посредување, вклучително и поголема стабилност на обврските за финансирање. Понатаму, бидејќи СР е речиси парично средство, инвеститорите ќе прифатат пониски приноси отколку на кредитните линии, намалувајќи ги трошоците за таканаречената „премија за ликвидност“.

Недостатокот на СР произлегува од неговиот ризик од превртување. Додека фирмите може делумно да го изгубат пристапот до кредити кога нивните перформанси нагло се влошуваат (Sufi, 2009; Roberts and Sufi, 2009b), СР-пристапот е поранлив на шокови во перформансите отколку пристапот до кредитната линија. Тоа е затоа што ако пристапот до кредитна линија се ограничи само кога се прекршуваат договорите, може да не биде целосно елиминиран затоа што договорите за кредит обично се преговараат (Нини, Смит и Суфи, 2012). Покрај тоа, кредитните линии имаат многу подолг рок на доспевање (во просек од три до четири години за јавните фирми) (Кампело и сор., 2011) од СР, а со тоа се повлекува поретко рефинансирање и има помал ризик од превртување. Според тоа,

фирмите изложени на значителен ризик од превртување веројатно ќе претпочитаат кредитни линии пред СР.

Забележуваме дека за разлика од СР, како и од кредитните линии, краткорочните банкарски заеми ја даваат опцијата, но не и обврската за позајмување. Ако тие не се стават во функција пред да се појави можност за инвестирање, инвестициската можност не може да се финансира, бидејќи е потребно време за да се преговара за заем од банка. Додека фирмите би можеле да се погрижат секогаш да ги финансираат сите проекти кои би можеле да се финансираат со СР или кредитни линии, позајмувајќи голема сума во секое време, таквата стратегија би била многу скапа затоа што фирмите би направиле трошоци за финансирање дури и во отсуство на профитабилни можности за инвестирање.

А) Избор на примерок и описна статистика

Конструктивен примерок

Податоците на ниво на фирма за активноста на издавање СР не се лесно достапни бидејќи се работи за нерегистрирани хартии од вредност. Користам повеќеслоен пристап за да составиме сеопфатен сет на податоци за активноста на позајмување на СР.

Прво, идентификуваме кога фирмите влегуваат и излегуваат од пазарот на СР, користејќи податоци за кредитните рејтинзи и промените на рејтингот од Мудис и С&П. Второ, рачно конструираме примерок од реалните износи на позајмување на СР собирање на сите расположливи годишни износи на заостанати СР од 10-К поднесоци бидејќи тие се електронски достапни (за повеќето фирми, од 1992 или 1993 година).

Го дефинирам датумот на кој фирмата го добива својот прв краткорочен кредитен рејтинг, како датум на нејзиното влегување во пазарот на СР. Ова го претставува времето кога фирмата ја воспоставува својата програма за СР, што ѝ овозможува последователно да позајмува на пазарот на СР. Излезот од пазарот на СР го дефинираме како датум кога е повлечен краткорочниот кредитен рејтинг на фирмата (или фирмата е сериозно намалена, како што е објаснето подолу). Издавач може да влезе на пазарот со добивање рејтинг од Moody's или S&P и да остане на пазарот долго бидејќи има доволно краткорочен рејтинг од која било агенција. Одделно ги проверуваме влезот и излезот од двата извори за да го

идентификуваме времето на првото влегување на пазарот на CP и времето на последното излегување. Со оваа процедура, добиваме сеопфатен панел со краткорочни кредитни рејтинзи и датуми за влез и излез за сите фирми кои учествуваат на пазарот на CP од 1971 до 2005 година.

Сметаме дека CP е издаден во американски долари од сите фирми во САД, освен финансиските фирми и комуналните услуги. Ги соединуваме активностите за издавање CP на подружниците со нивните родители, сметајќи ги сите програми за CP по подружници како дел од матичната фирма, освен ако подружницата е јавно тргувана. Ги исклучуваме и сите фирми кои влегуваат на пазарот на CP со рејтинг од P-3 или подолу, бидејќи нивната способност да издаваат CP е многу ограничена. По усогласувањето со Compustat, примерокот се состои од 677 учесници на пазарот на CP, од кои 457 прво влегуваат со Рејтинг на Мудис и 220 со рејтинг S&P.

Неколку од тестовите бараат познавање на точниот датум на влегување на пазарот на CP. Бидејќи Moody's ги воведе своите CP рејтинзи во 1971 година, можеме да го одредиме првиот датум за влез во CP за фирмите по 1971 година. Оттука, за тестовите кои вклучуваат влез на пазарот на CP, се фокусираме на примерокот од 484 фирми кои влегуваат во CP пазар по 1971 година, кој го нарекуваме примерок „пост-1971".

Ако последната акција за оценување е повлекување, излезот се дефинира како датум кога краткорочниот рејтинг на фирмата е повлечен. Ако рејтингот не се повлече до крајот на 2005 година, но фирмата доживее сериозно намалување на оценката, т.е. е намалена на P-3 или NP и никогаш не се надгради на P-1 или P-2 потоа, тогаш датумот на излегување се смета за датум на ова сериозно намалување. Тешките намалувања ги третираме како излез од пазарот, бидејќи по таквото намалување на рејтингот фирмите не можат да издаваат значајни износи на CP (Nayar и Rozeff, 1994).

За да ги собереме износите за позајмување на CP, ги пребаруваме сите електронски поднесоци од 10-K од нашиот примерок по 1971 година на фирмите за да ѝ го наплатат неподмиреният износ на CP на крајот на секоја фискална година. Можеме да собереме позајмици за CP за 321 фирма, покривајќи 2.768 од 3.074 фирми-години на пристап до CP од 1991 до 2008 година.

Описна статистика за влез, опстанок и излез

Панелот А од Табела IA.1 го прикажува времето на влегување на пазарот на CP. Меѓу учесниците по 1971 година, 276 (57 %) влегуваат со највисока оцена P-1, додека 208 (43 %) влегуваат со рејтинг P-2. Издавачите на CP се поголеми, попрофитабилни и помалку поддржани од другите фирми и имаат значително помали парични салда (види Панел Б). Овие резултати се слични на оние во Каломирис, Химелберг и Wachtel (1995). Издавачите на CP, исто така, имаат тенденција да имаат поголеми капитални расходи. Издавачи на CP со рејтинг од најмалку P-2 сочинува 5,3 % од сите фирми на Compustat (со исклучок на финансиските фирми и комуналните услуги) во 1990 година и 3,9 % во 2000 г. 318 од 484 фирми во примерокот по 1971 година излегуваат од пазарот (види Табела IA.2). За фирмите кои излегуваат од на пазарот, средното време на пазарот на CP е девет години. Повеќе од една четвртина од фирмите излегуваат од пазарот за четири години и повеќе од една третина во рок од пет години. Излезот го дефинираме како доброволен доколку издавачот има свој рејтинг повлечен од висок рејтинг (P-1 или P-2). 148 (30,6 %) фирми во примерокот по 1971 година доброволно излегуваат, 170 (35,1 %) фирми излегуваат неволно, а 166 (34,3 %) фирми преживуваат на пазарот на CP до крајот на 2005 година. Кога ќе се исклучат бришењата од листата, делот на фирми што доброволно излегуваат е 20,6 %, понизок од оној на фирми кои неволно излегуваат (35,9 %) и фирми кои преживеале (43,5 %). Оттука, многу фирми избираат да излезат од пазар иако можеле да се одлучат да останат на него. Ова укажува дека во одредени периоди трошоците за учеството на пазарот на CP ги надминуваат неговите придобивки.

Б) Доказ за влез и излез од пазарот на CP

Изградба на контролни примероци на издавачи кои не се CP

Со цел да се спореди однесувањето на издавачите на CP со фирми кои се слични и имаат сличен пристап до пазарите на капитал, користам уникатна карактеристика на процесот на кредитен рејтинг за CP, што ни овозможува да идентификуваме дали фирмата има способност да воспостави програма за CP, но избира да не го стори тоа. Тоа го правиме

со разгледување на фирми кои би можеле да добијат P-1 или P-2 краткорочен кредитен рејтинг. Постои тесна корелација помеѓу краткорочните и долгорочните рејтинзи. И Moody's и S&P објавуваат експлицитни упатства кои опишуваат кореспонденција помеѓу краткорочните и долгорочните рејтинзи, и тие многу внимателно ги следат овие правила. Ова ни овозможува да го заклучиме веројатниот краткорочен кредитен рејтинг што би го направила фирмата, врз основа на набљудување на нејзиниот долгорочен кредитен рејтинг.

Добиваме долгорочни кредитни рејтинзи од S&P's Ratings Xpress, бидејќи покривањето на долгорочните рејтинзи во податоците од Moody's е помалку комплетно. Според методологијата на рејтинг агенцијата, фирма со долгорочниот рејтинг на S&P од BBB или повисок треба да добие краткорочен рејтинг од P-1 или P-2 или A-1(+) или A 2. Фирмите со долгорочен рејтинг под BBB (и некои со рејтинг од BBB) не се квалификуваат за таков краткорочен рејтинг.

Само 18 фирми, или помалку од 6,6 % од овој примерок, имаат краткорочен рејтинг од P-1 или P-2, без да имаат долгорочен рејтинг од BBB или подобар (види Табела IA.3). Девет од овие фирми имаат рејтинг BBB- и другите девет се оценети со BB- или повисоко. Ова сугерира дека агенциите за кредитен рејтинг ја следат нивната методологија многу внимателно во доделувањето на краткорочните рејтинзи. Отсега натаму, заклучуваме дека фирмите со долгорочен рејтинг од BBB или повисок веројатно ќе добијат P-1 или P-2 краткорочен рејтинг и, како последица на тоа, се способни да да воспостават програма за CP доколку одлучат да го сторат тоа.

Збирот на фирми од кои ги избираме соодветните фирми, значи, се состои од фирми кои никогаш немаат краткорочен кредитен рејтинг, но имаат долгорочен рејтинг на издавачот од BBB или повисок. За секоја фирма за CP избираме фирми кои би можеле да издаваат CP, врз основа на нивните долгорочни рејтинзи на обврзници, и се во истиот 2-цифрен SIC код. Ако не се најде соодветна фирма, наместо тоа го користам 1-цифрениот SIC код. Помеѓу овие фирми, ја избираме фирмата што не е CP, која има најблиска возраст до фирмата CP како нејзина соодветна фирма. Бидејќи се совпаѓаме според возраста, ја нарекувам оваа контролна група како контролен примерок соодветен на возраста. Исто така, конструираме контролен примерок усогласен со инвестициите. Меѓу сите фирми со рејтинг од BBB или подобро никогаш да немале програма за CP, ја избирам фирмата за

секоја фирма за СР во истиот 1-цифрен SIC код како фирмата СР која е најблиску во нејзината инвестиција (капитални расходи како дел од средствата) во влезната година.

Ако ниедна контролна фирма не е во рамките на 20 % од инвестицијата на фирмата за СР, ја бришеме фирмата за СР од примерокот. Ова ограничување предизвикува да изгубиме 156 набљудувања од примерокот на издавачот на СР. Во Табела IA.4 ги споредуваме учесниците на пазарот на СР со контролните фирми. Во годината пред влезот, СР фирмите имаат слична возраст на фирмата со контролните фирми според возраста (средна вредност од 19 години наспроти 22 години), малку пониска потпора (21,6 % наспроти 24,8 %), поголем готовински тек (18,6 % наспроти 16,0 %) и повисоки коефициенти (1,3 наспроти 1.1). Контролните фирми кои се совпаѓаат со инвестиции имаат слични инвестиции како оние на фирмите за СР. Просечната возраст на инвестициите е 8,5 % за учесниците во СР и 8,9 % за контролните фирми кои се совпаѓаат со инвестиции, со медијана од 7,5 % и 7,6 %, соодветно. Сообносот помеѓу пазарот и книговодството е сличен за издавачите на СР и за контролата усогласена со инвестициите фирми (средна вредност од 1,24 наспроти 1,25), но издавачите на СР се помалку поддржани од контролните фирми кои се совпаѓаат со инвестиции (21 % наспроти 27 %) и имаат повисоки парични текови (18,3 % наспроти 16,5 %)

Инвестиции околу влез и излез на пазарот на СР

Панелот А од Табела I покажува дека капиталните расходи за издавачите на СР се зголемуваат откако ќе влезат во СР пазар. Три години пред влезот, инвестициите во просек изнесуваат 8,7 % од средствата и се зголемуваат на 9,0 % во годината пред влез и потоа до 9,5 % во годината на влез во СР. По влезот на пазарот на СР, инвестициите се намалуваат на просек од 8,0 % три години по влегувањето. За контролните фирми според возраста, инвестициите се намалуваат од 8,3 % три години пред влезната година, до 8,2 % во годината пред влезот и 7,8 % во влезната година и до 6,5 % три години по влезната година. Резултатите за средното ниво на инвестиции се слични.

Табела I: Инвестиции и средства за готовина за издавачи на CP и контролни фирми околу влезот на пазарот на CP

Panel A: Capital Expenditures and Cash Holdings around CP Entry

	Capex			CP Outstanding	Cash		
Entry Year	CP Firms	Control Firms	Paired Difference (CP-Control)		CP Firms	Control Firms	Paired Difference (CP-Control)
-3	8.7%	8.3%	0.6%*		9.0%	8.1%	0.6%
	6.8%	*6.9%*	*0.2%*		*6.0%*	*5.1%*	*0.7%***
-2	8.8%	8.2%	0.8%**		8.0%	7.6%	0.2%
	7.3%	*6.8%*	*0.3%***		*5.9%*	*5.2%*	*0.3%*
-1	9.0%	8.2%	0.9%**		6.4%	7.0%	-0.8%
	7.6%	*6.6%*	*1.0%****		*4.4%*	*4.5%*	*-0.1%*
0	9.5%	7.8%	1.9%***	6.6%	5.4%	6.7%	-1.6%***
	8.0%	*6.4%*	*1.5%****	*4.9%*	*3.2%*	*4.2%*	*-0.5%****
1	8.9%	7.2%	1.7%***	6.4%	5.6%	6.6%	-1.2%***
	7.8%	*6.3%*	*1.2%****	*3.8%*	*3.6%*	*4.7%*	*-0.5%***
2	8.6%	6.7%	1.9%***	4.7%	5.9%	6.6%	-0.7%
	7.2%	*5.5%*	*1.2%****	*2.5%*	*3.8%*	*4.5%*	*-0.2%*
3	8.0%	6.5%	1.5%***	3.2%	6.8%	6.6%	0.1%
	6.8%	*5.5%*	*0.9%****	*0.3%*	*3.7%*	*4.5%*	*-0.2%*

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Panel B: Percentage Change in Capital Expenditures around CP Entry

	Mean			Median		
Change in Capex	CP Firms	Control Firms	Paired Difference (CP-Control)	CP Firms	Control Firms	Paired Difference (CP-Control)
From year -1 to year 0	16.7%	2.6%	14.5%**	3.5%	-4.5%	7.2%***

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Оваа табела ги прикажува нивоата на капитални расходи и готовински расходи околу влезот на пазарот на CP за CP фирми и контролни фирми кои се исти според возраста и индустријата. За секоја фирма за CP, ги избираме фирмите што би можеле да издаваат CP, врз основа на нивниот рејтинг на долгорочни обврзници, но никогаш немаат програма за CP и се во истата индустрија во годината кога фирмата за CP ќе влезе на пазарот на CP. Ја дефинираме индустријата користејќи 2-цифрени SIC кодови. Ако не се најде соодветна фирма, наместо тоа го користиме 1-цифрениот SIC код. Помеѓу овие фирми, ја избираме фирмата без CP која е најблиска по старост до CP фирма како нејзина соодветна фирма. Панелот А го известува средното (просечно) ниво на Capex (капитални расходи поделени со средства) и готовина (готовина и краткорочни инвестиции, поделени со средства) за фирмите за CP и контролните фирми околу влезот во CP пазар. Година 0 е година на влегување на пазарот на CP, година 1 е првата година по влегувањето на пазарот на CP, година -1 е последната година пред влезот на пазарот на CP, а останатите години се дефинирани слично. Спарената разлика помеѓу CP и контролните фирми се пресметува за

секој пар СР и контролни фирми, а средната вредност на примерокот (медијана) на овие разлики е пријавена заедно со нејзината статистичка значајност. Просечна (средна) СР за износите за фирмите откако ќе влезат на пазарот на СР е пријавена како процент од средствата во средната колона за период од 1991 до 2008 година, кога имаме податоци за износот на задолжување на СР. Панел Б ја споредува процентуалната промена во капиталните расходи од годината пред влезот на пазарот на СР, до годината на влезот на СР за фирмите и контролата на СР фирми.

За да разбереме дали однесувањето на инвестициите се менува околу влезот на пазарот на СР, спроведуваме анализа на разликата во разликата на промените во инвестициите за учесниците во СР во однос на контролата според возраста. Ова ни овозможува да ги контролираме промените во инвестициите поттикнати од условите во индустријата.

Инвестициите се зголемуваат од годината пред влезот до годината на влез на пазарот на СР за 16,7 %, додека кај контролните фирми се зголемуваат само за 2,6 %. Разликата е значајна од 5 % ниво. Разликата во медијалните промени во инвестициите е значајна на ниво од 1 %.

Овие резултати покажуваат дека фирмите ги зголемуваат своите инвестиции кога ќе влезат на пазарот на СР, но панелот А од Табела I укажува дека тие, исто така, до одреден степен ги зголемуваат своите инвестиции во двете години пред нивниот влез на пазарот на СР. Ова сугерира дека фирмите имаат тенденција да воспостават програма за СР откако ќе искусат одржливо зголемување на потребите за инвестиции. Зголемената инвестиција во текот на две години пред влезот на СР се должи на тоа што се финансирани од нивните парични средства. Панелот А од Табела I покажува дека готовинскиот имот на фирмите за СР пад од 9,0 % три години пред влезот во СР на 6,4 % во годината пред влезот на СР на најниско ниво од 5,4 % во година на влез во СР пред да се зголеми на 6,8 % три години по влегувањето во СР. Споредбените разлики во разликата покажуваат дека поседувањето готовина посилно опаѓа за фирмите за СР во текот на една и повеќе од три години пред СР влез, отколку кај контролните фирми (види Табела IA.5).

Табелата IA.6 ги опишува изворите и користењето на средствата околу влезот на СР. Во однос на годината пред СР за влез, фирмите имаат поголеми барања за финансирање

кога ќе влезат на пазарот на СР затоа што трошат повеќе капитални расходи и преземања и покрај понискиот готовински тек по оданочување. Овие зголемени расходи се финансираат најмногу од краткорочниот и од долгорочниот долг.

Панелот А од Табела I, исто така, ги известува износите на позајмување со СР за фирмите за кои можеме да наплатиме позајмување со износи од 10-К поднесоци. Просечното задолжување на СР во годината на влез е 6,6 % од средствата, 6,4 % во година по влезот на пазарот на СР, а 3,2 % во третата година по влегувањето. Наодот дека позајмувањето за СР е особено високо веднаш по воспоставувањето на програма за СР, кога и инвестициите се зголемени, сугерира дека задолжувањето со СР е поврзано со инвестициските одлуки. Понатаму ја оценуваме оваа врска кога ќе ја земеме предвид корелацијата помеѓу задолжувањето со СР и инвестициите.

Инвестициите околу излезот од пазарот на СР го отсликуваат тоа околу влезот на СР. Панелот А од Табела II покажува дека во примерокот по 1971 година, просечната инвестиција како дел од средствата паѓа од 7,5 % на 5,5 % по излегувањето на фирмите од пазарот на СР. Ова претставува пад од 26,7 %, значителен на ниво од 1 %. Просечното поседување на готовина се зголеми од 4,8 % на 8,0 % од средствата по излегувањето од пазарот на СР. Ова претставува зголемување на готовината за 66,7 %.

Овие резултати се поттикнати од фирми кои ненамерно излегуваат поради повлекување на рејтингот на Р-3 СР или сериозно намалување на рејтингот.

Табела II: Инвестиции и средства за готовина околу излезот од пазарот на CP

	All Exit			Voluntary Exit			Involuntary Exit		
	Pre-exit (A) Mean *Median*	Post-exit (B) Mean *Median*	Test (A-B)	Pre-exit (C) Mean *Median*	Post-exit (D) Mean *Median*	Test (C-D)	Pre-exit (E) Mean *Median*	Post-exit (F) Mean *Median*	Test (E-F)
				Panel A: All Post-1971 CP Firms					
Capex	7.5%	5.5%	4.08***	8.5%	7.9%	0.59	6.7%	4.6%	3.66***
	6.3%	*4.0%*	*5.70***	*6.9%*	*5.7%*	*1.17*	*5.9%*	*3.6%*	*4.89****
	280	171		123	45		157	126	
Cash	4.8%	8.0%	-4.79***	4.3%	5.3%	-1.24	5.2%	9.0%	-3.91***
	2.9%	*4.9%*	*-4.67****	*2.9%*	*3.5%*	*-0.86*	*3.1%*	*6.2%*	*-4.57****
	282	173		125	46		157	127	
				Panel B: Excluding Delisted Firms					
Capex	7.0%	5.6%	2.60***	9.2%	8.1%	1.01	6.1%	4.6%	2.44**
	6.1%	*3.9%*	*4.75***	*9.5%*	*6.0%*	*1.62*	*5.8%*	*3.6%*	*3.65****
	171	153		53	43		118	110	
Cash	5.1%	8.2%	-3.93***	3.8%	5.5%	-1.22	5.7%	9.3%	-3.21***
	2.8%	*5.1%*	*-4.31****	*2.8%*	*3.5%*	*-1.36*	*2.9%*	*6.7%*	*-4.18****
	172	154		54	44		118	110	

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Оваа табела ги споредува капиталните расходи и готовинските расходи за издавачите на CP пред и по завршувањето на нивната програма за CP (излегување од пазарот на CP). Готовина и Capex се временски сериски просек на готовина и краткорочни инвестиции и капитални расходи (поделени со средства), соодветно, до три години. Средната вредност на пресекот (средна) е пријавена за пред и по излегувањето од пазарот на CP. Бројот на набљудувања е пријавен под средната вредност.

Статистика од T-тестот (Вилкоксон-Ман-Витни тест) за тестирање на значајноста на разликата во средната вредност (средна) пред и по излезот се пријавени во колоните наречени „Тест“. Ги поделивме фирмите што излегуваат од пазарот на CP на доброволни и неволни излегувања. Излезот е доброволно ако рејтингот на CP се повлече кога е или P-1 или P-2. Неволно е ако рејтингот на CP се повлече кога е P-3 или полошо или ако излезот е резултат на сериозно намалување на рејтингот.

Детерминанти на Внесување на CP: мултиваријатни резултати

Табела III ги анализира детерминантите за влез на пазарот на CP во пробитна рамка каде што зависната променлива е еднаква на еден ако фирмата воспостави програма за CP, а во спротивно е нула. Ги вклучуваме годините на фирмата кои фирми за CP влегуваат на пазарот, како и поврзаните фирми-години за соодветни фирми. Како објаснувачка

променлива, ја вклучуваме Промена во Сарех, промената на капиталните расходи од година пред влезот во годината на влез, да се испита дали промените во инвестициската политика влијаат на пазарот на СР влез. Сите други варијабли се мерат во годината пред влезот на пазарот на СР, освен ако не е поинаку наведено. Готовината се мери како средства поделени со средства. Очекуваме оваа променлива да влезе со негативен знак. Го мериме ризикот од превртување, како нестабилноста на заработката, нестабилноста на заработката (стандардна девијација на заработката во текот на пет години пред влезот во СР) по Каломирис, Химелберг и Вахтел (1995). Кога приходите се попроменливи, постои поголема веројатност тие да бидат доволно ниски бидејќи фирмите наидуваат на потешкотии при отплата на неподмиреният СР. Ова се случува затоа што фирмите со висока заработка имаат поголеми шанси за ненадејно влошување на нивната кредитна способност, што може да ги исклучи на пазарот на СР. Бидејќи фирмите со попроменливи приходи се соочуваат со поголем ризик од превртување, очекуваме негативен коефициент на нестабилноста на заработката.

Вклучуваме бесплатен готовински тек за да ја тестираме хипотезата на агенцијата, која предвидува дека фирмите со посериозни агенциски проблеми имаат поголема веројатност да воспостават програма за СР за да ги намалат овие проблеми. Вклучуваме Идиосинкратичен ризик за тестирање на асиметричната информациска хипотеза која предвидува дека фирмите со поголем идиосинкратски ризик е поверојатно да воспостават програма за СР за да ги намалат проблемите со негативниот избор.

Како контролни варијабли, ја вклучуваме промената на нето-обртниот капитал од претходната година до годината на обид за СР бидејќи СР може да финансира инвестиции во обртни средства. Дополнително, го вклучуваме нето-обртниот капитал, исклучувајќи ја готовината за мерење на готовинските замени. Фирмите со повеќе замени за готовина најверојатно ќе користат помалку СР, како што се фирми со повеќе готовина. Вклучуваме и Инвентар бидејќи фирмите со поголеми залихи може да имаат подолг циклус на конверзија на готовина (Opler et al., 1999). Ова може да влијае на нивната побарувачка за готовина или такви замени за готовина како СР. Како дополнителни контролни, ги вклучуваме оперативните готовински текови, односот пазар-книговодство, потпора, логовиот аритм на средства и капиталните расходи. Овие варијабли се мерат во фискалната година пред влезот на пазарот на СР или пред контролната фирма да се квалификува за пристап до СР.

Фирмите имаат поголема веројатност да влезат на пазарот на CP кога инвестициските расходи се зголемуваат. Зголемување на една стандардна девијација во Промената на Capex ја зголемува веројатноста за воспоставување на CP програма за 7,6 процентни поени. Фирмите, исто така, имаат поголема веројатност да влезат на пазарот на CP кога имаат ниски резерви на готовина. Зголемувањето на едно стандардно отстапување во готовината ја намалува веројатноста за влез на пазарот на CP за 12,6 процентни поени. Така, потребата од прибирање на надворешен капитал за финансирање на нови инвестиции е важна детерминанта за влез на пазарот на CP.

Табела III: Пробитни регресии за веројатноста за влез на пазарот на CP

	Age-Matched Sample	Investment-Matched Sample
Earnings Volatility	-2.03***	-2.84**
	(-2.69)	(-2.07)
Cash	-1.71***	-1.32***
	(-4.92)	(-2.98)
M/B	0.066***	-0.063***
	(2.82)	(-2.74)
Log of Assets	0.084***	0.14***
	(3.85)	(4.85)
Leverage	-0.62***	-1.61***
	(-3.12)	(-5.91)
Change in Capex	1.78***	0.78
	(3.04)	(0.99)
Capex	0.97**	
	(2.18)	
Idiosyncratic Risk	-0.0028	-0.0054
	(-0.37)	(-0.50)
Inventory	1.01***	1.16***
	(3.31)	(2.61)
Working Capital without Cash	-0.82***	-0.76**
	(-3.54)	(-2.36)
Change in Working Capital	-0.73*	-1.39***
	(-1.90)	(-2.70)
Operating Cash Flow	1.93***	2.32***
	(5.17)	(4.53)
Free Cash Flow	-1.08***	-0.14
	(-3.89)	(-0.33)
Pseudo R-Squared	0.133	0.194
Observations	741	464

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Оваа табела ги прикажува маргиналните ефекти на пробитните регресии кои ја предвидуваат веројатноста за влез на фирмата на пазарот на CP.

Зависната променлива е еден ако фирмата воспостави CP програма и нула во спротивно. Примерокот ги вклучува сите години на фирмата во кои фирмите за CP влегуваат на пазарот во примерокот за CP по 1971 година, како и поврзаните години на

фирмата за совпаднат со возраста и контролниот примерок усогласен со инвестициите, соодветно. Опишан е контролниот примерок усогласен со возраста во легендата за Табела I. За контролниот примерок усогласен со инвестиции, избираме меѓу сите фирми со рејтинг од BBB или подобро. Ако никогаш немале програма за CP за секоја фирма за CP, фирмата во истиот 1-цифрен SIC код како фирмата за CP што е најблиску во нејзините капитални расходи (како дел од средствата) во „влезната“ година. Ако ниедна контролна фирма не е во рамките на 20 % од капиталните расходи на фирмата CP, ја бришеме фирмата CP од примерокот. Нестабилноста на заработката е стандард за отстапување на заработката, скалирана според средствата (нето-приход поделен со средства) во последните пет години пред влезот во CP пазар. Capex и Cash се капитални расходи и готовина и краткорочни инвестиции поделени по средства, соодветно. Левериц е збир на долгорочен долг и краткорочен долг, поделен со средства. Инвентар е инвентар поделен со продажба. Пазарната вредност на средствата е долгорочен долг плус краткорочен долг, плус пазарната вредност на капиталот. М/Б е пазарната вредност на средствата поделена со нивната книговодствена вредност. Дневникот на средства е логаритам на вкупните средства. Оперативни парични средства. Протокот е оперативен приход пред амортизација поделен со средства. Обртниот капитал без готовина е нето обртниот капитал (како дел од средствата) минус готовина. Бесплатниот готовински тек се пресметува како Продажба - Трошоци на продадени добра - Продажба, општи и административни трошоци - Промена на обртниот капитал - Даноци на доход - дивиденда, поделени со продажба. Idiosyn cratic Risk е остаток од регресиите на дневните приноси на акциите на компанијата на пазарниот пондериран пазар повторно. Сите горенаведени мерки се пресметуваат во годината пред влезот на пазарот на CP.

Промена во обртниот капитал се промената во Capex и промената на нето-обртниот капитал како дел од средствата, соодветно, во влезната година во однос на претходната година. Т-статистичките податоци се во загради.

Фирмите со повисок слободен готовински тек имаат помала веројатност да влезат на пазарот на CP, за разлика од предвидувањата на хипотезата на агенцијата. Исто така, не наоѓаме поддршка за хипотезата за асиметрични информации бидејќи се чини дека идиосинкратскиот ризик не е поврзан со веројатноста за влез на пазарот на CP. Во

согласност со важноста на ризикот од превртување, нестабилноста на заработката е негативно поврзана со влезот на пазарот на СР.

Нестабилноста ја намалува веројатноста фирмата да влезе на пазарот на СР за околу 6,3 процентни поени. Ние, исто така, откриваме дека фирмите со повисоки коефициенти меѓу пазарите и готовините имаат поголема веројатност да влезат во СР пазар, што сугерира дека влезот во СР е мотивиран од потребата за финансирање инвестициски можности. Резултатите обезбедуваат мешана поддршка за ставот дека влезот на пазарот на СР е мотивиран од потребата да се финансира обртниот капитал. Додека фирмите со поголеми залихи имаат поголема веројатност да влезат на пазарот на СР, во согласност со финансирањето на обртниот капитал на СР, исто така откривам дека фирмите со повеќе замени за готовина имаат поголеми зголемувања во нето-работењето. Капиталот има помала веројатност да влезе на пазарот на СР, што е неконзистентно со тоа што влезот на СР е поттикнат од работењето капитални проекти.

Споредба на СР и банкарски кредитни линии

Банкарските кредитни линии споделуваат многу карактеристики со СР. Да се разбере дали мотивите за финансирање на трошоците водат фирмите да користат СР преку банкарски линии, прво ги споредуваме нивните директни трошоци за финансирање. Табелата IV ги прикажува приносите на СР (со рок на доспевање од 90 дена), како и целосно повлечени трошоци за краткорочни (помалку од една година доспевање) и долгорочни кредитни линии (над една година) од 1998 до 2010 година.

Го пресметувам ова со додавање на референтни стапки (на пр., 6-месечен LIBOR) на сеопфатното извлечено ширење на извештајот за новоиздадени кредитни линии изготвен во DealScan. СР-заемопримачите треба да плаќаат надоместоци за обврски на нивните резервни кредитни линии за СР. Сепак, надоместоците за обврзување на кредитна линија, исто така, треба да се платат на неискористениот дел од кредитните линии и затоа ги исклучуваме овие надоместоци во нашите споредби. Ние, исто така, ги исклучуваме таксите за дилер што издавачите на СР ги плаќаат ако не ги пласираат нивниот СР директно (околу 10 до 12,5 базични поени) (види Stigum, 1983 и Hahn, 1993). Во овие тестови, правам контрола на квалитетот на кредитот на издавачот преку анализа на распоните одделно за

фирмите со највисока оцена (P-1 или еквивалент) и помалку високо оценети фирми (P-2 или еквивалент).

Табела IV: Трошоци за позајмување на CP наспроти кредитни линии

	A or Better (P-1)			BBB (P-2)		
	Credit Lines		CP	Credit Lines		CP
Year	Long-term	Short-term	90 days	Long-term	Short-term	90 days
1998	5.91	5.81	5.34	6.32	6.07	5.68
1999	6.04	5.97	5.18	6.68	6.49	5.50
2000	7.08	7.00	6.31	7.65	7.52	6.64
2001	4.08	3.80	3.65	4.69	4.24	4.21
2002	2.57	2.26	1.69	2.91	2.73	2.09
2003	1.69	1.57	1.11	2.33	2.10	1.36
2004	2.25	2.10	1.41	2.63	2.40	1.65
2005	4.17	4.09	3.42	4.42	4.53	3.51
2006	5.62	5.60	5.10	5.80	5.79	5.18
2007	5.50	5.55	4.92	5.74	5.72	5.37
2008	3.49	3.55	2.13	3.81	4.63	3.78
2009	2.64	3.74	0.26	3.73	3.22	1.20
2010	1.91	1.80	0.24	2.66	2.14	0.47

Оваа табела го прикажува просечниот годишен трошок на CP и кредитните линии. Трошоците за позајмување (т.е. каматните стапки) на CP се од Банката на федерални резерви. Трошокот за позајмување на кредитните линии се пресметува како збир на распонот на сите во основната стапка (на пр. LIBOR) на револверите преземени од DealScan. Ги вклучуваме сите револвери кои имаат рејтинг на BBB или подобро, но не се „CP Back-up“, и се класифицираат револвери од 364 дена како краткорочни кредитни линии. Долгорочен кредит линиите се револвери со рочност поголема од една година. Во левите колони се споредуваат каматните стапки на кредитните линии со оценки од А или подобри до каматни стапки од П-1-оценет CP со рок на достасување од 90 дена. Десните колони го споредуваат каматните стапки на кредитните линии со BBB оцена на оние на CP со оцена P-2 со рок на достасување од 90 дена.

Приносите на CP се пониски секоја година од приносите на кредитните линии. За високо оценети фирми (P-1 или еквивалентно позајмување), просечната разлика помеѓу стапките на CP и стапките на краткорочните кредитни линии варира од 15 базни поени до 348 базични поени, со средна вредност од 93 базични поени (медијана од 67 базични поени).

Просечната разлика помеѓу стапките на CP и стапките на долгорочните кредитни линии е 94 базични поени (средна од 77 базични поени).

Резултатите се слични за издавачите на CP со оцена P-2. Во просек, CP се за 84 базични поени поевтини од краткорочните кредитни линии (медијаната е 75 базични поени). Просечната разлика помеѓу стапките на CP и стапките на долгорочни кредитни линии изнесуваат 98 базични поени (медијана од 91 базичен поен). Оваа трошковна предност на CP веројатно ќе се појави во дел затоа што издавачите на CP не треба да ги плаќаат трошоците за финансиско посредување (мониторинг и скрининг, задолжителна резерва и компензација за поголема стабилност на обврските за финансирање), но, исто така, може да го одрази помалиот принос што инвеститорите се подготвени да го прифатат на CP поради неговата висока ликвидност (т.н. „премија за ликвидност“).

Стапките на CP се исто така значително пониски од оние на пазарот на обврзници. Помеѓу 1998 и 2010 година, просечниот распон на нефинансискиот CP оценет со P-1 од 90 дена во текот на тримесечните државни записи беше 0,33 %, додека над истиот период просечниот распон на корпоративните обврзници оценети со AAA над 10-годишните државни обврзници беше 1,51 %.

За да споредиме како фирмите користат CP во однос на банкарските кредитни линии, рачно се собираат податоци за кредитните линии за сите фирми кои воспоставиле програми за CP помеѓу 1998 и 2005 година и не ги прекинале во текот на следните три години. Ги собираме податоците од три години пред влезот на пазарот на CP до 2009 година. Строго се зема примерокот за фирмите кои влегуваат на пазарот на CP помеѓу 1998 и 2005 година, бидејќи 10-K поднесоци за повеќето фирмите се електронски достапни само од 1993 година и треба да го набљудуваме користењето на кредитната линија пред CP влез на пазарот. Се собираат слични податоци за соодветните контролни фирми според возраста. Меѓу 49 CP издавачи и нивните соодветни фирми кои влегуваат во примерокот во овие години, 45 издавачи на CP и 43 контролни фирми имаат доволно достапни податоци за кредитната линија за да бидат вклучени во анализата.

Панелот A од Табела V покажува дека просечното извлекување на кредитните линии се намалува од 6,1% од средствата во три години пред влезот на пазарот на CP до 2,5 % во трите години по влезната година. Ова намалување е значајно на ниво од 1 %. Средното извлекување на кредитната линија се намалува од 3,1 % на 0,5 % од активата. Панел Б од

Табела V покажува дека сличен пад има и кај повлекувањата на кредитната линија од претходната година до годината влез на пазарот на CP. Средното извлекување на кредитната линија во годината на влез во CP е нула. Сметаме дека CP позајмувањата повеќе го надополнуваат овој пад на повлекувањето на кредитните линии. По влезот на пазарот на CP, CP задолжувањето во просек изнесува 5,2 % од активата во првата година и 4,3 % во првите три години. Фактот дека фирмите да заменат толкав дел од нивните банкарски задолжувања со CP сугерира дека по влезот, тие претпочитаат CP наместо банкарски линии само за да ги диверзифицираат изворите на финансирање. Понатаму, откако фирмите ќе влезат на пазарот на CP, тие позајмуваат повеќе од CP отколку од банкарските линии. Овие резултати исто така сугерираат дека фирмите користат CP не само за финансирање нови инвестиции, туку и за замена на финансирање со кредитна линија за постоечките проекти.

Табела V: Употреба на кредитни линии и CP околу влезот на пазарот на CP

Panel A: Three Year Horizon

	Before CP entry					
	Control Firms			CP Firms		
	N	Mean	Median	N	Mean	Median
CL drawn/assets	35	8.4%	5.3%	32	6.1%	3.1%
CL drawn/CL capacity	34	29.9%	25.3%	33	34.9%	30.5%
CL capacity/assets	36	24.6%	20.6%	33	16.5%***	14.6%**
	After CP entry					
	N	Mean	Median	N	Mean	Median
CL drawn/assets	41	5.6%	2.1%	40	2.5%**	0.5%*
CP/assets	40	0%	0%	40	4.3%***	3.2%***
CP/CP capacity				38	26.4%	22.5%
CL drawn/CL capacity	40	23.0%	19.3%	36	11.8%***	6.6%**
CL drawn and CP/total capacity	40	23.0%	19.3%	38	34.6%**	32.1%**
CL capacity/assets	41	19.1%	14.6%	39	18.2%	15.1%
Total capacity/assets	41	19.1%	14.6%	40	18.5%	15.2%

Panel B: One Year Horizon

	Before CP entry					
	Control Firms			CP Firms		
	N	Mean	Median	N	Mean	Median
CL drawn/assets	35	8.7%	5.9%	31	6.5%	4.5%
CL drawn/CL capacity	34	33.7%	32.1%	30	34.2%	38.4%
CL capacity/assets	36	22.9%	20.1%	30	16.7%**	14.4%*
	After CP entry					
	N	Mean	Median	N	Mean	Median
CL drawn/assets	37	7.1%	2.5%	37	3.4%*	0.0%**
CP/assets	36	0%	0%	36	5.2%***	4.1%***
CP/CP capacity				33	37.0%	24.2%
CL drawn/CL capacity	36	27.2%	18.3%	33	13.5%**	0.0%**
CL drawn and CP/total capacity	36	27.2%	18.3%	34	45.5%*	36.8%*
CL capacity/assets	38	21.5%	15.2%	35	20.7%	17.9%
Total capacity/assets	38	21.5%	15.2%	35	20.9%	17.9%

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level in testing the difference of the mean or median of the variables between control firms and CP firms.

Оваа табела ја анализира употребата на кредитни линии и CP за фирмите за CP околу влезот на пазарот на CP и употребата на кредитни линии (CL) за контролните фирми

според возраста. Панелот А ја известува просечната и средната статистика во текот на три години пред и по влегувањето на пазарот на CP. Панелот Б ја известува статистиката за годината пред и годината на внесувањето на пазарот на CP. Значењето на разликата во средната вредност (медијана) помеѓу CP примерокот и контролниот примерок се заклучува од t-статистичка (z-статистичка). Капацитетот на CP е максималниот овластен износ за позајмување под програмата за CP, а капацитетот на CL е максимално дозволеното задолжување според кредитните линии. Вкупниот капацитет е максималниот износ на двете променливи, капацитетот на CL и капацитетот на CP.

Фирмите користат, во просек, само 34,2 % од достапноста на нивната кредитна линија во годината пред да влезат во CP пазарот. Искористеноста на оваа кредитна линија се намалува на 13,5 % во годината по влегувањето во CP. Вклучуваме резервна копија на CP кредитните линии при пресметката на капацитетот на кредитната линија. Фирмите не го зголемуваат капацитетот на кредитната линија по влегување на пазарот на CP (малиот пораст е статистички незначителен), што сугерира дека фирмите ги прилагодуваат постоечките кредитни линии за да овозможат резервна копија на CP. Учесниците на пазарот на CP, исто така, не се приближуваат до целосно користење на нивните CP програми. Фирмите користат 37 % од своето максимално овластено позајмување за CP во просек во првата година по влегување на пазарот и 26,4 % од расположливиот капацитет за задолжување на CP во првите три години. Ова укажува дека и кредитните линии и CP се користат од страна на фирмите на начин кој ја задржува нивната опција да ги зголемат износите за позајмување доколку е потребно.

Табелата V, исто така, покажува дека фирмите кои влегуваат на пазарот на CP користат слични кредитни линии пред да се обидат CP како и соодветните фирми. Сепак, во текот на трите години пред влезот на CP, максималното расположливо задолжување по кредитни линии во просек изнесува 16,5 % од средствата за издавачите на CP, но 24,6 % за соодветните фирми. Со оглед на тоа, издавачите на CP се чини дека се поограничени во достапноста на нивната кредитна линија отколку претходно соодветните фирми за влез на пазарот на CP. По влегувањето на пазарот на CP, тие многу помалку ги користат кредитните линии (2,5 % од средства) од соодветните фирми (5,6 % од средствата).

Компаниите за СР, исто така, го зголемуваат нивниот вкупен финансиски капацитет од СР и кредитните линии откако ќе влезат во СР пазар кога ќе се спореди со контролните фирми. Зголемувањето на вкупниот капацитет за задолжување од СР и кредитните линии по влезот на пазарот на СР се значително поголеми за фирмите за СР отколку за контролните фирми.

Ова покажува дека влезот на пазарот на СР е поврзан со зголемување на флексибилноста на фирмите да позајмуваат според нивните кредитни линии, што сугерира дека фирмите сметаат дека е вредно да го задржат неискористениот лимит на кредитната линија.

В) Улогата на СР како мост финансирање

СР задолжување и последователно издавање обврзници

Хипотезата за трошоците на трансакцијата сугерира дека издавањето СР ги намалува триењето на трансакциските трошоци при покачувањето на надворешен капитал за нови инвестиции. Сепак, финансирањето на долгорочни инвестиции со СР создава несовпаѓање помеѓу рочноста на средствата и обврските и ги изложува фирмите на ризик од превртување. Оттука, кога фирмите имаат време да пристапат до пазарот на обврзници и има неизвесност за прифаќањето на проектот или барањата за финансирање се решаваат, СР треба да се рефинансира со долгорочен долг. Бидејќи издавањето обврзници повлекува фиксни трошоци, СР за рефинансирање може исто така да биде оптимално кога ќе се достигне економична големина на издавање обврзници. Ги испитуваме овие импликации преку анализа на активноста за издавање обврзници откако фирмите ќе воспостават програми за СР.

Панелот А од Табела VII покажува дека во петте години пред да влезат на пазарот на СР, фирмите издаваат обврзници со просечен годишен обем од 0,86 % од активата. Во петте години по влегувањето на пазарот на СР, издавачката активност се удвојува на 1,72 % од средствата. Овој пораст е значаен на ниво од 1 %. Резултатите се слични ако се земат предвид една или тригодишни временски хоризонти околу датумот на влез во СР. За

разлика од издавачите на СР, промената во активноста на издавање обврзници од контролните фирми според возраста или контролата според инвестицијата фирмите обично се статистички незначителни. Просечниот пораст на издавањето обврзници за фирмите за СР е значително поголем од оној за контролните фирми на ниво од 5 % за трите и петгодишните хоризонти. Панел А од Табела VII, исто така, покажува дека зголемувањето на издавањето на обврзниците е поголемо за фирмите за СР кои имаат позитивен износ на позајмувањето за СР во текот на која било од првите три години од воспоставувањето на програмата за СР. На пример, овие активни заемопримачи на пазарот на СР го зголемуваат нивното издавање обврзници од просечно 1,35 % од средствата на 3,97 % од годината пред до годината по влегувањето на пазарот на СР.

Табела VII: Издавање обврзници и рефинансирање на CP

Panel A: Bond Issuance around Entry into the CP Market

	CP Firms			Control Firms		
	Pre-entry (A)	Post-entry (B)	Test (B-A)	Pre-entry (C)	Post-entry (D)	Test (D-C)
CP firms and age-matched control sample						
Over 5 years	0.86%	1.72%	4.31***	1.49%	1.48%	-0.04
	439	443		462	466	
Over 3 years	0.79%	1.78%	4.78***	1.78%	1.54%	-0.99
	437	439		462	466	
Over 1 year	0.81%	1.96%	3.68***	1.59%	2.37%	1.72*
	432	429		462	466	
CP firms and investment-matched control sample						
Over 5 years	0.82%	1.84%	3.93***	1.42%	1.56%	0.58
	277	279		276	279	
Over 3 years	0.75%	1.89%	4.02***	1.64%	1.72%	0.25
	277	279		276	279	
Over 1 year	0.92%	1.99%	2.56***	1.66%	2.13%	0.81
	277	279		276	279	
CP firms with positive CP outstanding in any of the first three years and their age-matched control firms						
Over 5 years	1.61%	3.48%	3.27***	2.53%	3.10%	0.13
	98	100		99	100	
Over 3 years	1.47%	3.83%	4.13***	3.69%	2.91%	-1.13
	98	100		99	100	
Over 1 year	1.35%	3.97%	3.10***	3.56%	4.03%	0.41
	98	100		99	100	

Panel B: Correlation of CP Outstanding with Subsequent Changes in Non-CP Debt and Bond Issuance

Correlation of CP outstanding at year t with	Mean *Median*	Test
Changes in non-CP debt in year t+1	0.210	6.67***
	0.274	*53.5***
Bond issuance in year t+1	0.180	5.57***
	0.172	*23***

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Over 5 years	0.82%	1.84%	3.93***	1.42%	1.56%	0.58
	277	279		276	279	
Over 3 years	0.75%	1.89%	4.02***	1.64%	1.72%	0.25
	277	279		276	279	
Over 1 year	0.92%	1.99%	2.56***	1.66%	2.13%	0.81
	277	279		276	279	
CP firms with positive CP outstanding in any of the first three years and their age-matched control firms						
Over 5 years	1.61%	3.48%	3.27***	2.53%	3.10%	0.13
	98	100		99	100	
Over 3 years	1.47%	3.83%	4.13***	3.69%	2.91%	-1.13
	98	100		99	100	
Over 1 year	1.35%	3.97%	3.10***	3.56%	4.03%	0.41
	98	100		99	100	

Panel B: Correlation of CP Outstanding with Subsequent Changes in Non-CP Debt and Bond Issuance

Correlation of CP outstanding at year t with	Mean *Median*	Test
Changes in non-CP debt in year t+1	0.210	6.67***
	0.274	*53.5***
Bond issuance in year t+1	0.180	5.57***
	0.172	*23***

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Оваа табела го прикажува износот на обврзниците издадени од фирмите за СР и контролните фирми и неговата корелација со заостанатите позајмици за СР (заостанати износи на СР на крајот на годината). Панелот А го споредува просечниот износ на издадени обврзници (како процент од средствата) пред влезот на пазарот на СР со износот издаден по влезот на пазарот на СР за фирмите за СР и контролните фирми. Ги известуваме резултатите за контролниот примерок усогласен со возраста, како и за контролниот примерок усогласен со инвестициите. Првиот запис во секоја ќелија е износот на издадените обврзници како процент од средствата во просек во текот на пет години, три години, и една година пред и по влегувањето на пазарот на СР, соодветно. Вториот запис го дава бројот на набљудувања. Колоната „Тест“ го известува t-тестот за статистичката значајност на разликата во вредностите пред и по влегувањето на пазарот на СР. Панел Б ја прикажува корелацијата помеѓу извонредната СР и промените во долг без СР, како и издавање обврзници во наредната година. Оваа корелација се пресметува со текот на времето за секој СР издавач. Пријавени се средната вредност на пресекот и медијаната на оваа корелација. Статистика од Т-тестот (тест со знаци) за средната вредност (средна) се пријавени во колоната „Тест“.

За да се испита дали издавањето обврзници го рефинансира СР, ја испитуваме временската корелација помеѓу СР и финансирање не-СР. Ако другите извори на долг се рефинансирање на СР, позајмувањата за СР треба да покажат позитивна корелација со последователните промени во долгот што не е поврзан со СР и, особено, со издавањето обврзници. Панел Б од Табелата VII ги прикажува овие корелации. Откривме дека износите на позајмување на СР имаат позитивна корелација со промените во долгот без СР во следната година. Просечната корелација е 0,21 (средната вредност е 0,27) и статистички значајна на ниво од 1 %. Исто така, наоѓаме позитивна корелација помеѓу заемите за СР и издавање обврзници во наредната година. Просечната корелација помеѓу износите на СР и последователната обврзница е 0,18 (средната вредност е 0,17) и статистички значајна на ниво од 1 %. Големината на овие корелации е економски значајна кога се зема предвид дека значителен дел од издавањето на обврзниците е поттикнато од рефинансирање на обврзниците кои доспеваат. Овие резултати сугерираат дека финансирањето на СР често се рефинансира со долгорочен долг, што е во согласност со неговата употреба како механизам за мостно финансирање.

Доказ од проспектите и додатоците за обврзници

За директни докази за рефинансирање на CP, бараме проспекти за обврзници и додатоци за проспекти на издавачи на CP. Ги испитуваме проспектите за обврзници (поднесоци S-3) и додатоците на проспектот за обврзници (поднесоци од 424 Б) за сите фирми-години од 1993 година, во кои базата на податоци на FISD покажува дека издавачот на CP издавал обврзници. Иако во делот за употреба на приходи често се наведува дека средствата се наменети за општи корпоративни цели, многу фирми ја забележуваат својата намера да го рефинансираат CP или краткорочниот долг. Во овие случаи, ги броиме само случаите во кои во поднесувањето експлицитно се споменува дека приходите може да се користат барем делумно за рефинансирање на CP. Бараме 1.128 години на фирма кога фирмата за CP издава барем една обврзница за да видиме дали приходите од обврзницата се користат за рефинансирање на CP. Откривме дека во 37 % од сите фирми-години во кои која било обврзница е издадена од фирма за CP, на барем едно поднесување споменува дека приходите од емисијата на обврзниците може да се користат за рефинансирање на CP. Го забележуваме тоа што веројатно претставува конзервативна проценка за рефинансирање на CP бидејќи фирмите честопати не се експлицитни за тоа користењето на приходите.

Финансирање на Acquisition Bridge

За директен доказ за тоа како CP се користи како механизам за финансирање на мост за преземање нови инвестиции, проучуваме примерок од аквизиции. За разлика од другите инвестиции, аквизициите претставуваат јасно препознатливи инвестициски проекти за кои може директно да се набљудуваат моделите на финансирање. Анализираме случаен примерок од аквизиции кои делумно беа финансирани со CP. По случаен избор избираме издавачи на CP и ги пребаруваме нивните 10-K поднесоци како докази дека тие финансирале аквизиција барем делумно со CP. Потоа го пребаруваме финансиските поднесоци на фирмата (10-K, 10-Q, 8-K, S-3 и 424B) за податоци за тоа колку CP е искористена за финансирање на стекнувањето и дали CP е отплатен или рефинансиран. Поради тоа што одземаат многу време, ја ограничуваме анализата на случајно избран примерок од 40 набавки. За секоја фирма вклучуваме не повеќе од пет преземања во оваа анализа и нашиот примерок вклучува 24 различни стекнувачи.

Табелата VIII прикажува како СР се користи за финансирање на аквизиции. За 34-те аквизиции за кои ние знаејќи ја вредноста на трансакцијата и точниот износ на користениот СР, средната вредност на трансакцијата е 919 милиони долари (просечна вредност од 345 милиони долари) и износот на искористениот СР е 701 милиони долари (средна вредност од 272 милиони долари) или 76 % од вкупната цена на трансакцијата (средна од 79 %). Затоа, ова се релативно големи аквизиции и се финансираат, пред сè, со СР.

Табела VIII: CP како мост финансирање за аквизиции

Panel A: Repayment of CP Used to Finance Acquisitions

	N	Mean *Median*
Acquisition Transaction Value	34	$919 million *$345 million*
Amount of CP used to Finance the Acquisition	34	$701 million *$272 million*
Time taken to repay at least half of the CP used	40	5.8 months *3.25 months*
Time taken to repay all the CP used	40	9.2 months *8.25 months*
Source of CP repayment (several sources possible for a single acquisition):		
Bond Issue	27	
Bank Financing	8	
Stock Offering	2	
Proceeds from Divestitures	2	
Tax Refund	1	
Unknown	5	

Panel B: Ratings Changes and Ratings Outlook after Acquisition and Before Refinancing CP through Bonds

Number of firms with S&P long-term issuer rating history data available	33
Long-term ratings changes after acquisition and before refinancing CP	
Upgrade	0
Downgrade	2
No change	31
Long-term ratings outlook issued after acquisition and before refinancing CP	
Positive	0
Negative	2
None	31

Panel C: Cumulative Abnormal Returns around New Bond Issues

	Bond Issues to Refinance CP		Other Issues of the Refinancing Firms		All Issues of CP Firms during CP Period		All Issues of all CP Firms	
CAR Window	N	Mean *Median*	N	Mean *Median*	N	Mean *Median*	N	Mean *Median*
(-1,0)	17	-0.51% *-0.54%*	113	0.11% *0.27%*	2706	-0.11%** *-0.09%*	3325	-0.12%** *-0.11%***
(-1,+1)	17	-0.72% *-1.09%**	113	-0.11% *0.09%*	2706	-0.12%* *-0.09%**	3325	-0.14%** *-0.13%****

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Оваа табела анализира случаен примерок од 40 набавки барем делумно финансирани од CP. Панелот А покажува колку CP се користи за финансирање на аквизициите, колку време е потребно за да се отплати и како се враќа. Панел Б ги брои бројот на промени во рејтингот и изгледите за рејтингот по стекнувањето и пред рефинансирањето на CP преку обврзници. Таму може да бидат неколку емисии на обврзници за рефинансирање што се користат при стекнување. Панелот В ја известува реакцијата на берзата на најавите за емисии на обврзници што се користат за рефинансирање на CP. Кумулативните абнормални приноси (CAR) се пресметуваат со користење на пазарен модел, пондерирани пазарни приноси и дневни приноси на акции во

период на проценка до една година. Колоната „Издавања на обврзници за рефинансирање на СР“ ги вклучува емисиите на обврзници што го рефинансираат СР по стекнувањето. Сите други емисиите на обврзници на истите фирми се во колоната „Други прашања на фирмите кои рефинансираат“. Колумната „Сите прашања на СР фирми за време на СР период“ ги вклучува сите емисии на обврзници на која било фирма за СР кога има пристап до пазарот на СР. Периодот кога фирмата нема пристап до пазарот на СР се додава во колоната „Сите изданија на сите фирми за СР“.

Панелот А од Табела VIII покажува дека средното време по кое се отплаќа најмалку половина од СР користен при финансирањето на стекнувањето е 3,25 месеци (средната вредност е 5,8 месеци). Средното време до сите СР искористено во финансирањето на стекнувањето е отплатено 8,25 месеци (средната вредност е 9,2 месеци). Оттука, СР што се користи за финансирањето за стекнување се враќа многу брзо. Оваа брзина на отплата се чини неконзистентна со хипотезата на агенцијата која сугерира дека за да се обезбедат стимулации за менаџментот, должината на времето што се користи СР треба да одговара на должината на паричните текови на инвестицијата. Брзината на отплата е исто така неконзистентна со повеќето верзии на хипотезата за асиметрични информации.

Според верзијата на хипотезата за асиметрични информации предложена од Дајмонд (1991a), фирмите може да користат краткорочен долг, како што е СР како мост финансирање додека не добијат надградба на нивната обврзница за рејтинг и потоа рефинансирање на СР со издавање обврзници. Податоците не ја поддржуваат оваа хипотеза. Панел Б од Табела VIII покажува дека не постои ниту еден пример кога фирмата е надградена помеѓу финансирањето на СР и негово рефинансирање преку обврзници. Ние, исто така, истражуваме дали користењето СР го намалува попустот за негативниот избор во подоцнежна понуда за обврзници. Доколку е така, пазарот треба попозитивно да реагира на најавите за емисии на обврзници кои рефинансираат СР отколку објавување на други емисии на обврзници. Сепак, не наоѓаме докази дека пазарот поповолно реагира на емисиите на обврзници поврзани со СР за рефинансирање (Панел В од Табела VIII). Брзината со која се рефинансира СР е потенцијално конзистентна со одредена верзија на агенцијата и хипотези за асиметрија на информации, каде квалитетот на проектот е непознат за инвеститорите на почетокот, но е откриен брзо. Ако слабиот

квалитет на проектот им се открие брзо на инвеститорите, таквото откритие може да го наруши кредитниот рејтинг на фирмата, да предизвика спречување на рефинансирање на СР со долгорочен долг и потенцијално принудување на финансиски проблеми доколку СР не може да се преврти. Затоа, СР може да се користи од страна на менаџерите за да го сигнализира високиот квалитет на нивните проекти или да се обврзат да преземаат само висококвалитетни проекти во ситуации кога квалитетот на проектот се открива веднаш на почетокот. Иако нашите резултати од рефинансирање се во согласност со таквото толкување, ние имаме предвид дека нашата анализа на детерминантите за влез на пазарот на СР и износите на позајмување на СР не нудат поддршка за агенцијата или хипотезите за асиметрични информации. Големата брзина со која се рефинансира СР се чини најконзистентна со хипотезата за трошоците на трансакцијата. СР може да се издаде брзо и со ниски трансакции за можности за инвестирање, како што се акционерските квизови што може да пристигнат за кратко време. Понатаму, поради ризикот од незавршување при преземањата, тоа е поскапо да се подигне долгорочно финансирање кое би требало да се врати во случај стекнувањето да не биде завршено, поради премии за повици и трошоци за враќање на обврзниците. Користењето СР за финансирање на стекнување и рефинансирање на СР со долгорочен долг претставува стратегија за пониски трошоци за трансакцијата. Панелот А од Табела VIII, исто така, покажува дека во дваесет и седум преземања фирмите ги користат приходите од обврзниците за да отплатат барем дел од СР. Во осум случаи фирмите користат барем дел од банкарското финансирање, во два случаи приноси од понуда на акции, во два случаи приливи од продавање, а во еден случај од поврат на данок за враќање на СР (фирмите понекогаш користат неколку извори за враќање на СР).

Иако постои мешавина на извори за рефинансирање, обврзниците се доминантен извор со најмалку 57,5 % од целата отплата на СР што доаѓа од приходите од емисиите на обврзници. Покрај тоа, во најмалку 16 преземања фирмите користат само обврзници за отплата на СР.

Заклучок

Хартиите од вредност се основна компонента на финансискиот пазар, обезбедувајќи им на инвеститорите можности за диверзификација, потенцијални приноси и ликвидност. Со инвестирање во разновидно портфолио на хартии од вредност, поединците можат ефективно да управуваат со ризикот и потенцијално да имаат корист од апрецијацијата на капиталот и генерирањето приход. Сепак, важно е инвеститорите да бидат свесни за нестабилноста на пазарот и да се едуцираат за различни видови хартии од вредност, инвестициски стратегии и техники за управување со ризик. Хартиите од вредност се регулирани од органи како што е Комисијата за хартии од вредност (КХВ) за да се обезбедат фер и транспарентни пазари. Генерално, инвестирањето во хартии од вредност бара внимателно разгледување на индивидуалната толеранција на ризик, истражување и финансиски цели.

Во овој труд ги проучувавме трошоците и придобивките од несредениот краткорочен долг, користејќи податоци од пазарот на CP. Анализираме нов и сеопфатен сет на панел податоци за сите американски нефинансиски издавачи на CP од почетокот на рејтингот на CP во раните 1970-ти. Откривме дека фирмите користат CP за да обезбедат почетно финансирање за капитални инвестиции. Нашата анализа сугерира дека пристапот до CP ги надминува пазарните триења поврзани со трансакциски трошоци за ново издавање безбедност, но не наоѓаме поддршка за агенција и информативни асиметрични мотиви за издавање на CP. Тврдиме дека ризикот од превртување кој произлегува од кратката рочност на CP претставува примарен недостаток на CP, особено кога се користи за финансирање на долгорочни инвестиции. CP издавачите го ограничуваат настанатиот ризик од превртување со користење на CP како механизам за финансирање мост за финансирање на нови инвестиции и нивно рефинансирање на пазарот на јавни обврзници.

Изворот на финансирање кој е најблиску до CP се кредитните линии бидејќи кредитните линии се исто така брзи, може да имаат кратки рокови на достасување и да им даде на фирмите опција, но не и обврска да позајмуваат. Сепак, за разлика од банките кои имаат трошоци за скрининг и тековен мониторинг, инвеститорите на пазарот на CP ги оценуваат фирмите според нивниот кредитен рејтинг и не треба да се компензираат за трошоците за скрининг и мониторинг. Затоа, CP е поевтин од кредитните линии за фирми

со низок ризик за превртување бидејќи ги избегнува финансиските трошоци при посредување. Откривме и дека фирмите со пристап до СР имаат корист од пониски трошоци за издавање обврзници од фирмите само со кредитни линии. Сепак, ние не истражуваме дали СР е „специјален“, во смисла што дозволува фирмите да преземаат инвестиции што не би ги преземале со кредитни линии, но ова прашање го оставаме на идни истражувања.

Резултатите исто така, ја истакнуваат динамичната интеракција помеѓу краткорочниот и долгорочниот долг, илустрираат дека краткорочниот долг понекогаш се користи како мост за долгорочно финансирање и сугерира дека краткорочниот долг без посредство е највисок во редот на ново издавање хартии од вредност за некои фирми.

Користена литература

1. Baker, T. and Simon, J. (eds.) (2002). Embracing Risk: The Changing Culture of Insurance and Responsibility. Chicago, IL: University of Chicago Press.

2. Biersteker, T. J. (2004). The return of the state? Financial re-regulation in the pursuit of security after September 11. In: Tirman, J. (ed.) The Maze of Fear: Security and Migration After 9/11. New York, NY: New Press, 59-75.

3. Biersteker, T. J. and Eckert, S. E. (eds.) Countering the Financing of Terrorism. London: Routledge. Bougen, P. D. (2003). Catastrophe risk. Economy and Society, 32(2): 253-74.

4. Buzan, B., Waever, O. and de Wilde, J. (1998). Security: A New Framework for Analysis. Boulder, CO: Lynne Rienner.

5. Campbell, D. (1992). Writing Security: United States Foreign Policy and the Politics of Identity. Minneapolis, MN: University of Minnesota Press.

6. Campbell, D. (2005). The biopolitics of security: Oil, empire and the sports utility vehicle. American Quarterly, 57(3): 943-72.

7. Carruthers, B.G. and Babb, S. (1996). The color of money and the nature of value: Greenbacks and gold in postbellum America. American Journal of Sociology, 101(6): 1556-91.

8. Cohen, B. (1996). Phoenix risen: The resurrection of global finance. World Politics, 48: 268-96.

9. Covitz, Dan, and Chris Downing (2007). Liquidity or credit risk? The determinants of very short-term corporate yield spreads, Journal of Finance 62, 2303-2328.

10. Daston, L. (1988). Classical Probability in the Enlightenment. Princeton, NJ: Princeton University Press. de Goede, M. (2001) Discourses of scientific finance and the failure of Long-Term Capital Management. New Political Economy, 6(2): 149-70.

11. Demiroglu, Cem, and Christopher James (2010). The information content of bank loan covenants, Review of Financial Studies 23, 3700-3737.

12. Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole (1994). A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence, Quarterly Journal of Economics 109, 1027-1054.

13. Diamond, Douglas (1991a). Debt maturity structure and liquidity risk, Quarterly Journal of Economics 106, 709-737.

14. Diamond, Douglas (1991b). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt, Journal of Political Economy 99, 689-721.

15. Dillon, M. (2007). Governing through contingency: The security of biopolitical governance. Political Geography, 26(7): 41-47.

16. Dillon, M. (2008). Underwriting security. Security Dialogue, 39(2-3): 309-32.

17. Dillon, M. and Lobo-Guerrero, L. (2008). Biopolitics of security in the 21st century: An introduction. Review of International Studies, 34(2): 265-92.

18. Flannery, Mark, J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice, Journal of Finance 41, 19-37.

19. Fons, Jerome, S., and Andrew E. Kimball (1992). Defaults and orderly exits of commercial paper issuers, Moody's Special Report.

20. Froud, J., Johal, S., Leaver, A. and Williams, K. (2006). Financialization and Strategy: Narrative and Numbers. London: Routledge.

21. Gao, Pengjie, and Hayong Yun (2010). Commercial paper, lines of credit, and the real effects of the financial crisis of 2008: Firm-level evidence from the manufacturing industry, Unpublished manuscript, University of Notre Dame.

22. Gao, Pengjie, and Hayong Yun (2012). Liquidity backstop, corporate borrowing, and real effects, Unpublished manuscript, University of Notre Dame.

23. Gorton, Gary, and George Pennacchi (1990). Financial intermediaries and liquidity creation, Journal of Finance 45, 49-71.

24. Graham, John R., and Campbell R. Harvey (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, Journal of Financial Economics 60, 187-243.

25. Guedes, Jose, and Tim Opler (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues, Journal of Finance 51, 1809-1833.

26.Hahn, Thomas K. (1993). Commercial paper, in Timothy Q. Cook and Robert K. LaRoche, eds.: Instruments of the Money Market (Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, VA).

27. Ham, John C., and Arie Melnik (1987). Loan demand: An empirical analysis using micro data, Review of Economics and Statistics 69, 704-709.

28. James, Christopher (1987). Some evidence on the uniqueness of bank loans, Journal of Financial Economics 19, 217-235.

29. McCulloch, J. and Pickering, S. (2005). Suppressing the financing of terrorism. British Journal of Criminology, 45: 470-86.

30. Tickell, A. (2000). Dangerous derivatives: Controlling and creating risks in international money. Geoforum, 31(1): 87-99.

31. Williams, M. C. (2003). Words, images, enemies: Securitization and international politics. International Studies Quarterly, 47(4): 511-31.

*Дополнителни табели

Табела IA.1: Збирна статистика за учесници на пазарот на CP

Панел А: Број на фирми кои влегуваат на пазарот на CP

	P-1 (A-1+ / A-1)	P-2 (A-2)	P	Total
1971	3	4	186	193
1972-1975	30	21		51
1976-1980	83	26		109
1981-1985	74	18		92
1986-1990	42	43		85
1991-1995	18	21		39
1996-2000	19	66		85
2001-2005	10	13		23
Full Sample	**279**	**212**	**186**	**677**
Post-1971 Sample	**276**	**208**	**0**	**484**

Панел Б: Споредба на карактеристиките на фирмата на издавачите на CP и фирмите Compustat

	CP Firms (A)		*Compustat* Firms (B)		t-stat	z-stat
	Mean	Median	W-mean	Median	(A - B)	(A - B)
Operating Cash Flow	0.179	0.175	0.006	0.096	6.80***	17.70***
Leverage	0.233	0.225	0.298	0.235	-3.90***	-0.73
M/B	1.303	1.069	1.791	0.956	-2.95***	3.44***
Log of Sales	7.516	7.413	4.148	4.204	26.82***	27.38***
Capex	0.095	0.082	0.070	0.045	5.90***	12.98***
Cash	0.053	0.034	0.147	0.062	-9.77***	-9.35***
Working Capital	0.133	0.136	0.493	0.165	-2.26**	-4.24***

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Табела IA.2: Опстанок и излез на пазарот на CP

Панел А: Времетраење на преживување на пазарот на CP

Duration (years)	Conditional on Exit				Conditional on Survival			
	Freq.	Percent (%)	Cum. Freq.	Cum. Percent (%)	Freq.	Percent (%)	Cum. Freq.	Cum. Percent (%)
0-1	11	3.46	11	3.46	3	1.81	3	1.81
1-2	23	7.23	34	10.69	3	1.81	6	3.61
2-3	25	7.86	59	18.55	1	0.6	7	4.22
3-4	26	8.18	85	26.73	2	1.2	9	5.42
4-5	22	6.92	107	33.65	7	4.22	16	9.64
5-6	14	4.4	121	38.05	9	5.42	25	15.06
6-7	16	5.03	137	43.08	8	4.82	33	19.88
7-8	13	4.09	150	47.17	3	1.81	36	21.69
8-9	15	4.72	165	51.89	3	1.81	39	23.49
9-10	12	3.77	177	55.66	5	3.01	44	26.51
10-11	10	3.14	187	58.81	3	1.81	47	28.31
11-20	80	25.16	267	83.96	47	28.31	94	56.63
20+	51	16.04	318	100	72	43.37	166	100

Панел Б: Доброволно и неволно излегување

	Voluntary exit	Involuntary exit	Survivor	Total
Full sample	219	239	219	677
Post-1971 sample	148	170	166	484
Excluding Delisted Firms				
Full sample	108	185	200	493
Post-1971 sample	73	127	154	354

Табела IA.3: Кореспонденција на рејтингот на CP и рејтингот на долгорочните обврзници

	S&P LT	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	Total
P-1 (A-1+ & A-1)	Freq	21	3	21	14	26	47	3	2	1	2	3	0	1	144
	Row %	14.6	2.1	14.6	9.7	18.1	32.6	2.1	1.4	0.7	1.4	2.1	0	0.7	52.8
	Column %	100	100	100	93.3	100	77.0	13.0	5.3	2.2	22.2	75	0	2.2	
P-2 (A-2)	Freq	0	0	0	1	0	14	20	36	45	7	1	1	3	129
	Row %	0	0	0	0.8	0	10.9	15.5	27.9	34.9	5.4	0.8	0.8	2.3	47.2
	Column %	0	0	0	6.7	0	23.0	87.0	94.7	97.8	77.8	25	100	75	
	Total	21	3	21	15	26	61	23	38	46	9	4	1	4	273
	Percent	7.7	1.1	7.7	5.5	9.5	22.3	8.4	13.9	16.9	3.3	1.5	0.4	1.47	100

Табела IA.4: Карактеристики на фирмите за CP и контролните фирми

	Mean	Median	Mean	Median	t-test (A-B)	z-test (A-B)
	CP Firms (A)		Age-Matched Control (B)			
N	428		428			
Age	19.114	22.000	21.998	24.000	3.69***	3.52***
Operating Cash Flow	0.186	0.183	0.160	0.160	5.48***	3.84***
Leverage	0.216	0.206	0.248	0.236	-3.75***	-4.09***
M/B	1.313	1.059	1.105	0.876	2.79***	3.84***
Capex	0.090	0.076	0.082	0.066	1.77*	2.78***
Log of Assets	7.277	7.196	7.046	7.007	2.98***	2.31**
Cash	0.064	0.044	0.070	0.045	-1.15	-0.36
	CP Firms (A)		Investment-Matched Control (B)			
N	276		276			
Operating Cash Flow	0.183	0.180	0.165	0.158	3.42***	-3.10***
Leverage	0.209	0.202	0.268	0.266	-5.85***	-5.86***
M/B	1.239	0.986	1.246	0.856	0.05	2.37**
Capex	0.085	0.075	0.089	0.076	-0.84	-0.58
Log of Assets	7.358	7.279	6.913	6.875	4.49***	-3.90***
Cash	0.065	0.043	0.065	0.040	0.05	0.72

***, **, * indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Табела IA.5: Промена на средствата во готовина околу влезот во CP

Change in Cash Holdings	CP Firms	Control Firms	Paired Difference (CP-Control)
From year -1 to year 0	-1.16%***	-0.24%	-0.87%***
	*-0.55%****	*-0.01%*	*-0.71%****
From year -3 to year 0	-3.87%***	-1.24%***	-2.51%***
	*-1.74%****	*-0.44%****	*-2.00%****

Табела IA.6: Извори и употреба на средства околу влезот на CP

	Year -1	Year 0
Sources of funds		
Cash flow after tax	13.4%	13.0%
Net long-term debt issuance	1.6%	2.8%
Net change in short-term debt	0.5%	0.8%
Net equity issuance	0.2%	0.6%
Reduction in cash holdings	1.6%	1.0%
Total	17.3%	18.2%
Uses of funds		
Capex	9.0%	9.5%
Acquisitions	2.4%	3.3%
R&D	3.3%	3.4%
Dividend	2.5%	2.5%
Change in working capital net of cash	0.4%	0.9%
Total	17.6%	19.6%