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



Факултет за економија и организација на претприемништво
Маркетинг Менаџмет

МАГИСТЕРСКИ ТРУД

Влијанието на пандемијата предизвикана од КОВИД-19 врз вредноста на акциите и хартиите од вредност на пазарот во Република Северна Македонија

Ментор: проф. д-р Павлина Стојанова

Кандидат: Ана Крстевска

Битола, 2021

Благодарност

Изразувам голема благодарност до проф. д-р Павлина Стојанова за помошта при изработката на магистерската работа, за укажаната поддршка во текот на моето студирање и за остварувањето на мојата зацртана цел.

Посебна и голема благодарност до моето семејство и моите најблиски за безрезервната поддршка во текото на моето студирање.

Апстракт

Пандемијата на КОВИД-19, во последните две години, од нејзиниот почеток па сè до денес, има големо и негативно влијание во секоја сфера од современиот и од општествениот живот. Од почетокот на пандемијата, па сè до денес, посебно во економијата како посебна наука, таа директно и индиректно има најголемо негативно влијание. Економијата во Република Северна Македонија во 2020 и 2021 година е условена од збир меѓусебно поврзани случувања кои се директно поврзани со кризата предизвикана од КОВИД-19.

Акцијата како поим во банкарскиот сектор претставува писмена исправа, односно (сертификат) за сопственост над средствата вложени во фирмата, компанијата или претпријатието, банката или во друга финансиска организација, организација за осигурување или, пак, на сметката на друго правно лице кое може да стекне одредена добивка.

Пазарот на кој се тргува со акции или хартии од вредност или пазарот на капитал, во суштина, е јавен ентитет (мрежа на слободни економски трансакции, но, во никој случај, не е физички објект или дискретен ентитет) за тргување со хартии од вредност или со акции на компанија или со деривативи по договорена цена. Тие претставуваат акции или хартии од вредност, кои се објавени на официјалниот список на берзата каде што се тргува со нив, како и акции или хартии од вредност со кои се тргува приватно.

Врз тргувањето на хартиите од вредност влијаат низа фактори, а најактуелно, во последно време, е и влијанието на пандемијата на КОВИД-19 врз хартиите од вредност и акциите како на домашниот така и на странскиот пазар.

Кризата предизвикана од КОВИД-19 влијае на сите сектори од современиот живот во едно современо општество, па таа има директна улога и врз вредноста на акциите и

тргувањето со акциите како на домашниот пазар во Република Северна Македонија така и на странскиот пазар каде што акционерите тргуваат со хартиите од вредност.

Клучни зборови: Акции од вредност, пазар, пари, КОВИД-19, влијание.

Abstract

The pandemic caused by COVID - 19 in the last two years from its inception until today has had a great and negative impact on every sphere of modern and social life. From the beginning of the pandemic caused by COVID - 19 until today, especially in economics as a separate science and special area, COVID - 19 had the greatest direct and indirect negative impact.

The economy in the Republic of Northern Macedonia in 2020 and 2021 was conditioned by a set of interrelated developments that were directly related to the crisis caused by COVID -19.

The share as a term in the banking sector is a written document (certificate) for ownership of the assets invested in the company, company or enterprise, bank or other financial organization, insurance organization or other legal entity that can gain a certain profit.

The market in which stocks, securities or capital markets are traded is essentially a public entity (a network of free economic transactions, but in no case a physical object or discrete entity) for trading in securities or shares of a company or derivatives at an agreed price; these are shares or securities, which are published on the official list of the stock exchange where they are traded, as well as those that are traded privately.

The trading of securities is influenced by a number of factors and the most current lately is the impact of the pandemic caused by COVID-19 on securities and stocks in both the domestic and foreign markets.

Just as the crisis caused by COVID-19 affected all sectors of modern life in a modern society, so COVID-19 had a direct role on stocks and stock trading both on the domestic market in the Republic of Northern Macedonia and on the foreign market where shareholders trade with securities.

Keywords: Shares of value, market, money, COVID-19, impact

Содржина

1. ВОВЕД.....10
2. ПРЕГЛЕД НА ЛИТЕРАТУРА.....11
2.1. Финансиски пазар.....12
2.2. Цели и задачи на финансискиот пазар.....13
2.3. Сегменти на финансискиот пазар.....13
2.3.1. Пазар на пари.....15
2.3.1.1. Поим и суштина на пазарот на пари.....16
2.3.1.2. Инструменти на пазарот на пари.....16
2.3.1.2.1. Слободни парични средства.....17
2.3.1.2.2. Краторочни хартии од вредност.....23
2.4. Функции на пазарот на пари.....23
2.5. Учесници на пазарот на пари.....25
2.6. Организација на пазарот на пари.....26
2.7. Примарен пазар на краткорочните хартии од вредност.....26
2.8. Секундарен пазар на краткорочните хартии од вредност.....27
2.9. Пазар на девизи.....29
2.10. Пазар на капитал.....30
2.10.1. Поим и суштина на пазарот на капитал.....31
2.10.2. Функции на пазарот на капитал.....33
2.10.3. Организација на пазарот на капитал.....34
2.10.4. Примарен пазар на капитал.....39
2.10.5. Секундарен пазар на капитал.....42
2.10.6. Терцијален пазар на капитал.....42
2.10.7. Квартален пазар на капитал.....43

2.10.8. Учесници на пазарот на капитал.....46
2.11. Функции на финансискиот пазар.....47
2.12. Хартии од вредност.....48
2.12.1. Акции.....48
2.12.2. Карактеристики на акциите.....51
2.12.3. Видови акции.....53
2.12.4. Права на акционерите.....60
2.12.5. Механизми за заштита на правата и интересите на акционерите.....63
2.12.6. Обврзници.....64
2.12.7. Видови обврзници.....72
2.12.8. Ризици при инвестирање во обврзници.....73
2.12.9. Основни разлики помеѓу акциите и обврзниците.....74
2.12.10. Финансиски деривативи.....74
2.12.11. Термински договори.....77
2.12.12. Фјучерс договори.....78
2.12.13. Опции.....83
2. ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО.....85
3. МАТЕРИЈАЛИ И МЕТОДИ ЗА РАБОТА.....86
3.1. Материјали за работа.....86
3.2. Методи за работа.....86
4. РЕЗУЛТАТИ И ДИСКУСИЈА.....86
5. ЗАКЛУЧОЦИ И ПРЕПОРАКИ.....113
6. КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА.....119
7. ПРИЛОЗИ.....

1. ВОВЕД

Терминот, односно поимот инвестирање има повеќе тесно поврзани значења кои се однесуваат на директното штедење, односно на одложувањето на моменталната потрошувачка на населението како на физичките така и на правните лица. Од финансиска гледна точка, инвестирањето претставува директно купување на одреден имот (хартии од вредност, недвижнини, скапоцености и сл.) или, од друга страна, депонирање на пари во банка, со намера за остварување на иден принос од вложувањата, односно за остварување на камата од депонираните средства. Едноставно кажано, инвестирањето, во суштина, значи ставање на „Вашите“ пари во улога да „заработуваат“ за Вас[1].

Има низа начини на кои може да се инвестираат сопствените директни и индиректни заштеди, односно сопствените влогови, како на пример, купување на хартии од вредност (акции, обврзници, удели во инвестициски фондови и сл.), недвижности, скапоцености и слично или започнување на сопствен бизнис со кој се настапува на пазарот. Меѓутоа, треба да се потенцира дека, независно од начинот на инвестирање, основната цел е да се стават сопствените директни и индиректни заштеди во употреба со цел тие да генерираат дополнителен приход, односно дополнителен принос.

Разликата помеѓу инвестирањето и обложувањето, во суштина, е во тоа што обложувањето претставува одреден вид директно и индиректно вложување на одредени парични средства во одреден иден неизвесен настан со надеж на оној кој вложува да оствари профит, во случај на остварување на настанот. Од друга страна, инвестирањето, исто така, претставува вложување на средства, врз основа на стручна и компетентна анализа заснована на точни и навремени информации и на разумно очекување за принос од вложувањето. Но треба да кажеме дека во практиката често доаѓа до одреден вид

[1] Во текстот се употребуваат голем број термини што припаѓаат на економската терминолошка лексика. За да се зачува точноста и прецизноста во изразувањето, овие термини се употребуваат во формата во која се веќе прифатени во економијата иако за некои од нив може да има или може да се создаде соодветен домашен еквивалент.

замена, а, исто така, и идентификување на овие два термини заради начинот на кој некои лица инвестираат. Така на пример, ако се купуваат акции или хартии од вредност од одредена компанија, врз основа на непотврдени и шпекулативни информации, ризикот од таквото инвестирање е еднаков на обложување.

Треба да се напомене дека и кај инвестирањето има одреден степен на ризик и нема гаранции за сигурен принос од вложувањата, меѓутоа инвестирањето е, пред сè, засновано на разумна проценка, а не на среќата што е доста важен фактор во овој сегмент.

Иако овој концепт изгледа многу лесен и многу едноставен, сепак, тој ја одразува суштината на инвестирањето. Има низа алтернативи за инвестирање, односно повеќе видови средства во кои може да се инвестираат сопствените пари (купување акции, односно хартии од вредност, финансиски деривати, недвижнини, скапоцености, депонирање на пари во банка или, пак, во штедилница). Вложувањата на физичките или правните лица секогаш се проследени со одредена претходна намера за остварување иден принос.

За да може да се процени во кои од наведените средства да се инвестира, неопходно е да се утврдат карактеристиките на секое средство поединечно, како и дали тоа средство соодветствува на целта што, во овој случај, треба да се постигне со инвестицијата. Сепак, треба да се каже дека најдобар, но и најбезбеден начин за инвестирање на сопствените пари и материјални средства е преку создавање на портфолио од повеќе различни инструменти, како и од средствата за инвестирање. Портфолиото, во суштина, претставува комбинација на многу различни типови парични или материјални средства што се избрани и меѓусебно комбинирани со стриктна намера за постигнување на одредена инвестициска цел. Во овој случај, неопходно е да се познаваат различните карактеристики на средствата во кои може да се инвестира, како и самиот начин на кој тие различни карактеристики влијаат едни на други и дејствуваат во насока на остварување на инвестициската цел. Основната цел при создавањето на инвестициското портфолио, всушност, е диверзификацијата. Карактеристично е да се каже дека има доста голем број научни трудови и научни работници што работат и истражуваат на оваа проблематика, како и анализи кои ја демонстрираат важноста на диверзификацијата, меѓутоа поентата се сведува на тоа дека не треба „сите јајца да се стават во една иста кошница.“ Ако се

прошири посакуваната инвестиција на повеќе видови средства, тоа, во голема мера, ќе го намали ризикот од финасиски загуби. Имено, треба да потенцираме дека ако дел од парите се вложат во некои акции, како сопственички хартии од вредност, а дел, пак, во обврзници, како должнички хартии од вредност, во случај на непосакуван пад на вредноста на акциите, финансиската стабилност на порфолиото ќе биде компензирана од стабилните приходи на обврзниците.

Средствата кои може да бидат дел од инвестициското портфолио, во суштина, може да бидат различни, како на пример, реални средства (уменички слики, недвижности, злато), долгорочни или, пак, краткорочни хартии од вредност, сопственички и должнички хартии од вредност, финансиски деривати, банкарски депозити итн. Секое од овие средства носи со себе одредено ниво на ризик, а, соодветно на тоа, и можност за целосно остварување на одредено ниво на принос.

Лицето кое сака да инвестира секогаш се соочува со одредено ниво на непосакуван ризик, во смисла на тоа дека нема да може да ги поврати инвестираните средства кои, всушност, ги вложува, односно дека нема да оствари дополнителен принос од нив. Оттаму, треба да се каже дека и инвеститорот секогаш и во целост очекува одредено ниво на принос од инвестицијата како компензација за нивото на претходно преземениот ризик. Во теоријата, но и во литературата важи законитоста дека колку што е поголем ризикот од инвестицијата толку треба да биде поголеми самиот принос од неа и обратно, колку што е помал преземениот ризик што го носи инвестицијата толку треба да биде помал и приносот од неа. Бидејќи има повеќе алтернативи, како и повеќе начини на инвестирање, се поставува прашањето како да се определи нивото на ризик кој го носи секоја поединечна инвестиција за да може лицето кое инвестира и тргува на пазарот со хартии од вредност правилно да го димензионира своето портфолио, соодветно на нивото на ризик кој во целост е спремен да го поднесе. Притоа, треба да се каже и да се потенцира дека треба да се земат предвид два основни фактори:

– Временскиот хоризонт, за кој треба да се знае следното: Пред да вложи, лицето кое инвестира треба да го дефинира временскиот период во кој е спремен да ги „држи“

вложените пари во инвестицијата. Колку што е подолг временскиот хоризонт толку повеќе инвеститорот треба да може да си дозволи да ризикува и обратно.

– Обемот на инвестицијата која се вложува, за кој треба да се знае следното: Пред да вложи, лицето кое инвестира, односно тргува со хартии од вредност на пазарот, треба да процени колкав износ на парични средства може да си дозволи да изгуби, без притоа да ја наруши својата финансиска стабилност. Колку што е поголем износот на расположливите средства за инвестирање толку повеќе инвеститорот треба да може да си дозволи да ризикува и обратно.

По утврдување на временскиот хоризонт и износот на расположливите средства, како фактори за определување на нивото на толеранција на ризикот, потребно е да се определат алтернативите на инвестирањето, односно да се определи средството во кое ќе се вложат заштедените пари или комбинацијата од повеќе видови средства, преку креирање и создавање на структурата на инвестициското портфолио.

Целта, задачата и основната примарна суштина на спроведеното истражување, но, пред сè, резултатите кои ќе произлезат од него имаат за цел да дадат појасна и поконкретна слика за значењето на акциите или хартиите од вредност кои одредени физички и правни лица ги имаат во банките, како и за влијанието на пандемијата на КОВИД-19 врз вредноста на акциите во банките во Република Северна Македонија.

2. ПРЕГЛЕД НА ЛИТЕРАТУРА

2.1. Финансиски пазар

Има три клучни и основни видови пазари во рамките на економскиот систем[2]:

1. Пазари на факторите на производството.
2. Пазари на стоките.
3. Финансиски пазари.

Факторските пазари, во суштина (како во практиката така и во теоријата) ги алоцираат факторите на производството – земјата, вложениот труд, капиталот – за потоа да го дистрибуираат остварениот доход (наемнините, рентите и сл.)[3] на сопствениците на продуктивните ресурси. Економските агенти, всушност, го трошат најголемиот дел од својот доход кој е создаден на факторските пазари за купување одредени стоки, како и одредени услуги на пазарите на стоки. Целиот доход што се создава на факторските пазари не се употребува за потрошувачка.

Од друга страна, компаниите и државата заштедуваат одреден дел од доходот на домаќинствата по оданочувањето кое е пропишано со закон. Токму тука, во овој дел, финансиските пазари стапуваат на сцена, а тие, исто така, имаат витална функција во рамките на економскиот систем. Тие, во суштина, директно и индиректно го канализираат штедењето кон оние поединци, компании и институции на кои им се потребни повеќе средства за потрошувачка отколку што изнесува нивниот тековен доход. Финансиските пазари го овозможуваат директниот трансфер на финансиските средства, од оние кои имаат расположливи вишоци, до оние на кои им недостасуваат средства[4]. Финансискиот пазар, исто така, е „Организирано место на кое, под определени услови, се сретнуваат

[2] М. Петковски, Финансиски пазари и институции, Економски факултет, Скопје, 2004, стр. 24.
[3] Б. Трајковски и Г. Трајкоска, Управување со обртните средства, Економски факултет, Прилеп, 1999.
[4] Петковски, 2004, стр. 24.

понудата и побарувачката на пари, капитал и девизи, а како резултат на понудата, но и на побарувачката се формира одредена претходно утврдена цена, односно каматна стапка на парите, капиталот и девизите[5].“

Мораме да кажеме и да потенцираме дека основна цел и основа задача на финансискиот пазар е да врши алокација на финансиските средства од физички или правни лица кои располагаат со вишок (слободни) парични средства, кон физички и правни лица кои имаат потреба од дополнителни средства за финансирање на своите тековни и идни развојни планови и програми[6].

2.2. Цели и задачи на финансискиот пазар

Современите и искусните менаџери кои имаат работно искуство во оваа проблематика и сопствениците на компании, фирми претпријатија, како и нивните работници во секојдневното работење мораат постојано да донесуваат финансиски одлуки од кои зависи опстанокот на фирмата, односно на компанијата[7]. Пред нив често се појавува прашањето како да ја одржат ликвидноста на компанијата, од каде да обезбедат краткорочни и долгорочни финансиски средства за нивната компанија нормално, ефикасно и ефективно да функционира, во каков облик да го чуваат вишокот на готовината, кога, од каде, но, исто така, и какви девизи или хартии од вредност да купат[8]. Како и самиот процес на обезбедувањето средства за нормално одвивање на деловните функции на компанијата, фирмата, односно претпријатието и реализирањето на нивните развојни планови и програми претставува императив за врвниот менаџмент во претпријатието, но не се помалку важни процесот, значењето и инвестирањето на вишокот на средствата со кои располагаат правните, но и физичките лица.

[5] Б. Трајковски и Г. Трајкоска, Управување со обртните средства, Економски факултет, Прилеп, 1999 г.
[6] Истото.
[7] Истото.
[8] Ј. Димитрова, Македонскиот пазар на капитал – состојби и перспективи, Монографија, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип, 2015.

Поради тоа, има потреба од институционализиран пазар кој ќе биде строго регулиран со законска регулатива и од институции во кои ќе се процесуира и изведува трансферот на сопственоста над капиталот[9].

Во трудот „Управување со обртните средства“, од авторите проф. д-р Бранко Трајковски и проф. д-р Гордана Трајкоска[10] од 1999 година, финансискиот пазар е претставен и е дефиниран како „Организирано место на кое, под определени услови, се сретнуваат понудата и побарувачката на пари, капитал и девизи, а како резултат на понудата и побарувачката, се формира цена, односно каматна стапка на парите, капиталот и девизите.“ Ова значи дека основна цел и задача на финансискиот пазар е да врши алокација на финансиските средства од физички или правни лица кои располагаат со вишок (слободни) парични средства, кон физички и правни лица кои имаат целосна потреба од дополнителни средства за директно финансирање на своите тековни и идни развојни планови и развојни програми[11].

2.3. Сегменти на финансискиот пазар

Финансискиот пазар, во суштина, служи и за финансирање на инвестициите, и тоа: директно финансирање, индиректно финансирање и интерно финансирање. Финансискиот пазар, исто така, е специфичен пазар бидејќи на него се тргува со специфична стока (пари, капитал, хартии од вредност – краткорочни, но, исто така, и долгорочни, валути и девизи), на специфичен начин и според специфични услови. Финансискиот пазар се состои од три сегменти (секој од нив со определени директни и индиректни функции)[12].

2.3.1. Пазар на пари

2.3.1.1. Поим и суштина на пазарот на пари

[9] Истото.
[10] Б. Трајковски и Г. Трајкоска, Управување со обртните средства, Економски факултет, Прилеп, 1999 г.
[11] Димитрова, 2015.
[12] Ј. Димитрова и З. Колев Зоран, Хартии од вредност, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Економски факултет – Штип.

На пазарот на пари, во суштина, се сретнуваат понудата и побарувачката на слободните краткорочни финансиски средства (краткорочни парични средства – краткорочни банкарски кредити доделени од домашните банки, краткорочни хартии од вредност)[13]. Треба да се нагласи дека пазарот на пари се состои од голем број краткорочни должнички хартии од вредност, кои обично лесно се продаваат. Овие хартии од вредност честопати се тргуваат во големи износи и потешко се достапни за индивидуалните инвеститори кои се занимаваат со оваа проблематика. Но, од друга страна, фондовите на пазарите на пари се лесно достапни за малите инвеститори и тие фондови ги обединуваат ресурсите на голем број инвеститори и во нивно име на пазарот на пари купуваат различни видови акции и хартии од вредност.

Инструментите со кои се тргува на пазарот на пари имаат одреден број заеднички карактеристики: тие се должнички обврски, имаат рокови од еден ден до цела година и имаат висок степен на сигурност на главницата, пред сè, поради незначителниот каматен ризик и фактот дека овие инструменти ги издаваат заемобарателите со висок кредитен рејтинг. Краткорочните должнички инструменти, во суштина, ги издаваат државите, државните агенции, централните банки, големите комерцијални банки кои се застапени на домашните пазари, како и реномираните фирми кои функционираат на домашните пазари каде што се тргува со хартиите од вредност. Во овој случај, мораме да потенцираме дека доста високиот степен на ликвидност и издавањето во високи парични износи е, исто така, заедничка карактеристика на овие споменати должнички инструменти[14].

Пазарот на пари може да се разгледува од два аспекти, и тоа во потесна или, пак, во поширока смисла на зборот.

Пазарот на пари во потесна смисла на зборот[15]:

 претставува организиран механизам во институционална смисла на зборот со точно утврдени учесници, со нивни права и обврски, со дефиниран простор, но, исто така, со време на функционирање и со регулирани услови за финансиските трансакции кои се одвиваат на овој пазар;

[13] Димитрова, 2015.
[14] Ј. Родиќ, Пословне финансије, Економика, Београд, 1991.
[15] Димитрова и Колев, 2016.

 опфаќа и содржи промет на меѓубанкарски жирални пари, како и краткорочни хартии од вредност;

 е механизам во кој учесниците на пазарот се овластените банки кои, во суштина, се специјализирани за тоа, како посредничка финансиска институција и централната банка.

Пазарот на пари во поширока смисла[16]:

 ги опфаќа и ги вклучува вкупните парични трансакции кои се одвиваат во една национална економија;

 го опфаќа прометот, освен со вишоци на парични средства и краткорочни хартии од вредност, и со готови пари, со валути и со девизи, но и земање како и давање на сите краткорочни кредити, есконтирање, реесконтирање, ломбардирање и реломбардирање;

 е механизам во кој учесниците се сите субјекти на финансискиот систем на една национална економија.

Значајноста на пазарот на пари се согледува во тоа што овозможува: одржување на оптималната и посакуваната ликвидност на субјектите, непречена циркулација на финансиските инструменти, остварување на целите на монетарно-кредитната и девизната политика, успешно функционирање на деловното банкарство и остварување на адекватна стапка на растеж и стабилност на стопанството во целина.

Пазарот на пари во развиена пазарна економија не е статична категорија, туку динамична – изложена на перманентни движења и промени, односно на таканаречените пазарни осцилации, кои, во суштина, може да бидат позитивни или негативни. Исто така, разликуваме состојба на скапи пари (високи каматни стапки) и состојба на евтини пари (со ниски каматни стапки кои ги дефинира банката)[17].

На пазарот на пари важат определени принципи, и тоа[18]:

 еднообразност (сличност) на инструментите,

[16] Истото.
[17] Родиќ, 1991.
[18] Димитрова и Колев, 2016.

- пазарно однесување на субјектите,
- стабилност и конзистентност.

2.3.1.2. Инструменти на пазарот на пари

Инструменти на пазарот на пари се[19]:

1. Слободни парични средства:
Дневните пари (call money, tagesgeld).
Терминските пари (time deposits, termingeld).

2. Краткорочни хартии од вредност[20]:
Државните обврзници.
Благајничките записи.
Депозитниот сертификат.
Банкарскиот акцепт.
Комерцијалните хартии од вредност.

2.3.1.2.1. Слободни парични средства

Кога говориме за слободните парични средства, треба да кажеме дека дневното купување и продавање на пари се врши меѓу банките. Една банка што има ,,вишок“ парични средства ѝ ги нуди на друга банка што има кусок парични средства, со временски рок на враќање од 1 до максимално 30 дена. Обично ова се прави со телефонски разговор или преку факс. Враќањето на средствата се најавува според законот 1 ден порано. Овој пазар функционира со рок на враќање најмногу до 30 дена и затоа, и се нарекува дневен пазар[21].

Терминското купување и продавање на пари се вршат така што банката што има повеќе средства, односно пари ѝ ги нуди на друга банка која има кусок пари со рок на

[19] Истото.
[20] Истото.
[21] Истото.

враќање од 1 до максимално 3 месеци, а понекогаш во одредени ситуации и (1 година) односно 12 месеци[22].

2.3.1.2.2. Краторочни хартии од вредност

Пазарот на пари се состои од голем број краткорочни должнички хартии од вредност, кои обично лесно се продаваат. Овие хартии од вредност честопати се тргуваат во големи износи и потешко се достапни за индивидуалните инвеститори. Но мораме да потенцираме дека фондовите на пазарите на пари се лесно достапни за малите инвеститори кои тргуваат на пазарот и тие фондови ги обединуваат ресурсите на голем број инвеститори кои, во суштина, тргуваат на пазарот и во нивно име на пазарот на пари купуваат различни видови хартии од вредност. Од друга страна, пак, мораме да кажеме дека инструментите со кои се тргува на пазарот на пари ги имаат следните заеднички карактеристики: тие се должнички обврски, имаат рокови од еден ден до цела година и имаат висок степен на сигурност на главницата, исклучиво поради незначителниот каматен ризик и фактот дека овие инструменти ги издаваат заемобарателите со висок кредитен рејтинг.

Краткорочните должнички инструменти вообичаено ги издаваат државите, државните агенции, централните банки, големите комерцијални банки и реномираните фирми. Високиот степен на ликвидност и издавањето на високи парични износи е, исто така, заедничка карактеристика на овие должнички инструменти.

Како поим, благајничките записи се краткорочна хартија од вредност која гласи на доносител и чија цел на издавање е намалување на количината пари во оптек или покривање на тековниот дефицит во државниот буџет. Благајничкиот запис во себе како целина содржи: ознака дека е запис, име на издавачот, сериски број, износ на кој е издаден, претходно утврдената каматна стапка, место на издавање, ознака дека е на доносител и име на гувернерот на централната банка. Поради реално намалениот и низок ризик, каматната стапка на благајничкиот запис на централната банка, исто така, е пониска, во однос на некои други поризични пласмани. Во суштина, во овој случај,

[22] Истото.

каматната стапка на овој вид хартии од вредност се зема исклучиво како стандард за големината на приносот и трошокот на безризичните вложувања. Записите на централната банка, од друга страна, се продаваат исклучиво на овластени комерцијални банки и нивното купување може да биде задолжително или во одредени случаи доброволно од двете страни. Во Република Северна Македонија, благајнички записи издава Народната банка на Република Северна Македонија и тие се основен инструмент на монетарната политика. За првпат, во Република Северна Македонија се појавија на 14 февруари 1994 година како замена на државните записи. Овие записи се дематеријализирани, односно постојат само како електронски запис, а не во хартиена (материјална) форма, при што Народната банка на Република Северна Македонија води електронски регистар за сопственоста на благајничките записи. Содржани се во групата дискретни хартии од вредност бидејќи на нив директно не се исплаќа камата, туку се продаваат по пониска цена од номиналната вредност (со дисконт), а на самиот ден на доставувањето, на сопсвеникот му се исплаќа номиналната вредност. Разликата меѓу номиналната и продажната вредност ја претставува заработката (каматата). Народната банка на Република Северна Македонија ги продава благајничките записи на аукции на кои може да учествуваат само банки, додека до мај 2004 година, компаниите, фирмите, организациите, претпријатијата и населението можеа да купуваат благајнички записи со посредство на домашните или со посредство на странските банки[23].

Аукциите на благајнички записи секогаш и во секој случај се одржуваат во редовни термини, при што мораме да потенцираме дека постојат 2 типа аукции: тендери со износи и тендери со каматни стапки. Кај тендерите со износи, Народната банка на Република Северна Македонија однапред го определува вкупниот износ на записите што ги нуди на продажба, а потоа секоја банка поднесува понуда за износот на записите што сака да ги купи. Притоа, ако износот на благајнички записи што го нуди Народната банка, во овој случај, е помал од износот што сакаат или имаат намера да го купат банките, тогаш вкупниот износ на записи правопропорционално се распоредува на банките, во зависност од нивните понуди на пазарот. Кај тендерите со каматни стапки, Народната банка на Република Северна Македонија однапред само го утврдува целосниот износ на записи

[23] Истото.

што ги нуди на продажба, а секоја банка поднесува понуда за износот што сака да го купи и каматната стапка што ја бара. Тогаш централната банка во целост ги подредува понудите според каматните стапки што ги бараат банките почнувајќи од најниската. Со издадените благајнички записи, банките може меѓусебно да тргуваат на пазарот, преку шалтер, но тоа ретко го прават зашто ги чуваат записите до крајниот рок на доспевање[24].

Каматната стапка на благајничките записи претставува референтна каматна стапка на Народната банка на Република Северна Македонија, односно таа ја сигнализира насоката во монетарната политика и претставува основа за формирање на каматните стапки на банкарските кредити.

Исто така, доста важно е да се потенцира дека нивната каматна стапка е основа за одредување на казнената каматна стапка, која се пресметува во случај на задоцнето плаќање на обврските. Во Соединетите Американски Држави, благајничките записи се најтргувани инструменти на пазарот на пари, со кои државата собира парични средства, преку нивно јавно продавање. Во овој случај, инвеститорите ги купуваат записите со дисконт на нивната вредност на денот на достасувањето.

При достасувањето на записите, сопственикот од државата добива износ еднаков на номиналната вредност на записот. Разликата меѓу куповната цена и крајната цена на денот на достасувањето претставува заработка на инвеститорот. Поединците, исто така, можат да купуваат записи директно на аукција или, пак, на секундарниот пазар од владиниот дилер на хартии од вредност. Државните записи се високоликвидни, односно лесно се претвораат во готовина, се продаваат со ниски трансакциски трошоци и немаат голем ценовен ризик. Најголем дел од инструментите на пазарот на пари во Соединетите Американски Држави се продаваат со минимален износ од 100 000 долари, а благајничките записи се продаваат во износ максимално до 10 000 долари, при што остварениот приход е ослободен од плаќање на сите државни и локални трошоци кои може да се појават како проблем.

Депозитниот сертификат како документ, во суштина, е временски депозит кај домашните или странските банки кој не може да се повлекува на барање. Во овој случај, банката на депонентот му плаќа камата, но, исто така, и главнина само на крајот на

[24] Истото.

фиксниот термин на депозитниот сертификат. Тука, во овој дел, карактеристично е да се каже дека најголем дел од овие серификати имаат фиксна каматна стапка на доспевање, само многу мал дел имаат варијабилна променлива каматна стапка, а периодот на инструментот е поделен во еднакви потпериоди. Исто така, каматата се менува на почетокот на секој нов потпериод, а доспева за плаќање на крајот на секој потпериод. Има четири клучни и основни класи депозитни сертификати со различни каматни стапки, ризик и ликвидност. Домашниот сертификат го издаваат домашните банки на домашниот пазар. Евродоларскиот сертификат го издаваат странските банки или филијалите на домашните банки во странство. Штедните сертификати се издаваат од големите штедни асоцијации, а сертификатите Јенки се издаваат на домашниот пазар од филијали на странските банки. Најефикасните пазари на сертификати функционираат во Соединетите Американски Држави и во европските економии. Во Соединетите Американски Држави, најголемиот дел од сертификатите се во деноминации во вредност од над 1 милион долари, а блоковите сертификати на секундарниот пазар се продаваат во парични вредности од 5 до 10 милиони долари. Во практиката, депозитниот сертификат се емитува со рок на достасување од 3 месеци до максимално 1 година и содржи ознака дека е сертификат, име на банката емитент, износ на кој се емитува, рок на достасување, каматна стапка, датум и место на издавање, потпис на овластено лице и правна клаузула. Во Република Северна Македонија, досега, се извршени само две емисии на депозитни сертификати, и тоа во 1998 година, при што како емитент се јавува домашната банка, која важи и за една од најголемите домашни банки, „Комерцијална банка“ – Скопје. Вакви емисии не се повторени, пред сè, поради непостоење на соодветна побарувачка. Предноста на депозитниот сертификат во однос на обичниот орочен депозит е во можноста да се пренесува (продава) пред времето на достасување, без притоа во целост да се изгуби договорената камата, со што се подобрува ликвидноста на депонентот[25].

Банкарскиот акцепт, исто така, претставува значаен инструмент на домашниот пазар на пари и најчесто се користи во надворешната трговија каде што кредитоспособноста на едно претпријатие, една компаниија, односно една фирма не му е позната на нејзиниот трговски партнер, Употребата на банкарскиот акцепт е зголемена од

[25] Истото.

60-тите години на минатиот век, а се употребува за финансирање стоки што сè уште не се трансферирани од продавачот до купувачот.

Акцептот, во суштина, претставува меница трасирана на некоја банка и акцептирана од неа, при што банката се јавува во улога и на трасат и на трасант. Со акцептот на меницата, банката презема обврска дека меничната сума ќе му ја исплати на доносителот на меницата во определен ден. Рокот на достасување е 3 месеци (90 дена) од самиот ден на акцептирањето. Акцептираната меница содржи ознака дека е меница, неотповиклива наредба да се исплати меничната сума, име на субјектот што ќе го врши плаќањето (трасат), време и место на плаќањето, име на оној по чија наредба ќе се врши плаќањето (ремитентот) и потпис на трасантот. Кога меницата се акцептира, на неа се внесуваат и изјавата за акцептирање, името и презимето, како и своерачниот потпис на акцептантот.

Употребата на банкарскиот акцепт во меѓународната трговија каде што наоѓа најголема употреба, се одвива во следните клучни 5 чекори, и тоа:

1. Увозникот бара од неговата матична банка да му испрати неотповикливо кредитно писмо во облик на известување на извозникот.

2. Извозникот, исто така, го прима писмото, ги испорачува стоките и ги добива парите презентирајќи ѝ го на својата банка писмото, но и доказот дека стоката е испорачана без никакви проблеми и застои.

3. Банката на извозникот креира рочна меница базирана на кредитното писмо и ја испраќа заедно со доказот за испорака на стоката до банката на увозникот.

4. Банката на увозникот става ознака дека меницата е акцептирана и повторно го праќа акцептот до матичната банка на извозникот која може меницата да ја продаде на секундарниот пазар.

5. Увозникот, во овој случај, депонира средства кај својата банка, кои се доволни да го покријат банкарскиот акцепт кога тој во целост ќе доспее.

Користењето на банкарскиот акцепт има низа поволни и посакувани предности кои, пред сè, се однесуваат на следново:

– Дава можност да се склучат голем број трансакции во меѓународната трговија, поради фактот дека двете страни се чувствуваат соодветно заштитени од загубите.

– Извозникот е веднаш исплатен и е заштитен од девизниот ризик бидејќи локалната банка плаќа во домашни средства.

– Извозникот не мора да ја проценува кредитоспособноста на увозникот бидејќи банката на увозникот ја гарантира исплатата.

– Каматните стапки на акцептот се ниски бидејќи и ризикот од нивното неплаќање е многу низок.

Банкарските акцепти, во овој случај, се продаваат со дисконт од номиналната вредност на платниот налог, исто како што се продаваат и државните записи со дисконт од номиналната вредност. Комерцијалните хартии од вредност се краткорочни хартии од вредност кои ги издаваат големите компании со цел да ги финансираат сопствените потреби од обртен капитал.

Честопати, комерцијалната хартија од вредност е, во голема мера, поддржана со кредитна линија од некоја банка, што на заемокорисникот му овозможува да дојде до готовина која ќе може да ја користи за плаќање на комерцијалната хартија од вредност при нејзиното доспевање. Исто така, во овој сегмент треба да потенцираме дека како и другите инструменти на пазарот на пари, комерцијалните хартии од вредност се продаваат за да обезбедат поголеми суми парични средства, и тоа брзо и за краток временски период. Најчесто, тие се издаваат со рок на достасување од еден или два месеци и се карактеризираат како сигурен инструмент затоа што се претпоставува дека фирмата ќе може да се контролира во еден таков краток временски период. Рангирањето на комерцијалните хартии од вредност го прават кредитните агенции за рејтинг. Бидејќи инвеститорите ги држат овие хартии до доспевањето, се смета дека кредитниот ризик е релативно низок, а ликвидноста, исто така, ниска. Вообичаено, се издаваат по дисконт од номиналната вредност, доспеваат на конкретен ден и имаат договорен карактер. Најголем дел од комерцијалните хартии од вредност ги издаваат нефинансиските фирми, но, во последните неколку години, има значително зголемување на овие хартии од вредност издадени од банките. Се издаваат на доносителот, но може да бидат издадени и на име на

сопственикот. Во Соединетите Американски Држави каде што комерцијалните хартии од вредност и акциите се втор најголем и клучен инструмент на пазарот на пари, минималните деноминации се минимално 100 000, а максимално 250 000 долари, а едно просечно купување изнесува 5 милиони долари. Покрај корпорациите од индустријата и трговијата, како големи издавачи на комерцијални хартии од вредност се јавуваат финансиските компании и банкарските холдинзи. Покрај горенаведените краткорочни хартии од вредност, ќе ги споменеме и државните обврзници (подетално за нив во делот за видови обврзници).

2.4. Функции на пазарот на пари

Кога зборуваме за функциите, мораме да нагласиме дека со успешното функционирање на пазарот на пари (оптимална реализација на банкарските операции на пазарот) во целост се остварува непречено снабдување со пари на сите стопански субјекти и на општествената репродукција во целост[26].

Основните функции на пазарот на пари се следно наведените:

- Задоволување на побарувачката која е застапена на пазарот во поглед на паричните средства на субјектите што учествуваат во пазарот на пари.
- Одржување на оптималната ликвидност на побарувачката, како и на монетарниот и кредитниот систем во земјата.
- Остварување дополнителни приходи на самата банка и на другите учесници во пазарот на пари.
- Воведување на оптимална рамнотежа на понудата и на побарувачката на пари и краткорочните хартии од вредност.

[26] Димитрова, 2015.

2.5. Учесници на пазарот на пари

На пазарот на пари, во извршувањето на трансакциите учествуваат определен број субјекти, и тоа: централна банка, деловни банки и специјализирани финансиски посреднички институции, а ако пазарот на пари се сфати во поширока смисла на зборот, тогаш учествуваат сите субјекти на финансискиот систем на една национална економија. Останатите правни и физички лица своите права на пазарот на пари ги остваруваат преку деловните банки или преку посебно овластените посреднички финансиски организации.

1. Централната банка, во суштина, е основач, организатор, регулатор и контролор на вкупните деловни процеси што се одвиваат на пазарот на пари. Таа автономно ги донесува одлуките според кои се одвиваат работите на пазарот на пари, кои се врзани за: цената на парите изразена преку поголемата или помалата есконтна и дисконтна стапка; обемот на понудата изразена во зголемувањето или намалувањето на задолжителните резерви; обемот на јавниот долг изразен во продажбата или купувањето на државните хартии од вредност. Централната банка на пазарот на пари може да настапува и за сметка на државата кога државата треба да го финансира својот буџет.

2. Деловните банки исто како и централната банка имаат својство на легитимен учесник на пазарот на пари. При работата на пазарот на пари, деловните банки дејствуваат во свое име, за своја сметка, на своја одговорност и на свој ризик дури и кога вршат работа за некој друг субјект (правно или физичко лице) кој не е учесник во пазарот на пари.

3. Специјализираните посреднички финансиски институции кои се учесници на пазарот на пари, треба да бидат посебно овластени (дозвола, лиценца) од централната банка. Разликуваме две основни групи на вакви организации:

Дисконтни и есконтни финансиски организации, кои работат во свое име и за своја сметка;

Брокерски фирми, кои, во суштина, работат во свое име и за туѓа сметка (ги доведуваат во контакт купувачите и продавачите на паричните средства и краткорочните хартии од вредност – за тоа наплатуваат провизија).

2.6. Организација на пазарот на пари

Кога зборуваме за организацијата на пазарот на пари, од аспект на институционалното организирање, пазарот на пари, може да се јави во три основни вида:

1. Институционализиран пазар на пари, кој претставува посебна посредничка финансиска организација што е специјализирана за вршење на работи на пазарот на пари. Таа посредничка финансиска организација работи во име и за сметка на своите членови и ги врши сите можни трансакции на пазарот на пари. Предноста е во тоа што овозможува концентрирање на понудата и побарувачката на едно место и во исто време – што резултира со обезбедување на пореална каматна стапка. Недостатоци: ефикасноста на пазарот е помала, поради постоење на посредници за секоја пазарна операција.

2. Неинституционализиран пазар на пари, со кој се отстрануваат некои недостатоци на институционализираниот облик на пазарот на пари, но со тоа се отстрануваат и некои негови предности. Поради тоа, овој облик на пазарот на пари има третман на преоден облик од институционализиран во мешан вид на пазарот на пари.

3. Мешан вид на институционализиран и неинституционализиран пазар на пари, во кој централната банка, која има најголемо учество, ги регулира вкупната понуда и побарувачка на краткорочни парични средства и краткорочни хартии од вредност, односно вкупните трансакции на пазарот на пари. Во развиените земји, пазарот на пари не е институционализиран, што не е случај со пазарот на капитал и пазарот на девизи кои се институционализирани. Во земјите во развој и неразвиените земји, покрај официјалниот пазар на пари, функционира и неофицијалниот (црн) пазар на пари, како резултат на институционалната неуреденост во монетарната сфера на тие земји – постоење на повисоки каматни стапки во однос на официјалниот пазар.

На пазарот на пари, посебно на пазарот на краткорочни хартии од вредност сретнуваме два вида на пазари: примарен пазар и секундарен пазар.

2.7. Примарен пазар на краткорочните хартии од вредност

На примарниот пазар на краткорочните хартии од вредност учествуваат централната банка, деловните банки и другите финансиски и специјализирани институции за тргување со краткорочни хартии од вредност. На овој пазар се врши емитување и прва продажба на така емитираните краткорочни хартии од вредност, и тоа од јавен и приватен карактер:

 Емитувањето и првата продажба на краткорочните хартии од вредност од јавен карактер (државните обврзници и благајничките записи на централната банка) ги остварува централната банка.

Продажбата и купувањето на овие хартии од вредност се вршат по пат на:

 директно продавање и купување, кои се остваруваат со директен однос на централната банка како продавач и деловната банка и другите овластени субјекти како купувачи. Овој начин се применува често,

 аукција, односно лицитација, кога централната банка добива понуди од повеќе деловни банки и други субјекти на пазарот на пари. Предност на купување имаат оние кои понудиле најповолни услови.

Емитувањето и првата продажба на краткорочните хартии од вредност од приватен карактер (депозитните сертификати, банкарските акцепти и др.) ги врши една деловна банка или некој друг овластен учесник на пазарот на пари.

2.8. Секундарен пазар на краткорочните хартии од вредност

На секундарниот пазар на краткорочните хартии од вредност се врши натамошна продажба на емитуваните, односно првично продадените, краткорочни хартии од вредност. Според тоа, секундарниот пазар претставува логично продолжение на примарниот пазар. Секундарниот пазар на краткорочните хартии од вредност се разликува од примарниот пазар во квантитативна смисла (поголем обем на трансакции) и во квалитативна смисла (условите на промет, учесниците во прометот и улогата што централната банка ја има на тие пазари).

Условите за работа се разликуваат од оние на примарниот пазар бидејќи тие се формираат врз основа на влијанието на понудата и побарувачката на хартиите од вредност. Хартиите од вредност што се појавуваат на секундарниот пазар на краткорочните хартии од вредност ги имаат следните цени:

- Номиналната цена, која, во суштина, го претставува паричниот износ на кој гласи хартијата и е запишан на бланкетот на хартијата од вредност.
- Цената на емитирање, која го претставува износот на пари што мора да го плати купувачот при првата продажба на хартијата од вредност. Оваа цена може да биде помала или еднаква на номиналната цена. Во практиката, цената на чинење на хартијата од вредност се нарекува и емисиски курс на хартиите од вредност.
- Пазарната или купопродажната цена, претставува цена која се формира, врз основа на понудата и побарувачката кои дејствуваат во пазарот. Во практиката, пазарната цена на хартијата од вредност се нарекува и берзански курс на хартиите од вредност.

Пазарот на пари како интегрален дел на финансискиот пазар, може да функционира како национален или меѓународен пазар.

2.9. Пазар на девизи

Девизен пазар како поим претставува место на кое парите деноминирани во една валута се разменуваат (купуваат и продаваат) со пари деноминирани во друга валута. Во потесна смисла на зборот, девизниот пазар претставува перманентно среќавање на понудата и побарувачката на слободни девизни средства (валути и девизи), а во поширока смисла на зборот, девизниот пазар опфаќа купопродажба на девизи, одржување на т.н. девизни позиции, девизна арбитража, девизни шпекулации итн.[27] Постоењето на девизниот пазар, во суштина, се јавува како неопходност со цел обезбедување непречено извршување на трансакциите меѓу партнерите од различни земји.

Девизниот пазар ги опфаќа купувањето и продавањето на девизи за домашна валута или за други девизи меѓу банките, потоа меѓу банките и другите лица во една земја, како и меѓу банките на различни земји[28].

Со оглед на бројот на различни субјекти, јасно е дека понудата и побарувачката на девизи не се концентрирани на едно место, туку се реализираат писмено или по телекомуникациски пат, меѓу банките и другите субјекти (диспоненти и девизни брокери). Затоа, девизниот пазар не треба да се сфаќа како берза во вистинска смисла на зборот, туку повеќе како механизам преку кој купувачите и продавачите на девизи постојано контактираат. Девизните берзи (Германија, Соединетите Американски Држави и др.) се конкретни места на кои има постојани дневни врски меѓу девизните посредници. Во овие земји, девизните берзи, во извесна мера, се слични на ефектните и на стоковните берзи (за кои е карактеристично тоа што понудата и побарувачката на определени и точно прецизирани, стандардизирани артикли, се врши на едно определено место, сала, во точно определено и дефинирано време). Понудата на девизи, од една страна, и побарувачката на девизи, од друга страна, се вршат во светски размери, а главните понудувачи и баратели на девизи се големите банки кои со телефонски линии се поврзани со банките на сите поголеми финансиски центри во светот и со домашните банки кои настапуваат на домашниот пазар. Поради големите трошоци поврзани со таквото работење, мора да се

[27] Димитрова, 2015, стр. 8.
[28] Истото.

потенцира дека на светскиот девизен пазар учествуваат само големите банки. Тие купуваат и продаваат девизи за сопствена сметка. И само ако во дневното работење им се појави вишок или кусок на девизи, тие им се обраќаат на другите домашни банки нудејќи им го вишокот или барајќи ги од нив девизите кои им недостасуваат. Како што објаснува проф. Мајхснер, ако израмнувањето на вишоците и кусоците се организира на едно место и во определен час, само тогаш станува збор за девизна берза. Затоа, ако поимот девизна берза го сфаќаме како концентрирање на целокупната понуда и побарувачка на девизи, тогаш во него треба да се вклучи и поранешното работење на големите банки за сопствена сметка. Со други зборови, и тогаш кога во некое место наидеме на вистинска девизна берза, мораме да бидеме свесни дека на таа берза не се концентрираат целокупната понуда и побарувачка на девизи, туку само се израмнуваат вишоците и кусоците на големите банки. Девизните курсеви се утврдуваат во рамките на утврдената политика на централната банка. За таа цел, централната банка по потреба врши интервенција на девизниот пазар за одржување и спроведување на утврдената политика. Токму од тие причини, девизниот пазар е тесно поврзан со пазарот на пари[29].

2.10. Пазар на капитал

Пазар на капитал – „претставува организиран, институционализиран простор, со сите потребни елементи неопходни за негово функционирање, на кој во точно определено и дефинирано време и според пропишаните правила, се сретнуваат понудата и побарувачката на капитал.“ На овој пазар, паричните средства се нудат и бараат на долг рок и тој е специјализиран пазар на кој долгорочните преносливи хартии од вредност се котирани и се тргува со нив. Пазарот на капитал, исто така, им овозможува на субјектите кои располагаат со слободни инвестициски средства да ги менуваат структурата, правецот и формата на инвестициските средства насочувајќи ги во инвестициски проекти кои се најрентабилни и најпрофитабилни, што придонесува до значително зголемување на

[29] Истото.

продуктивноста и ефикасноста на целокупната економија и за зголемување на благосостојбата на општеството[30].

2.10.1. Поим и суштина на пазарот на капитал

Од институционална гледна точка, треба да се напомене дека, во суштина, пазарот на капитал претставува интегрален дел на финансискиот пазар, односно организирано сретнување на понудата и побарувачката на слободните долгорочни финансиски средства.

На овој пазар, предмет на купување и продавање се долгорочните слободни парични средства и долгорочните хартии од вредност (ефекти).

На пазарот на капитал постојат неколку вида приноси, и тоа:

1. Дивиденда што ја добиваат сопствениците на акциите.
2. Камата што ја добиваат сопствениците на обврзниците.
3. Капитална добивка која, во суштина, претставува позитивна разлика меѓу продажната и куповната цена на капиталот, односно меѓу продажната и куповната цена на акциите или на хартиите од вредност.

Вложениот капитал секогаш носи со себе и определен ризик, зависно од големината на приносот што се очекува. Етимолошки, зборот ризик потекнува од латинскиот збор riscio што упатува на опасност да се пропадне, изгуби. Од аспект на детерминантите, ризиците најчесто се групираат на: нестопански ризици, како резултат на нестопански (неекономски) детерминанти (војна, елементарни непогоди...) и стопански ризици, како резултат на стопанските (економските) детерминанти. На пазарот на капитал се сретнуваат следните ризици[31]:

1. Финансискиот ризик, кога поради лошото работење, претпријатието не е во состојба да плати дивиденда за акциите, односно камата за обврзниците.

[30] Истото, стр. 8–9.
[31] Истото.

2. Пазарниот ризик на ликвидноста, кој се јавува во состојба кога финансиските инструменти се продаваат пред конечниот рок на достасување.

3. Ризикот на куповната сила, кој се јавува во услови на инфлација кога реалните каматни стапки се значително помали од номиналните каматни стапки.

4. Ценовниот ризик, кој е детерминиран од намалување на пазарната вредност на финансиските инструменти, како резултат на промените во висината на каматните стапки или на промените во висината на девизниот курс.

2.10.2. Функции на пазарот на капитал

За националната економија, пазарот на капитал има големо значење, поради неговите специфични карактеристики и функции.

1. Пазарот на капитал овозможува мобилизација (прибирање) и алокација (разместување) на слободниот паричен капитал кој натаму служи за долгорочно финансирање на работењето на претпријетието. Овој начин на прибирање на паричниот капитал претставува начин на доброволна централизација на капиталот и негово производствено ориентирање. Корпорациите преку ноќ доаѓаат до капитал кој веќе претставува нивен „сопствен“ капитал бидејќи не се обврзуваат на инвеститорите да им ги вратат вложените парични средства, туку само да им платат надомест (дивиденда, камата). Пазарот на капитал секогаш дава можност за реалокација на средствата, од едно во друго претпријатие, а со тоа хартиите од вредност ги менуваат своите сопственици. Пазарот на капитал може да обезбеди ефикасна алокација на финансискиот капитал. Во услови кога постои совршен пазар на капитал (кога не постојат пазарни неуспеси и трансакциски трошоци), пазарот на капитал овозможува финансискиот капитал да се алоцира кај оние проекти, кои овозможуваат највисока стапка на принос.

2. Преку утврдување на цените на акциите и обврзниците (на берзите), според тоа и на цената на капиталот, се врши и тековно вреднување на самото претпријатије, емитент на хартиите од вредност. Ако претпријатието работи успешно, цените на издадените хартии од вредност ќе бидат повисоки и обратно.

3. Пазарот на капитал ги овозможува финансиското, сопственичкото и управувачкото преструктурирање на претпријатијата и дејствува врз зголемувањето на вкупната ефикасност на стопанисувањето на националната економија во целост. Ако претпријатието работи неуспешно, често доаѓа до преземање на претпријатието од група други сопственици, кои поставуваат свој управувачки кадар, а тој, пак, врши други преструктурирања при работењето во претпријатието.

4. Пазарот на капитал ја обезбедува ликвидноста на средствата на потенцијалните инвеститори и им овозможува (на приватните и институционалните инвеститори) да вршат оптимизација на сопственото портфолио. Ликвидноста на средствата е осигурана со самиот факт што на берзата, хартиите од вредност може релативно лесно да се продадат и да се претворат во паричен капитал кој може да се пренасочи во други инвестиции.

5. Пазарот на капитал претставува механизам за финансирање на државата. Преку развиен пазар на капитал, државата може да мобилизира финансиски фондови за финансирање на својата активност. Ова посебно се однесува на пазарот на државни обврзници, како дел од пазарот на капитал. Финансирањето на јавните расходи преку пазарот на капитал се смета дека овозможува неинфлаторен начин на финансирање, за разлика од финансирањето преку директното задолжување на државата кај централната банка.

6. Пазарот на капитал претставува механизам за контрола (дисциплинирање) на менаџерите на компаниите. Оваа функција на пазарот на капитал произлегува од одвоеноста на сопственоста – од управувањето во модерните корпорации. Ваквата одвоеност создава простор, менаџерите во фирмата да донесуваат одлуки кои не секогаш и не сосема се во интерес за сопствениците (акционерите). Механизмот преку кој пазарот на капитал врши контрола врз менаџерите е следниов: ако менаџментот во една компанија е недоволно успешен, тоа ќе доведе до паѓање на цената на акциите на таа компанија бидејќи незадоволните акционери ќе ги продаваат своите акции. Со паѓањето на пазарната цена на акцијата, компанијата станува атрактивна цел за преземање од некоја друга компанија или друга група инвеститори (сето тоа претставува стратешко инвестирање). Со доаѓање на новиот стратешки инвеститор во компанијата, има можност и за смена на постојните менаџери. Ова е така бидејќи преземањата обично се проследени

со потемелно преструктурирање на компанијата, со цел зголемување на нејзината ефикасност.

7. Пазарот на капитал има функција да привлекува странски инвеститори во националната економија. Оваа функција се однесува и за странските директни инвестиции и за странските портфолио-инвестиции. Постоењето на добро организиран пазар на капитал, претставува фактор кој позитивно влијае врз одлуките на потенцијалните странски инвеститори да вложуваат во домашната економија. Добро организиран пазар значи добро регулиран пазар, што е, исто така, важно за странските инвеститори. Значењето на странските инвестиции е особено големо за транзициските економии и земјите во развој, со оглед на недостигот на домашно штедење за остварување на повисоки стапки на раст.

Странска директна инвестиција е кога странскиот инвеститор купува над 10 % од вкупниот капитал на компанијата, а ако купува помалку од 10 %, станува збор за странски портфолио-инвестиции. Главна разлика е што кај директните инвестиции, странскиот инвеститор има за цел да ја здобие контролата, односно управувањето со компанијата, а кај портфолио-инвестициите е да се обезбеди финансиска добивка.

8. Пазарот на капитал ја оневозможува монополизацијата на тековите на финансискиот капитал. Ако пазарот на капитал се карактеризира со релативно слободен влез и излез, на страна на понудата и на страна на побарувачката, тогаш се оневозможува здобивање со монополска моќ на постојните институции во финансискиот систем. На пример, во земјите каде што банкарскиот систем го претставува најголемиот дел од финансискиот систем, воспоставувањето и развојот на пазарот на хартии од вредност може да влијаат да се ограничи (редуцира) монополската моќ на банките при интеграцијата помеѓу штедачите и заемобарателите.

2.10.3. Организација на пазарот на капитал

Пазарот на капитал, како организирана форма на сретнување на понудата и побарувачката на долгорочните слободни финансиски средства, се состои од два клучни сегменти:

 Пазар на долгорочни парични средства.
 Пазар на долгорочни хартии од вредност (securities market).

Пазарот на долгорочните парични средства, всушност, претставува долгорочно кредитирање за инвестициите и тој се остварува по пат на контакти меѓу економските субјекти, деловните банки, финансиските институции, инвестициските фондови и други. Пазарот на долгорочните хартии од вредност опфаќа емисија и промет на долгорочните хартии од вредност (ефекти).

Тој се дели на:

 примарен пазар на капитал;
 секундарен пазар на капитал;
 терцијален пазар на капитал;
 квартален пазар на капитал.

2.10.4. Примарен пазар на капитал

Карактеристично за примарниот пазар на капитал е да се каже дека ги опфаќа институциите, инструментите и механизмите преку кои се реализираат комплексните активности врзани за подготовката и реализацијата на емисиите на долгорочните хартии од вредност (акции како и обврзници). На овој пазар се врши мобилизација (прибирање) на слободниот паричен капитал преку нова емисија на акции и обврзници, со цел долгорочно финансирање на корпорациите. Станува збор за доброволна централизација на капиталот преку која корпорациите „преку ноќ“ доаѓаат до финансиските средства.

Финансирањето на претпријатијата преку емисија на долгорочните хартии од вредност се врши на три основни начина: директна, индиректна и интерна емисија.

– Кај директната емисија, економските субјекти директно комуницираат со финансиските инвеститори без посредување на т.н. финансиски интермедијатори.

Директна емисија најчесто вршат големи и познати фирми кои се одлучуваат за приватна емисија т.н. приватен пласман (private placement), односно кои директно ги пласираат акциите и обврзниците до крајните купувачи. Покрај големите фирми, за директна емисија на долгорочните хартии од вредност се одлучуваат и мали фамилијарни фирми со цел да ги избегнат трошоците околу посредувањето.

– Кај индиректната емисија, централна, клучна улога имаат финансиските посредници (интермедијатори). Интермедијатори во англосаксонските системи се инвестициските банки, а кај западноевропските системи се универзалните банки. Овде, всушност, станува збор за т.н. јавна понуда (public offering) на хартиите на пазарот на капитал.

– Кај интерната емисија (скрипт-емисијата), хартиите од вредност се емитуваат врз основа на распределба на остварената добивка на претпријатието. Во тој случај, дивидендите не се плаќаат во готово, туку за износот на дивидендите се емитуваат т.н. „дивидендни акции“ и со тоа се настојува да се одржи непроменето учеството на постојните акционери во капиталот на претпријатието. Емитираните хартии од вредност (акции), со овој начин на емисија, се распределуваат на вработените во претпријатието и менаџерите, при што не се предмет на купопродажните трансакции на пазарот на капитал. Најприменлив е индиректниот начин на емисија на долгорочните хартии од вредност.

На примарниот пазар и, воопшто, на пазарот на капитал може да се сретнат повеќе учесници групирани во неколку клучни групи. Примарниот пазар на капитал ги опфаќа институциите, инструментите и механизмите, преку кои се вршат комплексните операции врзани за подготовката и реализацијата на емисиите на хартиите од вредност.

1. Првата група ја сочинуваат сопствениците на капитал, односно продавачите на капитал (инвеститорите). Тука спаѓаат голем број субјекти што имаат слободни парични средства и сакаат нив да ги капитализираат. Целта им е преку ангажирање на паричните средства да заработат фиксна (камата) или варијабилна (дивиденда) заработувачка.

Сопствениците на капитал имаат важно место и улога во рамките на националните економии. Нивното место и улогата на пазарот на капитал е од посебно значење. Во

пазарните економии, на пазарот на капитал, инвеститорите ќе можат и ќе сакаат да влегуваат и излегуваат, само ако кај нив постои чувство на потполна доверба и сигурност, од една страна, во механизмот на пазарот на капитал и од друга страна, во државата, која се јавува како регулатор и контролор на тој пазарен механизам. Тоа е потребно затоа што инвеститорите мораат целосно да бидат заштитени од сите други учесници на пазарот на капитал бидејќи интересите на другите учесници на пазарот се во спротивност со интересите на сопствениците на капиталот.

Инвеститорите ќе учествуваат на пазарот на капитал и ќе можат успешно да настапуваат само ако има правен систем кој ќе го отстрани ризикот во врска со навременото враќање на капиталот и наплатувањето на приходите, врз основа на камата и дивиденда. Исто така, пазарната регулатива мора да биде таква да не ги доведува во подредена положба инвеститорите, во однос на сите останати учесници на пазарот на капитал. Тука, во прв ред се мисли на точно определената постапка и правилата за однесување на самиот пазар на капитал од сите учесници во неговото функционирање, како и на функционирањето на современ систем за информирање, во врска со операциите на пазарот на капитал и во врска со работењето на учесниците, посебно на купувачите на капиталот.

2. Втората група ја сочинуваат претприемачите, менаџерите, сопствениците кои, во суштина, сакаат да го зголемат капиталот со кој работат за да остварат поголем профит. Станува збор за купувачите на капитал, кои се подготвени да платат камата или дивиденда (дел од остварениот профит) како надоместок за користење на позајмениот капитал. По пат на учество на пазарот на капитал и по пат на користење на пазарниот механизам што им стои на располагање, тие ги реализираат своите деловни интереси кои произлегуваат од користењето на капитал (капитал кој го немале претходно на располагање). Корисниците на капиталот можат да се јават во улога на самостојни учесници или, пак, во улога на соучесници заедно со еден или повеќе корисници.

3. Третата група ја сочинуваат посредниците (банките, другите финансиски институции, посредничките институции, берзите и др.). Бројот на посредници е помал или поголем, во зависност од степенот на развиеност на финансискиот систем, финансискиот пазар и посебно на пазарот на капитал. Од аспект на бројот на посредници што

учествуваат на пазарот на капитал (како група посредници), тие се малуброjни, но, од аспект на обемот на работите што ги вршат на пазарот на капитал, посредниците се наоѓаат на првото место, во однос на другите учесници на пазарот на капитал. За разлика од инвеститорите кои влијаат врз обемот на понудата на капитал и од корисниците кои влијаат врз обемот на побарувачката на капитал, посредниците на пазарот, се тие кои есенцијално директно влијаат врз обемот и квалитетот на трансакциите на пазарот на капитал. Посредниците на пазарот на капитал, мора да се одликуваат со одредени правила на однесување, како што се: тајност, ажурност, експедитивност, деловен морал, деловна етика и др. Во групата на посредници на пазарот на капитал, во овој дел, спаѓаат инвестициските банки, инвестициските фондови, другите финансиски институции како институционализирани посредници на инвеститорите и берзите како специјализирани институции на пазарот на капитал.

4. Четвртата група ја сочинуваат државата и државните органи, како учесниците, односно инвеститорот и корисникот на капитал и регулаторите и контролорите на пазарот на капитал. Улогата на државата како инвеститор или корисник на капитал е доста важна и специфична поради тоа што државата може да биде голем инвеститор, но и голем корисник на капитал. Вршејќи улога на инвеститор или корисник на капитал, државата во исто време се јавува и во улога на регулатор на понудата и побарувачката во вкупноста на пазарните односи на пазарот на капитал. Имено, во моменти кога на пазарот на капитал се чувствува вознемиреност поради неадекватна понуда на капитал, државата се јавува во улога на инвеститор и, на тој начин, влијае смирувачки со што ги амортизира негативните пазарни осцилации. Обратно, кога на пазарот на капитал се јавува поголема понуда од побарувачка на капитал, државата се јавува на пазарот во улога на корисник на капитал. Ова значи дека државата со своето учество на пазарот на капитал влијае врз неговата состојба, како што централната банка спроведува политика на отворен пазар на пазарот на пари и краткорочните хартии од вредност. Од тоа како ќе се однесува државата на пазарот на капитал многу зависи како ќе функционира овој пазар, како ќе се развива пазарот, какви ќе бидат местото, улогата и позицијата на одделни субјекти на пазарот и како ќе се однесуваат негативните тенденции и движења на пазарот на капитал. За да оствари позитивни односи и услови на тргување на пазарот на капитал, државата мора да дејствува

објективно и неутрално (да не застапува поединечни или групни интереси), односно да не користи мерки и инструменти кои ќе имаат негативно дејство или ќе предизвикаат контраефекти. Регулаторната улога на државата, во овој случај, мора да биде автономна и независна, а во исто време и ефикасна. Државата, од друга страна, својата улога на регулатор на односите и функционирањето на пазарот на капитал ја остварува по пат на спроведување на комплетен инструментариум кој во себе содржи:

- законска регулатива со која се регулираат сите прашања од системски карактер и се однесуваат на успешно работење на пазарот на капитал;
- формирање одредени државни или од државата овластени органи или, пак, комисии.

На пазарот, државата има уште една улога. Станува збор за улогата и функцијата на државата како контролор и ревизор. Таа улога, државата ја врши, преку голем и добро организиран апарат што спроведува претходна и дополнителна контрола на вкупните пазарни односи и деловни операции што се вршат на пазарот на капитал.

Во развиените пазарни стопанства, целокупната процедура на емисијата, запишувањето, како и пласманот на долгорочните хартии од вредност е мошне комплексна и претставува извршување на многубројни операции од кои најзначајни се:

1. Изборот на инвестициска или универзална банка. Може да се примени методот на преговори помеѓу емитентот и банката (емисија на акции од претпријатије) или, пак, конкурентниот метод (емисија на обврзници за потребите на државните органи и институции).

2. Преговорите помеѓу емитентот и банката за условите на емисијата. Во прв ред, станува збор за цената по која банката ќе ги преземе акциите или обврзниците од емитентот (претпријатие или државен орган) и за начинот на поднесување на ризикот од евентуалниот пад на цените. Резултатите од преговорот, во крајна линија, зависат од преговарачката моќ на партнерите. Ако се работи за мало и неафирмирано претпријатије,

тогаш условите на емисијата ги диктира банката, а сосема обратна ситуација е ако се работи за големо и афирмирано претпријатие.

3. Формирањето на конзорциум (синдикат) на банките. Ова се врши со цел да се раздели ризикот за пласманот на емисијата и да се намалат трошоците за пласманот. Имено, инвестициската банка, организатор на пласманот, новата емисија на хартиите од вредност ја разделува на повеќе други инвестициски банки и така настанува конзорциумот (синдикатот) на банките. Разликуваме: „чист конзорциум“ на банките, кога банките што го сочинуваат целосно ја откупуваат емисијата и комплетно го преземаат ризикот на пласманот и „комисионен конзорциум“ при што ризикот од неможноста да се пласираат хартиите од вредност или од опаѓањето на нивните цени го презема самиот емитент.

4. Регистрацијата на новата емисија на хартиите од вредност кај надлежниот државен орган. Кај земјите со развиено пазарно стопанство, има државен орган на кој треба да му се пријави секоја нова јавна емисија на хартиите од вредност и кој издава дозвола за реализација на емисијата. Државниот орган, многу често државната комисија, се формира во рамките на владите во земјите, но дејствува како стручна и независна институција. Емитентот (претпријатието или државниот орган) поднесува извештај за новата емисија до комисијата. Најзначајниот дел на извештајот е т.н. проспект кој ги дава сите ценовно чувствителни информации врз чија основа, потенцијалните инвеститори можат да донесат соодветна инвестициска одлука. Но тоа не значи дека секој акционер кој планира да тргува со хартиите од вредност на пазарот, сигурно, ќе заработи бидејќи деловниот ризик останува трајно – секој акционер има слобода каде да го вложи сопствениот капитал и за тоа сам го сноси ризикот.

5. Формирањето на група продавачи на хартиите од вредност и нивната дистрибуција до крајните купувачи. Инвестициските банки склучуваат договор со специјализирани фирми за продажба на хартиите од вредност до крајните купувачи, односно со брокерски и дилерски фирми – „трговци на мало“ на долгорочните хартии од вредност.

2.10.5. Секундарен пазар на капитал

Секундарниот пазар на капитал ги опфаќа институциите и механизмите, преку кои се врши прометот (купување и продавање) на еднаш веќе емитираните хартии од вредност. Тука, треба да се има предвид дека купувачите на хартиите од вредност немаат можност така вложените пари да ги повратат од самиот деловен субјект, туку единствена можност им е нив да ги продадат на специјализираните пазари – ефектни берзи (кои, всушност, претставуваат секундарен пазар на капитал). На овој пазар, хартиите од вредност само го менуваат својот сопственик, значи се остварува функцијата на ликвидност на вложените средства.

Цените на хартиите од вредност се формираат слободно, односно во зависност од понудата и побарувачката на хартиите од вредност и се одраз на расположливите информации за издавачот на хартиите од вредност Секундарниот пазар на капитал се состои од два сегменти: организиран (службен) пазар на хартии од вредност (stock market) – ефектни берзи (stock exchange) и неорганизиран (неслужбен) пазар на хартии од вредност – „пазар преку шалтер“, од англ. “over the counter market”.

Има два основни вида на пазари на хартии од вредност:

1) Организирани берзи.
(2) Помалку формални берзи.

Организираните берзи се реални, конкретни физички ентитети. Секоја од поголемите берзи има своја сопствена зграда, специјално избрани членови и има изборно управувачко тело – свој борд на менаџери (директори, гувернери). За членовите на берзата се тврди дека имаат седишта – места (“seats”) на берзата, иако де факто, сите стојат. Берзите работат како аукциски пазар (auction markets). Слично е и денес, иако на берзата сега има членови познати како специјалисти, кои, во суштина, го олеснуваат тргувањето со држење на залихи на акциите за кои се специјализирани. Ако куповниот налог доспее во време кога нема тргувања, продажниот специјалист ќе продаде од своите залихи. Исто

така, треба да потенцираме дека ако нарачката за продавање стигне, специјалистот ќе ги купи и ќе ги додаде на своите залихи.

Специјалистот (market maker) ја креира куповната цена (bid price), цена по која ќе ја купи акцијата, како и продажната цена (ask price), цена по која ќе бидат продадени акции од неговите залихи. Куповната и продажната цена се формираат така за да се одржи балансот на резервите (inventors). Ако се случат многу куповни нарачки, како резултат на поволен развој на настаните или многу продажни нарачки, како резултат на неповолни настани, специјалистот (креирачот, создавачот на пазарот) ќе ја зголеми или намали цената за да ја одржи понудата и побарувачката во баланс. Куповната цена најчесто е пониска од продажната за да се оствари разлика позната како маргина (spread) и ја претставува профитната маргина на специјалистот. Ефектната берза, во суштина, претставува постојано место, на кое во одредено време се среќаваат купувачите, продавачите и посредниците, заради промет со долгорочните хартии од вредност.

Трговијата на ефективните берзи, де факто, ја извршуваат посредниците – брокерите (брокерските куќи) и дилерите. Брокерите се чисти посредници кои работат за провизија по налог на комитентот и за негова сметка и кои нарачките од клиентите ги препраќаат на непосредните извршители т.н. мешетари на паркетот. За разлика од брокерите, дилерите работат за своја сметка и на сопствен ризик. Друг вид учесници на овој пазар се специјалистите, кои се грижат за стабилноста на понудата и побарувачката на определени видови хартии од вредност. За да учествува еден стопански субјект во берзата, треба да исполнува определени услови. Во последно време, сè поевидентно е учеството на институционалните инвеститори на ефектните берзи. Станува збор за пензиските, осигурителните, социјалните и другите фондови, во кои се сливаат огромни парични средства – нивна цел е да ги капитализираат средствата (да го оплодуваат својот капитал). Значи, се намалува учеството на поединците (обичните штедачи), кои во последно време настојуваат да ги вложат своите парични средства колективно преку специјализираните финансиски институции (инвестициони трустови, „јунит“ трустови и др.). Обичниот штедач може да го овласти трустот да му купи одреден вид хартии од вредност или едноставно да ги инвестира средствата во трустот и за тоа да добие определена фиксна камата, но, се разбира, повисока од онаа што ја нуди банката. Кога со

хартијата не се тргува на организирана берза, таквиот вид трговија се нарекува трговија преку шалтер. Спротивно на организираните берзи на хартии од вредност, over-the-counter market – OTC не претставува конкретен, реален пазар, туку организација, која е составена од мрежа на брокери и дилери низ земјата. „Пазарот преку шалтер“ потекнува од времето на почетоците на трговијата со акции и обврзници кога во функција на трговци се јавувале банките, а инвеститорите купувале и продавале „преку шалтерите“ на банките. Денес, овој назив има само симболично значење.

Обично се тргува со хартии од вредност кои не котираат на берзите – најчесто со обврзници на корпорации и државни органи, а многу помалку со акции, и тоа, главно, со привилегирани акции. Учесниците на овој пазар се поврзани со телефонска, телеграфска и компјутерска мрежа и директно се спогодуваат за цената на хартиите од вредност што се предмет на купопродажба. Купопродажбата се остварува едноставно со притискање на копчето на компјутерот. Со тоа се поедноставуваат трансакциите на пазарот и токму поради тоа, овој вид пазар, во последно време, претставува вистинска конкуренција на ефектната берза. Големите компании обично средствата ги прибираат и јавно и приватно. Кај јавната емисија, хартиите од вредност се продаваат на стотини, често и илјадници вложувачи, со формален договор кој го контролира јавната власт, а кај приватната продажба, има ограничен број на вложувачи, понекогаш само еден и многу помалку контрола. Пример за приватна емисија би бил заем во форма на корпоративни обврзници од група осигурителни компании на некоја корпорација.

2.10.6. Терцијален пазар на капитал

Третиот пазар (third market), во суштина, значи директно купување и продавање на хартиите од вредност со кои истовремено се тргува и на ефектните берзи. Најзначајните учесници на овој пазар се институционалните инвеститори – одделните компании и специјализираните фондови за пласирање на средствата во хартии од вредност, банките и друштвата за осигурување.

2.10.7. Квартален пазар на капитал

Четвртиот пазар (fourth market) се однесува на трансакциите во кои учествуваат најчесто институционалните инвеститори (пензиските фондови, осигурителните друштва, инвестициските компании) и богатите поединци, кои директно еден од друг купуваат или продаваат хартии од вредност, односно не користат услуги за посредување од брокерите. Учесниците на овој пазар тргуваат со голем број хартии од вредност.

2.10.8. Учесници на пазарот на капитал

На пазарот на капитал се јавуваат следните учесници:

1. Инвеститорите – сопствениците на капитал во улога на продавачи.
2. Претприемачите – корисниците на капитал во улога на купувачи.
3. Посредниците – банките, инвестициските и пензиските фондови, осигурителните друштва, брокерско-посредничките друштва и берзите.
4. Државата како регулатор и контролор на пазарот.

Учесниците на пазарот на капитал се партнери, од кои едните се јавуваат како купувачи на капитал за да ги задоволат своите потреби, а другите се јавуваат како продавачи на капитал за да остварат приходи од продажбата на капиталот. Односите што тие ги воспоставуваат може да бидат директни – непосредни или индиректни – посредни, односно со помош на посредници. Продавачите на капитал (субјектите што имаат вишок на капитал), всушност, ја сочинуваат понудата на капитал – сопственици на капитал. Овие ќе ги вложат своите средства во хартии од вредност, само ако имаат доверба дека ќе заработуваат (дивиденда или камата) и ако постои правен систем, кој ќе го отстрани ризикот предизвикан од шпекулациите, кои може да се случат на пазарот. Во овој случај, всушност, се работи за инвеститори (вложувачи) на капитал, и тоа приватни или институционални инвеститори. Купувачите на капитал (субјектите што имаат потреба од капитал) ја сочинуваат побарувачката на капитал – корисниците на капитал.

Овие истовремено се и должници или нови „сопственици“ на капитал бидејќи, фактички, тие располагаат со капиталот и за неговата употреба се обврзуваат да им исплатат надомест на сопствениците на капиталот (инвеститорите) во вид на дивиденда (за акциите) и во вид на камата (за обврзниците).

Инвеститорите како учесници на пазарот на капитал

Местото и улогата на инвеститорот во националната економија и на пазарот на капитал се многу важни бидејќи постоењето и функционирањето на пазарот на капитал се поврзани и условени од постоењето на сопственици на капитал кои се заинтересирани да го вложат својот капитал во одредена инвестиција. Токму затоа, е потребно да се воспостави ефикасен систем за заштита на интересите на инвеститорите.

Претпријемачите (корисници на капитал) како учесници на пазарот на капитал

Претпријемачот се јавува како купувач на понуденият капитал од инвеститорот, со што станува должник и сопственик на капиталот што го купил за да ги оствари планираните деловни цели. Претпријемачите нудат разновидни услови и можности за инвестирање на сопствениците на капитал, преку различни видови финансиски инструменти. Постоењето и развивањето на пазарот на капитал зависи од потребата од дополнителен капитал на стопанските субјекти, кои таа потреба ја изнесуваат јавно преку емисијата на хартиите од вредност. Корисниците на капитал можат да преземаат активности и пазарни операции во доменот на примарната емисија на хартиите од вредност и на тргувањето со веќе издадените хартии од вредност. Активностите за примарната емисија на хартиите од вредност, корисникот на капиталот ги презема за да дојде до парични средства со кои ќе ја зголеми сопствената актива, а со тргувањето на веќе емитираните хартии од вредност, тој не добива нови средства и не го зголемува капиталот, туку има обврска да исплати главница и камата на обврзниците или дивиденда на издадените акции.

Посредниците како учесници на пазарот на капитал

Посредниците се институционализирани и малуброjни учесници во пазарот на капитал. Тие се значајни поради нивната улога во подигањето на ефикасноста на пазарот на капитал.

Тие имаат улога на медијатори помеѓу позајмувачите и заемокорисниците на пари, односно ги позајмуваат од првите и ги даваат на заем на вторите. Посредници на пазарот на капитал се тие кои суштински влијаат врз обемот и квалитетот на трансакциите на пазарот на капитал. Од аспект на организациско-функционалната структура, посредници на пазарот на капитал се:

– банките кои се јавуваат во улога на инвеститори, корисници, комисионери и чисти посредници;

– инвестициските фондови кои предводени од стручни и професионални лица ги вклучуваат малите заштеди на ситните акционери кои поради својата мала заштеда и ниски познавања, никогаш не би се јавиле како самостојни инвеститори;

– осигурителните друштва и пензиските фондови кои најчесто се јавуваат во улога на инвеститори, ретко се во улога на корисници, а никогаш како посредници;

– специјализираните институции кои се занимаваат со преземање и пласман на емисијата и препродавање на хартиите од вредност и се најтипични претставници на групата учесници на пазарот на капитал чија заработка се остварува врз основа на шпекулативни работи со хартиите од вредност;

– брокерско-посредничките друштва кои се единствени чисти посредници помеѓу инвеститорите и корисниците на капитал. Тие се агенти кои работат по налог на своите клиенти, а за извршената услуга наплатуваат посредничка провизија;

– берзите на хартиите од вредност кои обезбедуваат институционализација на пазарот на капитал и кои преку дневната концентрација на понудата и побарувачката на хартиите од вредност овозможуваат: а) размена на понудата и побарувачката на хартиите од вредност; б) утврдување на пазарната вредност на хартиите од вредност и в) обезбедување на стабилни пазарни услови и односи во трансакциите.

Државата како учесник на пазарот на капитал

Државата како учесник на пазарот на капитал се јавува во улога на:

– инвеститор,
– корисник на капитал,
– регулатор и контролор.

Кога државата се јавува како инвеститор или како корисник на капитал, таа ги комбинира овие две улоги и ги користи во реализација на функцијата на регулатор на пазарот на капитал. Поради тоа, е потребно да се донесат регулативни форми кои ќе овозможат објективна, независна и ефикасна државна законска регулатива.

2.11. Функции на финансискиот пазар

Во сите национални економии со пазарен механизам, финансискиот пазар ги остварува следните функции:

 Алокативната функција.
 Одржувањето на одреден степен на ликвидност на економските субјекти и на националната економија.
 Обезбедувањето на финансиски средства за зголемување на обемот и динамиката на економските активности.
 Одржувањето на одреден степен на стабилност на домашната валута и стопанството во целина.

Современиот облик на финансискиот пазар егзистира од крајот на XIX век наваму кога централните банки во пазарните земји основаат и организираат на почетокот национални, а подоцна и меѓународни финансиски пазари. Првите почетоци на организираните пазарни трансакции се забележуваат пред повеќе од 2 000 години во

Римската Империја. По распаѓањето на Римската Империја, скоро десетина века не постои организиран финансиски пазар. Дури кон крајот на XIII и почетокот на XIV век, со развитокот на италијанските градови Венеција, Џенова и Фиренца, повторно почнуваат да се основаат и работат финансиските пазари. Кон крајот на XV и почетокот на XVI век, се основани националните финансиски пазари во Лондон и Париз. Кон крајот на XVI век, во Амстердам, основаниот финансиски пазар добива карактеристики на меѓународен финансиски пазар. Денес, најзначајните финансиски пазари се наоѓаат во Лондон, Њујорк, Франкфурт, Токио и др.

2.12. Хартии од вредност

Финансиските инструменти претставуваат побарувања спрема доходот или богатството на дефицитните економски единици претставени со некој правен документ и, вообичаено, создадени со позајмување пари[32]. Финансиските инструменти се финансиската актива или инструментот, односно медиумот со кој се реализира портфолио-менаџментот. Финансискиот инструмент е она во што може да се инвестира. Финансиските инструменти се хартиите од вредност или се резултат од депозитнокредитниот однос.

Тие може да бидат во форма на пари (готовина) или да бидат сопственички или должнички инструменти. Финансиските инструменти претставуваат документи кои докажуваат нечиј долг или сопственишство. Со финансиските инструменти се вршат финансиските трансакции на пазарот. Според тоа, може да бидат финансиски инструменти на пазарот на пари, но и финансиски инструменти на пазарот на капитал. Нормално, тука може да се надоврзе и поделбата на краткорочни, среднорочни и долгорочни инструменти. Овде, како предмет на анализа се земаат класичните хартии од вредност и од нив изведените инструменти познати како финансиски деривати. Во групата класични хартии од вредност спаѓаат краткорочните државни обврзници, депозитните сертификати, банкарските акцепти, комерцијалните записи, федералните фондови, договорите за реоткуп – репо, среднорочните обврзници, долгорочните обврзници,

[32] М. Шукаров, З. Ивановски, Зоран, Хартии од вредност и портфолио-менаџмент, Европски универзитет, Скопје, 2005.

обврзниците на локалните државни органи или власти, корпоративните обврзници, хартиите од вредност покриени со хипотеки, обичните акции, преференцијалните акции и конвертибилните хартии од вредност. Во дериватните инструменти спаѓаат опциите, своповите, варантите, фјучерсите и терминските договори[33].

2.12.1. Акции

Акцијата претставува хартија од вредност со која се стекнува сопственичко право врз идеален дел од компанијата, пропорционално на големината на учеството на таа акција во вкупниот акционерски капитал[34]. Акциите или капиталот од акции на еден деловен субјект го преставува основниот, базичниот капитал кој е уплатен, односно инвестиран во рамките на бизнисот, од основачите на деловниот субјект. Капиталот на деловниот субјект што е организиран во форма на акционерско друштво е поделен на акции, односно нивната вкупна вредност мора да биде одредена уште во времето на основање на друштвото. Оттука, имајќи ја предвид вкупната вредност на капиталот кој е инвестиран во друштвото, акцијата има одредена вредност, обично, позната како номинална вредност по акција. Акциите преставуваат дел од сопственоста во акционерското друштво. Друштвото може да издава различни родови/класи акции, во кои секоја класа, односно род има свои посебни права на сопственост, привилегии и вредност. Поседувањето на акциите е документирано со издавање сертификат за сопственост на акциите. Сертификатот за сопственоста на акциите преставува правен документ што ги специфицира количината на акциите кои се во посед на имателот на акции и другите специфики за акциите, како нивната номинална вредност и видот и класата на акциите (ако ги има). Поради дематеријализираната форма во која се води сопственоста на акциите во Централниот депозитар за хартии од вредност, во Република Македонија не се издава сертификат за сопственост на акции.

[33] Истото.
[34] Истото.

2.12.2. Карактеристики на акциите

Акциите се карактеризираат со следниве особености:

– Имателот или купувачот на акциите е косопственик, односно тој/таа има сопственички права во акционерското друштво.

– Акциите не се откупуваат, тие го преставуваат акционерскиот капитал на компанијата.

– Имателот на акциите има право на удел во приходите на компанијата.

– Емисијата на акциите служи за зголемување на капиталот на компанијата, а со тоа и за зголемување на капиталната база на компанијата (зголемени фондови).

– Инвестираниот капитал е осигуран само со средствата на компанијата.

– Цената на акциите е волатилна.

– Загубите од инфлацијата може да бидат надоместени со зголемување на вредноста на материјалните средства на компанијата.

Самиот поим акција е повеќезначен, а општо означува:

а) дел од основната главнина на друштвото, кој е во сопственост на акционерот и кој претставува сразмерен дел од капиталот на акционерското друштво;

б) износ (големина) на правото на управување со друштвото, односно можни обврски се предвидени со статутот на акционерското друштво.

Акцијата е преносliва хартија од вредност и затоа, може да биде предмет на различни правни работи. Поради оваа основна карактеристика, акцијата може да биде предмет на тргување. Во Законот за хартии од вредност, акцијата е дефинирана како сопственичка хартија од вредност, која претставува неделив и идеален дел од основната главнина на акционерското друштво или командитното друштво со акции.

Акцијата претставува писмена исправа (сертификат) за сопственост над средствата вложени во претпријатието, банката, друга финансиска организација, организацијата за

осигурување и друго правно лице кое може да стекне добивка. Акциите спаѓаат во групата хартии од вредност со променлив приход условен од резултатите на работењето. Според видот, тие може да гласат на денари или на друга странска валута. Според важечките законски прописи, акциите во домашната практика се продаваат и купуваат на пазарот за денари. Тие се уплаќаат во пари а може и во ствари (предмети) и права кои се искажуваат во паричен износ. Самиот чин на купување на акцијата може да се изврши со уплата одеднаш или во рати. Ако уплатата е во рати, тогаш купувачот добива привремена акција, со тоа што секоја наредна уплата се впишува и потврдува на привремената акција. Кога имателот на привремената акција ќе го уплати вкупниот износ од својот удел, тогаш привремената акција се повлекува и се заменува со постојана акција[35]. Ако не се постигне вкупниот износ на средства на кој се издаваат акциите, тогаш издавачот на акциите може да се откаже од нивното издавање, но притоа е должен на уплатувачите да им ги врати уплатените парични средства зголемени за камата која се пресметува од денот на уплатата до денот на враќањето на средствата[36].

Акцијата ја карактеризираат неколку различни вредности:

– Првата вредност е номиналната вредност на акцијата. При основањето на акционерското друштво, основниот акционерски капитал се дели на одреден број акции, при што секоја акција има номинална вредност. Збирот на тие вредности го сочинува основниот капитал на друштвото. Речиси сите европски законодавства ја утврдуваат најниската номинална вредност на една акција, а англиското право не предвидува најмал износ на вредноста на акцијата. Во согласност со позитивните законски прописи во Република Македонија, номиналниот износ на една акција не може да биде помал од едно евро.

– Другата вредност на акциите е нивната книговодствена вредност, која е пресметана од билансните податоци на акционерското друштво, како однос меѓу вкупниот капитал и бројот на издадени акции.

[35] D. Šoškič, B. Živkovič, Finansijska trzišta i institucije, Srbija: Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, 2009.
[36] Истото.

– Третата вредност на акциите и истовремено најважната е нејзината пазарна вредност, што ја утврдува секундарниот пазар, врз основа на понудата и побарувачката за одделната акција.

Во берзанското секојдневие познати се и настаните кои се поврзани со иницијалната понуда на акции на пазарот. Во суштина, иницијалната понуда значи „отворање“ на друштвото кон јавноста, односно инвеститорите. Со иницијалната понуда, едно трговско друштво кое постои и фунционира како друштво со ограничена одговорност, односно мало акционерско друштво со релативно помал капитал и број на сопственици, станува акционерско друштво поседувано од јавноста со поширок круг акционери. Најчесто, иницијалната понуда на акциите на пазарот се корсти од друштвата за да се обезбеди дополнителен капитал за финансирање на понатамошниот растеж на друштвото. Една од основните карактеристики на акционерските друштва е тоа што, во согласност со законските прописи, друштвото може да дојде до свеж капитал со емисија на нови акции (попознато како секундарна понуда на акции – SPO (secondars public offering) нудејќи ја новата емисија за првпат и директно на пошироката јавност. Ова е т.н. прибирање капитал од екстерни извори при што постојните акционери во акционерското друштво издавач, се спремни да го намалат, односно поделат своето учество во постојната акционерска структура со нови инвеститори – акционери. Мотивите за секундарната понуда на новите акции се обезбедување дополнителен капитал за финансирање на развојот на друштвото, заштита од преземање и зголемување на конкурентноста, преземање на конкурентски друштва или друштва од слични гранки и дејности итн. Секундарниот пазар, односно берзата, им овозможува на постојните сопственици на акциите во секој момент да ги продадат своите акции и да ја претворат својата инвестиција во пари. Колку е поразвиен пазарот на капитал и е поголема ликвидноста на хартиите од вредност толку е поедноставно за акционерите навремено и под објективни услови да ги претворат своите вложувања во пари. Берзата им овозможува на друштвата и на постојните акционери едноставен и транспарентен пристап до дополнителен капитал кој лесно може да се мобилизира од слободните парични средства на пошироката јавност.

2.12.3. Видови акции

Акциите може да се поделат и зависно:

а) од содржината на правото;
б) од тоа на кого гласат.

Според содржината на правото, акциите може да бидат:

– обични;
– приоритетни акции.

Обичните акции, во суштина, претставуваат акции кои на сопственикот му обезбедуваат учество во поделбата на нето-добивката на друштвото откако ќе се извршат обврските кои имаат приоритет на исплата. Сопствениците на обичните акции имаат и право на управување со друштвото, односно право на глас при донесувањето одлуки од акционерското собрание. Исто така, сопствениците на обичните акции имаат право, во случај на ликвидирање или стечај на друштвото, да го поделат меѓу себе остатокот од имотот по намирување на обврските на друштвото кои имаат приоритет на наплата.

Приоритетните акции се акциите кои на сопствениците им носат однапред определен паричен износ или во процент од номиналниот износ на акцијата во вид на дивиденда, која најчесто се исплаќа годишно. Самото име на овие акции покажува дека тие имаат приоритет во исплатата на дивидендата пред сопствениците на другите видови акции. Она што е суштествено за овие акции е што најчесто на сопственикот не му обезбедуваат право на управување во друштвото ако со статутот и во одлуката за издавање на акциите не е поинаку уредено. Во согласност со позитивните законски прописи во Македонија, вкупниот номинален износ на приоритетните акции без право на глас не може да биде поголем од 30 % од вкупниот номинален износ на обичните акции во основната главнина на друштвото.

Во зависност од различните права што им ги даваат на акционерите, во Република Македонија има повеќе класи на приоритетни акции, и тоа:

– Кумулативната приоритетна акција му дава на сопственикот право да ги наплати акумулираните неплатени дивиденди пред да му наплати какви било дивиденди на сопственикот на обичните акции.

– Партиципативната приоритетна акција му дава на сопственикот, покрај утврдената (фиксна) дивиденда, и право на исплата на дивидендата што им припаѓа на сопствениците на обичните акции.

Приоритетните акции може да бидат и:

– откупливи – кои може да бидат откупени од друштвото по номинална вредност во одреден временски период;

– конвертабилни – кои може да се заменат во обични акции;

– заштитени – кои имаат гарантирана дивиденда која се исплатува од депонираните средства во посебно издвоени фондови;

– уживателни акции – кои ги издава друштвото при определени специфични услови на стопанисување;

– интерни акции – кои најголема примена наоѓаат во претпријатијата од поранешна Југославија кога со Законот за општествен капитал на претпријатијата им беше дозволено да издаваат интерни акции на товар на општествениот капитал и, на тој начин, да се трансформираат од општествени во приватни претпријатија;

– привремени акции – кои се со времен карактер и се издаваат во почетокот на основањето на акционерското друштво. Овие акции не може да се продаваат на пазарот на капитал;

– дивидендни акции – кои настануваат како резултат на дивидендата по обични акции која не се исплаќа во денари, туку се поделуваат нови акции (т.н. скрипт-дивиденда).

2.12.4. Права на акционерите

Основните права на акционерите, кои произлегуваат од правото на сопственост на акции во одредено акционерско друштво се следниве:

1. Правото на глас на акционерот.
2. Правото на дивиденда на акционерот.
3. Правото на исплата на дел од остатокот од ликвидацискатa, односно стечајната маса од акционерот.
4. Правото на еднаков третман на сите акционери.
5. Правото на известување на акционерот.
6. Правото на увид во акционерската книга од акционерот.
7. Правото на слободен пренос на акциите од акционерот.
8. Правото на поднесување тужба против одлуките на Собранието на акционери од акционерите.

– Право на глас

Акционерите учествуваат во управувањето со друштвото преку остварувањето на своето право на глас на собранието на акционери, за прашања што се во надлежност на собранието. Правото на глас им овозможува на акционерите да одлучуваат за прашањата што се од најголемо и стратешко значење за друштвото, како на пример: избор на органите на управување и одобрување на нивната работа, распределба на добивката, издавање на хартиите од вредност и др.

Секоја обична акција, во суштина, дава право на глас во собранието, а приоритетните акции, во согласност со одредбите на Законот за трговски друштва, може да бидат издадени како акции со право на глас и како акции без право на глас. Правото на глас може да се остварува лично, преку присуство и гласање на собранието или преку назначување на полномошник кој дејствува во име и за сметка на давателот на полномошното, односно акционерот. Притоа, назначувањето на полномошникот се врши

со потпишување на писмено полномошно заверено кај нотар. Полномошното, по правило, се издава за едно собрание. Ако полномошното не содржи ограничувања или налог, полномошникот може да гласа по сопствена определба, но секогаш водејќи сметка за интересите на акционерот кој го дал полномошното[37].

Полномошното може да се откаже едностранo, без наведување на причините од акционерот или од полномошникот, со доставување писмено известување до другата страна. Ако акционерот лично го евидентира своето присуство на собранието, се смета дека полномошното за тоа собрание на полномошникот му е откажано и акционерот може своето право на глас да го остварува без ограничување и лично[38].

Во Законот за трговски друштва изрично се наведува кои лица не може да бидат назначени како полномошници на акционерите при остварувањето на правото на учество и глас на собранието на друштвото[39]:

1. Член на органот на управување на друштвото, односно на надзорниот одбор или член на неговото потесно семејство.
2. Раководно лице во друштвото или член на неговото потесно семејство.
3. Член на органот на управување, односно на надзорниот одбор од поврзани друштва со друштвото или зависниод него.
4. Застапник по закон или друго овластено физичко лице од друштво или од друго правно лице што е во сопственост на друштвото.

– Право на дивиденда[40]

Компаниите кои работат успешно остваруваат профит. Притоа, целиот или дел од остварениот профит може да биде задржан заради реинвестирање, односно зајакнување на ликвидноста на друштвото или може да биде распределен на акционерите, како сопственици на капиталот на друштвото, во вид на дивиденда. Оттаму, правото на

[37] Закон за трговски друштва.
[38] Истото.
[39] Истото.
[40] Истото.

дивиденда претставува право на акционерите на учество во добивката на друштвото. Дивиденда може да се исплати само од остварената нето-добивка, односно најмногу во износ што не ја надминува вкупната остварена добивка искажана со годишната сметка и со финансиските извештаи, но зголемена за пренесената нераспределена добивка од претходните години или со резервите кои може да се распределуваат, односно кои ги надминуваат законските резерви и резервите определени со статутот. Правото на дивиденда се разликува, во зависност од тоа дали се работи за обични или приоритетни акции. Имено, исплатата на дивиденда за обичните акции во целост зависи од волјата на собранието на друштвото, а исплатата на дивиденда за приоритетните акции е задолжителна, во зависност од класата на приоритетните акции и така како што е наведено во актот за издавање. Од аспект на класата на приоритетните акции, тие може да бидат кумулативни и партиципативни. Кумулативната приоритетна акција му дава на сопственикот право да ги наплати акумулираните неплатени дивиденди пред да наплати какви било дивиденди на сопственикот на обичните акции, а партиципативната приоритетна акција му дава на сопственикот, покрај утврдената (фиксна) дивиденда, и право да му се исплати дивиденда што им припаѓа на сопствениците на обичните акции. Воедно, кај приоритетните акции, исплатата на дивидендата може да се врши во однапред утврден паричен износ или во процент од номиналниот износ на акцијата. Кај обичните акции, сите прашања во врска со исплатата на дивидендата, од аспект на висината, начинот и времето на нејзиното исплаќање во целост[41] зависат од волјата на акционерите. Имено, акционерите на годишното собрание на друштвото одлучуваат за распоредување на добивката, при што во одлуката се прикажува секоја поединечна намена на добивката вклучувајќи ги и износот што се исплаќа во вид на дивиденда, датумот на евиденцијата според кој се определува листата на акционери кои имаат право да добијат дивиденда, планот за исплата на дивидендата, денот на кој се исплаќа дивидендата (ден на исплата) и начинот на кој друштвото ги известува лицата кои имаат право на дивиденда според донесената одлука.

[41] Е. Зографски, Ј. Мршич, М. Ќупев, Милчо и др., Берзански прирачник, Македонска берза за долгорочни хартии од вредност, АД Скопје, 1998.

– Право на исплата на дел од остатокот од ликвидациската, односно стечајната маса

Во случај на отворање на стечајна постапка или постапка за ликвидација на друштвото, имотот на друштвото што останува по намирување на обврските кон доверителите се распределува меѓу акционерите, во зависност од бројот на акции што ги поседуваат и повластените права кои произлегуваат од акциите[42].

– Право на еднаков третман[43]

Основно начело во корпоративното право и практиката на добро корпоративно управување подразбира еднаква положба на акционерите. Ваквото начело е во целост имплементирано во Законот за трговски друштва на Република Македонија, каде што изрично е наведено дека акционерите под еднакви услови имаат еднаква положба во друштвото. Притоа, секој склучен договор или преземена друга правна работа од некои од акционерите со кои се повредуваат правата и интересите на други акционери е ништовна, освен ако со тој договор, односно со правната работа не се согласат сите акционери.

Правото на еднаков третман директно се одразува и на останатите права на акционерите, како на пример, на правото на глас кога важи правилото дека секоја акција која дава право на глас дава право на еден глас во собранието на друштвото, при што забрането е издавање акции од ист род кои за ист номинален износ даваат различно право на глас во собранието.

– Право на известување[44]

Акционерите имаат право да бидат навремено и точно информирани за состојбите и случувањата во друштвото од надлежните органи во друштвото и во постапка утврдена со статутот на друштвото. Ова право произлегува од положбата на акционерите како

[42] Истото.
[43] Закон за трговски друштва.
[44] Истото.

сопственици на капиталот на друштвото, кои треба во секое време да бидат во можност да направат објективна проценка за финансиката состојба на друштвото и за успешноста на работењето на лицата на кои акционерите им го имаат пренесено правото на управување со друштвото (членовите на органите на управување). Во согласност со Законот за трговски друштва, на секој акционер, во седиштето на друштвото и на начин определен во статутот, мора да му се обезбеди увид во следниве акти и документи[45]:

1. Статутот и другите акти, како и во сите нивни измени и дополнувања, заедно со пречистените текстови.

2. Записниците и во сите други документи од сите собранија на акционерите.

3. Записниците и одлуките од состаноците на органот на управување, односно на надзорниот одбор.

4. Годишните сметки и финансиските извештаи што треба да се чуваат според законот.

5. Прилозите (исправите и доказите) што се поднесени до трговскиот регистар.

6. Сите јавни повици и проспекти за издавање акции и други хартии од вредност на друштвото.

7. Целокупната писмена кореспонденција на друштвото со неговите акционери.

8. Ажурираната листа со имиња, презимиња и адреси на сите избрани членови на органот на управување, односно на надзорниот одбор.

9. Документите за залог и хипотека.

10. Извештајот на овластениот ревизор и извештајот на овластениот проценител.

11. Гласачките ливчиња и полномоштвата за учество на собранието во оригинал или копија.

12. Колективниот договор на ниво на друштвото.

13. Другите акти и документи предвидени со законот и со статутот.

[45] Истото.

Друштвото[46] може да бара од акционерот кој бара увид, претходно да го информира друштвото за увидот, во рок не подолг од три дена пред денот на бараниот увид, при што друштвото може да бара акционерот да ги плати трошоците за бараните копии, што не може да бидат повисоки од стварните трошоци. Ако друштвото не му дозволи на акционерот да оствари увид и копирање на актите и документите, акционерот може да поднесе предлог до судот да му се овозможи увид во актите и документите. При одржување на собрание на друштвото, секој акционер има право да бара од собранието известување за состојбата на друштвото и за неговите односи со другите друштва ако известувањето е поврзано со точките на дневниот ред на собранието. Акционерот на кој му е ускратено правото на известување може да побара во писмена форма, неговото прашање, барање и причините поради кои му е ускратено правото на известување да бидат внесени во записникот од расправата. Ако акционерот и понатаму не добие соодветно известување, тој може да бара заштита на своето право од надлежниот суд.

– Право на увид во акционерската книга

Акциите се запишуваат во книга на акциите на друштвото (акционерска книга) што се води во овластен депозитар за хартиите од вредност во електронска (дематеријализирана) форма. Секој акционер има право, на негово барање, да му се овозможи увид во сите податоци запишани во акционерската книга на друштвото во кое е акционер, независно од бројот на акциите што ги поседува. Увидот го овозможува овластениот депозитар за хартиите од вредност.

– Право на слободен пренос на акциите

Акционерите имаат апсолутно и неприкосновено право непречено да ја пренесуваат сопственоста на своите акции на трети лица, преку трговски или нетрговски пренос, во секое време, без претходна согласност од друштвото или останатите акционери. Воедно, останатите акционери на друштвото, односно самото друштво, немаат

[46] Истото.

право на првенство за купување на акциите што акционерот има намера да ги продаде. Ништовни се одредбите во статутот или во кои било други акти на друштвото со кои на кој било начин се ограничува правото на акционерите за слободен пренос на акциите[47].

– Право на поднесување на тужба против одлуките на собранието на друштвото

Еден од најзначајните механизми за заштита на правата и интересите на акционерите е нивното право да поднесуваат тужби против одлуките донесени од собранието на друштвото со цел истакнување на ништовноста на одлуките. Тужбата за утврдување ништовност на одлука донесена на собранието на акционери се поднесува против друштвото. Тужбата може да биде поднесена од секој акционер, орган на управување или член на органот на управување или надзорниот одбор, при што судската одлука по тужбата има правно дејство кон сите акционери подеднакво. Тужбата се поднесува во рок од 30 дена од денот на донесувањето на одлуката на собранието. Одлуката за која е утврдено дека е ништовна нема правно дејство, освен во случаите утврдени со законот. Во согласност со Законот за трговски друштва, сè што е стекнато од друштвото, врз основа на ништовна одлука, мора да му се врати на друштвото и да му се надоместат трошоците во врска со тоа, со што до крај доаѓа до израз функцијата на овој законски механизам во насока на заштита на капиталот на друштвото[48].

2.12.5. Механизми за заштита на правата и интересите на акционерите

Во акционерските друштва со широко распространета акционерска структура има сепарација на сопственоста од контролата, односно акционерите го делегираат управувањето со деловниот потфат на професионален орган, кој стручно и компетентно ќе раководи со капиталот на друштвото и ќе ги менаџира неговите деловни процеси. Ваквата состојба произлегува од широката дисперзираност на сопственоста, поради што големиот број акционери немаат ниту доволно знаење, ниту доволно време, ниту доволно ресурси за

[47] Истото.
[48] Истото.

дневно управување со друштвото. Акционерите како сопственици на имотот на друштвото, ги назначуваат директорите и менаџерите да управуваат со тој имот во корист и за сметка на акционерите почитувајќи ги принципите на општествена одговорност на друштвото. Поради наведеното, како и поради широките овластувања и надлежности на директорите за управување со деловниот потфат и имотот на друштвото, потребно е да се воспостават ефикасни законски механизми за нивната контрола, како и за заштита на акционерите во случај на каква било злоупотреба или несовесно работење. Законот за трговски друштва содржи низа одредби кои се насочени кон контрола и заштита на имотот и средствата на друштвото, при што акционерите се тие кои имаат најактивна улога во остварувањето на таа заштита и контрола. Тоа е сосема логично, од причина што сопствениците се најодговорни за заштита на својот имот и на своите сопственички права[49].

– Постапување со внимание на уреден и совесен трговец

Членот на органот на управувањето, односно на надзорниот одбор е должен овластувањата што му се дадени со законот и со статутот да ги врши во интерес на друштвото и во интерес на акционерите, со внимание на уреден и совесен трговец[50]. Притоа, ако членовите на органот на управување ги повредат своите обврски, му одговараат на друштвото за причинетата штета како солидарни должници ако не работеле и постапувале со внимание на уреден и совесен трговец. Важно е да се напомене дека акционерите имаат активна легитимација да бараат надомест на штетата од членовите на органот на управување во име и за сметка на друштвото.

– Голема зделка и зделка со заинтересирана страна

За голема зделка се смета зделка (вклучувајќи, без ограничување, заем, кредит, залог, гаранција) или меѓусебно поврзани зделки ако таквата зделка, односно зделки се

[49] Шукаров и Ивановски, 2005.
[50] Зографски, Мршич, Ќупев и др., 1998.

однесуваат на стекнување или на отуѓување или на можно отуѓување, директно или индиректно на имотот на друштвото чија вредност изнесува над 20 % од книговодствената вредност на имотот на друштвото определена врз основа на последните финансиски извештаи на друштвото, со исклучок на зделки извршени (остварени) во текот на редовното работење на друштвото, зделки поврзани со стекнување преку запишувањето обични акции на друштвото и зделки поврзани со стекнување на конвертабилните обврзници. Во статутот може да бидат определени и други зделки на кои ќе се применува постапката за одобрување на големи зделки, на начинот определен со Законот за трговски друштва. Секоја зделка (вклучувајќи, без ограничување, заем, кредит, залог или гаранција) во која заинтересираната страна е член на органот на управување, односно на надзорниот одбор, вклучувајќи ги и раководните лица, или акционерот на друштвото кој заедно со поврзаните лица поседуваат 20 % или повеќе проценти од акциите со право на глас на друштвото или лице кое има овластување да дава упатства на друштвото што се задолжителни, се смета за зделка со заинтересирана страна.

– Обврска во случај на загуба, на презадолженост и на неспособност за плаќање

Ако друштвото во текот на работењето, а особено ако, според тримесечната или полугодишната пресметка, односно годишната сметка, покажува нова загуба, поголема од 30 % од вредноста на имотот на друштвото, односно од 50 % од основната главнина, извршните членови на одборот на директори, односно управниот одбор мора веднаш да подготви извештај во писмена форма во кој ќе ги објасни причините за загубата и ќе предложи мерки со кои загубата ќе биде покриена, при што во рок од 48 часа од сознавањето дека друштвото покажало загуба, органот на управување свикува собрание на кое ќе ги извести акционерите за состојбата и за преземените мерки.

Заради дополнителна заштита, по настапувањето неспособност за плаќање на друштвото или негова презадолженост, органот на управување не смее да предлага или да врши исплати, освен плаќања што се неопходни за редовното работење на друштвото и што се вршат со внимание на совесен и уреден трговец. Членовите на органот на

управување солидарно им одговараат на доверителите и на акционерите за предизвиканата штета ако постапиле спротивно на случаите наведени погоре.

2.12.6. Обврзници

Како главни должнички хартии од вредност, вообичаено, се истакнуваат обврзниците, комерцијалните записи и други должнички инструменти. Должничката хартија од вредност е писмен документ со кој издавачот се обврзува дека на сопственикот на хартијата од вредност ќе му ја исплати номиналната вредност на која гласи инструментот заедно со договорената камата. Должничката хартија од вредност, вообичаено, се издава на период подолг од една година со основна цел прибирање на парични средства (капитал) од кредиторите (заемодавците). Со оваа постапка, инвеститорите, всушност, му даваат заем на емитентот на должничката хартија од вредност. Должничките хартии од вредност се поделени во две групи и тоа: стандардни должнички хартии од вредност и хибридни должнички хартии од вредност. Хибридните должнички хартии од вредност се слични со сопственичките хартии од вредност, со оглед на тоа што има можност да се конвертира обврзницата на датумот на достасувањето во сопственичка хартија од вредност или ако има опција за конверзија по барање на сопственикот.

Обврзниците како најпозната форма на должничките (кредитните) хартии од вредност се дефинирани во Законот за хартии од вредност како долгорочна должничка хартија од вредност, со која издавачот се обврзува дека на сопственикот на обврзницата еднократно или на рати, ќе му го исплати на определениот дел, износот на номиналната вредност на обврзницата и каматата. Обврзницата може да биде обезбедена или необезбедена, да има фиксна или варијабилна камата, да биде без камата, може на сопственикот да му дава право на камата и/или исплата на однапред определени рати, може да се откупи од која било страна под одредени услови и/или може на сопственикот да му даде право да ја претвори обврзницата во друг вид хартија од вредност на издавачот.

Заради карактерот на обврзницата, како должнички инструмент, сопственикот на обврзницата е доверител и нема никакви управувачки права. Но затоа, пак, тој има

предност пред сопствениците на приоритетните и обичните акции, во процесот на намирување на побарувањата ако дојде до тоа. Од тие причини, помал е ризикот на сопствениците на обврзниците од оној на акционерите, но најчесто и приносот од обврзниците е помал од оној на акциите. Сопственикот на обврзницата ја добива ветената камата по обврзницата, која најчесто е фиксна или во исклучителни случаи и варијабилна.

2.12.7. Видови обврзници

Основната поделба на обврзниците е според тоа кој е издавач на обврзницата. Од тој аспект има:

– државни обврзници, кои ги издава државата заради финансирање на буџетската потрошувачка или за финансирање на одредени проекти. Овие обврзници на пазарот се сметаат за најквалитетни и најсигурни хартии од вредност и сите останати обврзници се рангираат во однос на нив. Заради високиот степен на сигурност на овие хартии од вредност, каматната стапка што се исплаќа за нив е пониска од онаа на другите видови обврзници. Тие обично се издаваат на подолги рокови;

– обврзници на органите на локалната управа, кои се издаваат, исто така, за финансирање на буџетската потрошувачка на општините или за финансирање на одредени локални, инфраструктурни проекти. При инвестирањето во овие обврзници, треба да се има предвид од кои извори ќе се врши враќање на собраните средства со емисијата на обврзниците, дали тоа ќе се прави од буџетските приходи или од приходите што ќе ги остварува новиот проект. Приходот и од овие обврзници обично е ослободен од плаќање на данок, со што овие обврзници се атрактивни за инвеститорите. Рокот на доспевање на овие обврзници е различен, но, по правило, е пократок од рокот на државните обврзници;

– корпоративни обврзници кои се издадени од трговските друштва, се издаваат за финансирање на тековните потреби и развојните проекти на друштвата.

Основната поделба на обврзниците може да ја надополниме и со следната поделба:

А) Гарантирани обврзници – обврзници кај кои покрај издавачот има уште најмалку една институција (обично банка), која гарантира дека издавачот ќе ја изврши обврската по обврзниците и ќе ги исплати каматата и главницата во предвидените рокови. За оваа услуга, гарантот добива провизија, а, вообичаено, тој го врши и пласманот на емисијата.

Б) Осигурени (хипотекарни) обврзници – обврзници кај кои при издавањето се става хипотека на недвижниот имот на емитентот. Имотот што се користи како осигурување обично има пазарна вредност која е поголема од позајмениот износ со обврзниците. Ако издавачот дојде во финансиски тешкотии и не успее да ги изврши обврските во рокот на доспевање, имотот што е користен како обезбедување ќе се продаде за да се исплатат сопствениците на овие обврзници.

В) Неосигурени обврзници – обврзници зад кои стојат само рејтингот и финансиската стабилност на друштвото. Ваквите обврзници, пред сè, ги издаваат високобонитетните друштва.

Г) Обврзници без купон – се релативно понов вид обврзници кои стануваат популарни посебно кај големите компании. Тие претставуваат обврзници без камата. Кај овие обврзници, каматата не се исплатува, туку се пресметува на тој начин што се вградува во цената на обврзницата, преку дисконтот на номиналната цена (вообичаено, дисконтот се движи од 20 % до 30 % од номиналната цена).

Д) Откупливи обврзници се обврзници со фиксна камата, кои му даваат право на сопственикот да ги наплати во одреден момент пред рокот на доспевање ако на пазарот дојде до пораст на каматните стапки, во однос на каматната стапка што ја носи обврзницата.

Ѓ) Отповикливи обврзници се обврзници кои му даваат можност на емитентот да ги повлече пред рокот на доспевање, на тој начин што на инвеститорите ќе им исплати поголема вредност од номиналната вредност на обврзниците. Повлекувањето на обврзниците не може да се изврши со нова емисија на обврзници, ниту, пак, пред наведениот рок за повлекување.

Е) Партиципативни обврзници се обврзници кои, покрај каматата, му даваат на нивниот сопственик и право да учествува во поделбата на добивката на друштвото ако биде остварена во предвидениот износ.

Ж) Заменливи (конвертабилни) обврзници се обврзници кои може во одредено време, под однапред познати услови, да се заменат за обични акции на друштвото.

Има повеќе фактори кои имаат влијание врз атрактивноста во вложувањето во обврзниците, но, сепак, може да издвоиме дека два фактори имаат најсилно влијание, и тоа висината на каматната стапка и начинот на обезбедување на исплатата на обрзницата.

– Каматната стапка на обврзницата ќе биде атрактивна за инвеститорите, но и за издавачите ако се движи во распонот помеѓу каматата на орочените депозити во банките и каматата на кредитите. На тој начин, инвеститорот ќе добие поголем приход од обврзницата отколку да штеди во банката, а издавачот на обврзницата ќе плати помала камата ако развојот на друштвото го финансира со класично задолжување во банката.

– Вообичаено, гарантираните обврзници претставуваат најсигурна форма обврзници, особено ако се гарантирани од државата (со државните обврзници или државниот буџет) или се гарантирани со некој колатерал (имот) или со приходот што ќе се оствари со реализација на проектот (на пример, за општинската обврзница, со објектот во кој ќе се финансираат средствата прибрани од емисијата).

Чести се случаите кога како гарант на обврзниците стои и некоја реномирана банка која гарантира исплата на каматата и главнината на обврзницата, во случај тоа да не го направи издавачот. Негарантираните обврзници се поризични хартии од вредност, потешко се продаваат и не се ликвидни за тргување на берзата. Со обврзниците се тргува на берзите на хартии од вредност, односно на секундарните пазари на хартии од вредност. Цената на обврзниците, односно курсот, се формира според понудата и побарувачката. Пазарната (берзанска) цена на обврзниците е различна од номиналната цена. Секое инвестирање носи ризик, па, според тоа, и инвестирањето во обврзници има ризик. Но, обично, инвестирањето во обврзниците е помалку ризична форма на инвестирање отколку

инвестирањето во акциите, особено ако се купуваат обврзници на државата и општините и обврзници на профитабилни трговски друштва, со висок кредитен рејтинг.

Државни обврзници (Treasurs Bonds)

Со цел да го покрие буџетскиот дефицит, државата емитува државна обврзница која им ја продава на суфицитарните субјекти за да не се задолжува или да врши нова емисија на пари. Со нејзиното емитување, се спречува зголемување на паричната маса во оптек и нарушување на стоковно-паричните односи. Државната обврзница се издава на заокружени износи и со однапред утврден рок на достасување за наплата. Ако при емисијата, државните обврзници се продаваат по дисконтирана вредност, тогаш купувачот го плаќа износот на обврзницата намален за каматата што му припаѓа, а при наплатата на обврзницата во рокот на достасувањето, ја добива вкупната номинална вредност на обврзницата. Разликата меѓу дисконтираната и номиналната вредност на обврзницата ја претставува каматата, односно приносот од купувањето на обврзницата. Ако, пак, обврзницата се продава по номиналната вредност, износот при наплатата на обврзницата, покрај номиналната вредност, го вклучува и износот на соодветната камата. Бидејќи државните обврзници не се продаваат во ист ден, при нивната прва продажба, се означува датумот на продажбата, а рокот на достасување се пресметува од тој датум. Државните обврзници се издаваат со рок на достасување од три, шест, девет месеци до една година, а поретко подолго од една година. Првата продажба на државните обврзници, обично, ја врши централната банка, која за таа цел може да организира аукција (лицитација).

Како купувачи на обврзниците може да се јават банките, другите финансиски организации (осигурителните организации, пензиските фондови), претпријатијата, па и физичките лица, кои најчесто се застапени преку посредниците (брокерите, дилерите). Натамошниот промет со државните обврзници, што претставува секундарен пазар на овие обврзници, може да се одвива во непосреден контакт на купувачите и продавачите (неорганизиран пазар) или на институционализиран пазар. Бидејќи станува збор за обврзници зад кои стои државата, ризикот за нивната наплата е релативно мал, поради што кај одделни субјекти постои интерес за купување на вакви обврзници.

Пазарот на државни обврзници разликува три групи обврзници, според различни класификации, во согласност со рокот на достасување, и тоа :

– Краткорочни обврзници (помалку од пет години, до 5 години максимално).
– Среднорочни обврзници (пет до петнаесет години, 5 – 10 години).
– Долгорочни обврзници (повеќе од петнаесет години, 15 години).

Обврзниците секогаш се исплаќаат по номинираната (назначената) вредност или вредност делива со 100. Тоа не значи дека не може да се тргуваат по цена различна од 100, туку дека се обично номинално заокружени на 100, а се купуваат над (со премија) или под 100 (со дисконт). Инвеститорите се подготвени да платат повеќе од номиналната вредност и за возврат го добиваат доходот или приходот што е прикачен (купон) на самата хартија од вредност. Поприфатливо е да се плати под номиналната вредност, но тоа не е секогаш можно. Каматната стапка платена на обврзницата се нарекува купон и се плаќа на номиналниот износ на обврзниците по фиксна стапка. Има уште два вида државни обврзници: недатирани и поврзани со индексите. Недатираните обврзници немаат датум за исплата, но на нив се исплаќа достасаната камата. Владата има опција да ги исплати, но нивната ниска каматна стапка ја прави оваа операција непривлечна. Обврзниците поврзани со индексите се врзани со стапката на инфлацијата. И отплатата и каматната стапка се врзани за индексите на цените на мало за последните осум месеци. Особено се корисни за инвеститорите кои се загрижени дека инфлацијата ќе ја еродира вредноста на нивните инвестиции.

Цените на владините обврзници имаат директна врска со нивото на општата каматна стапка. Како што растат каматите така цените на владините обврзници паѓаат, а растат фиксните приноси (заработките) и обратно. Ова ги прави владините обврзници конкуретни со останатите хартиите со фиксни стапки. Рокот на достасување на владините обврзници правопропорционално влијае на нивната волатилност. Македонија нема традиција на пазарни изданија на државни обврзници. Во социјалистичкиот период, државата издава обврзници, кои населението практично присилно ги купува, со оглед на тоа што уписот за купување се врши на работните места на поединците. Обврзниците,

вообичаено, биле издавани за конкретни цели – вработување, изградба на патишта итн. Каматните стапки на обврзниците биле далеку под нивото на инфлацијата, така што тие биле длабоко обезвреднети при нивното достасување. Државните обврзници во Република Македонија ги издава Министерството за финансии. Притоа, Централниот депозитар за хартии од вредност ракува со исплатата на каматата и промената на сопственоста. Каматата на државната обврзница може да се исплаќа годишно или полугодишно. Според прифатената терминологија, државните обврзници издадени од Република Македонија по нејзиното осамостојување, се делат на две категории: структурни и континуирани обврзници.

– Структурни обврзници

Структурните обврзници не се класично издадени обврзници за прибирање средства од државата, туку се издадени за надоместување на определени физички и правни лица по различни основи. Во портфолиото на државата, има четири вида структурни обврзници, и тоа[51]:

- Обврзници за денационализација.
- Обврзници за старо девизно штедење.
- Обврзници за селективни кредити.
- Обврзници за приватизација на Стопанска банка.

Како предмет на тргување најчесто се среќаваат првите два вида, поретко обврзниците за селективни кредити, а последниот вид веќе е повлечен. Според Законот за издавање на обврзници за денационализација, Република Македонија, почнувајќи од 2002 година, во следните 10 години остварува еднаш годишно по една емисија на обврзници за денационализација, а Владата на Република Македонија со посебна одлука, годишно го утврдува износот на обврзниците за денационализација кои се издаваат. Номиналната

[51] С. Пашовска, Т. Мицески, Тргување со хартии од вредност (со посебен осврт на обврзниците), 2013 г., стр. 17.

вредност на обврзницата за денационализација е износот кој барателот врз основа на денационализација го добива како обештетување[52].

Карактеристики на обврзниците за денационализација се[53]:

– Гласат на име, деноминирани се во евра и се неограничено преносливи.

– Нивната номинална вредност е 1 евро.

– На обврзниците се пресметува камата во висина од 2 % годишно.

– Номиналната вредност и каматата се отплатуваат во период од 10 години.

– Каматата и номиналната вредност пристигнуваат за исплата на 1 јуни секоја година.

– Пресметката на каматата на обврзниците започнува од денот на уписот во Централниот депозитар за хартии од вредност.

– Пресметката на каматата се врши со примена на проста каматна стапка.

Обврзниците за старо девизно штедење (познати по шифрата за тргување PM01)[54], односно обврзниците за намирување на побарувањата на граѓаните, врз основа на депонираните девизни влогови, се издадени еднократно, во септември 2000 година. Тие гласат на име, се издаваат во нематеријализиран облик и се деноминирани во евра. За разлика од обврзниците за денационализација, кај обврзниците за старо девизно штедење, исплатата се врши во 20 полугодишни рати (на 1 април и 1 октомври) започнувајќи од 1 април 2002 година, а заклучно со 1 октомври 2011 година. На обврзниците се пресметува камата во висина од 2 % годишно, и тоа на остатокот на расположливата главнина за наплата. Обврзницата за селективни кредити на Народна банка на Република Македонија е издадена на 16 март 1995 година од Република Македонија, врз основа на Законот за санација и реконструирање на дел од банките на Република Македонија. Обврзниците се евидентираат во Централниот депозитар за хартии од вредност. Тие се издадени во денари и се со неограничена преносливост. Номиналната вредност на една обврзница е еден

[52] Истото.
[53] Истото.
[54] Истото, стр. 17.

денар, а издадени се вкупно 1 039 318 841 обврзница. Номиналниот износ на обврзниците за надоместување на селективни кредити на НБРМ се исплатува одеднаш, и тоа на 1 април 2020 година и притоа, не се пресметува камата. Континуираните обврзници се класични обврзници за прибирање на потребни парични средства, а не за надоместување на определени физички и правни лица. На крајот на 2005 година, Република Македонија ја издава својата прва континуирана обврзница. Тоа е двегодишна обврзница со купонска исплата. Континуираните обврзници се издаваат во денари и се со неограничена преносливост. Меѓутоа, до ден-денес, овие обврзници не се предмет на тргување на секундарниот пазар на капитал, така што нивните купувачи мора да ги чуваат обврзниците до рокот на достасување. Тоа се должи на малите буџетски дефицити и ниските каматни стапки по кои државата ги нудеше на јавноста. Спроведувањето на операции на отворен пазар претставува постоење на развиен пазар на капитал, како и емисија на државни обврзници. Всушност, овој инструмент на монетарната политика е типичен за земјите со развиена пазарна економија. Во овие земји, еден од можните пристапи за финансирање на буџетскиот дефицит е издавањето на државни обврзници, кои претставуваат хартии од вредност за кои гарантира државата, поради што ризикот за вложување во државни обврзници е мал. Заради тоа, нивните цени се стабилни, а каматите кои ги добиваат комитентите се сигурни. Тоа придонесува инвеститорите, вклучувајќи ги тука и граѓаните кои располагаат со слободни парични средства, релативно лесно да се одлучуваат за купување на државни обврзници.

Со посредство на комерцијалните банки во кои инвеститорите имаат отворено свои сметки се врши купувањето на државните обврзници. Кога во стопанството се случуваат инфлаторни тенденции, централната банка продава државни обврзници. Трансакцијата се врши преку комерцијалните банки, депозитот од сметката во комерцијалната банка се префрла во централната банка од која се купуваат државните обврзници. И ако тоа го направат голем број инвеститори во државни обврзници, резервите на комерцијалната банка ќе се намалат. Така, доаѓа до опаѓање на кредитниот потенцијал и на можноста за депозитна мултипликација и креирање на пари од комерцијалните банки. На овој начин, преку продавање на државните обврзници, централната банка фактички извлекува дел од парите во оптек, односно ја намалува масата пари во оптек и дејствува антиинфлаторно.

Во обратен случај, ако централната банка оцени дека понудата на пари е помала од потребното количество, тогаш таа одлучува да купи државни обврзници[55].

2.12.8. Ризици при инвестирање во обврзници

– Ризикот од промена на каматните стапки (interes rate risk) е ризик кој произлегува од промената на пазарните каматни стапки. Треба да се напомене дека релацијата помеѓу каматните стапки и цената на обврзницата е инверзна, односно при зголемување на пазарните каматни стапки, цената на обврзницата се намалува и обратно при намалување на каматните стапки, цената на обврзницата се зголемува.

– Ризикот од предвремена отплата на обврзницата (call and prepayment risk) е ризик поврзан со предвремена отплата на обврзниците во случаите кога таква одредба постои при издавањето на обврзницата.

– Ризикот од промени во кривата на принос (yield curve risk) е поврзан со промените во приносите на обврзниците со различни датуми на достасување. Имено, различни обврзници (или портфолио од обврзници) имаат различна каматна изложеност, што зависи од промените во кривата на принос и од претпоставките за пазарните каматни стапки во иднина.

– Ризикот од реинвестирање (reinvestment risk) произлегува од можноста наплатениот износ од купоните или делот од главнината повторно да се инвестира, но по намалена каматна стапка.

– Кредитниот ризик (credit risk) е ризик поврзан со наплатата на главнината на обврзницата (default risk), ризикот од намалување на цената на обврзницата, во однос на обврзниците со слични карактеристики (credit spread risk) и ризикот од намалување на рејтингот на издавачот на обврзницата (downgrade risk).

– Ризикот на ликвидност (liquidity risk) се појавува кога инвеститорот сака да ја продаде обврзницата пред нејзиното достасување, а при тоа, моменталната пазарна цена се разликува од вистинската (фер) цена на обврзницата, при што инвеститорот за своите ликвидносни потреби е приморан да се откаже од дел од приносот.

[55] Истото, стр. 18.

– Ризикот од промени во вредноста на валутата во која гласи обврзницата (exchange rate risk) е ризик поврзан со апрецијацијата, односно деприцијацијата на валутата во која се пресметува ризикот и на која гласи обврзницата.

– Ризикот од инфлација, односно од промена на куповната моќ на парите (inflation or purchasing power risk) е поврзан со промената во куповната моќ на парите во кои се наплаќа камата, односно со главнината на обврзницата.

– Ризикот од неочекуван настан (event risk) е ризик кој произлегува од определени настани кои се поврзани со природни катастрофи, преземање или преструктурирање на издавачот на обврзницата, промени во регулаторната рамка и политичкиот фактор како ризик.

2.12.9. Основни разлики помеѓу акциите и обврзниците

Врз основа на изнесените карактеристики и видовите акции и обврзници и нивното користење како финансиски инструменти, може да се наведат неколку основни разлики помеѓу акциите и обврзниците:

– Акциите претставуваат хартии од вредност кај кои издавачот не е обврзан да ја врати номиналната вредност на која гласи акцијата, а обврзниците се хартии од вредност кај кои издавачот е должен во одреден временски период (ако станува збор за обврзница која се отплаќа на рати), односно на денот на достасување на обврзницата да ја исплати номиналната вредност на обврзницата. Приходот од дивидендата кај акциите не е секогаш загарантиран и директно зависи од работењето на издавачот, а приходите кај обврзниците најчесто се фиксни и не зависат од успешното работење на друштвото (во практиката сè почести се случаите кога обврзниците се издаваат со варијабилна камата на купонот).

– Обврзницата претставува кредитна (должничка) хартија од вредност, а акцијата претставува сопственичка хартија од вредност.

– Обврзницата се стекнува во сопственост на инвеститорот со исплата во готово, а акцијата може да се уплати во пари, предмети или права.

– При купување на обврзницата, потребно е да се уплати договорениот износ одеднаш, но акциите може да се уплатат и на рати, во согласност со актот на издавање.

– Обврзницата, чија цена зависи, пред сè, од движењето на каматите и инфлацијата (освен ако не е издадена со варијабилна камата), не го обезбедува сопственикот од влијанието на инфлацијата, а сопственикот на акцијата, најчесто заради пазарната ревалоризација на имотот на акционерското друштво, е обезбеден од влијанието на инфлацијата.

– Обврзницата е посигурна хартија од вредност за инвестирање од акцијата, но заради можните поголеми флуктуации во цените на акциите, приходите (но и загубите) од капитална добивка/загуба се поголеми при инвестирањето во акции отколку при инвестирањето во обврзници.

2.12.10. Финансиски деривативи

Развојот и експанзијата на финансиските пазари поддржани со појавата на финансиската иновација, придонесуваат за развој на голем број разновидни финансиски инструменти со различни карактеристики. Финансиските деривативи, како што и самото име укажува, претставуваат инструменти, што се изведени (деривирани) од некој друг основен постоен финансиски инструмент (англ. to derive – изведува, добива)[56]. Тоа значи дека договорот со кој се регулира издавањето на финансискиот дериват мора да се базира врз некој друг примарен договор, кој се однесува на основниот финансиски инструмент (обврзница, акција, кредит итн.). Всушност, и вредноста на финансискиот дериват зависи од вредноста на базичниот финансиски инструмент и, во таа смисла, претставува изведена, корелирана, врзана вредност. Нивната појава се должи на настојувањата да се намалат ризиците од големата нестабилност на каматните стапки и на девизните курсеви[57].

[56] В. Георгиева-Свртинов, Меѓународен финансиски менаџмент; Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 2014, стр. 82.
[57] Истото.

2.12.11. Терминski договори

Терминските договори (англ. – forward contracts) претставуваат договор за извршување на финансиската трансакција или купопродажбата на одредена количина од некој финансиски инструмент, помеѓу две договорни страни (продавач и купувач), на одреден датум во иднината и тоа по однапред определена цена. Терминската трансакција се случува кога две страни се договараат за размена на валути и договорот го реализираат на конкретен датум во иднина. Девизниот курс по кој се склучуваат терминските трансакции се нарекува термински девизен курс.

Хипотетичен пример: Компанија од Германија што увезува телевизори од Јапонија, знае дека за 60 дена од пристигнување на пратката мора да исплати јени на јапонскиот набавувач. Компанијата ќе му плати на јапонскиот добавувач 100 000 јени за секој телевизор, а тековниот девизен курс (spot) евро/јен е 1 евро = 140 јени. При овој девизен курс, секој телевизор ќе го чини увозникот 714,28 евра (100 0000 / 140 = 714,28). Увозникот знае дека на денот на пристигнување на телевизорите, нив може да ги продаде за 800 евра по телевизор, што му носи бруто-добивка од 85,72 евра по телевизор. Но, во случајов, увозникот нема средства да му плати на јапонскиот набавувач додека не ги продаде телевизорите. Ако во текот на наредните 60 дена еврото неочекувано депрецира во однос на јенот, на пр., $1 = 120, увозникот сè уште ќе треба да ѝ плати на јапонската компанија 100 000 јени за телевизор, но, изразено во евра, еден телевизор чини 833,33 евра, што е повеќе од цената што ќе ја добие од нивната продажба (со депрецијација на еврото, профитабилната зделка се претворила во непрофитабилна). За да го избегне ризикот, германскиот увозник склучува терминска девизна трансакција и договара термински девизен курс на 60 дена, $1 = 130 и со тоа обезбедува дека нема да плати повеќе од 769,23 евра за телевизор (10 0000 / 130), со што заработува 30,77 евра по телевизор. Преку склучување термински договор, германскиот увозник се обезбедува од веројатноста од претворање на профитабилна во непрофитабилна зделка, поради промена на девизниот курс евро/јен. Покрај заштита од неповолните движења на девизните курсеви, терминските договори се склучуваат и за заштита од неповолни движења на

цените, при купопродажбата на некои финансиски инструменти (акции, обврзници итн.). На пример, на 3.3.2014 г. се склучил терминski договор за идна купопродажба на 100 акции на „Тетекс“ АД Тетово, помеѓу истоименатa фирма и „Астибо“– Штип на 1.8.2014 г. по цена од 3 000 денари од акција. Всушност, со предвременото договарање на цената на финансискиот инструмент, договорните страни однапред ја осигуруваат посакуваната цена на купопродажбата. На тој начин, со „затворањето“ на цената на купопродажбата, продавачот и купувачот го одбегнуваат ризикот од неповолни промени на цената на доброто, од моментот на склучување на терминскиот договор, па сè до моментот на неговата реализација. Освен примарниот мотив за управување, т. е. хеџирање на ризикот, терминските договори може ефективно да се користат и за остварување на одредени шпекулатвни мотиви, т. е. за профитирање од антиципираното движење на цената на активата. Инаку, за ова се потребни напредни техники и вештини за прогнозирање на цените, и без соодветна апликација, секој обид за шпекулација може да заврши со изразита финансиска загуба.

Елементи на терминските договори се:

1. Субјекти на договорот.
2. Предмет на договорот.
3. Количина на предметот на купопродажбата.
4. Терминска цена.
5. Тековна цена.
6. Датум на извршување.

Субјектите на договорот ги претставуваат договорните страни (продавачот и купувачот). Во нашиот случај, продавачот („Тетекс“) склучува т.н. продажен терминski договор, кој се однесува за продавањето на акции. Од друга страна, купувачот („Астибо“) склучува т.н куповен терминski договор, кој го регулира купувањето на наведениот број акции.

Предметот на договорот се однесува на доброто кое се разменува со терминскиот договор. Во нашиот случај, предмет на договор се акциите.

Количината на предметот на купопродажбата е количината од доброто кое се разменува. Во нашиот пример, количината на акции кои се предмет на терминскиот договор изнесува 100.

Терминската цена (англ. forward price) е договорената цена по која ќе се реализира купопродажбата на утврдениот датум од договорот. Во примерот, таа изнесува 3 000 денари по акција.

Тековната цена (англ. spot price) е пазарната цената на инструментот во моментот на реализација на договорот. Во нашиот пример, претпоставуваме дека тековната цена на една акција на „Тетекс“ на берзата на 1.8.2014 изнесува 2 500 денари.

Притоа, ако терминската цена е повисока од тековната, се вели дека терминскиот договор содржи премија. Спротивно, ако пазарната цена е повисока од терминската, тогаш, пак, се вели дека договорот содржи дисконт.

2.12.12. Фјучерс договори

Фјучерс договорите (англ. futures) се договори за размена на одреден износ на валута на определен датум во иднина по фиксен (однапред определен) девизен курс. Фјучерс договорите претставуваат договори со слични или исти основни карактеристики како терминските договори, со таа разлика што елементите на фјучерсите се унифицирани и стандардизирани, а елементите на терминските договори се предмет на слободно креирање од договорните страни. Со оглед на тоа дека со фјучерсите се тргува на берзите, тие настојуваат да ги специфицираат сите неопходни елементи, за што полесно спарување и тргување со соодветниот инструмент. Според ова, фјучерс договорите претставуваат договори за размена или купопродажба на одреден стандарден износ на одреден финансиски инструмент, по однапред одредена цена, на определен стандарден датум во

иднината. Единственото нешто што не е стандардизирано, во овој случај, е цената на финансискиот инструмент, која се нарекува фјучерс цена и која треба да се разликува од тековната пазарна цена на инструментот.

Карактеристики на фјучерс договорите се:

• Инвеститорите можат да инвестираат во фјучерс договори, кои им даваат право да купат или да продадат некоја валута (да заземат долга или кратка позиција кон неа).

• Двете страни, и купувачот и продавачот имаат формални договори со фјучерс берзата, а не едни со други.

• Инвеститорот депонира кај фјучерс берзата депозит (иницијална маржа), кој претставува гаранција во случај на промена на цената на инструментот.

• Цената на фјучерсот може да се менува секој ден ако дојде до промена на девизниот курс. Од тие причини, т.н. дневно порамнување (daily settlement) претставува важна карактеристика на фјучерсот. Дневното порамнување се состои во тоа што ако инвеститорот во текот на денот доживее загуба, таа се минусира од износот на маржата. Ако, пак, тој оствари добивка, таа се додава на износот на маржата. Маржата не смее да падне под извесен процент од нејзината почетна вредност, а ако тоа се случи, износот мора да се надополни со депонирање на средства до нивото на иницијалната маржа.

• Фјучерс договорите се стандардизирани, во поглед на големината на договорот и датумот на испорака.

Најпознати светски фјучерски берзи се следниве:

1. IMM – International Monetars Market.
2. LIFFE – London International Financial Futures Exchange.
3. COBOT – Chicago Board of Trade.
4. SIMEX – Singapore International.
5. Monetars Exchange.
6. DTB – Deutsche Termin Bourse.
7. HKFE – Hong Kong Futures Exchange.

2.12.13. Опции

Опциите се дериватни инструменти кои на купувачот на опцијата му даваат право (или можност), но не и обврска, да изврши купување или продавање на одреден финансиски инструмент, по однапред утврдена цена, на одреден датум или во текот на одреден период. Значи, круцијалната разлика, во однос на фјучерсите и на терминските договори, е тоа што кај нив се создава двострана обврска со самото склучување на договорот, а кај опцијата, обврската е едностранa и е на страната на продавачот на опцијата.

Продавачот на опцијата, за продажбата на опцијата, добива надоместок, но и обврска да одговори на изборот на купувачот, независно дали тоа му одговара или не во моментот на реализација. Според тоа, опцијата не мора да биде извршена ако не е во полза на купувачот да го направи тоа. Ако движењата на цените се поволни, купувачот ја реализира опцијата и остварува добивка. Ако движењата се неповолни, купувачот може да ја ограничи штетата ако дозволи опцијата да истече нереализирана. Во случајов, ја губи само премијата платена да се купи опцијата[58].

Идентификувани се следните елементи на опцијата:

– Субјектите на опцијата.
– Видовите опции од аспект на правото што го даваат.
– Предметот на опцијата.
– Времето на реализација на опцијата.
– Реализациската цена на опцијата.
– Надоместокот или опциска премија.

Кај договорот за опцијата, разликуваме два субјекти или две договорни страни: купувачот на опцијата, кој со купувањето на опцијата секогаш добива само право на избор, односно можност дали да ја реализира опцијата или ќе ја остави да истече

[58] Истото, стр. 87.

нереализирана; и продавачот на опцијата, кој за продажбата на опцијата секогаш добива надоместок, но и обврска да одговори на изборот на купувачот, без разлика дали му одговара или не. Значи, од едната страна на договорот се наоѓа купувачот на опцијата чија цел е да се осигури од ризикот од евентуалниот пад или пораст на цената на финансискиот инструмент. Од другата страна на договорот се наоѓа продавачот, на кого му е потребна заштита во обратна насока, но тој нема можност за избор и треба само да ја исполни волјата на купувачот. Затоа, додека купувачот е ефективно заштитен од т.н. еднонасочен ризик од промена на цената, продавачот, поради неможноста за избор, е незаштитен и секогаш го сноси крајниот ризик. Поради тоа, како компензација на прифатениот ризик, нему му се плаќа надоместок или премија[59].

Под реализациска цена на опцијата (strike price) се подразбира однапред утврдена (договорена) цена на финансискиот инструмент, по која би се купил/продал ако дојде до реализација на опцијата. Оваа цена треба да се разликува од тековната цена на инструментот која се формира на пазарот на капитал, во кој било момент од периодот на резлизација на опцијата. Всушност, односот помеѓу овие две цени ја детерминира фактичката реализација или нереализација на опцијата[60].

Во случај на продажните опции:

• ако цената на финансискиот инструмент расте – загубата на купувачот на опцијата и добивката на продавачот на опцијата се ограничени колку што изнесува премијата на опцијата;

• ако цената на финансискиот инструмент опаѓа – добивката на купувачот на опцијата и загубата на продавачот на опцијата се потенцијално неограничени.

Непишано правило кај куповната опција е што со неа се утврдува максималната цена по која би се купил финансискиот инструмент кој е предмет на опциискиот договор. Затоа се вели дека со куповната опција се елиминира едностраниот ризик од зголемување

[59] Истото, стр. 87.
[60] Истото.

на цената на финансискиот инструмент. За да видиме како сето ова функционира, ќе ги разгледаме трите можни односи помеѓу тековната и реализацискатa цена кај куповната опција:

Опција 1. Кога тековната цена е пониска од реализацискатa цена (на пример, тековната цена на акцијата е 2 000 денари, а реализацискатa цената 3 000 денари). Оваа состојба нема да доведе до извршување на опцијата бидејќи таа може да се купи поевтино на пазарот.

Опција 2. Кога тековната цена е еднаква на реализацискатa цена (на пример, тековната цена е 3 000 денари и реализацискатa цена е 3 000 денари). И оваа состојба не води кон извршување на опцијата.

Опција 3. Кога тековната цена е повисока од реализацискатa цена (на пример, тековната цена е 4 000 денари, а реализацискатa цена 3 000 денари). Логично е ова да води кон реализација на опцијата бидејќи на пазарот акциите се набавуваат поскапо.

За разлика од куповните опции, со продажните опции се овозможува утврдување на минималната цена по која би се продал финансискиот инструмент – предмет на договорот. Од ова произлегува дека продажната опција секогаш ќе се употребува за заштита од еднонасочниот ризик од намалување на цената на финансискиот инструмент. Илустративно, тоа изгледа вака:

Опција 1. Во случај кога тековната цена е поголема од извршната цена (на пример, тековната е 5 000 денари, а извршната 3 000 денари), очигледно дека нема да се изврши продажната опција зашто инструментот може слободно да се продаде на пазарот по повисока цена.

Опција 2. Состојбата кога тековната и реализацискатa цена се изедначени (тековна 3 000 денари и извршна 3 000 денари), нема да донесе до извршување на опцијата.

Опција 3. Кога тековната цена е пониска од реализацискатa цена (на пример, тековната цена е 1 000 денари, а реализацискатa цена 3 000 денари), тоа, се разбира, води кон реализација на опцијата, со оглед дека на пазарот инструментот (во нашиот случај акција) може да се продаде по многу ниска цена и со многу голема загуба.

Опциската премија е, всушност, надоместокот кој го добива продавачот на опцијата заради компензација на преземениот ризик. Без разлика дали ќе дојде до извршување на опцијата или не, купувачот е должен да му ја плати опциската премија на продавачот. Во оваа смисла, премијата претставува цена на опцискиот договор (или цена на опцијата) заради можноста за избор која му ја нуди на купувачот. Во овој контекст, се поставува прашањето: Од што зависи висината на цената на опцијата или премијата? Како фактори од кои зависи премијата се сметаат[61]:

 Разликата помеѓу тековната цена на инструментот и извршната цена на опцијата: колку е поголема разликата во корист на тековната цена толку ќе биде поголема и премијата.

 Времето до датумот на истекување на опцијата (особено за американските опции): колку е подолго времето на истекување толку е поголема можноста за флуктуација на тековната цена и, според тоа, толку ќе биде поголема и премијата[62].

Корпорациите ги користат валутните куповни опции за да ги покријат своите позиции. Ако, на пример, американска фирма нарача производи од Канада, по доставата на нарачката, ќе треба да му плати канадски долари на извозникот. Куповната опција за канадскиот долар ја фиксира максималната стапка по која американската фирма може да ги размени американските долари за канадски долари. Оваа размена на валути по одредена цена специфицирана во опцијата може да биде извршена во кое било време пред датумот на престанок на важење на опцискиот договор. Во основа, куповната опција ја одредува максималната цена која американската фирма мора да ја плати за да ги добие

[61] J. Madura, Financial markets and institutions, Thomson South-western, 10th ed, 2012.
[62] Истото.

канадските долари. Но ако вредноста на канадскиот долар остане под цената специфицирана во опцијата, американската фирма може да ги купи канадските долари по актуелната цена на пазарот и да дозволи опцијата да истече нереализирана.

Понекогаш фирмите предвидуваат можна потреба од странска валута, но сѐ уште не се сигурни за таа потреба[63]. Да претпоставиме дека една американска фирма „X“ конкурира за баран проект од канадската влада и на која ако ѝ се прифати понудата, ќе ѝ бидат потребни канадски долари за да купи канадски материјали и услуги. Меѓутоа, фирмата нема да знае дали во следните три месеци нејзината понуда ќе биде прифатена. Во овој случај, таа може да купи куповни опции со рок на важење од три месеци. Ако понудата ѝ е прифатена, фирмата може да ги искористи опциите за да ги купи потребните канадски долари. Ако, пак, канадскиот долар за време на овој период депрецира, фирмата ќе ги купи канадските долари на пазарот, а опцијата ќе остави да истече нереализирана[64].

Исто така, корпорациите може да користат и валутни продажни опции за да се заштитат од валутен ризик. На пример[65], да претпоставиме дека американска фирма извезува производи во Канада и ги фактурира производите во канадски долари. Фирмата е загрижена дека канадските долари кои треба да ги прими ќе депрецираат со текот на времето. За да се заштити од можната депрецијација, таа може да купи продажни опции на канадски долари, кои ќе ѝ дадат право да продаде канадски долари по одредена цена специфицирана во опцијата. Но ако канадскиот долар апрецира за овој временски период, фирмата ќе ги продаде канадските долари на пазарот и ќе остави опциите да истечат нереализирани.

[63] Истото.
[64] Истото.
[65] Истото.

3. ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО

Финансискиот пазар претставува организиран простор на кој на одредено место, во одредено време и под јасно дефинирани правила се среќаваат понудата и побарувачката како основни елементи на секој пазар. Со цел да можеме да зборуваме за компонентите на некој сектор, вклучително и на финансискиот, потребно е дефинирање на неколку поими кои во себе го вклучуваат и содржат поимот компонента. Таквото дефинирање опфаќа општо осознавање на поимите систем и сектор, кои на крај овозможуваат подетално осознавање на терминот компонента. Зборот систем (од латинскиот systēma или грчкиот σύστημα) означува збир од независни, а интерактивни единици кои формираат една целина. Кај системите е важен концептот на интегрирање на целината и концептот на интегрирање на сѐ. Тоа значи согледување на два моменти – момент на внатрешна кохезија и интеракција и момент на надворешна кохезија и интеракција. Ако продолжиме со дефинирањето, следен елемент, кој е составен елемент и на системот, е секторот. Секторот е одреден, одделен, специфичен елемент на системот. Компонента е кој било помал (мал), самостоен дел од или во еден поголем ентитет. Вака дефинираните термини овозможуваат да донесеме заклучок дека збир од компоненти составуваат сектор, а повеќе сектори интегрирани и поврзани на некој начин создаваат систем.

Ова дефинирање може да се сублимира на конкретна област. Ако таа област е финансиската област (која истовремено е дел на економските системи), може да се напише дека финансискиот систем е составен од повеќе сектори кои содржат самостојни, одделни единици кои, пак, функционираат во негови рамки. Финансискиот систем е составен од финансиски институции, инструменти и финансиски пазари. Сите тие се составени од свои посебни елементи (компоненти), како банки, централни банки, инвестициски банки, инвестициски фондови, заеднички фондови, пензиски фондови, берзи, клириншки куќи, брокерски друштва, осигурителни компании, финансиски компании, хартии од вредност, пазари на пари, пазари на капитал, инвестициски пазари. Сите овие компоненти постојат и функционираат самостојно и посебно, но истовремено се во интеракција со сите останати компоненти кои сочинуваат други финансиски сектори и останати економски или социјални сектори во финансискиот систем.

Денес голем дел од бизнис-секторот, угледни бизнисмени, раководители, директори на јавни, државни и приватни институции тргуваат со акции и во сите банки имаат свои акции кои, гледајќи по нивната актуелна вредност, се доста променливи.

Целта ова истражување е да се одредат и прецизираат клучните работи со кои се дефинираат акциите, како и факторите кои влијаат врз вредноста на акциите во банките во Република Северна Македонија.

Позначајни цели кои ќе произлезат од истражувањето, а ќе дадат голем придонес за акционерите и вредноста на акциите се:

- Одредување и дефинирање на поимот финансиски пазар.
- Одредување и дефинирање на поимот пазар на капитал.
- Одредување и дефинирање на поимот акции и хартии од вредност.
- Поделба и значење на акциите .
- Одредување на вредноста на акциите.
- Фактори кои влијаат врз вредноста на акциите.
- Влијанието на пандемијата на КОВИД-19 врз работењето на банките во Република Северна Македонија.
- Влијанието на пандемијата на КОВИД-19 врз вредноста на акциите во банките во Република Северна Македонија.

4. МАТЕРИЈАЛИ И МЕТОДИ ЗА РАБОТА

4.1. Материјали за работа

Како материјал за изработка на магистерската работа, а со цел добивање релевантни податоци кои ќе дадат голем придонес, во истражувачкиот процес се земени предвид 200 анонимно анкетирани лица кои се клиенти на нашата банка и кои тргуваат со хартии од вредност на пазарот во земјата и во странство.

За таа цел, формулиран е анкетен прашалник број 1 кој е составен од 7 прашања, како и анкетен прашалник број 2 од вкупно 14 анкетни прашања поврзани директно со проблематиката на истражувањето.

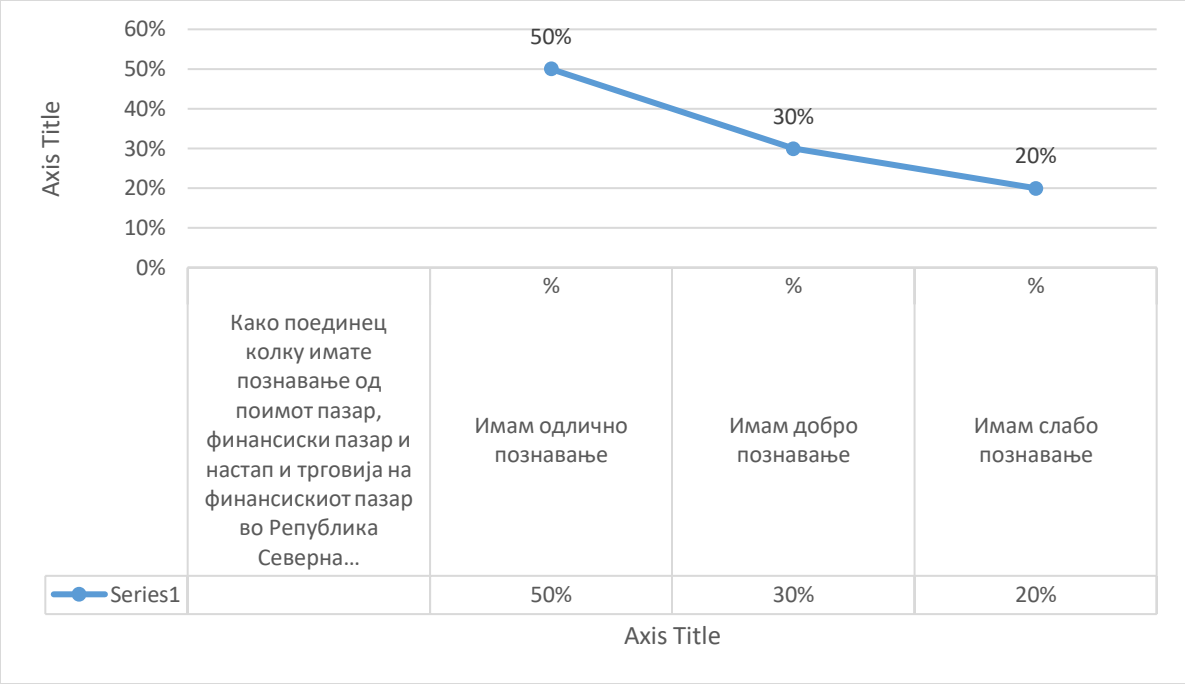
Анкетираните лица беа доброволно анкетирани во периодот од месец јуни до месец декември 2020 година. Од вкупно 200 анкетирани лица, 80 лица се од Битола, 80 лица се од Прилеп, 10 лица се од Ресен, 10 лица од Крушево, 10 лица од Демир Хисар и 10 лица од Општините Могила и Новаци.

4.2. Методи за работа

Со систематизација и групирање на податоците, се добија поконкретни и позначајни вредности, а со тоа се овозможи нивна статистичка обработка. Нареден процес односно наредната фаза беше систематизирањето на податоците во Microsoft Office Excel, а потоа се пристапи кон понатамошна статистичка обработка на добиените резултати од теренското истражување.

5. РЕЗУЛТАТИ И ДИСКУСИЈА

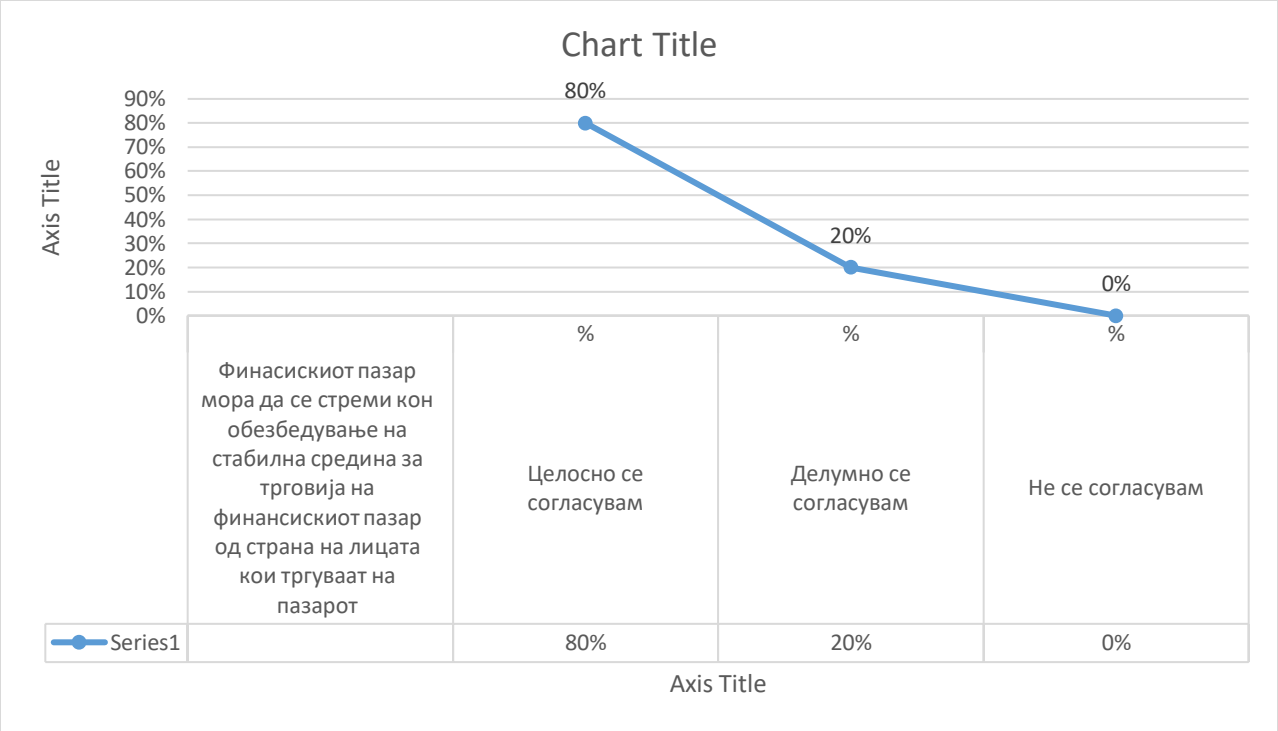
		N									
1	Како поединец, колку имате познавање од поимите пазар, финансиски пазар и настап и трговија на финансискиот пазар во Република Северна Македонија?	200	Имам одлично познавање		Имам добро познавање		Имам слабо познавање		∑	
			n	%	n	%	n	%	N	%
			100	50	60	30	40	20	200	100
2	Финасискиот пазар мора да се стреми кон обезбедување на стабилна средина за трговија на финансискиот пазар од лицата кои тргуваат на пазарот.	200	Целосно се согласувам		Делумно се согласувам		Не се согласувам		∑	
			n	%	n	%	n	%	N	%
			160	80	40	20	0	0	200	100
3	Дали, како поединец, сте запознат/а со поимите акција, хартија од вредност и тргнување со хартија од вредност?	200	Во целост сум запознат/а		Делумно сум запознат/а		Не сум запознат/а		∑	
			n	%	n	%	n	%	N	%
			180	90	20	10	0	0	200	100
4	Дали, како поединец, сметате дека трговијата со хартија од вредност е ризична работа и дека не секој може да тргува со хартиите од вредност на пазарот?	200	Да, целосно се согласувам		Делумно се согласувам		Не се согласувам		∑	
			n	%	n	%	n	%	N	%
			180	90	10	5	10	5	200	100
5	Дали сте запознат/а со законските регулативи кои се пропишани во Законот за хартии од вредност во Република Северна Македонија?	200	Во целост сум запознат/а		Делумно сум запознат/а		Не сум запознат/а		∑	
			n	%	n	%	n	%	N	%
			100	50	80	40	20	10	200	100
6	Дали имате забелешки во Законот за хартии од вредност и дали мислите дека Законот би требало да претрпи одредени промени?	200	Имам големи забелешки		Имам минимални забелешки		Немам забелешки		∑	
			n	%	n	%	n	%	N	%
			140	70	50	25	10	5	200	100
7	Како ги оценувате пазарот во Република Северна Македонија и можностите за трговија со хартија од вредност?	200	Одлично		Добро		Слабо		∑	
			n	%	n	%	n	%	N	%
			80	40	110	55	10	5	200	100



Графикон број 1: Како поединец, колку имате познавање од поимите пазар, финансиски пазар и настап и трговија на финансискиот пазар во Република Северна Македонија?

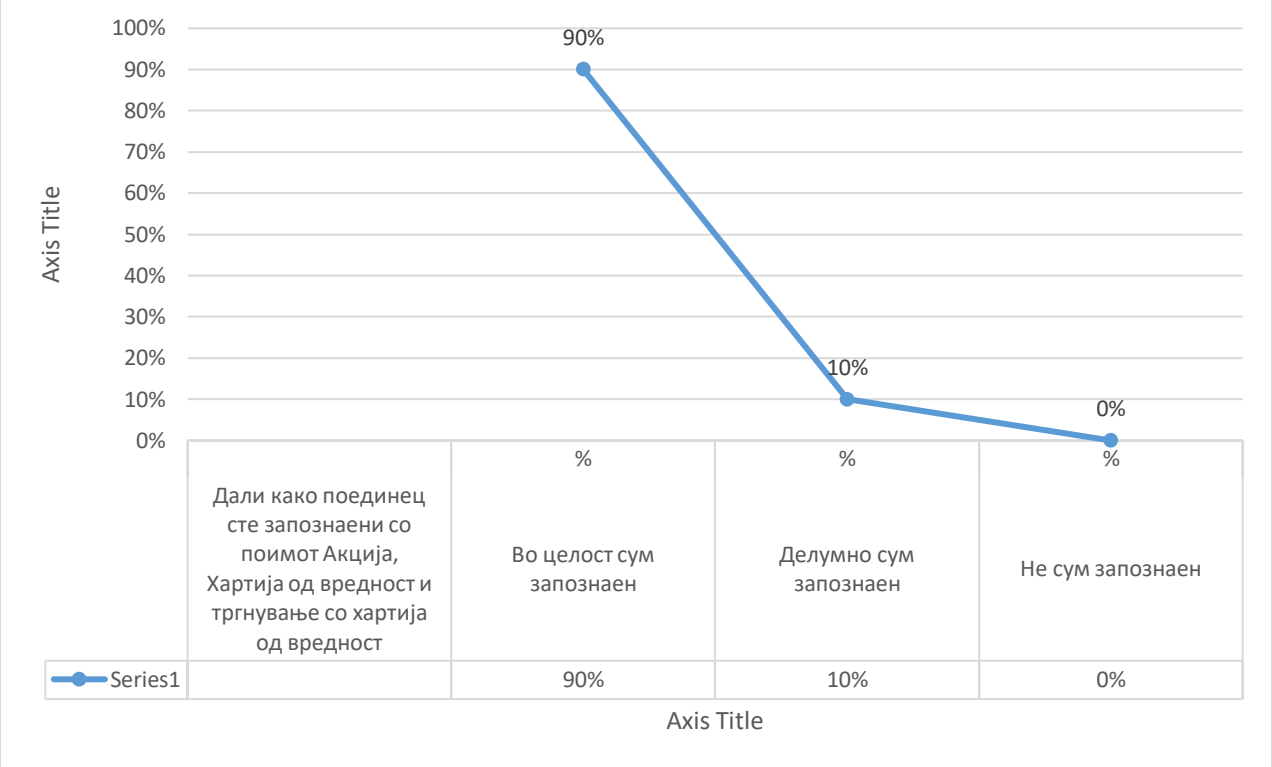
На Графикон број 1 се претставени добиените резултати од анкетниот лист број 1 за анкетното прашање број 1 на кое вкупно одговараа и свој став искажаа 200 анкетирани лица.

Од него се гледа дека за анкетното прашање за тоа колку како поединци анкетираните лица имаат познавање од поимите пазар, финансиски пазар, настап на пазарот, како и трговија на финансискиот пазар во Република Северна Македонија, 50 % од анкетираните лица се изјасниле дека имаат одлично познавање на овие термини и овие процеси. За ова прашање, имаат добро познавање вкупно 30 % од анкетираните, а слабо познавање имаат 20 % од вкупно 200 анкетирани лица.



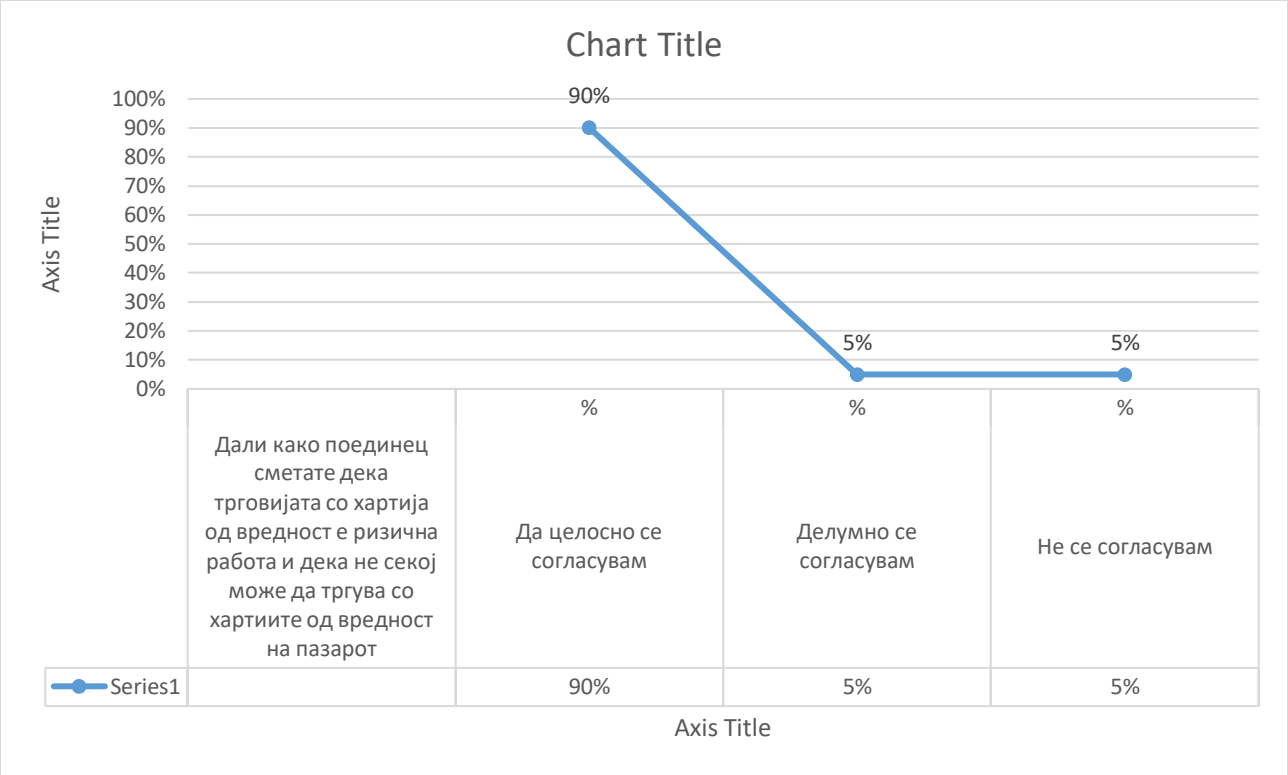
Графикон број 2: Финасискиот пазар мора да се стреми кон обезбедување на стабилна средина за трговија на финансискиот пазар од лицата кои тргуваат на пазарот

Со статистичка обработка на податоците од анкетниот лист број 1 што се однесува на оваа констатација добиен е графикон број 2 од кој се гледа дека со констатацијата дека финансискиот пазар како пазар за трговија мора да се стреми кон обезбедување на стабилна средина за трговија и настап од лицата кои планираат да тргуваат на тој пазар целосно се согласуваат 80 % од анкетираните лица. Со оваа анкетна констатација делумно се согласуваат 20 % од анкетираните лица, а не се согласуваат 0 % од вкупно 200 анкетирани лица.



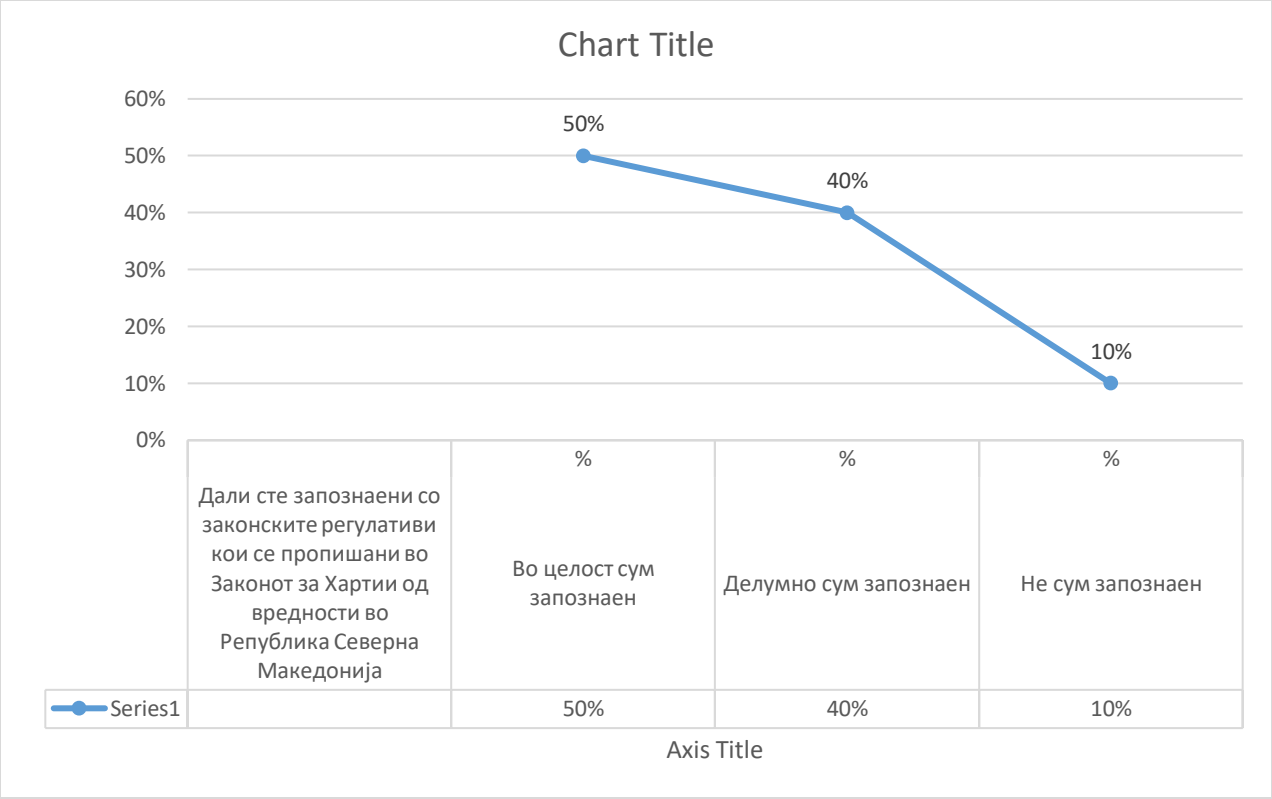
Графикон број 3: Дали, како поединец, сте запознат/а со поимите акција, хартија од вредност и тргнување со хартија од вредност?

На графикон број 3 се претставени статистички обработените податоци од анкетниот лист број 1 за анкетното прашање број 3. Според добиените податоци, во однос на тоа дали, како поединци, анкетираните лица се запознати со поимите акција, хартија од вредност, како и тргување со хартија од вредност, целосно запознати со овие поими се 90 % од анкетираните лица, а делумно со овие поими се запознати 10 % од анкетираните лица. Со овие поими не се запознати 0 % од вкупниот број на анкетирани лица.



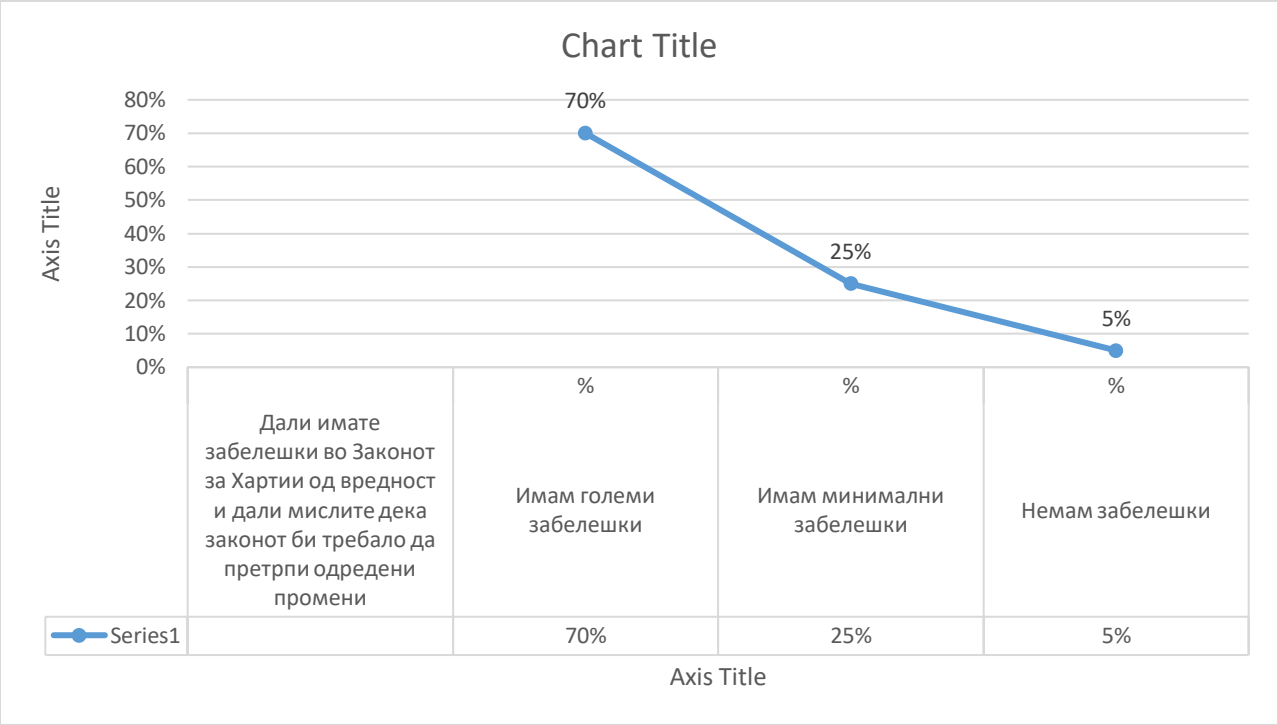
Графикон број 4: Дали, како поединец, сметате дека трговијата со хартија од вредност е ризична работа и дека не секој може да тргува со хартиите од вредност на пазарот?

Со статистичка обработка на податоците, добиен е графикон број 4 кој е резултат на анкетното прашање број 4 од анкетниот лист број 1. 90 % од анкетираните целосно се согласуваат дека трговијата со хартии од вредност и акции е ризична, а делумно со оваа прашање се согласуваат 5 % од анкетираните лица. Со оваа прашање не се согласуваат 5 % од вкупно 200 анкетирани лица.



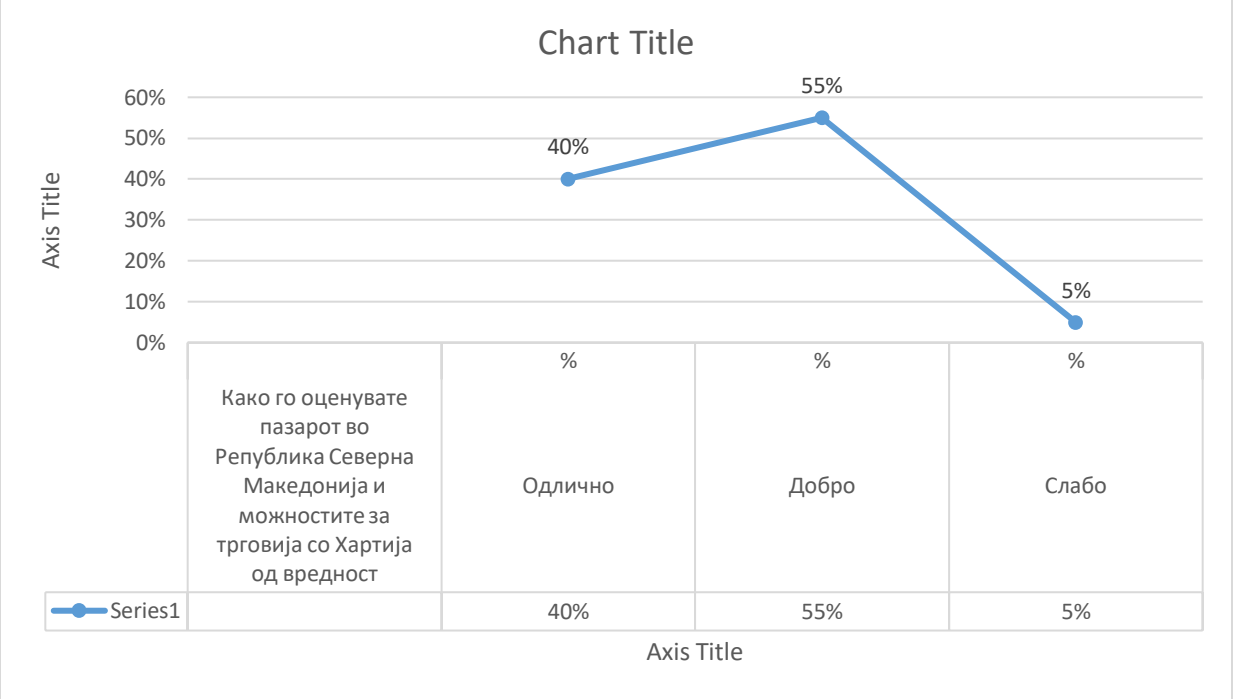
Графикон број 5: Дали сте запознат/а со законските регулативи кои се пропишани во Законот за хартии од вредности во Република Северна Македонија?

На графикон број 5 се претставени добиените резултати од статистичката обработка на податоците од анкетниот лист број 1 за анкетното прашање број 5. Според добиените резултати, во однос на тоа дали анкетираните се запознати и колку се запознати со законските регулативи кои се пропишани според Законот за хартии од вредност во Република Северна Македонија, целосно се запознати 50 %. Делумно со овие законски регулативи се запознати 40 %, а не се запознати 10 % од вкупниот број на анкетирани лица кои зедоа учество во истражувачкиот процес.



Графикон број 6: Дали имате забелешки во Законот за хартии од вредност и дали мислите дека Законот би требало да претрпи одредени промени?

Со статистичка обработка на податоците од анкетниот лист број 1 за анкетното прашање број 6 добиен е графикон број 6. Според добиените резултати, во однос на тоа дали анкетираните лица имаат забелешки за Законот за хартии од вредност и дали мислат дека тој треба да претрпи одредени промени, 70 % од анкетираните лица имаат големи забелешки. 25 % од анкетираните имаат минимални забелешки, а 5 % од анкетираните немаат забелешки за законските регулативи.



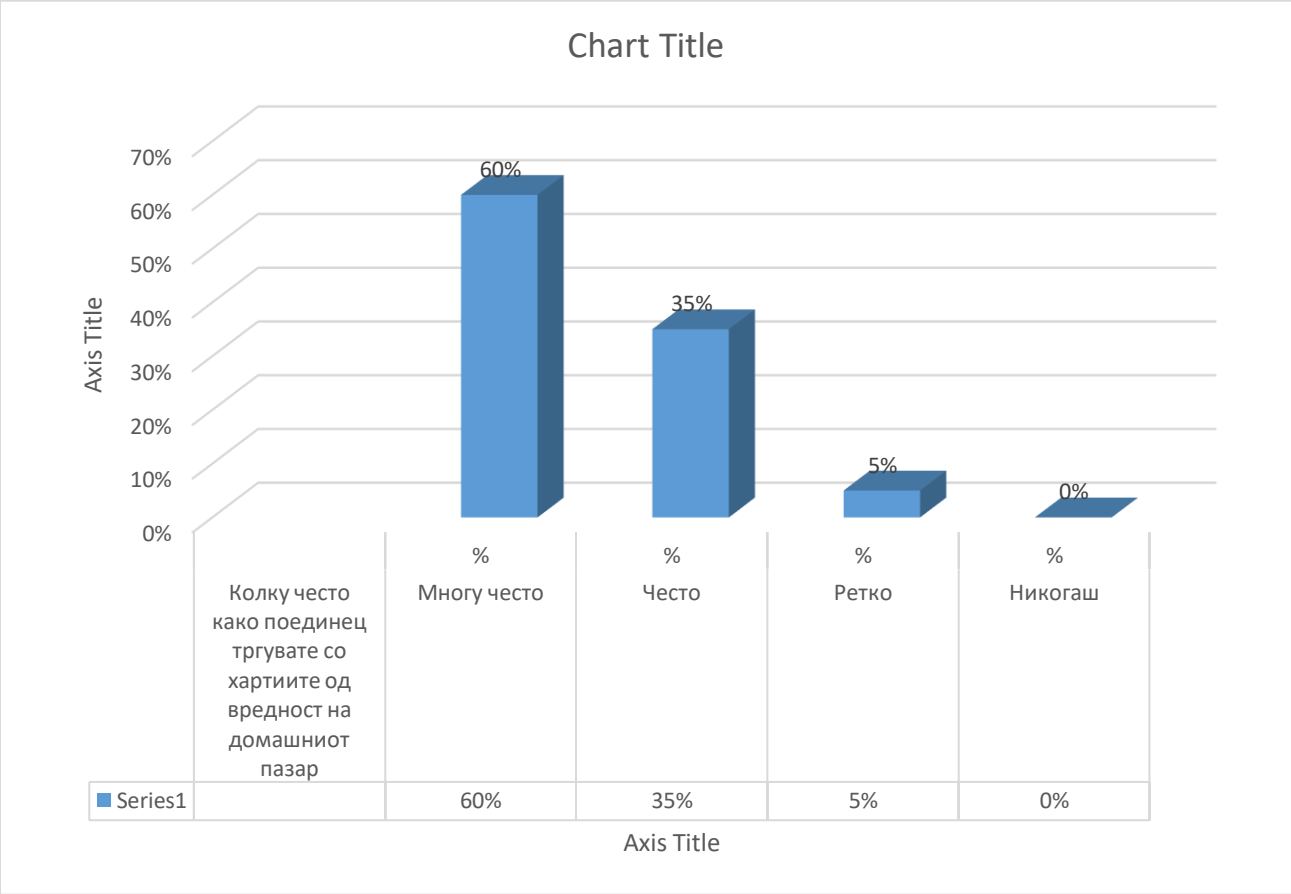
Графикон број 7: Како ги оценувате пазарот во Република Северна Македонија и можностите за трговија со хартија од вредност?

На графикон број 7 се претставени добиените резултати од анкетниот лист број 1 за анкетното прашање број 7. Според добиените резултати за прашањето како анкетираните ги оценуваат пазарот во Република Северна Македонија и можностите за тргување со хартии од вредност, со одлично одговориле 40 % од анкетираните лица, а со добро одговориле 55 % од анкетираните лица. Одговорот слабо го избрале 5 % од вкупниот број анкетирани лица.

бр.	Анкетно прашање	n	Понудени одговори								Σ	
1	Колку често, како поединец, тргувате со хартиите од вредност на домашниот пазар?	200	Многу често		Често		Ретко		Никогаш		n	%
			n	%	n	%	n	%	n	%	200	100
			120	60	70	35	10	5	0	0		
2	Колку често, како поединец, тргувате со хартиите од вредност на странскиот пазар?	200	Многу често		Често		Ретко		Никогаш		Σ	
			n		n		n		n		n	%
			100	50	80	40	20	10	0	0	200	100
3	Дали се согласувате дека големите компании кои тргуваат со хартии од вредност имаат подобри услови од малите компании кои тргуваат со хартии од вредност?	200	Целосно се согласувам		Делумно се согласувам		Не се согласувам				Σ	
			n	%	n	%	n		%		n	%
			160	80	30	15	10		5		200	100
4	Дали во целост сте запознат/а со правата на акционерите, кои произлегуваат од правото на сопственост на акции?	200	ДА, во целост		НЕ						Σ	
			n	%	n		%				n	%
			120	60	80		40				200	100
5	Дали сте задоволен/на од условите кои нашата банка ги нуди, во поглед на тргувањето со хартиите од вредност (акциите)?	200	Целосно сум задоволен		Делумно сум задоволен			Не сум задоволен			∑	
			n	%	n	%		n	%		n	%
			150	75	45	22,5		5	2,5		200	100
6	Дали пандемијата на КОВИД-19 имаше влијание врз вредноста на Вашите акции?	200	ДА		НЕ						∑	
			n	%	n		%				n	%
			190	95	10		5				200	100
7	Како го оценувате влијанието на пандемијата на КОВИД-19 врз тргувањето со хартии од вредност на пазарот?	200	Позитивно		Негативно						∑	
			n	%	n		%				n	%
			0	0	200		100				200	100
8	Дали имате позитивно мислење и позитивни очекувања за условите за тргување со хартиите по завршувањето на пандемијата?	200	Позитивно		Негативно						∑	
			n	%	n		%				n	%
			200	100	0		0				200	100
9	Дали се согласувате дека банките како правни лица се повеќе зависни од Вас како	200	Целосно се согласувам		Не се согласувам						∑	
			n	%	n		%					

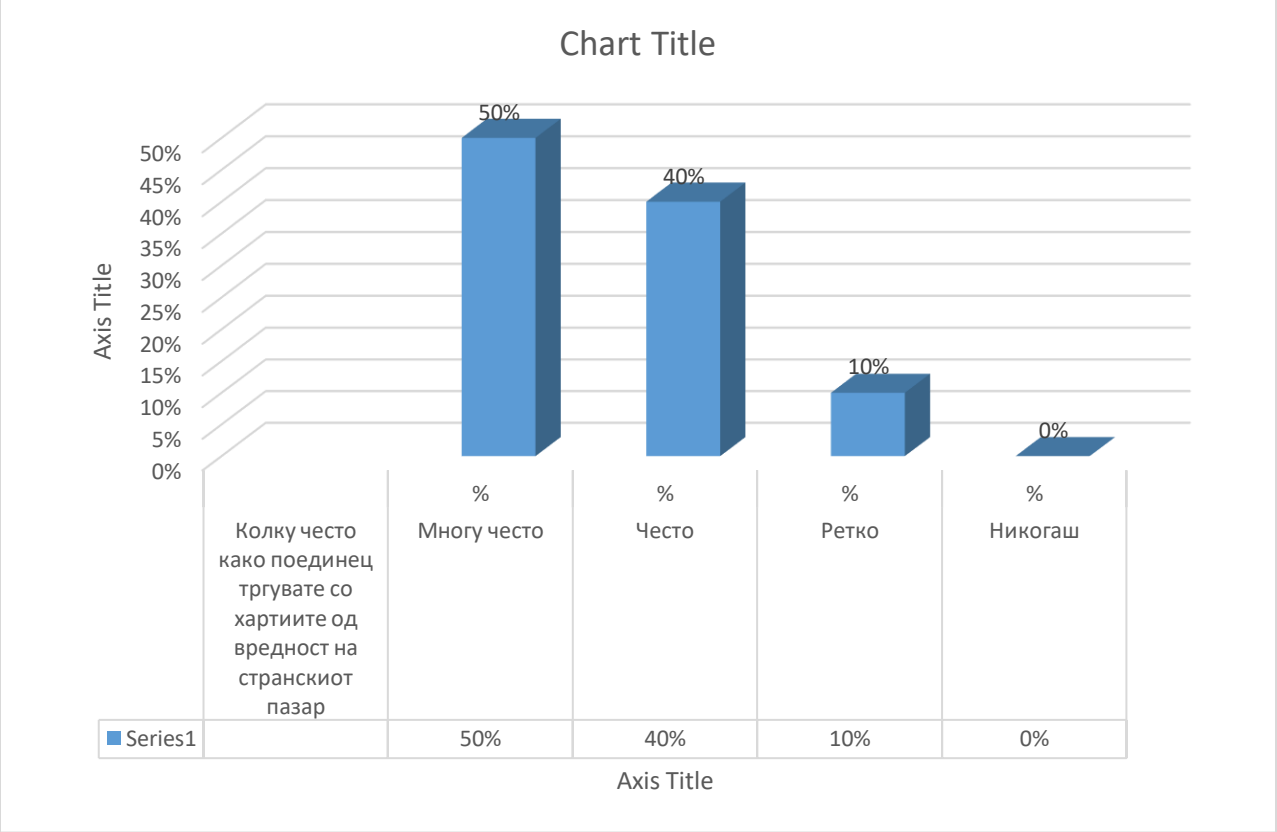
	акционери и дека треба да Ви излезат во пресрет за време на пандемијата?		200	100	0	0	200	100
10	Дали по пандемијата на КОВИД-19, ќе се откажете од тргување со акциите од вредност на домашниот пазар?	200	ДА		НЕ			
			n	%	n	%	n	%
			80	40	120	60	200	100
11	Дали по пандемијата на КОВИД-19, ќе се откажете од тргување со акциите од вредност на странскиот пазар?	200	ДА		НЕ			
			n	%	n	%	n	%
			100	50	100	50	200	100
12	Негативните движења на берзата на цените на акциите последните две години беа директно и индиректно поврзани со негативното влијание на пандемијата.	200	Се согласувам		Не се согласувам		n	%
			n	%	n	%	200	100
			200	100	0	0		
13	Дали негативното влијание од КОВИД-19 ќе влијае врз Вашата одлука како правно лице во иднина да носите одлуки за трговија со хартии од вредност на пазарот?	200	ДА		НЕ		n	%
			n	%	n	%	200	100
			180	90	20	10		
14	Дали негативното влијание од КОВИД-19 ќе влијае врз Вашата одлука како физичко лице во иднина да носите одлуки за трговија со хартии од вредност на пазарот?	200	ДА		НЕ		n	%
			n	%	n	%	200	100
			190	95	10	5		

На Табела број 1 се претставени резултатите кои беа добиени од анкетниот лист број 2 со кој беа вкупно доброволно анкетирани 200 акционери и лица кои тргуваат со акции од вредност на домашниот и на странскиот пазар. Анкетниот прашалник беше составен од вкупно 14 прашања кои беа директно поврзани со влијанието на КОВИД-19 врз вредноста на хартиите од вредност и акциите, како и со влијанието правните и физички лица во иднина да носат одлуки за трговијата со хартиите од вредност на домашниот и на странскиот пазар.



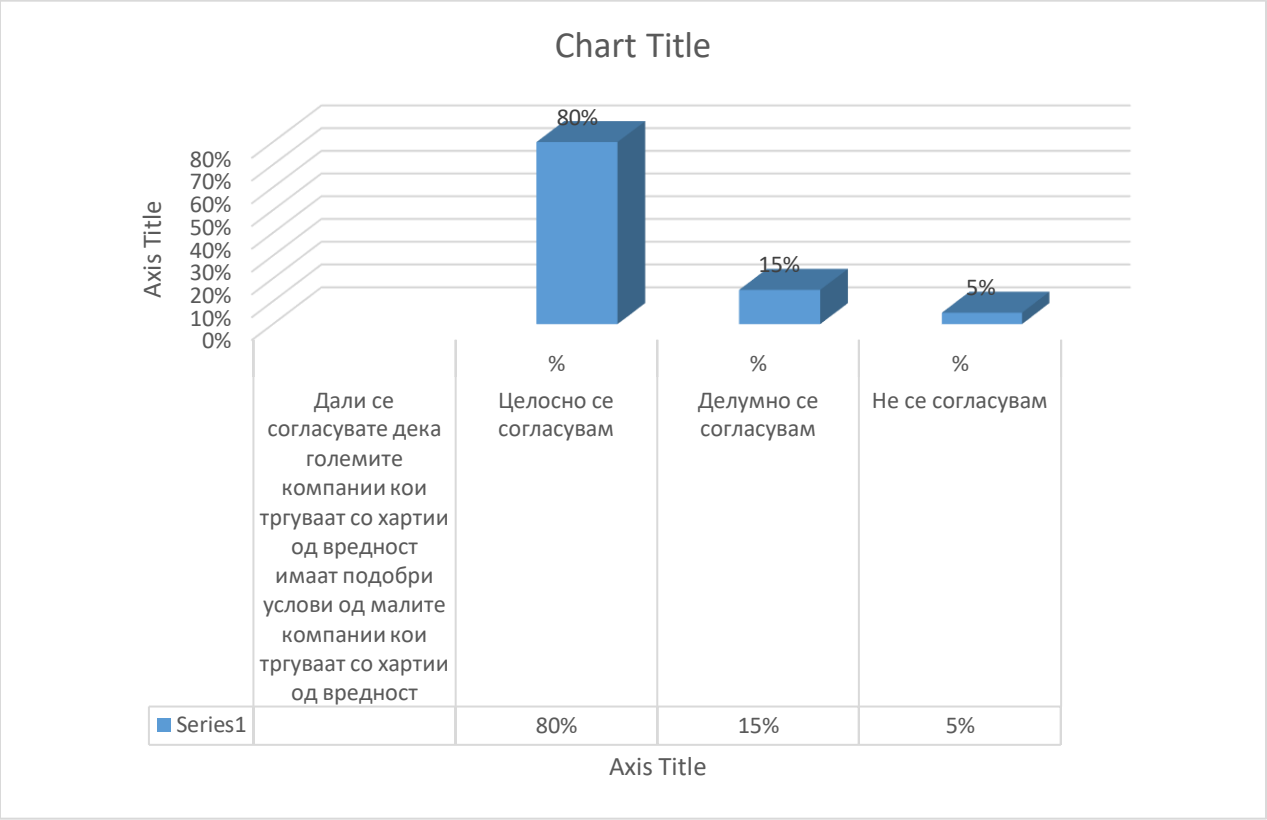
Графикон број 1: Колку често, како поединец, тргувате со хартиите од вредност на домашниот пазар?

На графикон број 1 се претставени добиените резултати од анкетниот прашалник број 2 за анкетното прашање број 1. При тоа, од вкупно 200 доброволно анкетирани лица акционери за анкетното прашање колку често тргуваат како поединци со хартии од вредност на домашниот пазар, со многу често одговориле 60 %, а со често одговориле 35 %. Одговорот ретко го избрале 5 % од вкупниот број анкетирани лица, а никогаш, 0 % од вкупно 200 анкетирани акционери кои зедоа учество во истражувачкиот процес.



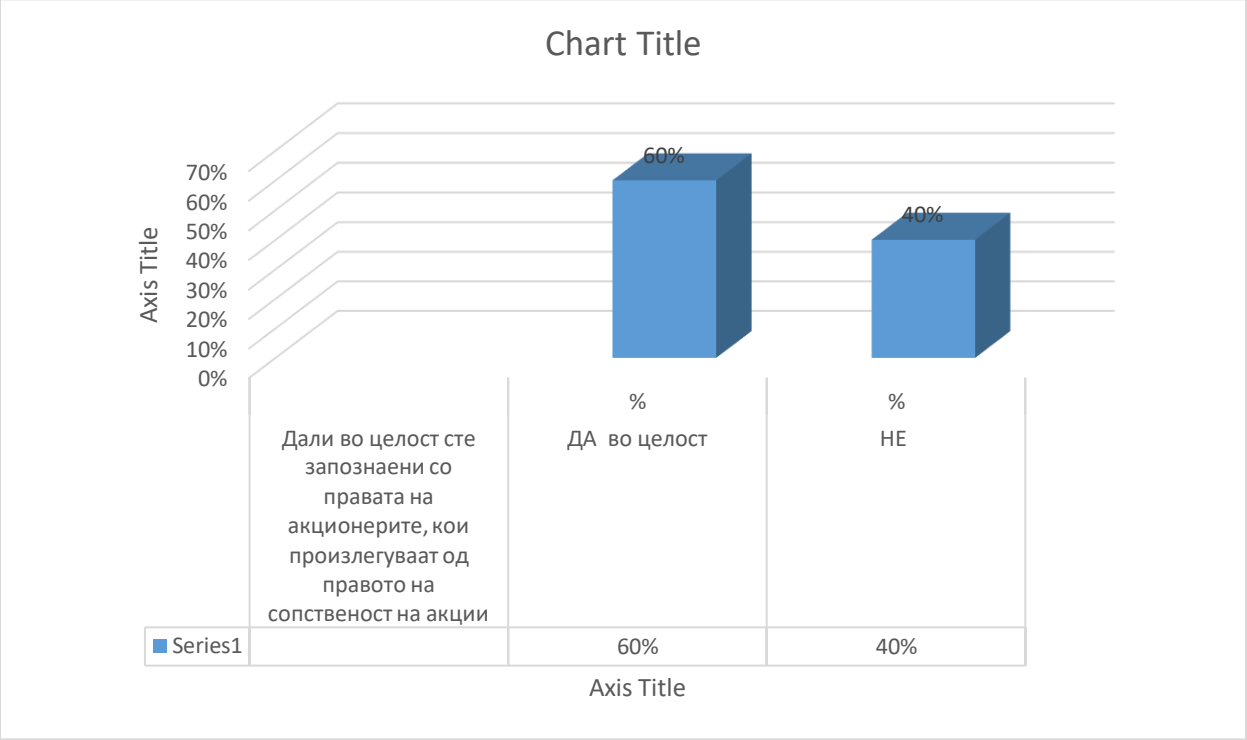
Графикон број 2: Колку често, како поединец, тргувате со хартиите од вредност на странскиот пазар?

На графикон број 2 се претставени добиените резултати од анкетниот прашалник број 2 за анкетното прашање број 2. Од вкупно 200 анкетирани лица акционери за анкетното прашање колку често тргуваат како поединци со хартии од вредност на странскиот пазар со многу често одговориле 50 %, а со често 40 %. Одговорот ретко го одбрале 10 % од вкупниот број на анкетирани лица, а никогаш, 0 % од вкупно 200 анкетирани акционери кои доброволно зедоа учество во истражувачкиот процес.



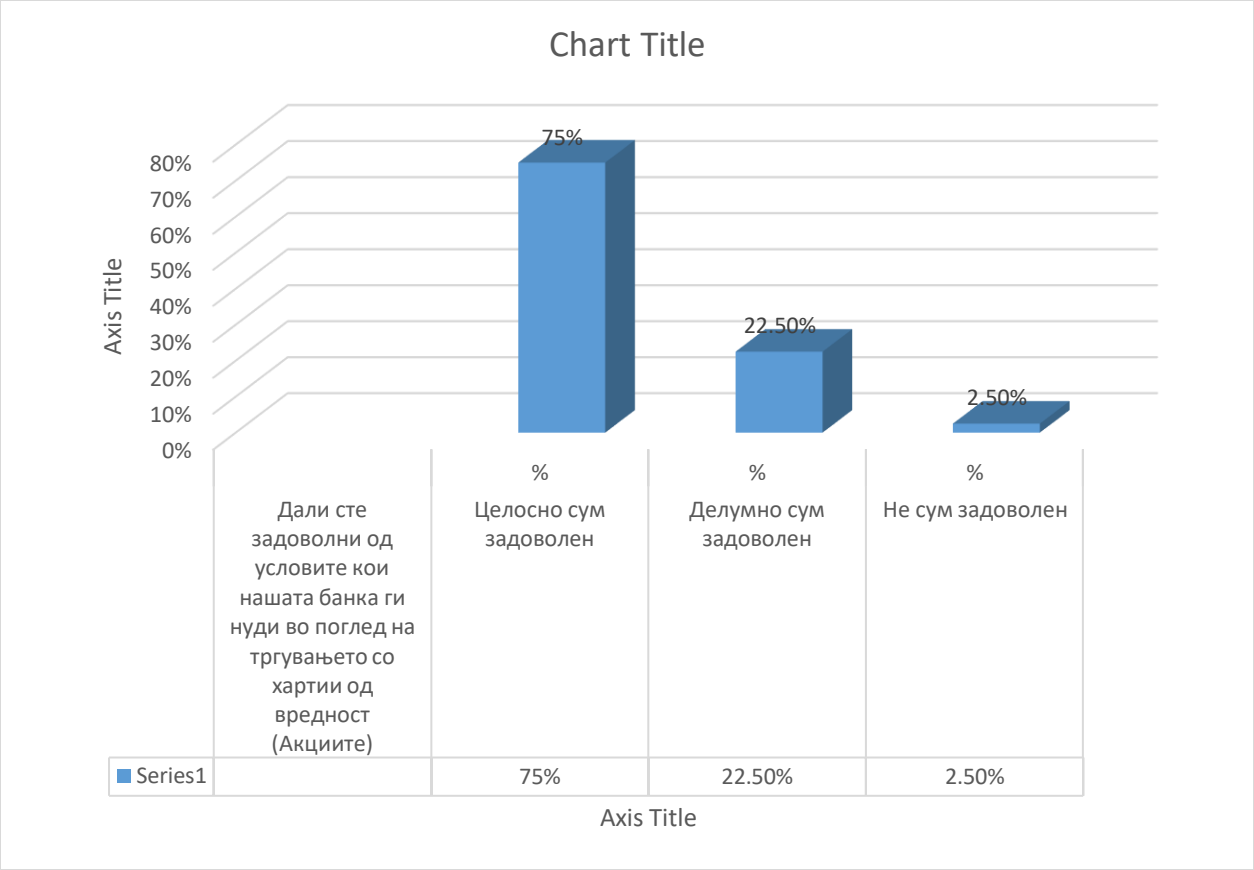
Графикон број 3: Дали се согласувате дека големите компании кои тргуваат со хартии од вредност имаат подобри услови од малите компании кои тргуваат со хартии од вредност?

Со статистичка обработка на податоците од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 3 добиен е графикон број 3. Со анкетното прашање број 3 од анкетниот лист број 2 кое се однесуваше дали анкетираните акционери се согласуваат дека големите компании на домашниот и странскиот пазар кои тргуваат со хартии од вредност имаат подобри услови за разлика од малите компании кои, исто така, тргуваат со хартии од вредност, целосно се согласуваат 80 %, делумно се согласуваат 15 %, а со оваа прашање не се согласуваат 5 % од вкупниот број на анкетирани лица.



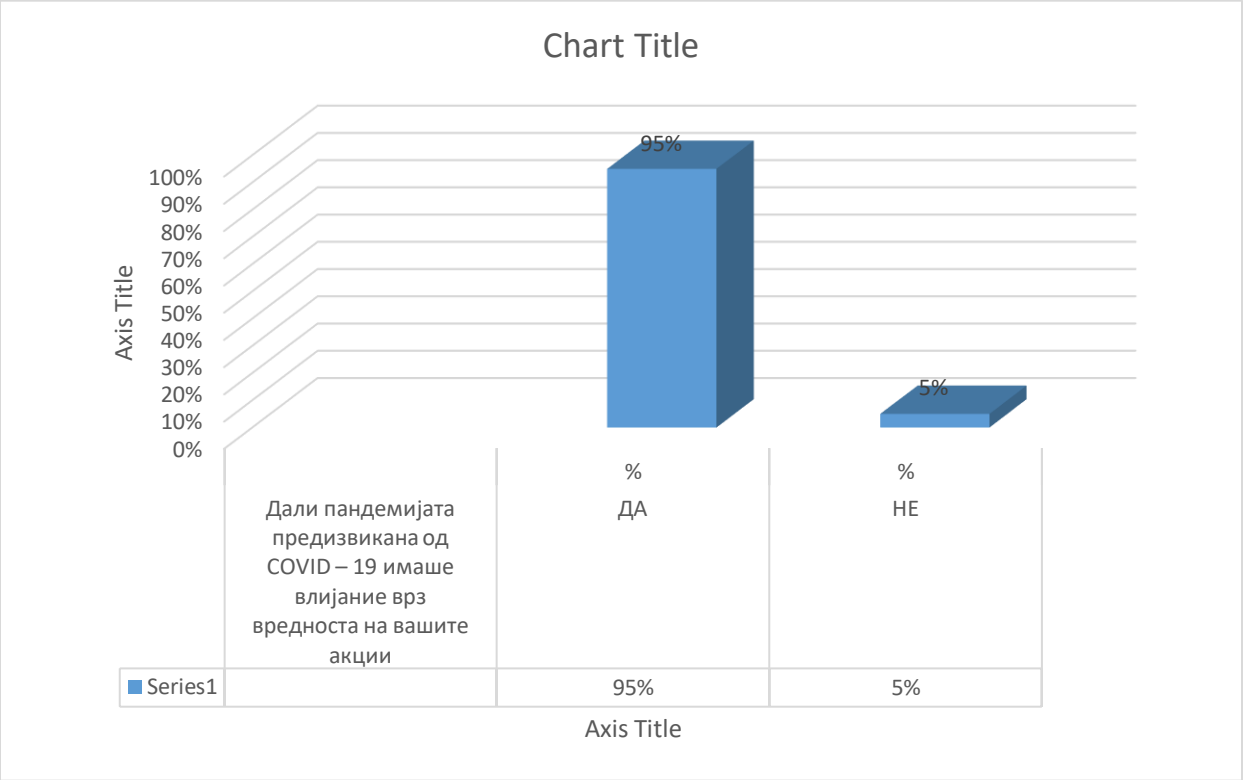
Графикон број 4: Дали во целост сте запознат/а со правата на акционерите, кои произлегуваат од правото на сопственост на акции?

На графикон број 4 се претставени добиените резултати од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 4. На анкетното прашање дали анкетираните акционери се запознати со нивните права кои им следуваат со закон и кои произлегуваат од Законот за сопственост на акциите, за можноста да, во целост се изјасниле 60 %, а за можноста не, се изјасниле 40 % од вкупниот број на анкетирани акционери.



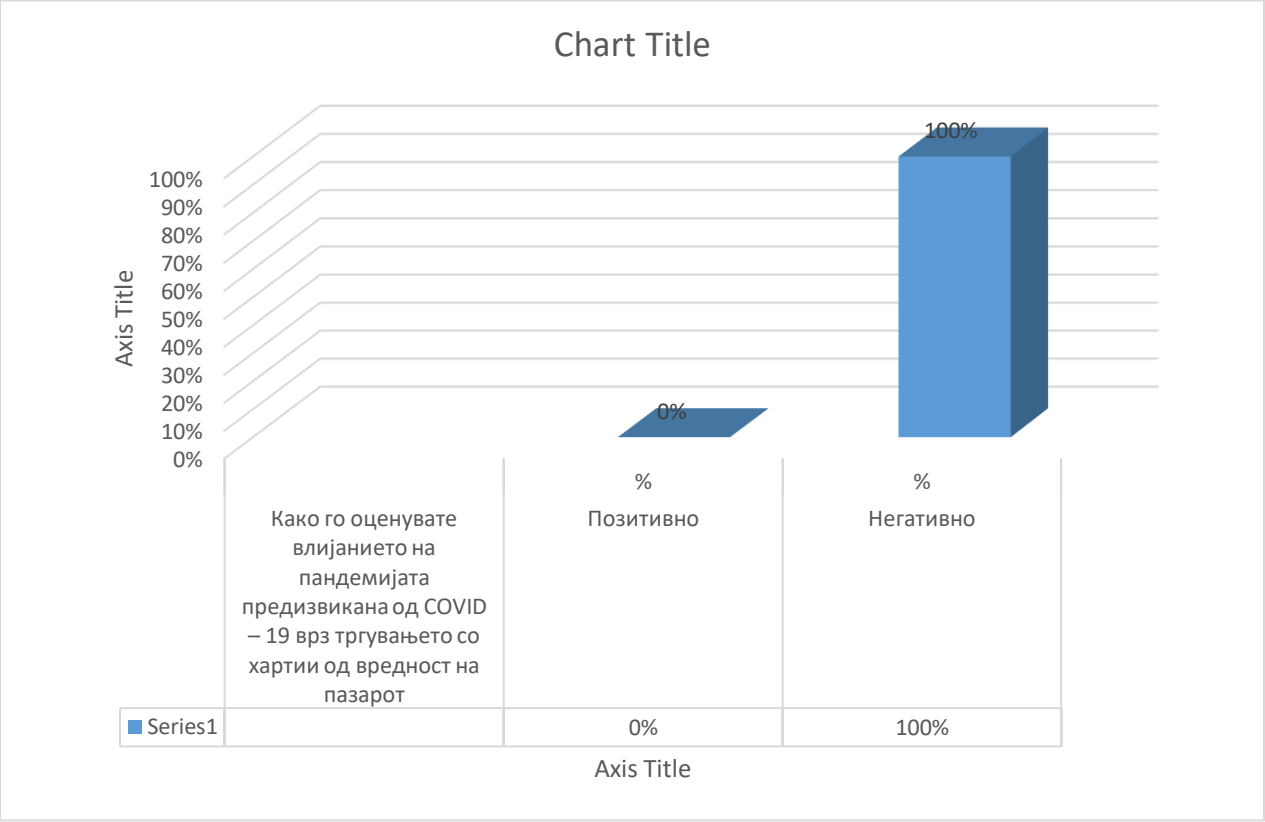
Графикон број 5: Дали сте задоволен/на од условите кои нашата банка ги нуди, во поглед на тргувањето со хартиите од вредност (акциите)?

На графикон број 5 се претставени резултатите добиени од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 5. За анкетното прашање дали акционерите и лицата кои тргуваат со хартии од вредност на пазарот се задоволни од условите кои ги нуди нашата банка во поглед на тргувањето со хартии од вредност како целосно задоволни се изјасниле 75 %. Делумно задоволни се 22,50 %, а незадоволни се 2,50 % од вкупниот број на анкетирани лица.



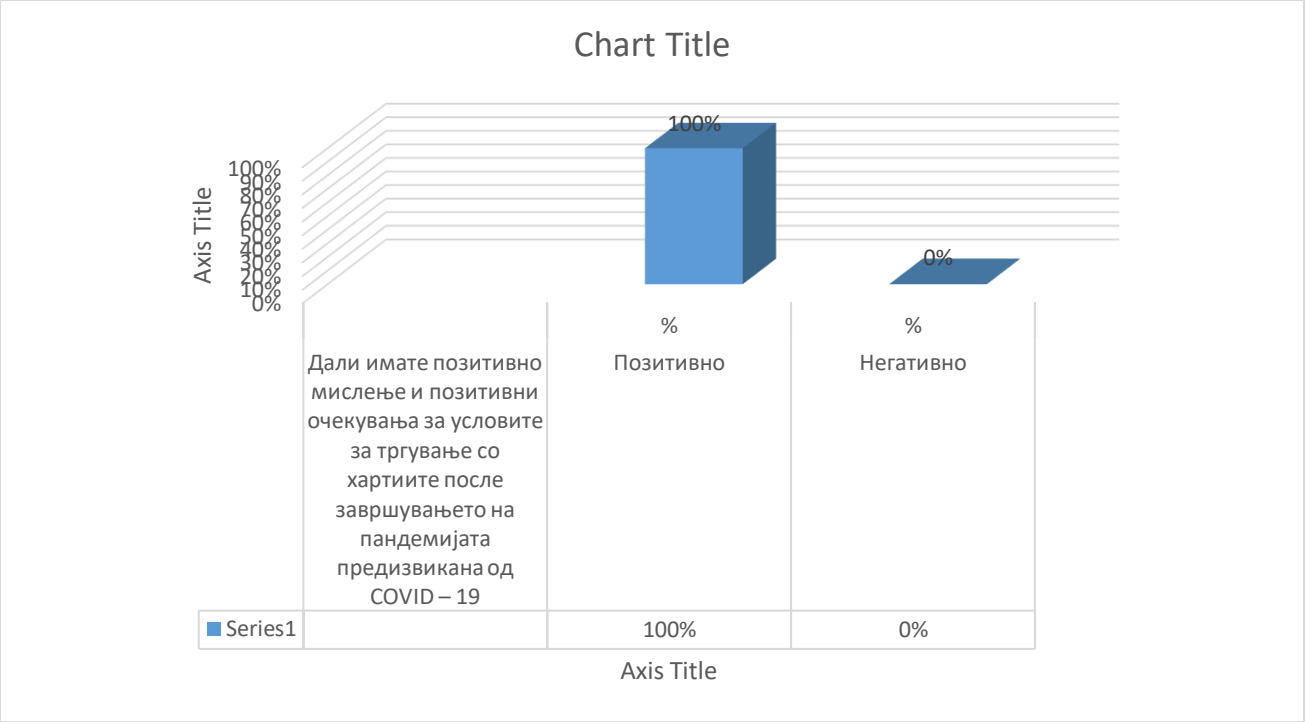
Графикон број 6: Дали пандемијата на КОВИД-19 имаше влијание врз вредноста на Вашите акции?

На графикон број 6 се претставени добиените резултати од статистичката обработка на податоците од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 6. На анкетното прашање број 6 дали пандемијата на КОВИД-19 имаше влијание врз начинот, вредноста и текот на нивните акции, со да одговорија 95 %, а со не одговорија 5 % од вкупниот број на анкетирани лица кои зедоа учество во процесот на истражување.



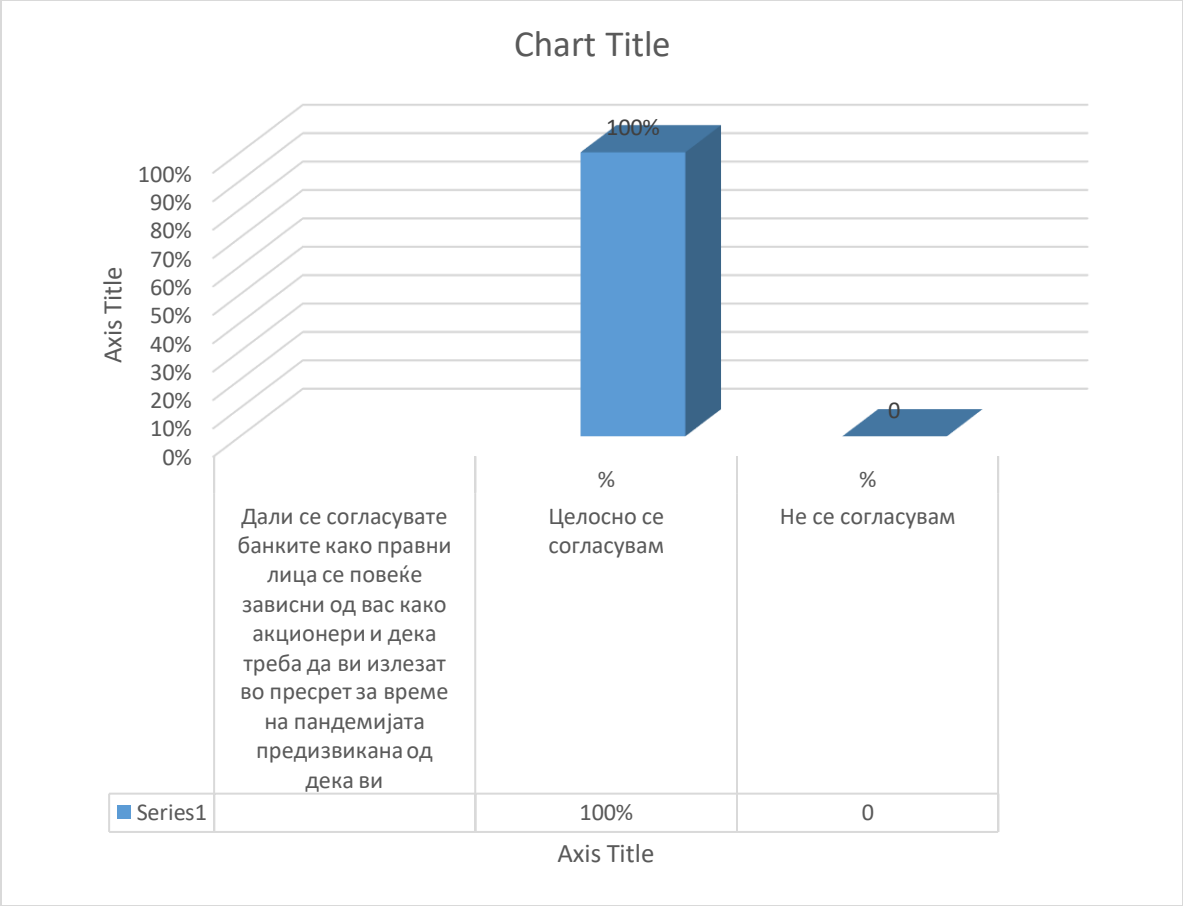
Графикон број 7: Како го оценувате влијанието на пандемијата на КОВИД-19 врз тргувањето со хартии од вредност на пазарот?

На графикон број 7 се претставени добиените резултати од статистичката обработка на податоците од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 7. На анкетното прашање број 7 како анкетираните лица акционери го оценуваат влијанието на пандемијата на КОВИД-19, сите анкетирани ја одбираат можноста негативно.



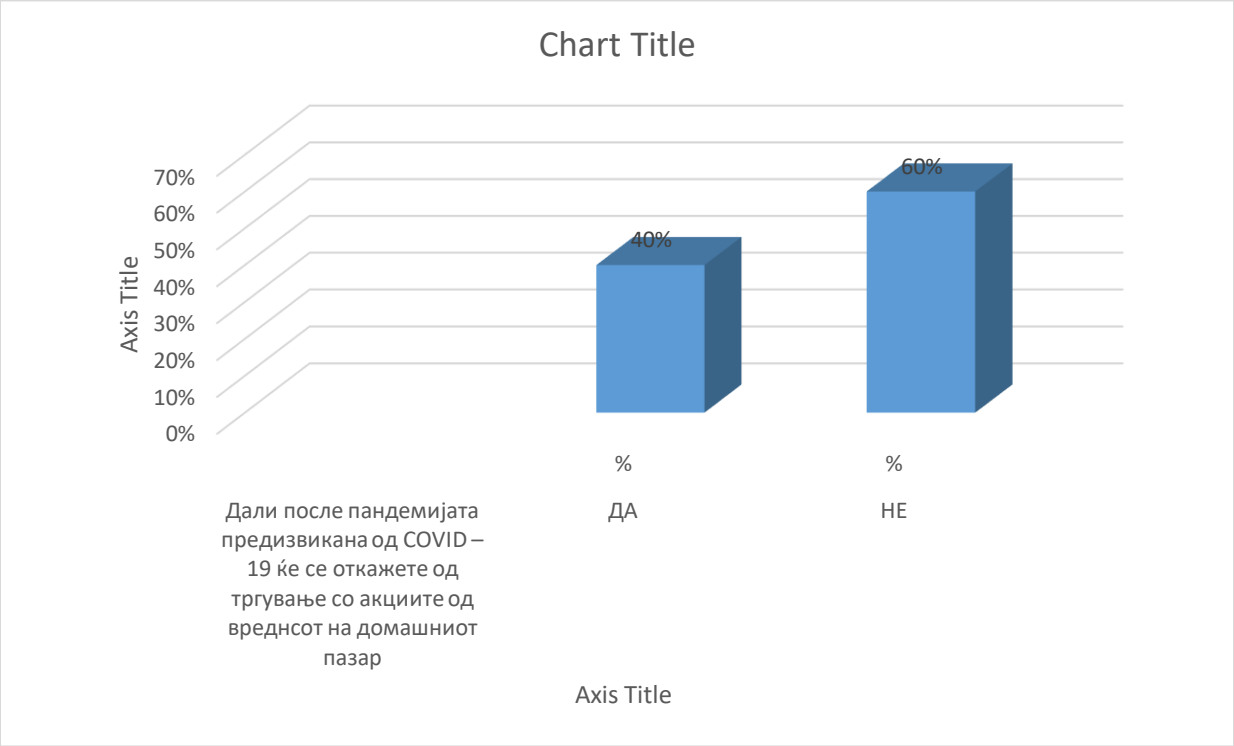
Графикон број 8: Дали имате позитивно мислење и позитивни очекувања за условите за тргување со хартиите по завршувањето на пандемијата?

На графикон број 8 се дадени резултатите од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 8. 100 % од анкетираните лица имаат позитивно мислење и позитивни очекувања за условите кои би ги нуделе банките по завршувањето на пандемијата.



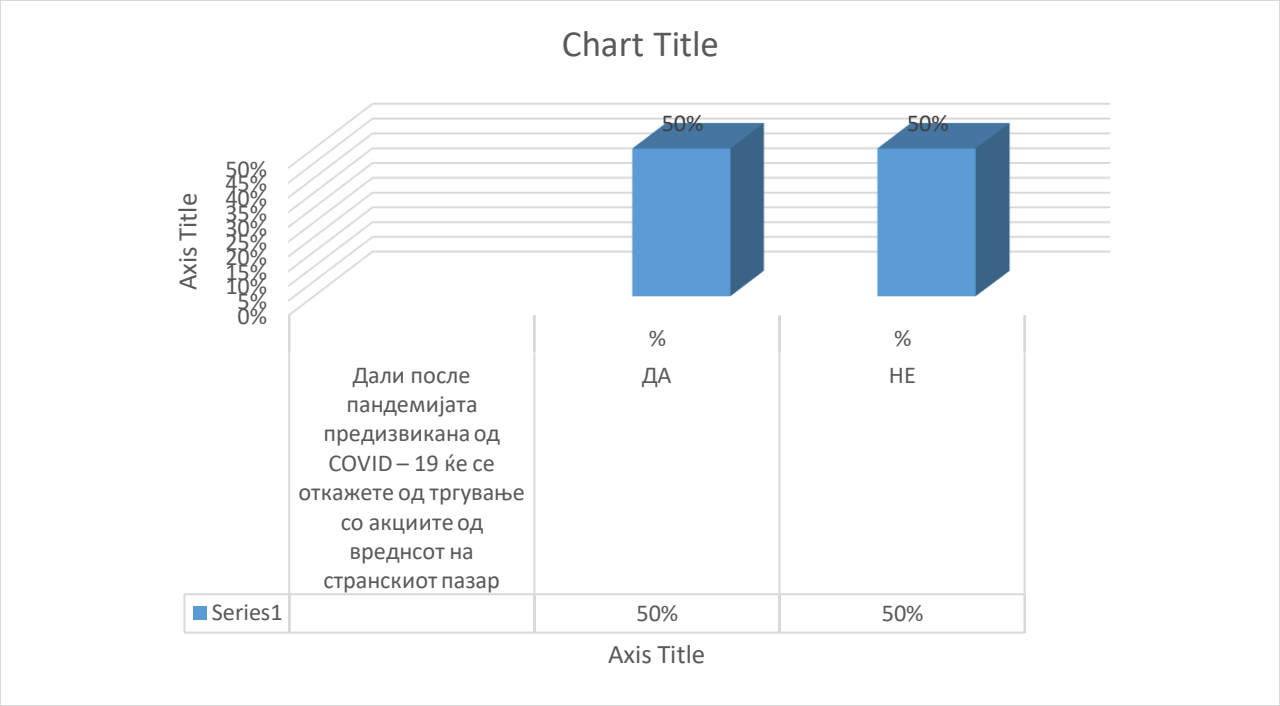
Графикон број 9: Дали се согласувате дека банките како правни лица се повеќе зависни од Вас како акционери и дека треба да Ви излезат во пресрет за време на пандемијата на КОВИД-19?

На графикон број 9 се претставени добиените резултати од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 9. Со анкетното прашање дали акционерите се согласуваат дека банките како правни лица се повеќе зависни од нив како акционери и дека треба да им излезат во пресрет за време на пандемијата на КОВИД-19, целосно се согласија 100 % од анкетираните лица.



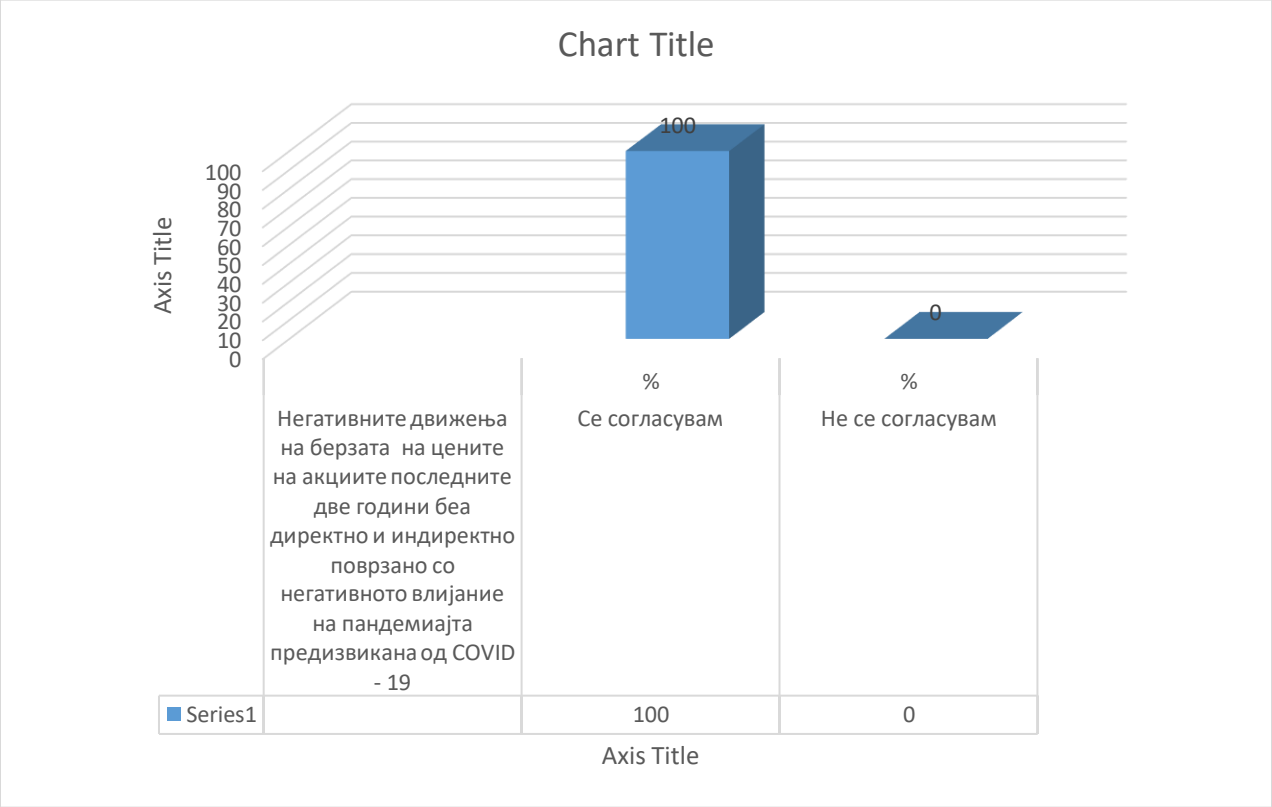
Графикон број 10: Дали по пандемијата на КОВИД-19, ќе се откажете од тргување со акциите од вредност на домашниот пазар?

На графикон број 10 се претставени резултатите кои беа добиени со статистичка обработка на податоците од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 10. На прашањето: Дали по пандемијата на КОВИД-19, ќе се откажете од тргување со акциите од вреднсот на домашниот пазар?, со да одговориле 40 %, а со не одговориле 60 % од вкупниот број анкетирани лица кои зедоа учество во процесот на истражување.



Графикон број 11: Дали по пандемијата на КОВИД-19, ќе се откажете од тргување со акциите од вредност на транскиот пазар?

Со статистичка обработка на податоците од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 11 добиен е графикон број 11. На прашањето: Дали по пандемијата на КОВИД-19, ќе се откажете од тргување со акциите од вредност на транскиот пазар?, со да одговориле 50 %, а со не одговориле 50 % од вкупниот број анкетирани лица кои зедоа учество во истражувањето.



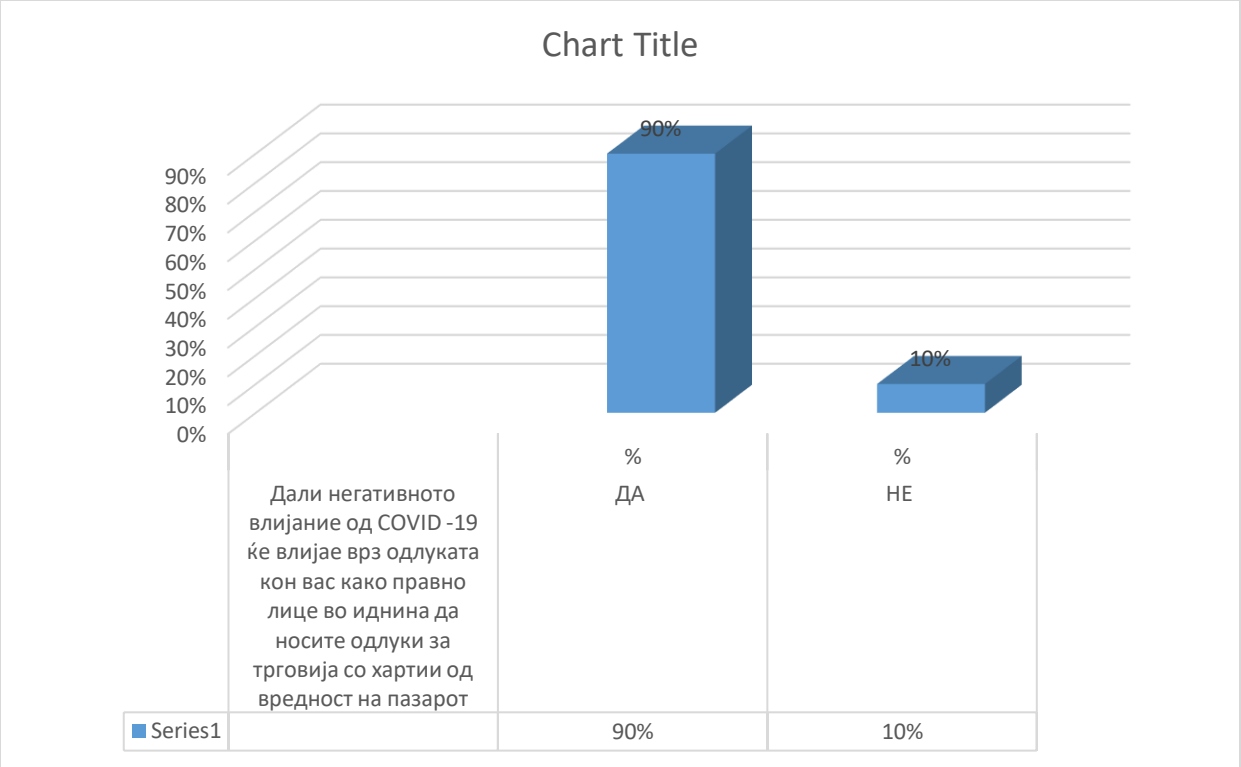
Графикон број 12: Негативните движења на берзата на цените на акциите последните две години беа директно и индиректно поврзани со негативното влијание на пандемијата на КОВИД-19

Движењата на берзата каде што правните и физичките лица тргуваат со хартии од вредност и акции се турбулентни и честопати знаат да одат од крајно високи позитивни граници во корист на лицата кои тргуваат со хартии од вредност до крајно негативни граници кои се на штета на правните и физичките лица кои тргуваат со хартии од вредност.

Кога говориме за негативните движења на вредноста на хартиите од вредност мораме и да потенцираме дека тие се директно, но и индиректно поврзани со понатамошниот тек и начин на кој правните и физички лица тргуваат со хартиите од вредност и акциите.

Карактеристично е да се напомене дека последните две години, негативното влијание врз цената и вредноста на хартиите од вредност и акциите имаше и пандемијата на КОВИД-19, и тоа на домашната, но и на светската берза каде што правните и физичките лица тргуваат со хартии од вреднсот.

На графиконот број 12 се претставени добиените резултати од статистичката обработка на добиените одговори од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 12. Со прашањето дали анкетираните лица се согласуваат дека негативните движења на берзата на цените на акциите последните две години беа директно и индиректно поврзани со негативното влијание на пандемијата на КОВИД-19, целосно се согласија 100 % од анкетираните лица кои зедоа учество во процесот на истражување.

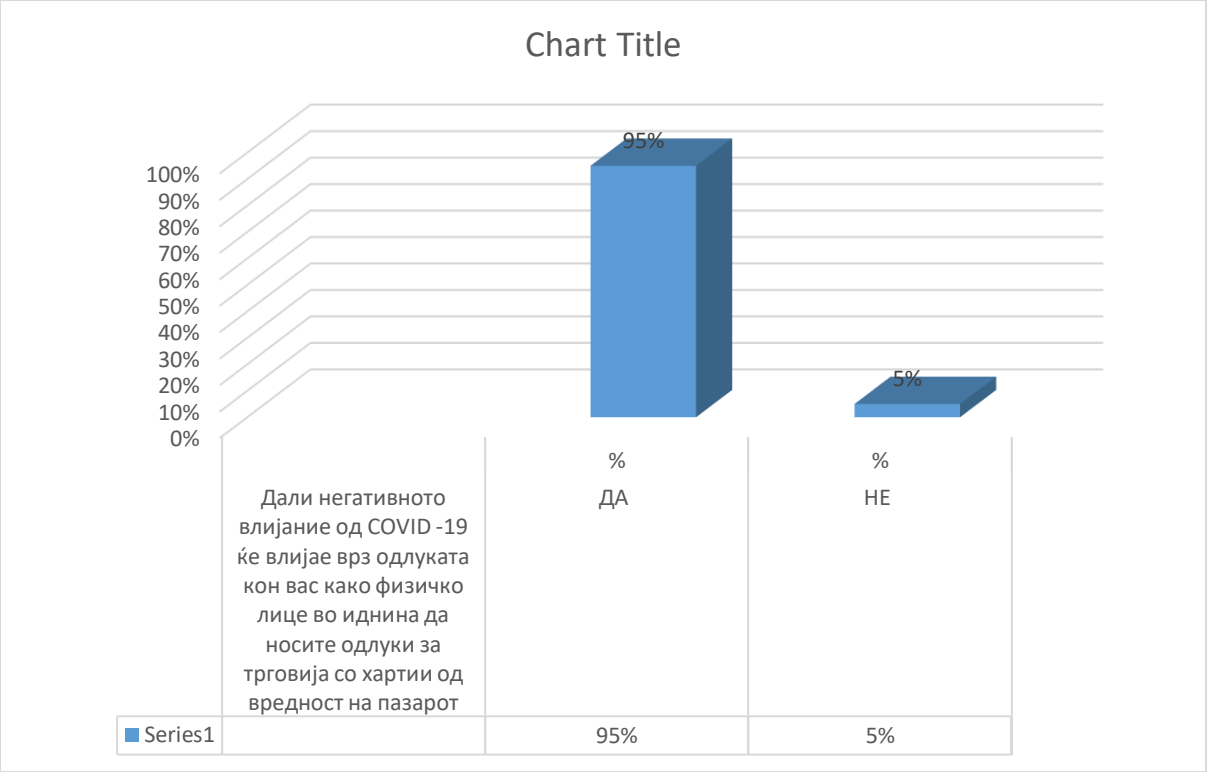


Графикон број 13: Дали негативното влијание од КОВИД-19 ќе влијае врз Вашата одлука како правно лице во иднина да носите одлуки за трговија со хартии од вредност на пазарот?

Пандемијата имаше директно влијание и врз одлуките на правните и физички лица да носат одлуки, во поглед на тргувањето со хартии од вредност на домашната и на светската берза.

На графикон број 13 се претставени добиените резултати од анкетниот прашалник број 2 за анкетното прашање број 13 на кое одговараа вкупно 200 анкетирани правни и физички лица директно поврзани со тргувањето со хартии од вредност и акции како на домашниот така и на странскиот пазар.

На прашањето: Дали негативното влијание од пандемијата на КОВИД-19 ќе влијае директно и индиректно врз понатамошните одлуки како правни лица во иднина да тргувате со хартии од вредност како на домашниот така и на странскиот пазар?, со да одговориле 90 %, а со не одговориле 10 % од вкупно 200 анкетирани лица.



Графикон број 14: Дали негативното влијание од КОВИД-19 ќе влијае врз Вашата одлука како физичко лице во иднина да носите одлуки за трговија со хартии од вредност на пазарот?

Физичките лица исто како и правните лица последните две години од почетокот на пандемијата на КОВИД-19 претрпеа големи загуби, во поглед на вредноста на акциите на пазарот каде што тргуваат со акции и хартии од вредност.

Со статистичка обработка на податоците добиени од анкетниот лист број 2 за анкетното прашање број 14 добиен е графикон број 14. На прашањето дали негативното влијание на пандемијата на КОВИД-19 ќе има влијание врз одлуките на физичките лица во иднина да носат сериозни одлуки за трговија со акции и хартии од вредност како на домашниот така и на странскиот пазар, со да одговориле 95 %, а со не одговориле 5 % од вкупно 200 анкетирани лица кои активно зедоа учество во процесот на истражување.

5. ЗАКЛУЧОЦИ И ПРЕПОРАКИ

Од спроведеното истражување и добиените резултати од истражувањето можеме да ги изнесеме следните заклучни согледувања:

Таинствениот непријател на здравјето и на животот на луѓето – корона-вирусот, со голема брзина, за само неколку месеци, целосно ја освои територијата на деловниот и приватниот живот на секој од нас во целиот свет, а со самото тоа, го смени начинот на живот на луѓето. Притоа, за разлика од пандемските болести во минатото и елементарните природни катастрофи, во овој случај, не се изземени ниту еден човек, ниту една држава или континент, без разлика на богатството или, пак, на сиромаштијата, здравствените, технолошките или какви било други ресурси.

Високата инфлација која го зафати домашниот и странскиот пазар изминатите две години има негативно влијание за економијата насекаде во светот. Пандемијата не нè заобиколи ни нас, па се очекува и кризата да биде една од последиците на пандемијата на КОВИД-19, која веќе се гледа преку растот на цените во сите сектори на различните стоки и услуги како на домашниот така и на странскиот пазар. Пандемјата на КОВИД-19 и затворањето на економиите, имаше многу негативно влијание врз берзата каде што правните и физичките лица тргуваат со хартии од вредност и со акции.

Правните и физичките лица кои тргуваат со акции и со хартии од вредност како на домашниот така и на странскиот пазар, пред почетокот на пандемијата на КОВИД-19 позитивно ги оценуваа тргувањето и политиките, во однос на трговијата со хартии од вредност и акции.

Високата инфлација се очекува да биде една од последиците на пандемијата на КОВИД-19, што веќе се гледа преку растот на цените на различните стоки и услуги. Дали може, најпросто кажано, да се објасни зошто овој пат би дошло до инфлација?

Со самиот почеток на пандемијата на КОВИД-19, светот влезе во голема економска, а со тоа и во голема финансиска криза која не го заобиколи ни економското и финансиското поле на Република Северна Македонија.

Според добиените резултати од спроведеното истражување, можеме да заклучиме дека анкетираните лица редовно тргуваат со акциите, имаат познавање за тоа што претставуваат поимите акција и хартија од вредност. Исто така, анкетираните лица имаат и доста забелешки за законските регулативи кои произлегуваат од Законот за акции и бараат низа законски промени.

Кога зборуваме за кризата предизвикана од КОВИД-19, можеме да заклучиме дека и покрај кризата што го го намали процентот на трговија со хартија од вредност на пазарот, анкетираните лица тргуваат со хартиите од вредност.

Физичките и правните лица негативно ја оценуваат пандемијата на КОВИД-19 која директно и индиректно влијаеше врз трговијата со хартии од вредност и акции. По завршувањето на пандемијата, и правните и физичките лица кои тргуваат со хартии од вредност и акции, ќе преземат сериозни чекори за да донесат одлуки за понатамошно тргување со акции на берзата како на странскиот така и на домашниот пазар.

6. КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

изворите треба да се средени по азбучен ред, според презимето на авторот. И добро е да се изделат посебно кирилични, а посебно латинични извори.

Allayannis, G., Ofek, E., Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives, Journal of International Money and Finance, Vol. 20, 2001.

Shapiro, Alan, C. & Balbirer, Shelton, D., Modern Corporate Finance, USA,2004 Albrecht W., Stice J., Stice E., Swain M., Accounting: Concepts and Applications, 11th ed., Cengage Learning, 2010.

Bank for International Settlements (BIS), Basel Committee on Banking Supervision (BCBS); Survey of Disclosures about Trading and Derivatives Activities of Bank and Securities Firms, Basle: BIS, 1996.

Barnes, P., Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse, Gower, 2009.

Bernstein, J., Seasonally, Systems, Strategies & Signals. Northbrook, IL: Wiley. Bernstein, P. (1996) Against the Gods. New York: Wiley, 1998.

Bernstein, J., Seasonally, Systems Strategies & Signals, Northbrook, IL: Wiley, 1998.

Bernstein, William, Intelegenten alokator na sredstva, McGraw Hill, 2001.

Barrieu, P. El-karou, N., Optimal design of derivativesin liquid markets, Quantitative Finance, 2002.

Bodie Z., Kane, A., Marcus, A., Investments, 8th ed., McGraw.

Moser, J. T., Interest rate derivatives and bank lending, Journal of Banking and Finance, Vol. 24, No. 3, 2000.

Brown, G. W., Toft, K. B., How firms should hedge, Review of Financial Studies, Fall, Vol. 15, No. 4, 2002.

Burton, G., Malkiel, A., Random Walk Down Wall Street, New York, 1999 - Brigham, E. F., Ehrhardt, M. C., Financial Managmement: Theory & Practice, Hardcourt College Publishers Series in Finance, New York, 2004.

Brigham, E. F., Houstion, J. F., Fudamentals of Financial Management, 10th edition, SouthWestern Collegge Pub, New York, 2003.

Brigham, E. F., Financial Management: Theory and Practice, South- Western Pub, New York, 2004.

Cox, D., Cox, M., The Mathematics of Banking and Finance, Wiley, 2006 - Glassman J., The Secret Code of the Superior Investor, Crown Business, New York, 2002.

Edwards, Robert, D., Magee, John, Bassetti, W. H. C. Technical analysis of stock trends, New York, CRC Press, 9. ed., 2007.

Hawawini, G., Viallet C., Finance for Executives: Managing for Value, 4th ed., Cengage Learning, 2010.

Витанова, Гордана, Финансиски пазари и институции, Економски факултет, Прилеп, 2003.

Димков, Димо, Принципите на економијата во деловните субјекти, Економски факултет – Прилеп, 2000.

Slović, Dragoslav, Bilans i poslovne finansije - finansiski menadžment, Ekonomika, Beograd, 1990.

Ивановски, Зоран, Финансиски менаџмент, Европски универзитет, Скопје, 2006.

Колев, Зоран, Анализа на берзанското работење, Скопје, 2008.

Колев, Зоран, Примарен пазар на капитал и иницијална јавна понуда, Скопје, 2011.

Кировска, Жанина, Меѓународните кредитни аранжмани како фактор за поттикнување на економскиот раст и развој на РМ, Докторска дисертација, Прилеп, 2004.

Зографски, Евгени, Мршич, Јадранка, Ќупев, Милчо и др., Берзански прирачник, Македонска берза за долгорочни хартии од вредност, АД Скопје, 1998. треба да се напишат сите автори, во текстот може вака, но овде не.

James S. Van Horne, John M. Wachowich, Каматни стапки и текови на финансискиот пазар, [преведувач и стручен читач Кристина Јованова], Арс Ламина1, Скопје, 2008.

Jones, Charles P., Investments: Analysis and Management, John Wiley & Sons Inc., 11th ed., 2009.

Димитрова, Јанка, Магистерски труд, Теоретско-методолошки аспекти на независните ревизорски тестови и нивната функција во имплементирањето на фундаменталните концепти на ревизијата, Економски факултет, Прилеп, 2005.

Димитрова, Јанка, Информативната функција на ревидираните финансиски извештаи на деловните субјекти во Република Македонија, при мобилизирањето капитал преку емисија на хартии од вредност, Докторска дисертација, Економски факултет, Прилеп, 2010.

Димитрова, Јанка, Македонскиот пазар на капитал – состојби и перспективи, Монографија, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип, 2015.

Родиќ, Јован, Пословне финансије, Економика, Београд, 1991.

Kenneth, M. Morris, Virginia B. Morris, Guide to Understanding Mani and Investing, 1999.

Комисија за хартии од вредност, Развој на македонскиот пазар на капитал, 2004.

Pušara, Kostadin, Menadžment u poslovnim finansijama, Naučna knjiga, Beograd, 1996.

Ќировиќ, Милутин, Банкарство, Белград, 2006.

Ќупев, Милчо, Прирачник за акционери, акционер – Здружение на акционери, 2004.

Maric, I. Steinberg, International securities law, A Contemporary and comparativ analysis, Kluwer Law International B. V., 1999.

Malkiel, Burton, G., A Random Walk Down Wall Street, Norton & Company, 1999.

Madura, Jeff, Financial markets and institutions, Thomson South-western, 10th ed., 2012.

Metrick, A., Yasuda, A., Venture Capital and the Finance of Innovation, John Wiley and Sons Inc., 2011.

Mishkin, Frederic S., The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Pearson Education, 8th ed., 2010.

Mishkin, Frederic S., The Economics of Money, Pearson Education, 2010.

Muth, John, Rational Expectations and the Theory of Price Movements,Econometrica, Vol. 29, 1961.

Murphy, John J., Technical analysis of the financial markets, NewYork institute of finance, 1999.

Несторовски, Методија, Економија на инвестициите, Економски факултет, Скопје, 2005.

Оџаклиеска, Драгица, Пазарот на капитал во функција на ефикасен портфолио менаџмент (докторска дисертација), Универзитет Св. „Климент Охридски“ – Економски факултет – Прилеп, 2010.

Петковски, Михаил, Финансиски пазари и институции, Економски факултет – Скопје, 2004.

Родиќ, Јован, Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991.

Јовановски, Панче, Финансиски пазар и институции ,Европски универзитет, Скопје, 2006.

Spasov, Siniša, Saso Arsov, Finansiski menadžment, Ekonomski fakultet, Skopje, 2004.

Фити, Таки, Вовед во современата макроекономија, Економски факултет, Скопје, 2002.

Fiti, Taki, Vladimir Filipovski, Osnovi na mikroekonomijata, Ekonomski fakultet, Skopje 1999.

Trajkoska, Gordana: Finansiska struktura i profitabilnost na delovnite subjekti, Ekonomski fakultet Prilep, 1988.

Трајкоски, Бранко, Деловни финансии со финансиски менаџмент, Економски факултет – Прилеп, 2002.

Трајкоски, Бранко, Трајкоска, Гордана, Управување со обртните средства, Економски факултет – Прилеп, 1999.

Helfert, Erich, A., Techniques of Financial Analysis, француски превод поднаслов: Methodes de gestion financiere, Les editions d'organisation, Paris, 1973.

Хроват, Бранко, Теорија на вредноста на капиталот и на каматата, Институт за економија, 1995.

William, J., O' Neil, 24 основни лекции за успешно инвестирање.

Chan-Lau, A. J., Ivaschenko, V. I., Corporate Bond Risk and Real Activity: An Empirical Analisysis of Yield Spreads and Their Systematic Components, IMF Working Paper, October 2001.

Choudhry, M., The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis. Oxford: Butterworth-Heinemann, 2001.

Espen, G., Haug, Option pricing formulas,USA, 1997 - Fabozzi, F., The Handbook of Fixed Income Securities, Princeton, McGraw-Hill, 2002.

Fabozzi J., Frank, Franco Moodigliani, Michael G. Ferri, Foundation of financial markets and institutions, 2nd ed., 2000.

Financial Services Authority: The Regulation of the Wholesale Cash and Derivative Markets: 'The Grey Paper'. London: FSA, 1999.

Fontanills, G. A. The Options Course. New York: Wiley, 1998 - Fontanills, G. A.,The Options Course. New York: Wiley, 1998.

Reilly, Frank K., Keith C. Brown, Investment Analysis and Portfolio Management 10th ed., Thomson One, Fort Worth Philadelphia, 2012.

Hitchner, James R., Financial Valuation: Applications and Models, 3rd ed., Hoboken, New Jersey, 2011.

President's Working Group on Financial Markets: Over-the-Counter Derivatives and the Commodity Exchange Act, Washington: PWGFM, 1999.

Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., Corporate Finance, 8th ed., McGraw – Hill, 2006.

USGAO, Long Term Capital Management: Regulators Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk, Washington: USGAO. USGAO, 2000.

Георгиева-Свртинов, Весна, Меѓународен финансиски менаџмент, Универзитет „Гоце Делчев" – Штип, 2014.

Schabacker, Richard W., Mack Donald, Technical Analysis and Stock Market Profits: A Course in Forecasting, Harriman House, 2005.

Williams, L., The Definitive Guide to Futures Trading: Volumes 1 and 2, Brightwaters, NY: Windsor Books, 1988.

Ross, A. Stephan, Randolph W. Westerfield, Corporate finance, USA, 1998.

Tytell, I., Shang-Jin W., Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies, IMF Working Paper, May 2004.

Трпески, Љупчо, Пари и банкарство, Скопје, 2003.

Vukina, T., Osnove trgovanje terminskih ugovorima i opcijima, Infoinvest, Zagreb, 1996.

Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M., Fudamentals of Financial Management, 12th edition, South-Western College Pub, New York, 2004.

Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M., Osnove finansiskog menadžmenta, Mate, Zagreb, GODINA.

Vogel, Harold L., Financial market bubbles and crashes, Cambrifge Univ. Press, 2010.

Van Knapp, D., Sensible Stock Investing: How to Pick, Value, And Manage Stocks, iUniverse, 2008.

Warneryd, K., Stock-Market Psychology: How People Value and Trade Stocks, Edward Elgar Publishing Ltd, 2002.

Patel, A. B.,Trading Online. London: FT Pitman, 1999.

Петковски, Михаило, Финансиски институции и пазари, Скопје, 2002.

Шашовска, Силвана, Мицески, Трајко, Тргување со хартии од вредност (со посебен осврт на обврзниците), 2013.

Шукаров, Мирољуб, Ивановски, Зоран, Хартии од вредност и портфолио-менаџмент, Европски универзитет, Скопје, 2005.

7. ПРИЛОЗИ

Анкетен прашалник број 1

		N									
1	Како поединец, колку имате познавање од поимите пазар, финансиски пазар и настап и трговија на финансискиот пазар во Република Северна Македонија?	200	Имам одлично познавање		Имам добро познавање		Имам слабо познавање		∑	
			N	%	n	%	n	%	N	%
			100	50	60	30	40	20	200	100
2	Финасискиот пазар мора да се стреми кон обезбедување на стабилна средина за трговија на финансискиот пазар од лицата кои тргуваат на пазарот.	200	Целосно се согласувам		Делумно се согласувам		Не се согласувам		∑	
			N	%	n	%	n	%	N	%
			160	80	40	20	0	0	200	100
3	Дали, како поединец, сте запознат/а со поимите акција, хартија од вредност и тргнување со хартија од вредност?	200	Во целост сум запознат/а		Делумно сум запознат/а		Не сум запознат/а		∑	
			N	%	n	%	n	%	N	%
			180	90	20	10	0	0	200	100
4	Дали, како поединец, сметате дека трговијата со хартија од вредност е ризична работа и дека не секој може да тргува со хартиите од вредност на пазарот?	200	Да, целосно се согласувам		Делумно се согласувам		Не се согласувам		∑	
			N	%	n	%	n	%	N	%
			180	90	10	5	10	5	200	100
5	Дали сте запознат/а со законските регулативи кои се пропишани во Законот за хартии од вредност во Република Северна Македонија?	200	Во целост сум запознат/а		Делумно сум запознат/а		Не сум запознат/а		∑	
			N	%	n	%	n	%	N	%
			100	50	80	40	20	10	200	100
6	Дали имате забелешки во Законот за хартии од вредност и дали мислите дека Законот би требало да претрпи одредени промени?	200	Имам големи забелешки		Имам минимални забелешки		Немам забелешки		∑	
			N	%	n	%	n	%	N	%
			140	70	50	25	10	5	200	100
7	Како ги оценувате пазарот во Република Северна Македонија и можностите за трговија со хартија од вредност?	200	Одлично		Добро		Слабо		∑	
			N	%	n	%	n	%	N	%
			80	40	110	55	10	5	200	100

Анкетен прашалник број 2

бр.	Анкетно прашање	N	Понудени одговори								∑	
1	Колку често, како поединец, тргувате со хартиите од вредност на домашниот пазар?	200	Многу често		Често		Ретко		Никогаш		n	%
			n	%	n	%	n	%	n	%	200	100
			120	60	70	35	10	5	0	0		

2	Колку често, како поединец, тргувате со хартиите од вредност на странскиот пазар?	200	Многу често		Често		Ретко		Никогаш		Σ	
			n		n		n		n		n	%
			100	50	80	40	20	10	0	0	200	100
3	Дали се согласувате дека големите компании кои тргуваат со хартии од вредност имаат подобри услови од малите компании кои тргуваат со хартии од вредност?	200	Целосно се согласувам		Делумно се согласувам		Не се согласувам				Σ	
			n	%	n	%	n		%		n	%
			160	80	30	15	10		5		200	100
4	Дали во целост сте запознат/а со правата на акционерите, кои произлегуваат од правото на сопственост на акции?	200	ДА, во целост		НЕ						Σ	
			n	%	n		%				n	%
			120	60	80		40				200	100
5	Дали сте задоволен/на од условите кои нашата банка ги нуди, во поглед на тргувањето со хартиите од вредност (акциите)?	200	Целосно сум задоволен		Делумно сум задоволен			Не сум задоволен			∑	
			n	%	n	%		n	%		n	%
			150	75	45	22,5		5	2,5		200	100
6	Дали пандемијата на КОВИД-19 имаше влијание врз вредноста на Вашите акции?	200	ДА		НЕ						∑	
			n	%	n		%				n	%
			190	95	10		5				200	100
7	Како го оценувате влијанието на пандемијата на КОВИД-19 врз тргувањето со хартии од вредност на пазарот?	200	Позитивно		Негативно						∑	
			n	%	n		%				n	%
			0	0	200		100				200	100
8	Дали имате позитивно мислење и позитивни очекувања за условите за тргување со хартиите по завршувањето на пандемијата?	200	Позитивно		Негативно						∑	
			n	%	n		%				n	%
			200	100	0		0				200	100
9	Дали се согласувате дека банките како правни лица се повеќе зависни од Вас како акционери и дека треба да Ви излезат во пресрет за време на пандемијата?	200	Целосно се согласувам		Не се согласувам						∑	
			n	%	n		%					
			200	100	0		0				200	100
10	Дали по пандемијата на КОВИД-19, ќе се откажете од тргување со акциите од вредност на домашниот пазар?	200	ДА		НЕ							
			n	%	n		%				n	%
			80	40	120		60				200	100

11	Дали по пандемијата на КОВИД-19, ќе се откажете од тргување со акциите од вредност на странскиот пазар?	200	ДА		НЕ			
			n	%	n	%	n	%
			100	50	100	50	200	100
12	Негативните движења на берзата на цените на акциите последните две години беа директно и индиректно поврзани со негативното влијание на пандемијата.	200	Се согласувам		Не се согласувам		n	%
			n	%	n	%	200	100
			200	100	0	0		
13	Дали негативното влијание од КОВИД-19 ќе влијае врз Вашата одлука како правно лице во иднина да носите одлуки за трговија со хартии од вредност на пазарот?	200	ДА		НЕ		n	%
			n	%	n	%	200	100
			180	90	20	10		
14	Дали негативното влијание од КОВИД-19 ќе влијае врз Вашата одлука како физичко лице во иднина да носите одлуки за трговија со хартии од вредност на пазарот?	200	ДА		НЕ		n	%
			n	%	n	%	200	100
			190	95	10	5		