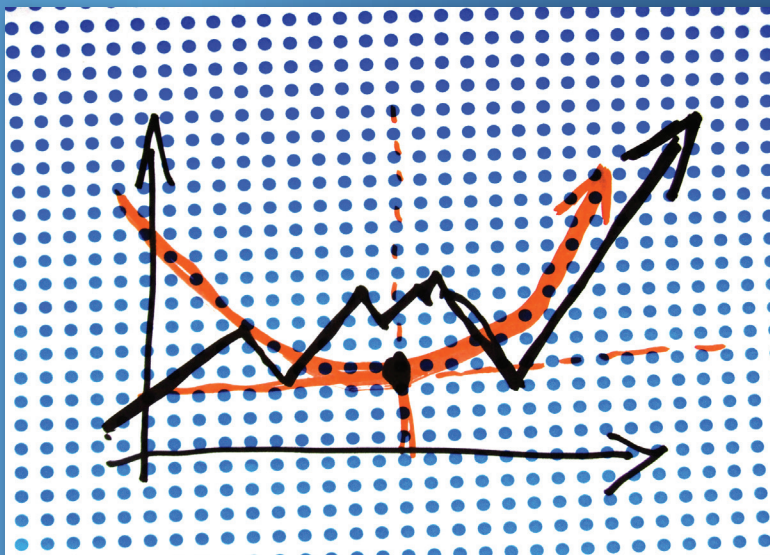


УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



ISSN 1857- 7296

ГОДИШЕН ЗБОРНИК 2016 YEARBOOK



ГОДИНА 8

VOLUME X

GOCE DELCEV UNIVERSITY – STIP
FACULTY OF ECONOMICS

УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

ISSN: 1857- 7296



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
2016**

YEARBOOK

ГОДИНА 8

VOLUME X

GOCE DELCEV UNIVERSITY - STIP
FACULTY OF ECONOMICS



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

За издавачот:

Проф. д-р Трајко Мицески

Издавачки совет Editorial board

Проф. д-р Блажо Боев	Prof. Blazo Boev, Ph.D
Проф. д-р Лилјана Колева - Гудева	Prof. Liljana Koleva - Gudeva, Ph.D
Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Круме Николоски	Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Проф. д-р Еленица Софијанова	Prof. Elenica Sofijanovska, Ph.D
Доц. д-р Емилија Митева-Кацарски	Emilija Miteva-Kacarski, Ph.D
Доц. д-р Благица Колева	Blagica Koleva, Ph.D
Доц. д-р Љупчо Давчев	Ljupco Davcev, Ph.D

Редакциски одбор Editorial staff

Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Круме Николоски	Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Проф. д-р Ристе Темјановски	Prof. Riste Temjanovski, Ph.D

Главен и одговорен уредник Managing & Editor in chief

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

Јазично уредување Language editor

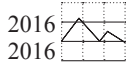
Даница Гавриловска-Атанасовска Danica Gavrilovska-Atanasovska
(македонски јазик) (Macedonian)

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

Проф.д-р. Трајко Мицески, Марија Михајлова УЛОГАТА НА МЕНАЏМЕНТОТ ЗА УСПЕШНО РАБОТЕЊЕ НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ.....	7
Проф. д-р Јанка Димитрова, Павлинка Димитрова АКТУЕЛНА СОСТОЈБА СО РЕВИЗОРСКАТА ПРОФЕСИЈА ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	21
Доц.д-р Емилија Митева-Кацарски АЛТЕРНАТИВНИ ИЗВОРИ НА ФИНАНСИРАЊЕ НА ТРГОВИЈАТА	37
Доц.д-р Стеван Габер, доц. д-р Илија Груевски ЕКОНОМСКИ ТЕОРИИ НА ЈАВЕН ИЗБОР.....	49
А.Зисовска, проф. д-р Т.Мицески ВЛИЈАНИЕТО НА СИСТЕМОТ ЗА НАГРАДУВАЊЕ ВРЗ ЗАДОВОЛСТВОТО НА ВРАБОТЕНИТЕ	61
Емилија Божинова Манојлова, проф.д-р Ристо Фотов ТЕОРИИ ЗА СТРУКТУРАТА НА КАПИТАЛОТ.....	81
Горан Стаменков, проф.д-р Ристо Фотов РИЗИЧЕН КАПИТАЛ, ФОНДОВИ И ВИДОВИ НА РИЗИЧЕН КАПИТАЛ	91
Анета Десковска, проф.д-р Трајко Мицески УЛОГАТА НА КОМУНИКАЦИСКИТЕ ВЕШТИНИ И ИНФОРМАТИЧКИТЕ КОМУНИКАЦИСКИ ТЕХНОЛОГИИ ВО БИЗНИС-АКТИВНОСТИТЕ.....	101
Д. Цековска, проф.д-р Т. Мицески СПОСОБНОСТА НА ЛИДЕРОТ ЗА ВАЛОРИЗИРАЊЕ НА ПЕРФОРМАНСИТЕ НА ВРАБОТЕНИТЕ	123



Д. Гелевски, проф. д-р Т. Мицески

**ОБУКА НА ЧОВЕЧКИ РЕСУРСИ СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА
АДМИНИСТРАТИВНИ СЛУЖБЕНИЦИ** 145

Рина Латифи Исаки, проф. д-р Трајко Мицески

**МИГРАЦИЈА НА ЗДРАВСТВЕНИТЕ КАДРИ ОД
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА** 165

Верица Митева, проф. д-р Трајко Мицески

**ПРАВИЛЕН ПРИСТАП ВО УПРАВУВАЊЕ СО
КОНФЛИКТИ КАКО ФАКТОР ЗА ВЛАДЕЕЊЕ НА ДОБРА
ОРГАНИЗАЦИСКА КУЛТУРА** 197

Сребра Иљовска, проф. д-р Трајко Мицески

**КРЕИРАЊЕ НА МЕНАЏМЕНТ СТРАТЕГИЈА ВО
ЗДРАВСТВЕНА УСТАНОВА СО ФОКУС НА ВЛИЈАНИЕТО
НА ОДРЕДЕН ОДДЕЛ**..... 221

Никола Горгиевски

**ЗАДАЧИ НА ФИНАНСИСКАТА ФУНКЦИЈА ВО
КОМПАНИИТЕ** 243

Горица Стојанова, проф. д-р Еленица Софијанова

**ТИМОВИТЕ КАКО ФАКТОР ЗА ЕФИКАСНО
РЕАЛИЗИРАЊЕ НА СТРАТЕГИЈАТА НА ОРГАНИЗАЦИЈА** 257



ТЕОРИИ ЗА СТРУКТУРАТА НА КАПИТАЛОТ

Емилија Божинова-Манојлова¹

д-р Ристо Фотов²

Апстракт

Во теоријата на финансискиот менаџмент одлуката за структура на капиталот е меѓу најконтроверзните подрачја. При носење на одлука за структурата на капиталот, менаџментот мора добро да ги познава ставовите на теоријата за структура на капиталот, да ги познава факторите што влијаат на структурата на капиталот и да оцени која од нив има поголема важност во конкретните услови. Целта на овој труд е да се даде преглед на основните теориски ставови за структурата на капиталот.

Клучни зборови: *структура на капитал, теории, ставови, претпријатија.*

1) Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип emilija_bozinova@yahoo.com

2) Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип risto.fotov@ugd.edu.mk



THEORIES OF CAPITAL STRUCTURE

Emilija Bozinova Manojlova³
D-r Risto Fotov⁴

Abstract

In the theory of the financial management the decision for the structure of the capital is between the most controversial areas. When adopting a decision for the structure of the capital the management must know the structure of the capital to know the factors that impact on the structure of the capital It self and must estimate which one has a bigger importance in these precise conditions. The aim of this paper is to give review od the basic theory postures for the structure of the capital.

Key words: *Structure of the capital, Theories, Views, company.*

Вовед

Кога станува збор за структура на капиталот, пред сè, се мисли на комбинација на различни хартии од вредност со кои компанијата се користи во прибавување капитал со кој ги финансира своите инвестициски активности. Оттука структурата на капиталот значи релативен удел на сопствениот капитал, долгорочниот (во одредени услови и краткорочен долг) во сопствениот капитал и во обврски (пасивата од билансот) на фирмата. Третирањето на прашањето на структура на капиталот е во тесна врска со деловната стратегија на фирмата, конкретно со одлуките за инвестирање и политиката на дивиденда. Од тие причини финансискиот менаџер при одлучување за формирање на структура на капиталот или, пак, за финансиски левериџ (однос на долгот и сопствениот капитал) треба да ја почитува целта на максимизација на вредноста на фирмата. Во теоријата на финансискиот менаџмент одлуката за структура на капиталот е меѓу најконтроверзните подрачја. Во последно време по однос на дилемата дали одлуката за структурата на капиталот има воопшто ефект врз вредноста на претпријатието, со оглед на тоа што таквата дилема е ублажена, а сè повеќе расправата се преместува на подрачјето на анализа на факторите што се позитивно или негативно поврзани со задолженоста на претпријатието. Во овој труд ќе дадеме преглед на основните теориски ставови за структурата на капиталот.

3) Faculty of Economics, Goce Delcev University, Stip, Macedonia
emilija_bozinova@yahoo.com

4) Faculty of Economics, Goce Delcev University, Stip, Macedonia risto.fotov@ugd.edu.mk



Во врска со ставови за теории за структура на капиталот како згоден начин на класификација на теориските достигнувања на подрачјето на структура на капиталот е групирање на теориите на начин како што следува:

1. Теоријата на Милер-Модиглијани;
2. Традиционалната теорија на структура на капиталот;
3. Агенциски модел (теорија на избор).

Покрај наведените теории, во поново време се појавуваат и модели кои се базираат на разгледување на влијанието на природата на производи или конкуренција на пазарот на производи/ инпути на претпријатието и модели што се базираат на разгледување на резултатите на тендерите за преземање на корпоративската контрола. Теоријата на Милер-Модиглијани за ирелевантноста на структурата на капиталот со своите револуционерни ставови, всушност, ги постави основите на модерните теории за структурата на капиталот. Првата, пред даночна верзија на својата теорија ја имаат поставено во 1958 година, тврдејќи дека одлуките за структурата на капиталот се ирелевантни. Тие тврдат дека вредноста на претпријатието е определена од очекуваните готовински текови и деловниот ризик. Во услови на перфектни пазари не е возможно да се зголеми вредноста на претпријатието со финансиски одлуки, т.е. со задолжување. Вредноста на задолженото претпријатие е еднаква на вредноста на незадолженото претпријатие, а тоа се искажува со следната поставка I.

ММ предданочна поставка I. гласи: $V_z = V_n$ каде што: V_z = е вредност на претпријатието што се задолжува (применува левериџ) V_n = вредност на фирмата што не се задолжува.

Овие познати американски професори и нобеловци (Милер и Модиглијани) со својата теорија на ирелевација први разработија целосен модел за влијанието на финансискиот левериџ на однесувањето на трошоците на капиталот и вредноста на претпријатие во услови на неизвесност. Овие автори, спротивно на традиционалната теорија, тврдат дека во свет на перфектен пазар и постоење на рационално однесување на инвеститори две идентични фирми што остваруваат идентични нето деловни добивки (еднаква големина и квалитет) мора да имаат еднаква пазарна вредност, независно од разликата во степенот на левериџот. Оттука, според тоа, пазарната вредност и цена на капиталот се независни од финансиската структура. Во докажување на ваквото тврдење овие автори поаѓаат од следните претпоставки:

1. Пазарот на капитал е перфектен. Информациите се бесплатни и секогаш се достапни на сите инвеститори. Нема трошоци за



транзакции и сите хартии од вредност се бесконечно деливи. Се поаѓа од претпоставката дека вложувачите-инвеститори рационално се однесуваат.

2. Фирмите можат да се групираат во класи на идентични приноси. Сите претпријатија во рамките на една класа имаат ист степен на деловен ризик.
3. Се апстрахира данокот на добивка на претпријатието.
4. Сите корисници на долг, фирми и физички лица можат да се задолжуваат под потполно исти услови, односно плаќаат иста каматна стапка.

Врз основа на овие претпоставки, Милер и Модиглијани заклучуваат дека две идентични фирми коишто се разликуваат само во степенот на левериџот ќе имаат еднакви пазарни вредности. Тие велат дека доколку се појават разлики во пазарните вредности, тие (разликите) ќе бидат елиминирани со помош на т.н. процес на арбитража. Тоа ќе се постигне на тој начин што вложувачите ќе ги продаваат акциите што им носат помал принос и ќе купуваат акции на фирма што носат поголем принос. Тој процес на арбитража ќе се одвива сè дотогаш додека не исчезне можноста за заработка, а тоа ќе се случи само тогаш кога пазарната вредност на двете претпријатија ќе се изедначи. Имајќи предвид дека богатството на акционерите зависи од вредноста на фирмата, одлуката за структура на капиталот не влијае на богатството на акционерите. Според ова гледиште финансискиот левериџ нема влиание врз просечниот трошок на капитал, од причини што поевтино финансирање со задолжување е компензирано со раст на бараната стапка на поврат на сопствениот капитал поради повисок ризик, а тоа го искажува поставката II.

1. Традиционално гледиште на структурата на капитал

Ова сфаќање настана како одговор на теоријата на Милер-Модиглијани. Според ова гледиште се смета дека оптимална структура на капиталот е таа кај која трошокот на финансирање на претпријатието е минимален – пондериран просечен трошок на капитал.

Според ова гледиште (традиционално) со почнување на задолжувањето на претпријатието, користејќи мали износи на долг, расте ризикот на акционерите без влијание врз ризикот на имателите на обврзници. Тоа им ја стимулира подготвеноста на доверителите за вложување во должнички инструменти на претпријатието со стапка на поврат без ризик или блиску до таквата стапка (без ризик). Се разбира дека при умерени нивоа на долг бараната стапка на поврат на капиталот нема значително да порасне. Со



оглед на фактот што долгот е поевтин извор на финансирање, вкупниот трошок на капиталот (WACC) на претпријатието ќе биде понизок, а со тоа (поради пониски дисконтни стапки) и повисока вредност на претпријатието. Затоа финансискиот менаџер мора да го користи тоа ниво на долг кое го минимизира трошокот на капиталот на претпријатието и ја максимизира нејзината вредност. Разбирливо е што, кога задолженоста се зголемува до високо ниво, се зголемува и ризикот на акционерите и доверителите, поради што тоа имплицира да бараат и повисоки стапки на поврат. Тоа води до пораст на трошокот на капиталот. Оттука традиционалистите заклучуваат дека постои оптимално ниво на задолжување. Затоа, задача на финансискиот менаџер е да го пронајде распонот на задолженост (долг/имот) којшто ќе ја максимизира вредноста на претпријатието. Ако деловниот план на фирмата е фиксен, фирмата може да ја максимизира сегашната вредност на готовинските текови-вредност на фирмата со усвојување на таков финансиски план којшто ќе го минимизира трошокот на капитал.

Традиционалната теорија за структура на капиталот поаѓа од ставот дека промените на односот во структурата на капиталот влијае врз висината на трошоците на финансирање и вредноста на претпријатието. Според ова гледиште структурата на капиталот, под одредени претпоставки може со варирање на односот на сопствен и туѓ капитал да се постигне оптимална комбинација на изворите на финансирање, што ја карактеризираат минимални трошоци на финансирање и максимална пазарна вредност на претпријатието. Оттука, видливо е дека традиционалниот пристап поаѓа од претпоставка дека постои оптимална структура на капиталот и дека претпријатието може да ја зголеми својата вкупна вредност со помош на соодветен финансиски леверидж. Традиционалната теорија за структура на капиталот претпоставува дека вистина постои оптимална структура на капиталот, т.е. дека постои таков микс од долг и акционерски капитал којшто ја минимизира просечната цена на капиталот на претпријатието, односно ја максимизира неговата пазарна вредност.

Во потврдување на своите ставови оваа теорија поаѓа од следните основни претпоставки:

1. Структурата на капиталот на фирма е составена од долг и акционерски капитал.
2. Се апстрахира данокот на добивка на претпријатието.
3. Релативен однос на долгот спрема акционерскиот капитал се менува така што емисијата на обврзници се користи за повлекување на обични акции, односно емисијата на обични акции се користи за повлекување на обврзница, при што се апстрахираат трошоците на овие трансакции.



4. Вкупна нето добивка се исплаќа на акционерите во вид на дивиденди.
5. Не се очекува раст на нето деловната добивка на претпријатието.

Теоријата на избор (агенциски модели)

Парадигматскиот премин е остварен врз основа на агенциската теорија од 70-тите години од 20 век што ја има дефинирано харвардскиот професор Michael C. Jensen. Оваа теорија се интересира за решавање на проблемот во однос на принципал-агент. Jensen во својот подоцнежен свовиден зборник на трудови насловен како „The Theory of The Firm“ од 2003 г. во воведот ја објаснува претпоставката за егенциската теорија за тоа дека сите луѓе имаат рационални однесувања, што конечно значи дека се себични⁵.

Оваа теорија настана како одговор на теоријата на Милер-Модилгијани на ирелевантност на структурата на капиталот со воведување на рагледување на фактори од реалниот свет, како што се трошоците на финансиски неприлики (банкрот) и агенциските трошоци. Според оваа теорија оптимално ниво на финансиски левериџ се реализира во точката во која се изедначуваат користите и трошоците на долгот. Бенефитот од задолжување произлегува од даночниот штит, како и, според некои автори, од смалување на агенциските трошоци, а трошоците на задолжување се трошоци на финансиски неприлики (банкрот) и агенциски трошоци (Campbell, 1999). Финансиските неприлики се јавуваат кога претпријатието не може да ги сервисира обврските спрема кредиторите или ги сервисира со тешкотии. Несомнено дека краен случај на финансиска неприлика е банкротот, со кој акционерите ја губат сопственоста над фирмата, додека доверителите стануваат нови сопственици. Трошоците на финансиски неприлики вклучуваат директни трошоци – административни и законски трошоци поврзани за ликвидација или реорганизација (правни, сметководствени и сл.) и индиректни, поврзани за загрозување на односите со деловните партнери, кои заедно можат да изнесуваат и до 20% од вредноста на фирмата. Со продолжување на задолжувањето на претпријатие расте финансискиот ризик што го поднесуваат акционерите (повисока варијабилност на стапката на поврат и повисок системски ризик, т.е. бета) и со тоа и бараната стапка на поврат на сопствениот капитал. Се разбира расте и веројантоста на финансиски неприлики, а трошокот на финансиските неприлики во значителна мерка ја симнува

5) Се работи за поимот „self-interested“. Преводот „себичен“ го ограничува крајното значење на овој поим. Јенсен зборува за очекувано најголема мотивација на некој поединец кога се работи за негови лични интереси и желби, сакајќи притоа да се максимизира корисноста на некој свој труд или вложувања, што е во согласност со човечката природа.



вредноста на претпријатието. Оттука вредноста на претпријатието што користи задолжување може да се претстави со равенката (Brealey, 1991):

Вредност на фирма = Вредност на фирма што се финансира само со сопствен капитал + Сегашна вредност на даночни олеснувања – Сегашна вредност на трошок на финансиски неприлики.

Покрај присуството на трошоци на финансиски неприлики, во реалниот свет се јавуваат и т.н. агенциски трошоци коишто се како последица на конфликтните интереси на принципалите и агентите. Конфликтните интереси може да се појават на релација сопственици (принципали) - менаџери (агенти) и на релација акционери (принципали) –холдери на долг (агенти). Треба да се истакне дека агенциските трошоци имаат двократни импликации во услови кога се користи финансиски левериџ. Имено, постои став дека употребата на финансиски левериџ ги смалува можностите на менаџерите да спроведат свои лични цели наметнувајќи им обврска на намиравање на фиксни надоместоци по долгот со што се смалуваат агенциските трошоци. Тоа (смалувањето на агенциските трошоци) е во корист на задолжувањето. Од друга страна, употребата на финансиски левериџ создава друг вид на агенциски трошок што се поврзани со судир на интереси на релација: сопственици – холдери на обврзници (долг). Ваквите трошоци се зголемуваат пропорционално како што расте финансискиот левериџ над умереното ниво со што претпријатието се соочува со финансиски неприлики. Се смета дека финансискиот левериџ е позитивно поврзан: со веројатноста за финансиски неприлики, со вредноста на фирмата, со степенот на регулација, со слободните финансиски текови, со ликвидациската вредност на фирмата, со степенот во кој фирмата е предмет на преземање (take-over) и со важноста на репутацијата на менаџментот. Се смета дека постои негативна врска помеѓу левериџот и степенот на постоење развојни можности, со показателите на покритие на камата, трошокот на анализа на перспективата на фирмата и веројатноста од реорганизација што настапува при соочување во финансиски неприлики. Според оваа теорија потреба од поголем левериџ мора да имаат фирми што имаат сигурен материјален имот и пониски агенциски трошоци од должничко финансирање, понатаму и зрели компании со големи готовински текови кои имаат мали развојни можности - проекти со позитивна НСВ и профитабилни фирми со високо очекувана оданочена добивка. Понизок левериџ мора да имаат развојните фирми од подрачјето на висока технологија коишто имаат најголем дел на ризична и нематеријален имот и фирми со мала веројатност на оданочлива добивка.



Инаку, по однос на теоријата на избор клучни се две проблемски прашања:

1. Проблеми кои произлегуваат од конфликтни цели на принципалот и агентот, за време кога принципалот не е во можност да провери што навистина агентот прави (тешко и прескапо);
2. Проблеми коишто произлегуваат кога принципалот и агентите имаат различни наклоности кон ризик, па поради различни толеранции спрема ризик можат да преземаат различни акции (еден вид акција презема принципалот, а друг вид агентот).

Според Lazonick и O'Sullivan (2000), агенциската теорија дала основа за однесувањето на агентите да се насочи кон максимизација на вредноста за акционерите, што конечно ќе донесе резултати не само за акционерите, туку и за целата економија. На тој начин резидуалните барања или добивка, односно приноси на сопственичка главница што ја остваруваат акционерите забележани или се сметаат како мотив за поднесување ризик, односно како награда за надгледување на менаџерите. „Во случај кога менаџерите не се способни да ги алоцираат ресурсите и да придонесат за реализација на целта – реализирање на максимизација на вредност за акционерите, би требало таквите менаџери да се заменат, односно прераспodelување на слободниот паричен тек на акционерите кои таквите ресурси алтернативно ги употребиле на ефикасен начин“ (Lazonick, O'Sullivan, 2000:28).

Заклучок

И покрај тоа што во реалниот живот може да се каже дека постои оптимална структура на капиталот, невозможно е да се одреди прецизно кое ниво одговара за оптимална структура на капиталот, од причини што е невозможно прецизно да утврди на кое ниво е оптимална структура на капиталот во конкретни услови, ниту да се измери нејзиното влијание на вредноста на фирмата. Затоа при носење на одлука за структурата на капиталот, менаџментот мора добро да ги познава ставовите на теоријата за структура на капиталот, да ги познава факторите што влијаат на структурата на капиталот и да оцени која од нив има поголема важност во конкретните услови, за да врз основа на лично просудување да се донесе одлука за структурата на капиталот.



Користена литература

- Brealey, R.A, Mayers, S.C.: “Principles of Corporate Finance”, McGraw Hill, Inc, 1991.
- Johnson, R, W.:”Financial Management”, Allyn and Bacon, Inc, 1971.
- James C.Van Horne & John M.Wachowicz, “Osnove finansiskog menadzmenta”, Mate, Zagreb, 2005 Brealey–Meyers: Principles of Corporate Finance, Seventh Edition, The McGraw–Hill Companies, 2003.
- Campbell, K., Jerzemowska M.: “The Capital Structure Decisions of Companies in a Transitional Economy: The Case of Poland”, Enterprise in Transition, 3rd International Conference, Faculty of Economics, Split, DAAAM International Wien, 1999.
- Jensen, M. C. (2003): *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*. First Harvard University Press paperback edition.
- Lazonick, W. i O’Sullivan, M. (2000): Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, pp. 13-35.