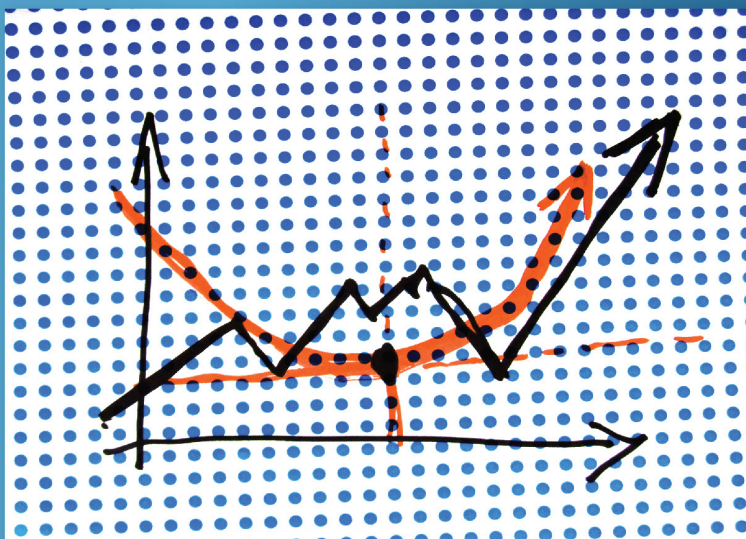


УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



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 Радосављевик- 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



УПРАВУВАЊЕ СО ДЕВИЗНИОТ РИЗИК ВО МЕЃУНАРОДНОТО ФИНАНСИСКО РАБОТЕЊЕ

м-р Илија Груевски
Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип
Република Македонија

Abstract

Free market economy assumes free market prices. If the foreign currency market is free and without any government intervention, then the foreign currency rates will be freely determined. International trade contracts are usually denominated in foreign currencies, and this fact creates unpredictable expectation of their parity fluctuations. These conditions necessarily involve the presence of the foreign currency exchange risk that makes every multinational company to be exposed on. Consequently, international companies must calculate with the currency exchange risk. With other words, they must try to manage or hedge their foreign currency position actively, by implementing different methods, means, techniques and instruments to eliminate or minimize their exposure to the foreign currency exchange risk. Therefore, the objective of this article is to define and to describe the currency exchange risk and its different modalities, as well as to explain the available contemporary methods used to hedge this kind of risk exposure.

Апстракт

Како и на сите други слободни пазари (слободно формирање на цената на предметот на тргување), така и на девизниот пазар постои реален ризик од промената на цената на девизите. Со договорите номнирани во странски платежни средства, фирмите се изложени на ризикот девизните курсеви да флукутираат спротивно од очекувањата на економските субјекти, предизвикувајќи на тој начин негативни последици по однос на финансиското работење на компаниите кои партиципираат во меѓународната трговија. Затоа, учесниците на девизниот пазар мора да калкулираат со девизниот ризик, односно да управуваат со ризикот користејќи разни методи, средства, техники или инструменти за негово минимизирање или евентуално елиминирање. Според тоа, целта на овој труд е да се дефинираат и опишат девизниот ризик и видовите на девизна



изложеност, а воедно и да се објаснат расположливите начини и методи за нивно минимизирање.

ПОИМ И ВИДОВИ НА ДЕВИЗНА ИЗЛОЖЕНОСТ (ДЕВИЗЕН РИЗИК), НАЧИНИ И МЕТОДИ ЗА НИВНО МИНИМИЗИРАЊЕ

Под поимот девизен ризик се подразбира можноста од остварување на финансиска загуба на учесниците на девизниот пазар, предизвикана од промените на девизните курсеви или поточно, цените на девизите со кои се тргува. Притоа, постојат 3 (три) вида на девизна изложеност кои се среќаваат во меѓународната трговија со девизи и тоа: трансакциска изложеност, изложеност при пренос (или сметководствена изложеност) и економска изложеност или ризик. Во продолжение ќе ги елаборираме овие видови на ризици, заедно со методите за минимизирање на ризикот својствен за нив.

Трансакциска изложеност. Под трансакциска изложеност се подразбира можноста од појава на финансиска загуба како и екстра трансакциони трошоци, како резултат на промените на девизните курсеви при извршувањето на меѓународните трансакции.¹ Значи, при извршувањето на процесите на комерцијалните активности како што се набавката или продажбата на добра, услуги или имот, одобрувањето на кредити или позајмувањето на пари, постои ризик од промена на девизните курсеви. Во случај ако претпријатието кое настапува на меѓународниот пазар биде изложено на трансакционен девизен ризик, истото може да изврши избор од следниве расположливи стратегии:

- да оди без заштита;
- да купи девизи со термински (форвард) договор;
- да купи девизи преку опција;
- да обезбеди имот за порамнување.

Да се оди без заштита. Со оваа стратегија, компанијата го игнорира трансакцискиот ризик на денот на плаќањето на фактурата. Притоа, се претпоставува дека можеби во периодот до плаќањето, вредноста на домашната валута ќе расте во однос на валутата со која треба да се изврши плаќањето. Потребните валути, исто така, не се држат заробени на посебна сметка, туку потребната сума соодветно се купува на денот на плаќањето, што воедно претставува и предност од аспект на ликвидноста на компанијата. Друга повољност од овој начин на справување со ризикот

1) Griffin R.W., Pustay M.W.: “International Business. A managerial perspective”, third edition, Prentice hall 2000.



е и можноста да се оствари и финансиска корист, во случај домашната валута да апрецира во однос на платежната валута. Меѓутоа, доколку домашната во однос на странската валута депрецира, тогаш компанијата ќе претрпи загуба и во таков случај ќе мора да обезбеди многу поголем износ на домашна валута за да ја подмири обврската изразена во странската платежна валута. Со стратегијата да се оди без заштита, фирмата ги одбегнува и трошоците на посредниците (разните провизии), како и трансакциските трошоци кои се присутни кај другите методи за справување со овој ризик.

Купување девизи со термински (форвард) договор. Ако фирмата сака да ја одбегне трансакциската изложеност и опасноста да оствари загуба на денот на плаќањето, тогаш таа може да склучи договор за купување на девизи што ќе се случи во иднина (со рок од 30, 90 или 180 дена) по цена утврдена на денот на склучувањето на договорот за купување девизи. Притоа, предноста на овој метод е тоа што фирмата се обезбедува во врска со посакуваниот курс на валутата со која ќе се изврши идната трансакција, што е поволно во случај да дојде до депрецијација. Исто така, компанијата не мора да врзува одредена сума на пари (капитал), со оглед дека обврската за плаќање настанува по добивањето на стоката со која се тргува. Меѓутоа, во овој случај се губи шансата за евентуална финансиска добивка, доколку вредноста на домашната валута апрецира во однос на странската.

Варијанта на оваа стратегија е фирмата плаќач да купи валутен фјучерс (currency future), кој всушност претставува еден вид термински договор за купување девизи, со таа разлика што овој се прави на еден стандардизиран износ на валута (на пример, 125.000 швајцарски франци, 500.000 долари, 1.000.0000 евра) и со стандарден датум на испорака (на пример, во третата среда во месецот на доспевање). Дали компанијата ќе се одлучи да купи валутен фјучерс или ќе користи термински договор ќе зависи од цената на валутата на двата девизни пазари, како и од висината на трансакциските трошоци кои претставуваат неизбежен дел при користењето на овие две методи на управување со девизниот ризик.

Купување на девизи преку опција. Фирмата купувач може да склучи и договор со девизна опција за купување на потребната сума на девизи на денот на плаќањето по однапред договорен курс на соодветната валута. Девизната или поточно валутната опција му дава можност на купувачот, но не и обврската, во определен временски рок, да купи определен износ на девизи по однапред утврдена цена. Така, доколку во иднина вредноста на домашната валута опадне во однос на странската, тогаш фирмата може да ја активира девизната опција за што ќе плати определена премија.



Во случај пак, да се случи апрецијација на домашната валута, опцијата останува неактивирана, но премијата на опцијата повторно мора да се плати. Значи, овој инструмент му овозможува на купувачот да се заштити од ризикот од финансиска загуба при девизната трансакција, но во исто време му дава можност да реализира и финансиска корист, во случај доколку дојде до зголемување на интервалутната вредност на домицилната валута. Единствениот недостаток на овој инструмент е тоа што е доста скап, бидејќи покрај трансакциските трошоци и посредничката провизија се плаќа опциска премија како цена на користењето на овој договор. Опишаниов начин на користење на девизна опција е идентичен со начинот на користење на т.н. „call“ опција, додека другиот вид опција, т.н. „put“ опција, се однесува на продавање на девизи по однапред договорени услови.

Обезбедување имот за порамнување. Уште една можност за фирмата да го одбегне ризикот од промената на курсевите во случај на вршење на платежни трансакции со странски девизни средства е да замрзне дел од своите средства (имот) во висина на вредноста на договорот до денот на плаќањето. Начинот на замрзнување на средства може да се изврши со обезбедување на финансиски имот во вредност еднаква на договорениот износ. На пример, фирмата би купила соодветен финансиски инструмент т.е. хартија од вредност, чијшто рок на доспевање би се совпаѓал со рокот на плаќањето (на пример, шестмесечен сертификат за депозит или комарцијален запис или др.). Со оваа стратегија, која претпоставува купување на финансиски имот кој гласи на странска валута, всушност, се врши одбегнување на трансакциониот ризик. Исто така, се остварува добивка во вид на камата која, сепак, не е толку голема во однос на онаа која која би се заработила доколку износот на пари би бил вложен во друга инвестициона алтернатива. Но, од аспект на ликвидноста на фирмата, најголемиот недостаток е „заробувањето“ на овие средства до рокот на плаќање.

Во врска со трансакциската изложеност ќе го објасниме уште и **начинот на сметководствено книжење на трансакциите во странски валути.** Имено, фирмите секогаш се соочуваат со проблемот на книжење на трансакциите при плаќањата во странски валути како противвредност за купопродажбата на добра, услуги или имот, бидејќи во услови на флукутирачки девизни курсеви неминовно ќе се остварат и курсни разлики. Тие, пак, всушност, претставуваат финансиска добивка или загуба во зависност од насоката на промената на девизните курсеви. Затоа, со цел да се разграничи добивката остварена од редовните активности на претпријатието, од добивката од флукуацијата на девизните курсеви изразена во вид на курсни разлики, во светот е прифатена практиката



на Американскиот FASB (Financial Accounting Standard Board), кој е истоветен со практиката на Меѓународните сметководствени стандарди, а тоа е употребата на двотрансакцискиот приод (two-transaction approach).² Всушност, методот на книжење дава информација за добивката или загубата од курсните разлики посебно, односно разграничено од оние финансиски резултати кои потекнуваат од редовното работење.

Сметководствен (преносен или конверзијски) ризик.

Сметководствената изложеност произлегува не како резултат на вистинска (трансакциска) конверзија на валути, туку како резултат на финансиските податоци со кои една валута треба да се изрази во друга. Оваа конверзија на валути се јавува на крајот од една сметководствена година кога билансите на сите деловни единици треба да бидат изразени во т.н. консолидиран финансиски извештај на фирмата родител. Притоа, проблеми можат да настанат кога финансиските извештаи на деловните единици се искажани во странски валути (девизи), а не во валутата на фирмата родител. Според ова, под сметководствена изложеност (translation exposure) се подразбира влијанието врз консолидираните финансиски извештаи предизвикано од флукуацијата на девизните курсеви, а не од промените што настануваат во активата и пасивата на одделните деловни единици.³

Само за илустрација на овој проблем да претпоставиме дека една деловна единица во Јапонија на фирма родител од САД купила основни средства во Јапонија на 30.10.2010 година кои вределе 10.000.000 јени, додека девизниот курс во тоа време изнесувал $1\$ = 100$ јени, така да американската фирма родител, прокнижила во својот биланс нови средства во износ од 100.000\$. На крајот од тековната година се случува промена на девизниот курс и тој изнесува $1\$ = 120$ јени, при што, автоматски, во консолидираниот извештај вредноста на средствата би се намалила и би изнесувала 83.333\$, што претставува книговодствена загуба од 16.666\$, бидејќи промената на курсот ќе предизвика намалување на профитот во билансот на успех или намалување на резервите на фирмата. Меѓутоа, фирмата не трпи трансакциска (фактичка) загуба, бидејќи не е извршена конверзија на јените во долари, а исто така, фирмата може, но и не мора, да ги продаде основните средства во Јапонија кои таму би ја имале истата вредност, како и во моментот на стекнувањето, со што бие се елиминирала можноста од штета. Исто така, доколку би потоел фиксен курс, тогаш сметководствениот девизен ризик никогаш не би се појавил. Затоа,

2) Samuels J.M., Wilkers F.M., Bryshaw R.E.: “Management of company’s finance” Chapman and Hall London, 1995.

3) Griffin R.W., Pustay M.W.: “International Business. A managerial perspective”, third edition, Prentice hall 2000.



постојат различни мислења помеѓу финансиските стручњаци за тоа дали меѓународните компании навистина би требало да се заштитат од овој вид девизен ризик. Некои од нив тврдат дека конверзиската изложеност траба да се игнорира, а повеќе внимание и заштита да се посвети на трансакциската изложеност, бидејќи ова може да предизвика загуба на чистата готовина на фирмата, додека конверзиската би предизвикала само сметководствена загуба. Други, пак, го бранат ставот дека и овој ризик не треба да се занемарува, туку и нему да се посвети внимание, како и на трансакцискиот ризик. Сепак, фирмите треба да бидат свесни за нивната сметководствена изложеност, и соодветно да се трудат да го минимизираат неговото влијание. Стратегиите и методите кои им стојат на располагање за да се справат со овој ризик се објаснети во продолжение:

Метод на хеџирање на билансот на состојба (Balance sheet hedge).

Овој метод со други зборови се нарекува и метод на билансна заштита. Тоа, всушност, значи фирмата да ги купи (matches) своите средства искажани во странска валута со изворите искажани во странска валута.⁴ Ваквото приспособување се остварува врз основа на валута во однос на валута, а не деловна единица во однос на деловна единица. Или уште поконкретно, овој метод налага фирмите родители да го изразуваат (држат) портфолиото на средствата на деловните подружници во странство деноминирано во домашна валута, а не во домицилната странска валута. На пример, една фирма од САД има средства во вид на хартии од вредност во Јапонија кои се номинирани во американски долари во износ од 2 милијарди долари, додека нејзината актива изнесува 2,5 милијарди долари. Вака, само 500 милиони долари се подложни на овој ризик, бидејќи се номинирани во јени. За да се елиминира влијанието на ризикот на пренос, фирмата би требало остатокот на средствата да ги ковертира во долари (на пример да купи 500 милиони долари или да купи хартии од вредност деноминирани во долари), така што ризикот од евентуална неповолна промена на курсот на јенот во однос на доларот, како и ризикот од загуба би бил потполно стерилизиран.

Тековен – нетековен метод (Current – non current method). Со овој метод сите тековни средства и тековни обврски се пренесуваат во консолидираниот финансиски извештај по стапката на тековниот девизен курс на денот на билансирањето, додека нетековните средства и нетековните обврски влегуваат во извештаите на фирмата-родител по стапките на историските девизни курсеви и тоа по оние кои важеле на денот на нивната набавка.

4) Griffin R.W., Pustay M.W.: “International Business. A managerial perspective”, third edition, Prentice hall 2000.



Монетарен – немонетарен метод (Monetary – non monetary method). Аналогно на претходниот метод, сите монетарни средства и обврски се конвертираат во валутата на фирмата родител по стапката на тековниот курс на денот на билансирањето, додека сите немонетарни средства и обврски по стапката на историскиот девизен курс. Притоа, потребно е прецизно да се разграничат монетарните од немонетарните средства и обврски. На пример, ако средствата и обврските се изразени како фиксни бројки на странски платежни средства, тогаш тие се монетарни. Сите останати, пак, би се третираше како немонетарни.

Временски метод (Temporal method). Со овој метод, сите средства, обврски, приходи и расходи се конвертираат по стапката на девизниот курс која важи на денот кога износот е вметнат, односно прокнижен во финансискиот извештај. Впрочем, затоа се вика и временски или темпорален метод, бидејќи важи курсот на денот на книжењето, т.е. тогаш кога износот на сметководствената ставка се внесува во извештаите. На датумот на сочинување на билансот на состојба, пак, сите средства и обврски кои се водат по тековна вредност се конвертираат по стапката на т.н. завршен девизен курс (или девизниот курс кој важел на денот на завршната сметка). Разликата помеѓу темпоралниот и тековниот метод е во начинот на третирање на загубата и добивката при пренесувањето. Имено, кај темпоралниот метод загубите и добивките се искажуваат во билансот на успех на фирмата додека кај тековниот метод или методот на тековна стапка, тие се искажуваат како приспособување на акционерскиот капитал во билансот на состојба.

Метод на завршна стапка (Closing rate method). Како што ни кажува името, со методот на завршна стапка сите средства и обврски кои се искажани во странски валути се конвертираат со користење на т.н. завршен девизен курс (стапката на девизниот курс кој важи на денот на сочинувањето на завршната сметка).

Нето-инвестициски метод (Net investment method). Нето-инвестицијата што некое странско претпријатие ја има во некоја друга земја по дефиниција е еднаква на нето средствата што неговата афилијација во таа земја ги поседува, што воедно претставува и ефективен акционерски влог на странското претпријатие. Според тоа, инвестициите во странските афилијации се евидентираат како зголемувања на акционерскиот влог на фирмата родител. Во некои определени случаи, некои меѓугрупни заеми и одложени кумулативни износи може да се третираат, исто така, како дел од ефективниот акционерски влог.

Завршна стапка – нето-инвестициски метод (closing rate – net investment method). При овој метод, инвестицијата на фирмата се третира



како зголемување на нето вредноста на странската фирма (резервите), а не како директна инвестиција во одделни средства и обврски. Ставките на билансот на состојба на подрачните фирми треба да бидат конвертирани во валутата на фирмата родител (инвеститорот) со користење на завршниот девизен курс, односно по курсот на денот на билансирањето. Разлики во курсевите ќе се појават ако стапката на овој курс се разликува од стапката на курсот кој важел за претходниот биланс на состојба или на датумот на било кој прилив или одлив на капитал, и таа разлика се покрива од резервите на претпријатието. Билансните ставки на приливите треба да се конвертираат по просечни стапки (просечен девизен курс), а разликата помеѓу завршната и просечната стапка, исто така, треба да се покрие од средствата на резервите. Сметководствената професија се залага овој метод активно да се користи од страна на меѓународните компании при процесот на конверзија на валутите во нивните консолидирани финансиски извештаи.

Економска изложеност. Економската изложеност, односно економскиот девизен ризик го претставува влијанието врз вредноста на економските активности на фирмата од непредвидени промени на девизниот курс.⁵ Раководството на фирмата, во текот на процесот на стратешко планирање, мора да му посвети големо внимание на овој вид девизен ризик, бидејќи неговото влијание се одразува на сите области на работењето, вклучувајќи ги производството, маркетингот и финансиското планирање. Економската вредност на некое средство се заснова врз сегашна вредност на неговите идни готовински текови кои тоа средство може да ги генерира. Теоретски, ако меѓународната фирма ја замислиме како средство и дел од тоа средство остварува готовински приливи во друга земја номинирани во тамошната валута, трансферирањето на готовината во земјата-домаќин би предизвикало штета, доколку настане промена на девизните курсеви. Затоа, при секоја инвестиција во странство, нејзината исплатливост мора да биде коригирана со ризикот од промена на давизните курсеви во формулата за сегашна вредност на таа инвестиција:⁶

$$NPV_0 = \frac{CF_1 \times ER_1}{1+i} + \frac{CF_2 \times ER_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_n \times ER_n}{(1+i)^n}$$

5) Griffin R.W., Pustay M.W.: “International Business. A managerial perspective”, third edition, Prentice hall 2000.

6) Samuels J.M., Wilkers F.M., Bryshaw R.E.: “Management of company’s finance” Chapman and Hall London, 1995.



Симболите се стандардни, како во сите случаи на пресметка на сегашната вредност на готовинските приливи, само симболот ER е ознака за стапката на девизниот курс помеѓу двете валути.

Треба да се има предвид дека сметководствената изложеност се однесува на вредноста на книговодствените книги, додека економската изложеност на вистинската пазарна вредност на претпријатието. Имено, непредвидените флукуации на девизните курсеви може да се одразат врз профитабилноста, продажбата и вредноста на фирмата. Затоа, сите меѓународни компании мора стратешки да му пријдат на овој проблем. На пример, најпрвин тие мора да извршат анализа на влијанието на овој вид девизен ризик. За да го направат тоа, на располагање им стојат голем број на финансиски експерти, приватни консултантски фирми, служби за анализа во меѓународните банки, меѓународни организации од типот на ММФ и Светската банка, кои можат да им помогнат во предвидувањата на девизните курсеви и структурирањето на соодветна деловна политика.

На кој начин би се утврдила деловната стратегија во зависност од очекувањата за движењето на девизните курсеви? Така, на пример, ако се очекува влијанието од економскиот ризик да е големо, тогаш странските афилијации би требало да бидат понезависни од матичната фирма. Притоа, пожелно би било сите набавки и продажби да бидат реализирани во домашна валута, а финансирањето да биде од локални извори. Исто така, се налага потреба фирмите активно да управуваат со нивните операции, со цел да ги минимизираат ефектите од економската изложеност. Така, ако се очекува девалвација, со помош на меѓукомпаниски плаќања и трансфери може да се забрзаат плаќањата на валутите што се очекува да бидат девалвирани и тоа во земјата каде што се очекува девалвацијата. Во такви услови, потребно е да се зголеми долгот спрема трети фирми и тоа во валутите склони кон девалвација. Понатаму, пожелно е да се намалат побарувањата од трети фирми во валутите за кои се очекува да бидат девалвирани, односно намалување на продажбата. Исто така, треба да се држи колку што е можно помалку капитал на фирмата родител, а колку што е можно повеќе локални заеми. Значи, ако се анализираат овие деловни политики ќе се заклучи дека во услови на девалвација на валутата на домашната земја, фирмите би требало да го намалат портфолиото на средствата и сопствениот капитал, а да ги зголемат изворите од туѓо потекло, што сето тоа како краен ефект ќе ја намали изложеноста на економскиот девизен ризик. Во услови на апрецијација, пак, стратегијата би била обратно регулирана. Секако, како што е порано спомнато, фирмата-родител може да го хеџира економскиот девизен ризик и преку финансискиот пазар, односно преку форвард пазарот и пазарот на пари, како и со сите други



техники на контрола на овој ризик кои постојат на финансискиот пазар, но многу покомплексно во однос на другите видови ризици.

ДРУГИ ТЕХНИКИ НА ЗАШТИТА ОД РИЗИКОТ

Сите овие техники што ги објаснивме на претходниве страници се познати и како екстерни техники за справување со девизниот ризик. Меѓутоа, постојат и други постапки што меѓународните фирми можат да ги преземат за да ги намалат девизните загуби. Бидејќи овие техники не се извршуваат на странските девизни пазари и пазарите на пари и не се однесуваат на финансиските деривати, туку нив ги извршува фирмата во сопствени рамки, тие се нарекуваат и интерни техники на заштита од девизниот ризик. Во нив спаѓаат: вмрежувањето (netting), пребивањето (matching), забрзувањето и забавувањето на плаќањата на обврските и наплатата на побарувањата (leading and lagging), мултивалутниот систем на плаќање (multicurrency billing system) и методот на рефактурирање (re invoicing).

Вмрежување (netting). Вмрежувањето претставува прв и основен метод на интерна заштита од ризикот во рамки на една мултинационална компанија. Во суштина, овој метод го намалува бројот на трансакциите што компанијата треба да ги изврши на девизните пазари, на тој начин што врши пребивање на меѓусебните обврски на афилијациите во рамки на компанијата. Меѓутоа, за да оперативно се изврши вмрежување, ѝ се налага на компанијата да го структурира управувањето со готовината централизирано. Тоа значи дека тековите на странските валути помеѓу деловните единици се групираат на таков начин за да се овозможи меѓусебна компензација на приливите и одливите на секоја иста валута.

Постои билатерално и мултилатерално вмрежување. Билатералното вмрежување се појавува кога две афилијации меѓусебно ги вмрежуваат нивните позиции (текови на валути), така што само еден износ на валути преминува од едната на другата страна. На пример, една британска компанија има две афилијации и тоа една во САД, а друга во Јапонија. Тие меѓусебно тргувале, така што американската компанија ѝ должи на јапонската еквивалент од 250.000 фунти, а јапонската на американската еквивалент од 300.000 фунти. Очигледно дека со вмрежувањето ќе се постигне само јапонската деловна единица да ѝ должи на американската 50.000 фунти. Притоа е потребно да се изврши само една трансакција на девизниот пазар со цел да се подмират должничко-доверителските односи помеѓу афилијациите.



Слика 1. Билатерално вмрежување

Извор: Адаптирано според: Griffin R.W., Pustay M.W.: “International Business. A managerial perspective”, third edition, Prentice hall 2000.

Мултилатералното вмрежување, пак, се врши помеѓу повеќе афилијации на една мултинационална компанија. Имено, сите обврски се пребиваат со сите побарувања во рамки на компанијата, така што само остатокот од износот ќе се трансферира со што, фактички, повеќекратните прфрлувања на пари би се сведеле на единствен билатерален тек помеѓу една афилијација и центарот на вмрежување. Затоа е потребно да постои центар за вмрежување којшто ќе биде задолжен да ги координира платежните активности на афилијациите. За да го сфатиме подобро процесот на мултилатерално вмрежување ќе се послужииме со еден пример. Да претпоставиме дека во рамки на една меѓународна компанија, германската афилијација треба да прима од центарот за порамнување 100.000 долари, а да даде 150.000 долари, швајцарската единица треба да прима 400.000 долари, а да даде 300.000 долари, британската треба да прима 350.000 долари, а да даде 500.000 долари и американската единица да прима 300.000 долари, а да даде 200.000 долари. Врз основа на овие информации би се формирале следниве нето текови кон центарот на порамнување и тоа:

Афилијации	Плаќа	Прима	Нето тек кон центарот
Германија	150.000\$	100.000\$	- 50.000\$
Швајцарија	300.000\$	400.000\$	+ 100.000\$
Британија	500.000\$	350.000\$	- 150.000\$
САД	200.000\$	300.000\$	+ 100.000\$



Процесот на плаќање/примање може да се изврши само со три операции и тоа: германската фирма ќе ѝ плати на швајцарската 50.000 долари, британската ќе плата 50.000 долари, исто така на швајцарската и британската фирма ќе ѝ плати на американската 100.000 долари, со што кругот на должничко-доверителските односи би бил затворен.

Во што се гледаат бенефициите од вмрежувањето од аспект на девизниот ризик? Со вмрежувањето, всушност, драстично се намалува бројот на девизните трансакции, со што директно се редуира нивото на трансакциониот девизен ризик и можните девизни загуби. Исто така, со овој процес се намалуваат банкарските провизии и трансакционите трошоци. Поставениот централизиран систем на плаќање овозможува и собирањето на информации да биде централизирано, со што квалитетот на информациите драстично се подобрува. Како што се гледа, користа од техниката на вмрежување за една светска компанија е многукратна.

Пребивање (matching). Понекогаш термините вмрежување и пребивање во литературата се користат како синоними, но во суштина тие се доста различни. Имено, како што е претходно објаснето, вмрежувањето се однесува на примањата и плаќањата во рамки на една мултинационална компанија т.е. на девизните текови помеѓу деловните единици на меѓународната компанија. Според ова, вмрежувањето не се однесува на плаќањата и примањата кон трети лица. За разлика од него, пребивањето се однесува кон трети лица, како и кон меѓусебните порамнувања на побарувањата и обврските изразени во една иста странска валута. На овој начин, по пребивањето на истовалутните текови се добива една нето девизна позиција (износ или сума) која што треба да се хедира или, пак, да се остави незащитена на влијанието на девизниот ризик.

Основен предуслов за операцијата пребивање претставува постоењето на двостран готовински тек кој гласи на иста странска валута. Ваквото пребивање се нарекува и „природно“ пребивање. Друг вид на пребивање е и т.н. „паралелно“ пребивање во кое се вклучени две компании чии движења (текови) се остваруваат паралелно. На пример, помеѓу готовински текови изразени паралелно, во американски долари и британски фунти. Најчесто при овој вид на пребивање загубите на едната страна се компензира со добивката од другата страна (на пример, курсните разлики поради апрецијацијата на британската фунта се компензира со курсните разлики од депрецијацијата на американскиот долар), меѓутоа треба да се има предвид дека постои и ризик за остварување на двострана девизна загуба.

За да го објасниме пребивањето, ќе се послужиме со еден пример. Клириншкиот центар на некоја мултинационална компанија со афилијации



во Британија, САД, Швајцарија и Јапонија ја формирала следнава структура на побарувања/обврски во американски долари, британски фунти и евра:

Афилијации	Побарувања/обврски (во милиони)		
	САД долари (\$)	Британски фунти (£)	Евра (€)
Британија	3	(-6)	4
САД	(-6)	10	5
Швајцарија	5	(-5)	(-11)
Јапонија	(-1)	(-2)	4
Непребиени износи за хеџирање:	1	(-3)	2

Според структурата на тековите по валути се добиваат три крајни износи кои претставуваат нето девизни позиции и кои во зависност од девизната политика на компанијата можат да бидат екстерно хеџирани или оставени на влијанието на девизниот ризик.

Предностите на пребивањето се следниве: ги намалува тековите на средствата, а со тоа директно се намалува и изложеноста на давизниот ризик; хеџирањето (заштитата од ризикот) се остварува само на нето позициите кои останат непребиени, со што трансакционите трошоци се намалуваат; централизацијата на клирингот овозможува поголема информираност и подобра координација на активностите. Меѓутоа, централизацијата си создава и своја непогодност, како што е планирањето на редоследот на плаќањата. Но, споредено со многубројните погодности, негативното значење останува мало во релативна смисла.

Забрзување и забавување на плаќањата на обврските и наплатата на побарувањата (leading and lagging). Насловот ни ја кажува суштината на оваа техника на интерно хеџирање, а тоа значи да се одреди стратегија за плаќање и наплата на девизните одливи, односно приливи (уточнување на плаќањата на обврските и наплатата на побарувањата). Притоа, “leading” значи да се забрзаат трансакциите врз основа на обврските и побарувањата, односно да се плати однапред некоја обврска или да се забрза наплатата на побарувањето. Од друга страна, пак, “lagging” значи да се забават трансакциите врз основа на обврските и побарувањата или поточно, да се одложи или пролонгира плаќањето на обврската или приемот на девизните приливи. Во зависност од состојбата на готовината (ликвидната позиција) и во зависност од очекуваните промени на девизните курсеви, секоја компанија може да структурира соодветна стратегија на употреба



на овој метод во насока на заштита од девизниот ризик. Поагресивните компании, пак, го користат овој метод и за остварување екстра добивка од девизните трансакции, ако имаат софистициран систем за прогнозирање на девизните курсеви. Се разбира, и за овој вид на контрола на девизниот ризик е потребно да се има централизиран координативен систем за порамнување на плаќањата.

Всушност, стратегијата “leading and lagging” може да се протолкува како стратегија на зголемување или намалување на нето холдинзите во странски валути во зависност од промената на девизните курсеви. Така, ако вредноста на американскиот долар се очекува да опадне (или депрецира), компаниите ќе настојуваат да ги намалат холдинзите во долари со побрзо извршување на наплатата на побарувањата кои гласат во долари, како и со зголемување на обврските во долари и со забавување или одлагање на плаќањето на обврските. Исто така, се препорачува зголемување на задолжувањето кај американските банки. Спротивно на ова, кога вредноста на доларот се предвидува да порасне (или апрецира), фирмите мора да ги зголемат холдинзите во долари преку одлагање на наплатата и зголемување на побарувањата во долари, намалување на обврските во долари и нивно предвременно плаќање, како и намалување на задолженоста кај американските банки.

Мултивалутен систем на плаќање (multicurrency billing system).

Друг начин на трансформирање на валутната изложеност, и тоа од афилијација продавач на некоја друга производна афилијација, е и мултивалутниот систем на плаќање. Трансферот на ризикот се остварува преку промени во меѓукомпанискиот систем на плаќање, односно со замена на некоја валута која претставува, всушност, платежна валута, со други валути. Најчесто, тие валути се локалните валути со кои одделните афилијации продавачи фактурираат на нивните локални клиенти. Со ова афилијациите продавачи повеќе не вршат конверзија на валутите, додека производните погони имаат позитивен девизен готовински тек од валути, со што ризикот се трансформира од едните на другите. Притоа, ако фактурирањето се врши во повеќе валути, потребно е да се има центар за приспособување на цените за трансфер на одделните валути.

Метод на рефактурирање (re invoicing). Методот на рефактурирање или со други зборови, повторното фактурирање е, исто така, добро позната и широко употребувана техника за централизација на валутната изложеност. Со оваа техника, всушност, производствените афилијации испорачуваат на продажните афилијации, но фактурирањето го вршат на трета компанија. Оваа компанија, пак, од своја страна, фактурира на продажните афилијации со што валутната изложеност се концентрира

во компанијата за рефактурирање, а таа најчесто се наоѓа во земји со релативно ниски даноци и поволно економско опкружување (ниско ниво на очекуван девизен ризик).

Заклучок

Глобализацијата на економските процеси во светот како неминовност ја наметнува појавата на мултинационалните компании чишто деловни афилијации се простираат на територијата на повеќе земји. Според тоа, како пресметковни единици се користат валутите на повеќе земји, заедно со валутата на земјата од која потекнува матичната компанија. Значи, покрај другите видови ризици со кои компаниите се соочуваат, тие се изложени и на ризикот од промената на девизните курсеви, односно девизниот ризик.

Девизниот ризик се дефинира како можност учесниците на меѓународниот девизен пазар да остварат финансиска загуба предизвикана од промената на девизните курсеви по кои се тргува. Притоа, познати се 3 (три) вида на девизна изложеност: трансакциска, сметководствена и економска изложеност. Иако доста често меѓу нив се става знак на еднаквост, сепак суштински тие се разликуваат. Трансакциониот девизен ризик ја изразува опасноста од финансиска загуба при вршењето на конверзијата на девизите, односно при вршењето на девизната трансакција. Сите компании имаат потреба од девизи заради подмирување на своите обврски кон странските деловни партнери, така да во процесот на плаќање се соочуваат со овој ризик. Трансакционата изложеност, која е вистинска или реална изложеност, би можела да се контролира со следниве мерки: да се оди без заштита од девизниот ризик, да се купат девизи со термински (форвард) договор, да се купат девизи преку инструментот опција или да се обезбеди имот (хартии од вредност) заради порамнување.

Сметководствениот или преносниот ризик произлегува не како резултат на конверзијата на девизи, туку како резултат на финансиските податоци со кои една валута треба да се изрази во друга. Тој се јавува во процесот на составување на консолидираните финансиски извештаи и е од сметководствена природа. Поради тоа, некои експерти не го сметаат за вистински девизен ризик и не му придаваат големо значење. Методите со кои се минимизира сметководствениот ризик се: методот на билансна заштита, тековниот-нетековниот метод, монетарно-немонетарниот метод, временскиот (темпорален) метод, нето инвестицискиот метод и методот на завршна стапка-нето инвестицискиот метод.

Влијанието врз економските активности предизвикано од промената на девизните курсеви се дефинира како економски девизен ризик. Неговото влијание добива стратешки димензии, бидејќи се простира врз



целокупните аспекти од работењето на некоја компанија, почнувајќи од производството, преку маркетингот, па сè до финансиското планирање. Поради ова, контролата на економската изложеност се извршува со еден поаналитички и подетален пристап.

Покрај екстерните техники, на претпријатието му стојат на располагање и други техники коишто може да ги имплементира во свои рамки. Овие техники се нарекуваат интерни техники за контрола на девизната изложеност. Како најчесто употребувани методи во оваа група спаѓаат: вмрежувањето (netting), пребивањето (matching), забрзувањето и забавувањето на плаќањата на обврските и наплатата на побарувањата (leading and lagging), мултивалутниот систем на плаќање (multicurrency billing system) и методот на рефактурирање (reinvoicing).

Користена литература

- Brealy R., Myers S.: “Principles of Corporate Finance”, 7th edition, Irwin, McGraw-Hill, 2003.
- Gallagher T.J., Andren J.D.: “Financial Management: Principals and practice”, Prentice Hall, London, 2000.
- Griffin R.W., Pustay M.W.: “International Business. A managerial perspective”, third edition, Prentice hall 2000.
- Madura. J.: “International Financial Management”, Thomson-South Western, 2003.
- Samuels J.M., Wilkers F.M., Bryshaw R.E.: “Management of company’s finance” Chapman and Hall London, 1995.
- Shapiro A.: “Foundations of Multinational Financial Management”, Wadsworth INC, New York, 2008.
- Van Horne J.: “Financijsko upravljanje i politika”, Financijski menedzment, Zagreb, 1993.
- Б. Трајковски, Г. Трајковска: „Управување со обртните средства”, Прилеп, 1999.
- Фотов Р.: „Меѓународни финансии”, Економски факултет, Штип, 2010.
- Фотов Р.: „Финансиски менаџмент”, Економски факултет, Штип, 2010.