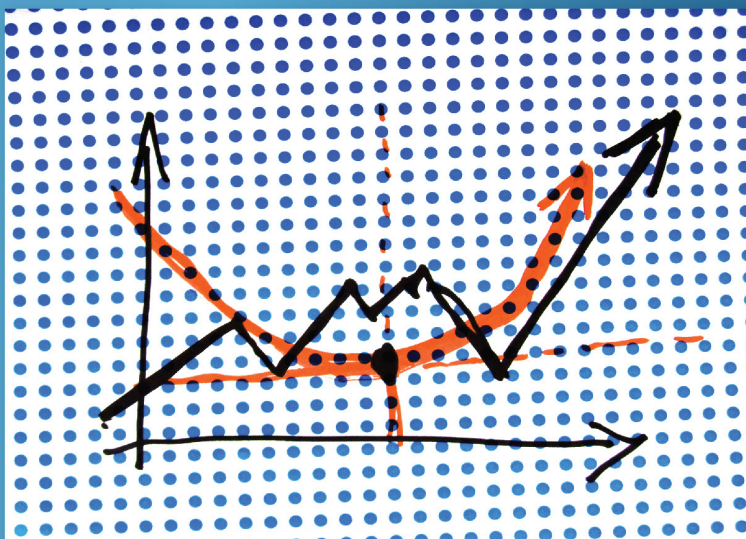


УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



ISSN 1857-7628

ГОДИШЕН ЗБОРНИК 2012 YEARBOOK



ГОДИНА 4

VOLUME IV

GOCE DELCEV UNIVERSITY – STIP
FACULTY OF ECONOMICS

УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

ISSN: 1857- 7628



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
2012**

YEARBOOK

ГОДИНА 4

VOLUME IV

GOCE DELCEV UNIVERSITY - STIP
FACULTY OF ECONOMICS



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
YEARBOOK
FACULTY OF ECONOMICS**

За издавачот:
Проф. д-р Ристо Фотов

Издавачки совет Editorial board

Проф. д-р Саша Митрев	Prof. Sasa Mitrev, Ph.D
Проф. д-р Лилјана Колева - Гудева	Prof. Liljana Koleva - Gudeva, Ph.D
Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Проф. д-р Круме Николоски	Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Доц. д-р Крсте Шајноски	Ass. Prof. Krste Sajnoski, Ph.D
Пом.асс м-р Влатко Пачешкоски	Assist. Vlatko Paceskoski, M.Sc
Пом.асс м-р Тамара Јованов Марјанова	Assist. Tamara Jovanov Marjanova, M.Sc

Редакциски одбор Editorial staff

Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Проф. д-р Круме Николоски	Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Доц. д-р Крсте Шајноски	Ass. Prof. Krste Sajnoski, Ph.D

Главен и одговорен уредник Managing & Editor in chief

Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
--------------------------	----------------------------

Јазично уредување Language editor

Даница Гавриловска-Атанасовска (македонски јазик)	Danica Gavrilovska-Atanasovska (Macedonian)
--	--

Техничко уредување Technical editor

Славе Димитров	Slave Dimitrov
Благој Михов	Blagoj Mihov

Редакција и администрација Address of editorial office

Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип	Goce Delcev University
Економски факултет	Faculty of Economics
бул „Крсте Мисирков“ бб	Krste Misirkov b.b., PO box 201
п.фах 201, 2000 Штип, Македонија	2000 Stip, R of Macedonia



СОДРЖИНА CONTENT

д-р Ристо Фотов УЛОГАТА И ЗНАЧЕЊЕТО НА КАПИТАЛОТ И ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ СО ПОСЕБЕН ОСВРТ ВРЗ ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ	7
м-р Емилија Митева-Кацарски, м-р Влатко Пачешкоски НЕЦАРИНСКИОТ ПРОТЕКЦИОНИЗАМ ВО РЕГИОНОТ НА ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА	19
Т.Мицески, С. Пашоска ПРОЦЕС НА ПРОМЕНИ ВО МАРКЕТИНГ СТРАТЕГИЈАТА И СТРУКТУРАТА.....	29
Благица Колева, Александар Костадиновски, Оливера Ѓоргиева- Трајковска ВИДОВИ НА ИНТЕРНА РЕВИЗИЈА НА ФИНАНСИСКОТО РАБОТЕЊЕ.....	43
м-р Костадинка Чабулева, м-р Горан Миладинов, Трајко Мицески ВЛИЈАНИЕТО НА СТРАНСКИТЕ ДИРЕКТНИ ИНВЕСТИЦИИ ВО Р.МАКЕДОНИЈА ВРЗ ВРАБОТЕНОСТА ЗА ПЕРИОД 1997- 2011 ГОДИНА	53
м-р Марина Радосављевиќ- Бојчева, м-р Зоран Темелков, м-р Костадинка Чабулева ОБЛАСТИ НА ИМПЛЕМЕНТАЦИЈА НА ЈАВНОТО ПРИВАТНО ПАРТНЕРСТВО ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	61
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска, асс. м-р Благица Колева ОСНОВИ НА КАМАТАТА - ДЕТЕРМИНАНТИ И ПРЕДВИДУВАЊЕ	67
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска КРЕДИТНА ПОЛИТИКА И СТРАТЕГИЈА НА ПОРТФОЛИОТО НА КРЕДИТНИ ПЛАСМАНИ НА БАНКИТЕ	81



доцент д-р Јанка Димитрова ПОРТФОЛИО АНАЛИЗА – АЛАТКА ЗА ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА НА РИЗИКОТ ПРИ ИНВЕСТИРАЊЕТО.....	95
асс. д-р Љупчо Давчев, асс. м-р Тамара Јованов-Марјанова СОЕДИНУВАЊА И ПРЕЗЕМАЊА (M & A) И УЛОГАТА НА ИНВЕСТИЦИСКИТЕ БАНКИ ВО ОВИЕ ПРОЦЕСИ	109
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска ЛИЧНОСТА НА ПРЕТПРИЕМАЧОТ.....	121
м-р Тамара Јованов Марјанова, д-р Љупчо Давчев, д-р Митре Стојановски АНАЛИЗА НА ТЕКОВНАТА СОСТОЈБА И ИДНИ ТРЕНДОВИ НА ПАЗАРОТ НА КОНДИТОРСКИ ПРОИЗВОДИ	135
м-р Илија Груевски УПРАВУВАЊЕ СО ДЕВИЗНИОТ РИЗИК ВО МЕЃУНАРОДНОТО ФИНАНСИСКО РАБОТЕЊЕ	145
д-р Љупчо Давчев, м-р Тамара Јованов-Марјанова РАЗЛИКИТЕ ПОМЕЃУ ИНВЕСТИЦИСКОТО И КОМЕРЦИЈАЛНОТО БАНКАРСТВО	161



ПОРТФОЛИО АНАЛИЗА – АЛАТКА ЗА ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА НА РИЗИКОТ ПРИ ИНВЕСТИРАЊЕТО

доцент д-р **Јанка Димитрова**
Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип
janka.dimitrova@ugd.edu.mk

Апстракт

Основна цел на секоја инвестиција е со вложените средства да се оствари поголем принос, односно оплодување на капиталот. Инвеститорите континуирано се соочуваат со прашањата: Каде да ги вложат – инвестираат вишокот пари кои ги имаат? Каде ризикот од инвестирањето е најмал? Како може да се оствари најголема заработка?

За донесување на вистинска одлука за инвестирање е неопходно да се имаат на располагање информации базирани на аналитички истражувања. Анализите овозможуваат да се изберат поединечни хартии од вредност, со цел да се оствари повисок принос од приносот на споредбениот индекс. Правилен тајминг на купување или продавање на хартиите од вредност му овозможува на инвеститорот или портфолио менаџерот да купи по пониска и продаде по повисока цена.

Клучни зборови: *инвестиција, принос, информации, истражување, цена.*

Вовед

Инвеститорите инвестираат со цел да:

- остварат приход и
- остварат пораст на капиталот.

Портфолио менаџментот ги опфаќа прашањата сврзани со операциите со хартиите од вредност.

Портфолио теоријата го става акцентот врз изборот на оптимално портфолио, со максимизирање на очекуваните приноси и прифаќање на минимални ризици.



Главни видови ризици се:

- Пазарен **ризик**. Цената на акцијата опаѓа како резултат на целокупниот пад на пазарот на капитал.
- Специфичен **инвестициски ризик**. Цената на акцијата опаѓа како резултат на некој настан или случка, специфична за таа компанија.
- Каматен **ризик**. На обврзница или друга хартија од вредност со фиксна каматна стапка може да ѝ опаѓа вредноста како резултат на порастот на каматните стапки, а приходот од различни камати на банкарски депозити опаѓа како резултат на опаѓањето на каматните стапки.
- Ризик **од загуба**. Инвестицијата станува безвредна, односно компанијата станува инсолвентна или издавачот на обврзници не може да ја исплати каматата, односно да го поврати капиталот.
- Инфлационен **ризик**. Вистинската вредност на инвестицијата и приходот од инвестицијата опаѓаат како резултат на инфлацијата.

Портфолио менаџментот се состои од следните компоненти:

1. детерминирање на целите на инвестирањето;
2. дефинирање на инвестициска политика (стратегија);
3. мерење на перформансите на портфолио менаџментот.

Целите, во основа, го изразуваат односот помеѓу очекуваниот принос и прифатливиот ризик на портфолиото на финансиските инвестиции (risk return trade off).

Целта може да биде остварување максимална стапка на принос за дадено прифатливо ниво на ризик (ризикут се изразува како стандардна девијација) или остварување специфицирана стапка на принос во однос на приносот на берзанскиот индекс. Целите и сите останати релевантни фактори, целосно се определени со инвестициска политика и инвестициска стратегија.

1. **Инвестициски стратегии**

Постојат два вида инвестициски стратегии што може да ги следи индивидуален инвеститор или фонд менаџер: активна и пасивна¹.

Активната инвестициска стратегија на управување со портфолио - во западната литература се нарекува *picking winners*, што значи избор на победници и претставува обид, преку избор на поединечни хартии од

1) Семинарски материјали за обука на инвестициски советници - Издание на Комисија за хартии од вредност на Р. Македонија – 2007 г.



вредност или преку подобар тајминг на нивно купување или продавање, да се оствари повисок профит од просечниот (приносот на портфолио benchmark - стандардот или урнекот). Активното управување вклучува употреба на анализи за постигнување на просечни приходи. Активната инвестициска стратегија може да се операционализира во две форми:

- прво, како селекција на поединечни хартии од вредност, за кои се смета дека се преценети или потценети,
- второ, како одредување на коректен пазарен тајминг на купување/ продавање на хартиите од вредност, во обид за антиципирање на краткорочните идни промени на пазарните цени на поединечни хартии од вредност или на пазарот во целина.

Активното управување со фондовите ги одразува способностите на менаџерот да ги селектира акциите и да креира портфолио кое ќе донесе поголеми приходи од оние кои ги овозможува пазарот. Постојат два вида приоди на активното управување:

- озгора-надолу (top down) - различни класи на средства се селектираат, како што се обични акции, обврзници, готовина, а потоа во секоја посебна класа се избираат поединечни хартии од вредност;
- оддолу-нагоре (bottom up) - хартиите од вредност се селектирани според нивните сопствени заслуги, додека пак нивната класа или сектор не е релевантен.

Повеќето управувања со фондовите би биле по принципот top down. Принципот bottom up е предвиден да се употреби кога целите на фондот ја прават алокацијата на средствата ирелевантна, односно, кога колективните инвестициски шеми се предвидени за инвестирање во специфични земји или сектори.

Top down портфолио - планирање се реализира во три фази:

- алокација на средствата;
- секторска селекција;
- индивидуална селекција на акциите.

Алокацијата на средствата значи да се одлучи кои пропорции на портфолиото да се применат во многуте класи на средства, односно обични акции, обврзници, готовина или пазарните парични инструменти. Алокацијата на средствата ќе зависи од барањата на клиентот за ризикот и приходот и за ризиците и приходите од различни класи. Приватниот клиент има целосна флексибилност во изборот на средствата.



Откога ќе се одлучи за алокација на средствата, следна фаза пред селекцијата на акциите е секторската селекција. На пример, ако менаџерот се одлучи за 60% учество во обични акции во САД, тогаш тој би требало да направи преглед на различните пазарни сектори и да се реши за важноста во поглед на економските фактори во секој поединечен сектор.

Последната фаза во креирањето на портфолиото е селекција на индивидуалните акции. Овде менаџерот ќе ги искористи резултатите од инвестициската анализа. Постојат два вида инвестициска анализа: фундаментална и техничка.²

Целта на активната инвестициска политика е остварување што е можно повисок вишок над приносот на пазарното портфолио, при што активната политика подразбира чести промени на индивидуалните портфолија, повеќе трансакции и повисоки трансакциски трошоци.

Пасивната инвестициска стратегија на управување со портфолио (fair return for risk) значи фер принос за ризикот. Основна цел на пасивната стратегија е да се оствари просечен принос од добро диверзифицирано портфолио, најчесто слично на она кое е претставено со некој берзански индекс.

Со пасивното управување, инвестициската стратегија е поставена така што не е потребна активна интервенција, туку таа ќе биде самоуправувана. Сепак, пасивниот менаџмент не доведува до активности надвор од пазарот.

Следбениците на пасивната стратегија, веруваат дека пазарот на хартии од вредност е ефикасен, односно сите релевантни информации за одредување на вредноста на хартиите од вредност се апсорбирани и вградени во пазарните цени.

Пасивната инвестициска стратегија се заснова врз логиката дека пазарот на хартии од вредност е доволно ефикасен и треба да се појде од претходно одредено ниво на ризик прифатливо за инвеститорите. Врз основа на сите показатели се формира портфолио од различни хартии од вредност, кое ќе овозможи диверзификација на вкупниот ризик до ниво на прифатлив ризик, при што максимално ќе се редуцира ризикот на портфолиото, односно ќе се сведе само на системскиот ризик.

Кај пасивната политика таквите промени на портфолијата се поретки, затоа што се потребни само во случај кога дејствуваат фактори кои доведуваат до промени во нивото на вкупниот пазарен ризик или принос. Пасивната политика настојува да оствари принос кој ќе се разликува што е можно помалку од пазарното портфолио и обемот на трансакциите и нивните трошоци е помал.

2) М-р Зоран Колев, *Анализа на берзанско работење*, магистерски труд, 2008, стр. 147



Микс на активно и пасивно управување со портфолиото. Некои портфолија се менаџирани со помош на комбинација на активни и пасивни техники, каде што постои срж (центар) на портфолиото, кое е индексирани и околу кое се активно управувани портфолија, креирани за да одговорат на специфичните цели на ризичниот профит. Ова понекогаш се нарекува концентрично (саре satellite) управување.

Селекцијата на поединечни хартии од вредност се базира на фундаменталната анализа, преку изработка на предвидувања за добивката на одделни корпорации, кои ќе бидат попрецизни од генералните предвидувања на пазарот, откривањето на влијанието на применетите сметководствени техники врз објавените профити на одделни компании, идентификување на акции со повисоки или пониски Р/Е стапки (цена/заработувачка) во однос на фазата на деловниот циклус, како и откривање на компании кои претставуваат потенцијална цел за преземање.

Анализите овозможуваат да се избераат поединечни хартии од вредност, со цел да се оствари повисок принос од приносот на споредбениот индекс. Правилен тајминг на купување или продавање на хартии од вредност му овозможува на инвеститорот или портфолио менаџерот да купи по пониска и продаде по повисока цена. Една од техниките на правилен тајминг е кога со помош на техничката анализа на пазарните трендови на цените се антиципира биков пазар (поработ на просечното ниво на пазарните цени), по што се реструктурира портфолиото со зголемување на пропорцијата на акциите, кои се поосетливи на движењата на пазарниот индекс. Во случај на очекување на мечкин пазар (пад на просечното ниво на пазарните цени) би се зголемило учеството на акции, кои се помалку чувствителни на промените на просечното ниво на цените на берзата.

Друга техника е следење на историскиот однос помеѓу пазарната (имплицитна) стапка на принос на државните, трезорски записи и просечната дивидендна стапка на принос на акциите (односно - дивиденда/пазарна цена на акција), кога распонот помеѓу овие две стапки е поширок од историскиот просек, односно кога може да се очекува пораст на цените на акциите. Тогаш би се зголемил делот од портфолиото инвестиран во акции, за сметка на намалување на делот вложен во државни хартии од вредност.

Ваквиот пристап, во целост, води до формирање на портфолио кое претставува копија на структурата на портфолиото што е формирано при конструирањето на одреден репрезентативен берзански индекс. Технички, тоа значи дека коефициентот на системскиот ризик за такво портфолио би бил еднаков на 1, односно ризикот на портфолиото би бил совршена копија на ризикот на вкупниот берзански пазар.



Досегашните теоретски и практични искуства укажуваат дека портфолиото е оптимално единствено во случаите кога се задоволуваат барањата за максимизирање на приносите со прифатлив ризик или минимизирање на ризиците со задоволување на приносите (поставената цел).

Инвеститорот е најзаинтересиран за приносот врз основа на портфолиото на хартии од вредност, а не врз поединечна хартија од вредност. Со воведување на диверзификација на портфолиото инвеститорот избегнува да преземе голем вкупен ризик на поединечни хартии од вредност, туку подеднакво го презема ризикот на сите хартии од вредност на пазарот.

На овој начин инвеститорот со своето портфолио ја имитира структурата на целиот пазар, па и ризиците сврзани со пазарот. На тој начин ги исклучува несистемските (непазарни, некомерцијални) ризици. Ефектот од диверзификацијата зависи од корелацијата (меѓусебната зависност) на хартиите од вредност, кои се вклучени во портфолиото.

- Доколку е помала корелацијата помеѓу хартиите од вредност во портфолиото, тогаш е можно поголемо влијание на диверзификацијата врз намалувањето на ризикот на очекуваниот принос.
- Теоретски, постои можност со комбинирање на портфолија со целосно негативна корелација (меѓусебна врска) помеѓу хартиите од вредност, во потполност да се елиминира несистемскиот ризик.

Во такви услови инвеститорот, единствено, е изложен на пазарниот ризик (Пазарниот ризик не може да се избегне ниту со диверзификација). Невозможно е во целост да се избегне несистемскиот ризик. Токму затоа кај менаџментот на фирмата или инвеститорот мора да постои определба за вклучување анализа на ризикот и приносите, при дефинирањето на инвестициското портфолио и негова диверзификација, односно вклучување што е можно повеќе хартии од вредност кои не се во меѓусебна корелација.

Не постои инвестиција која е целосно ослободена од ризик. Дури и владините обврзници со ознака AAA, кои се сметаат за најсигурни форми на инвестирање, може да подлежат на влијанијата на инфлацијата. Најважни се два принципи, кои се однесуваат на приносот од инвестицијата, односот меѓу ризикот и наградата:

- колку е поголем ризикот, толку поголем е очекуваниот приход за инвеститорите;
- колку подолго се парите наменски употребени, толку е поголем очекуваниот приход за инвеститорите.



Една од целите при креирањето на портфолиото е да се детерминира степенот на ризичност, кој е прифатлив за инвеститорите, а потоа да се максимизира приносот на тоа ниво на ризичност. Ризикот може да се разгледува и како спектар на владини хартии од вредност, кои се без никаков ризик и шпекулативни, некотирани акции и деривати, како што се опциите и фјучерсите со голем степен на ризик.

Секој инвеститор својот ограничен готовински потенцијал има можност да го употреби избирајќи помеѓу огромен број алтернативни имоти кои би можел да ги вброи во сопственото инвестициско портфолио. На располагање му стојат различни видови акции, краткорочни хартии од вредност, хартии од вредност со фиксен принос, финансиски деривати, недвижен имот, злато, девизи, домашни ликвидни средства. Ликвидноста значи готовина, а ликвидноста на инвестицијата значи максимална можност за претворање на инвестицијата во готовина, односно леснотија со која инвестицијата може да се продаде или впаричи, како и брзината со која приходите се примаат.

За да се оптимизира портфолиото е потребно да се знае точно што претставува секоја од поединечните хартии од вредност, како се формира нивната вредност и берзанска позиција, кога тие стануваат повредни, а кога губат во вредноста или во приносите, како може да се заштити инвеститорот од наглите губења во вредност и колкави се трошоците за активната инвестициска позиција.

2. Планирање на портфолиото

Основната задача на инвестициските советници е да состават портфолио. Целта е да се постигне:

- одредено ниво на приход и пораст на капиталот со најмал ризик или
- највисока добивка за даден степен на ризик.

Портфолиото што ќе ги постигне овие цели се нарекува ефикасно портфолио. Таа цел може да се постигне и со еден вид финансиско средство, но причината поради која се прифаќа моделот на портфолио е да се изврши распределување на ризикот (истиот да се атомизира, диверзифицира). Диверзификацијата му дозволува на инвеститорот да го подели ризикот во помали и поради тоа помалку штетни делови.³

Портфолио теоријата му овозможува на инвеститорот да одбере најдобра комбинација на хартии од вредност или портфолија од пакетот

3) Д-р Михаил Петковски; Финансиски пазари и институции; Економски факултет, Скопје; стр.107



на инвестиции, кои во зависност од неговите индивидуални финансиски околности ќе му овозможат највисока добивка за даден степен на ризик.

Портфолио теоријата и емпириските податоци покажуваат дека со инвестирање во поголем број различни, некорелирани хартии од вредност, може да се редуцира вкупниот ризик.

3. Контрола на ризикот

Постојат два вида техники за управување со ризикот (risk management):

- диверзификација на ризикот и
- обезбедување (оградување) од ризик.

Специфичниот инвестициски ризик се редуцира со помош на диверзификација на ризикот. Пазарниот ризик се редуцира, пак, со помош на инвестирање во различни пазари и преку користење на инструментите на обезбедување - хеџирање од ризикот. Хеџингот најчесто содржи користење на дериватите како форма на осигурување.

Треба да се има предвид главната максима што важи за инвестирањето во хартии од вредност - *Не ги ставајте сите јајца во една кошница – Do not put all of yours (financial) eggs in one packet*, како - препорака да се избегнуваат инвестициски стратегии со кои се изложува инвеститорот на неограничен ризик, односно нивна селекција на таков начин за да се обезбеди остварување на максимален принос со најголеми шанси за успех.

Мерење на перформансите на портфолио менаџментот е значајно поради неколку причини.

- Прво, за инвеститорите во чиј интерес менаџерите треба да управуваат со портфолијата на хартии од вредност за да можат преку мерењето на перформансите на менаџерите да контролираат како се остваруваат претходно одредените инвестициски цели, со што ја оценуваат нивната успешност во работењето.
- Со споредување на перформансите на сопственото портфолио со перформансите на пазарното портфолио (пасивна стратегија), инвеститорите можат да оценат во колкава мерка е оправдан поголемиот или помалиот степен на активната политика, којашто нивните менаџери ја спроведуваат.

Мерењето на перформансите на портфолио менаџментот се состои од следново:

- мерење на остварената стапка на приносот на портфолиото;
- корекција (приспособување) на стапката на принос на преземениот ризик;
- идентификација на компонентите на активниот портфолио менаџмент кои придонесле за остварените перформанси.



Стапките на принос на поединечните портфолија не се доволни за коректна оценка на перформансите на портфолио менаџерите, односно треба да се коригираат за степенот на ризичноста на остварените приноси. Кога стапките на принос ќе се стават во однос на мерка што го квантифицира ризикот, можно е да се споредат инвестициските перформанси на различни инвестициски фондови.

4. Методи на анализа на портфолија

при донесувањето одлуки за тоа каде и кога да се заземе позиција, инвеститорите, трговците и аналитичарите употребуваат два различни пристапа: **фундаментална анализа и техничка анализа.**⁴

4.1. Фундаменталната анализа на портфолио е позитивното поимање на економијата која поткрепува одредена трговска зделка. Доколку инвеститорот сака да знае каде да инвестира и зошто, тогаш употребува техники на фундаментална анализа. Фундаменталната анализа е студија за индивидуалните компании и нивното работење, во однос на:

- приходите,
- профитот,
- средствата,
- задолженоста.

Повеќето клучни финансиски показатели претставуваат комбинација на овие четири елементи. Зошто е потребна фундаменталната анализа? Вредноста на акциите на компаниите претставува израз колку компанијата вреди на пазарот. Ако компанијата остварува профит и тој расте од година во година, додека задолженоста е на ниско ниво, станува збор за идеална компанија за инвестирање, од која очекуваме натаму да продолжи да расте.

Вредноста на хартиите од вредност зависи од очекувањата. Очекувањата се базираат на сегашните чувства, додека чувствата се под влијание на информациите (новините) и историјата. Новините, на корпоративно ниво ги опфаќаат финансиските резултати на компанијата и нејзините планови за иднина. Пошироко, новините ги опфаќаат состојбите во националната или светската економија.

Во однос на историјата на работењето на компанијата, за потенцијалниот инвеститор е важно како таа работела и дали постои некаква трага за таквото работење, дали припаѓа на индустрија или сектор кој има просперитет во блиска иднина и конечно, дали ревидираните

4) Семинарски материјали за обука на инвестициски советници - Издание на Комисијата за хартии од вредност на Р. Македонија - 2007 г.



финансиски извештаи на компанијата покажуваат постојано зголемување на приходите и вредноста на акциите на акционерите.

Новините - информациите се однесуваат на светот, националната економија и секторот каде што компанијата припаѓа. Како пример на новости кои имаат влијание на пазарните цени и цените на хартиите од вредност се цената на нафтата, глобални кризи и слично. Цената на нафтата директно влијае врз производствените и транспортните трошоци, води кон повисока инфлација, повисоки каматни стапки итн.

Општоприфатените констатации не мора секогаш да бидат точни во стварноста. Важните параметри на фундаменталната анализа и потрагата по внатрешна вредност на акциите се засноваат врз познати и прифатливи теоретски постулати. Тоа се фактори кои имаат директно влијание врз нивото на маргините на компанијата и нејзината профитабилност.

Чувствата и очекувањата се многу значајни за движењата на пазарот и влијаат на движењето на цените. Сепак, се поставува прашање како една нова компанија, со многу кратка историја и без некои позначајни заработки да биде вреднувана во милиони, милиони денари? Дали тоа значи дека таквата компанија има технологија што ќе го промени светот? Дали компанијата има така убедлив маркетинг и развојна стратегија што инвеститорите ја вреднуваат единствено според очекуваните приходи?

Очекувањата доаѓаат во различни облици, најчесто како показатели за резултатите на компаниите, но често и како препораки од страна на аналитичарите за идната цена на акциите.

Постојат неколку детерминанти кои влијаат врз цената на акциите:

- очекувана стапка на раст,
- очекувана исплата на дивиденди,
- степен на ризик,
- ниво на пазарни каматни стапки.

Цената за акција расте доколку периодот во кој се очекува да расте вонредната стапка на раст на дивидендите е подолг или доколку очекуваната стапка на раст на заработките или дивидендите е повисока. Слично на претходното, доколку дивидендите се повисоки (не стапките на раст на дивидендите) тогаш и цената на акцијата расте. Се разбира тоа не важи за дивидендните акции кои не ја зголемуваат цената на акциите на пазарот, затоа што претставуваат само прераспределба на веќе постоечки акции. Колку акцијата е потценета или ризикот е понизок толку цената на акцијата расте.

Сепак, треба да се има предвид и афинитетот на инвеститорот и очекуваните добивки, па и учеството на компанијата акција во вкупното



портфолио, од аспект на диверзификацијата и ризикот на целото портфолио.

Конечно, високите каматни стапки ја супституираат акциската берза. Доколку каматите се повисоки, тогаш може добро да се заработи и од неризичниот пазар на хартии со фиксен принос. Токму затоа и цените на акциите би опаднале.

Релативната вредност на корпорацијата зависи од нејзината способност да оствари профит, односно од способноста да се генерираат готовински приливи поголеми од готовинските одливи. Но, зависи и од многу други фактори, а посебно од способноста на менаџментот, економското и деловното опкружување, правниот амбиент и многу други околности. Ова ги вклучува и општите економски услови во гранката и во целата економија, берзанските движења на другите финансиски инструменти, како и позицијата на конкретната корпорација. Исклучително значајни се проекциите за развој на корпорацијата, засновани врз реални информации, но и врз очекувањата на раст на финансиските параметри (финансиските анализи и фундаменталната анализа).

Во најопшти рамки, структурата на имотот во компанијата го претставува нејзината пазарна цена, гледано низ вредноста на поединечната вредност на акциите на секундарните пазари помножени со вкупниот број акции емитирани од акционерското друштво. Пазарната вредност на компанијата зависи од потенцијалниот дивиденден доход (приносот од акциите), но и на економските движења во групацијата, секторот, поединечната гранка, па дури и економијата во земјата и во светот, воопшто.

Фундаменталната анализа е релевантна за инвеститорите, затоа што користи долгорочен пристап за оценка на вредноста на компанијата. Од друга страна, за трговците е поважна техничката анализа, односно сакаат да ги искористат предностите на различните цени и ги следат промените на пократок рок.

4.2. Техничка анализа на портфолио е метода на предвидување на подобното време за купување, односно за продавање, акции. Таа се состои во подготовка и толкување на графиконите на акциите, кои се наречени картографи. Корисниците на овој вид анализа се уверени во постоењето на основа за предвидување на иднината, преку екстраполација на минатото (верување во кули во воздух). Тие развиваат сложени методи на предвидување и препознавање на пресвртните моменти во движењата, сметаат дека пазарот е 90% психолошки, а само 10% отпаѓа на логички, фундаментално засновани причини (Теорија на цврста основа).



Техничката анализа се користи при одредувањето на цените на акциите и дериватите, земајќи ја предвид системската и аналитичката методологија. Се употребуваат податоци за движењата на спот цените и обемите на продажби на акциите, без оглед дали тоа се врши по графички пат или на друг начин, за препознавање на облици на трендови и формации (типични модели на графикони). Оваа методологија треба да помогне да се извлечат заклучоци за позиционирањето, како за пазарот во целина (подвижни просеци), така и за групи акции или за поединечни акции.

Застапниците на овој пристап на пазарна анализа приговараат на констатациите дека пазарните податоци добиени од приврзаниците на фундаменталната анализа се најдефинитивни и релевантни, земени од спот пазарот, од едноставна причина што и техничарите оперираат со дефинитивни податоци земени од спот пазарот, но вклучуваат и такви податоци кои не можат да бидат вклучени во анализите од страна на фундаменталистите - како што е психологијата на купувачите и продавачите на пазарот.

Наспроти техничките анализи кои се засновани врз ставот за можното предвидување на берзанските движења според изучувањето на историските движења на акциските цени, теоријата на случаен од лежи врз постулатот дека промените на цените на акциите се случајни. Ова од причина што секое неслучајно поместување на цените брзо се предвидува од умните берзански трговци, па оттука и би било сведено кон еквилибриумот, кој е заснован на внатрешната вредност на акцијата.

Токму во тоа лежи и суштината на хипотезата за ефикасни пазари: прво, дека значаен дел од учесниците на пазарот се рационални и имаат целосна достапност до сите расположливи релевантни информации; второ, дека цените брзо (веднаш) ги одразуваат промените во информациите и трето, оттука преовладувачките цени брзо се приспособуваат кон внатрешната вредност на акциите како резултат на тоа тргување (купување и продавање) засновано врз релевантни и исцрпни информации.

Заклучок

Диверзификацијата не може да го отстрани целокупниот ризик при инвестирањето. Дури и ако сите акции на инвеститорот се котирани на берзата, тие сепак би биле изложени на ризик на пазарот, доколку истиот би пропаднал.

Мерењето на ризикот е најсложена фаза во процесот на управување со ризикот. Искуствата во развиените финансиски пазари покажуваат дека приносот во голема мера зависи од ризикот. Најмал ризик имаат краткорочните хартии од вредност и обврзниците, додека пак кај акциите



со чиешто купување инвеститорите стекнуваат право на директен удел во ризикот во акционерското друштво, приносот е најголем.⁵

На малите инвеститори (приватните инвеститори) им се потребни само 12-15 акции со некорелациони приходи (различни пазарни сектори), за да се отстранат поголемиот дел од диверзифицираниот ризик.

Користена литература

- Д-р Михаил Петковски: Финансиски пазари и институции, Економски факултет, Скопје.
- Д-р Гордана Витанова: Финансиски пазари и институции, Економски факултет, Прилеп, 2003.
- Д-р Јанка Димитрова: Информативната функција на ревидираните финансиски извештаи на деловните субјекти во Република Македонија при мобилизирање капитал преку емисија на хартии од вредност, докторска дисертација, 2010.
- М-р Зоран Колев: Анализа на берзанско работење, магистерски труд, 2008.
- Семинарски материјали за обука на инвестициски советници - Издание на Комисија за хартии од вредност на Р. Македонија – 2007 г.

5) Д-р Гордана Витанова: Финансиски пазари и институции, Економски факултет, Прилеп, 2003, стр. 240

