

**УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ” – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**

ISSN: 1857- 7628



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
2011**

YEARBOOK

ГОДИНА 3

VOLUME III

**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

Печати Printing

Печатница „2-ри Август“ - Штип	„Vtori Avgust“ - Stip
Тираж - 300 примероци	Printing No 300

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

Tempus Project

University “Goce Delcev” Stip and its Economics Faculty, is a partner in the Tempus project “Entrepreneurship and Local Economic Development”, an EU funded project aimed at improving entrepreneurship education in partner universities in Albania, Kosovo and Macedonia. Its activities started in January 2009 and will finish in July 2012. At the Faculty of Economics Stip, the project has supported intensive study periods by younger members of staff at EU universities and equipped the Faculty with teaching and learning equipment to enhance the students’ learning experience.

The partner universities involved in this Tempus Project are:

- Faculty of Economics, University “Goce Delcev” Stip, MK
- Faculty of Economics and Business Administration, South East European University, MK
- Faculty of Economics - Prilep, University of Bitola, MK
- Faculty of Economics, State University of Tetovo, MK
- Faculty of Economics, University of Tirana, AL
- Faculty of Economics and Agribusiness, Agricultural University of Tirana, AL
- Faculty of Economics, University of Elbasan, AL
- Faculty of Economics, University of Prishtina, Kosovo
- AAB-Riinvest University, Prishtina, Kosovo
- Vrije Universiteit Brussel, BE
- Otto-Friedrich-Universität Bamberg, DE
- University of Macedonia, EL
- Università’ Politecnica delle Marche, Ancona, IT
- Linnaeus University, SE
- University of Ljubljana, SI
- University of the West of England, UK
- University of Wolverhampton, UK
- Staffordshire University, UK (Coordinator)

Professor Dr. Iraj Hashi
Staffordshire University Business School
Project Coordinator
March 2012

**СОДРЖИНА
CONTENT**

проф. д-р Ристо Фотов, м-р Катерина Фотова РЕГУЛАЦИЈА НА КОМЕРЦИЈАЛНИТЕ БАНКИ: ОСВРТ НА РЕГУЛАЦИЈАТА НА КОМЕРЦИЈАЛНИТЕ БАНКИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	11
проф. д-р Трајко Мицески СОЗДАВАЊЕ И ОДРЖУВАЊЕ НА КОНКУРЕНТСКАТА ПРЕДНОСТ НА ПРЕТПРИЈАТИЈАТА ПРЕКУ ГРАДЕЊЕ НА МАРКЕТИНГ СТРАТЕГИЈА	21
проф. д-р Ристе Темјановски ТРАНСПОРТНИТЕ КОРИДОРИ: ПРЕДИЗВИЦИ И ОГРАНИЧУВАЊЕ ВО ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ	33
проф. д-р Круме Николоски, асс. м-р Дарко Лазаров НЕОКЛАСИЧНА ТЕОРИЈА НА ЕГЗОГЕН РАСТ (МОДЕЛ НА SOLOW И SWAN)	45
доц. д-р Александар Костадиновски, доц. д-р Оливера Ѓоргиева Трајковска ПЛАНИРАЊЕ НА ТРОШОЦИ ЗА ИСТРАЖУВАЊЕ И РАЗВОЈ	55
доц. д-р Крсте Шајноски OPPORTUNITIES FOR UPHEAVAL IN DEVELOPING MARKET SECURITIES IN MACEDONIA	63
доц. д-р Виолета Мацова ВОВЕДУВАЊЕ НА БАЗЕЛ III: МОЖНОСТИ И ПРЕДИЗВИЦИ	73
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска КРЕДИТЕН ПАЗАР – КАРАКТЕРИСТИКИ И ФУНКЦИИ	85
Доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска, асс. м-р Благица Јованова ИНСТРУМЕНТИ НА ПАЗАРОТ НА КРЕДИТИ	95

доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска, Никола Милановски ИНФЛАЦИЈАТА КАКО ИЗРАЗ НА НЕРАМНОТЕЖАТА ВО СТОПАНСТВОТО НА ЕДНА ЗЕМЈА	105
проф. д-р Јован Пејковски, асс. м-р Горан Миладинов ОДРЖЛИВОСТА НА ПЕНЗИСКИТЕ СИСТЕМИ: ПРЕДИЗВИЦИТЕ ЗА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	115
доц. д-р Јанка Димитрова ИНВЕСТИЦИОНИ ПРОЕКТИ ФИНАНСИРАНИ ПРЕКУ ЕМИСИЈА НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ	127
доц. д-р Билјана Петревска ЕКОНОМСКО ПЛАНИРАЊЕ НА ТУРИСТИЧКАТА ПОБАРУВАЧКА ВО МАКЕДОНИЈА	137
асс. м-р Дарко Лазаров, проф. д-р Ристо Фотов, асс. м-р Душко Јошески ЕМПИРИСКА АНАЛИЗА НА SOLOW-SWAN МОДЕЛОТ НА РАСТ.....	147
асс. м-р Душко Јошески, проф. д-р Трајко Мицески КОЛУЗИИ: БЕРТРАНД РЕШЕНИЕ НА ТЕОРЕМАТА НА НЕРАЗЛИКУВАЊЕ ПРЕТСТАВЕНА ОД КОУРНОТ ДУОПОЛОТ, ГОЛЕМАТА PRISONNER'S DILEMMA	157
асс. м-р Тамара Јованов Марјанова, асс. д-р Љупчо Давчев, проф. д-р Ристе Темјановски ФОРМИРАЊЕ НА ЦЕНА ВО ФАЗАТА НА ВОВЕДУВАЊЕ ОД ЖИВОТНИОТ ЦИКЛУС НА ПРОИЗВОДИТЕ.....	165
асс. м-р Благица Јованова, доц. д-р Александар Костадиновски „ЈАЗ ВО ОЧЕКУВАЊАТА“ – АКТУЕЛЕН ФЕНОМЕН ВО СОВРЕМЕНАТА РЕВИЗОРСКА ПРОФЕСИЈА.....	179
Билјана Теохарева-Филипова, проф. д-р Цвета Мартиновска ТЕХНИКИ И АЛАТКИ НА ПОДАТОЧНОТО РУДАРЕЊЕ КАКО ПОДДРШКА НА ПРОЦЕСОТ НА ДОНЕСУВАЊЕ БИЗНИС ОДЛУКИ.....	189

асс. м-р Златко Бежовски, доц. д-р Сашо Коцески ВЛИЈАНИЕТО НА НАДГРАДБИТЕ НА АЛГОРИТМОТ НА ПРЕБАРУВАЧОТ GOOGLE ВРЗ ОНЛАЈН БИЗНИСИТЕ	199
Асс. д-р Љупчо Давчев, асс. м-р Тамара Јованов-Марјанова УЛОГАТА И ЗНАЧЕЊЕТО НА ИНВЕСТИЦИСКОТО БАНКАРСТВО ВО ФИНАНСИСКАТА ИНДУСТРИЈА	211
асс. м-р Влатко Пачешкоски, асс. м-р Емилија Митева-Кацарски ПРОЦЕСОТ НА ЕКОНОМСКА ГЛОБАЛИЗАЦИЈА ВО СВЕТСКАТА ЕКОНОМИЈА НИЗ ПРИЗМАТА НА ВИРТУАЛИЗАЦИЈА.....	219
асс. м-р Емилија Митева-Кацарски, асс. м-р Влатко Пачешкоски АНАЛИЗА НА ЕФЕКТИТЕ НА УВОЗНИТЕ КВОТИ	231
асс. м-р Марина Радосављевиќ-Бојчева, асс. м-р Зоран Темелков, асс. м-р Костадинка Чабулева ГЛАВНИ ЦЕЛИ И ПРИОРИТЕТИ НА ИПАРД ПРОГРАМАТА ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА.....	239
асс. м-р Елена Николова КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ: УЛОГАТА НА ОДБОРОТ НА ДИРЕКТОРИ	247
м-р Василка Габер, асс. д-р Стеван Габер УЛОГАТА НА ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА ВО ТЕКОТ НА НАЈГОЛЕМАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА НА XXI ВЕК	257
м-р Билјана Цоневска ПРЕДДРУШТВО - КАКО ЗНАЧАЈНА ФАЗА ЗА ПРАВИЛНО ОСНОВАЊЕ НА КАПИТАЛСКИ ДРУШТВА	271

ПРЕДГОВОР

Економскиот факултет во Штип е основан на 27 март 2007 година како дел од Универзитетот „Гоце Делчев“ - Штип. Почетоците на оваа високообразовна институција ги карактеризира силен елан и ентузијазам, преточени во голема желба да се твори и придонесе во унапредување на високообразовните процеси во Република Македонија. Се разбира, сето ова е во согласност со евроинтегративните процеси на постојана примена на усвоените европски методи и стандарди во научно-образовниот процес за обезбедување на квалитетно образование за нашите студенти.

Пред вас е третото издание на Годишниот зборник на Економскиот факултет. Зборникот претставува потврда за остварувањето на целите на Економскиот факултет, а тие се образование на научно-стручни кадри од областа на меѓународна економија, здравствен менаџмент, финансиски менаџмент, банкарство, финансии и осигурување; сметководство, финансии и ревизија и менаџмент и претприемништво на прв циклус на студии и економија на Европска унија, здравствен менаџмент и MBA-менаџмент на втор циклус на студии. Се разбира дека на тој начин придонесуваме во промовирање на научноистражувачката работа, со што се поттикнува унапредувањето на научната и развојната мисла во функција на нивна примена во секојдневниот живот. Особено радува фактот што со свои трудови се пројавуваат нашите млади научноистражувачки кадри.

Штип, јуни 2012 година

Проф. д-р Ристо Фотов

ИНСТРУМЕНТИ НА ПАЗАРОТ НА КРЕДИТИ

доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска¹, ас. м-р Благица Јованова

Апстракт

Пазарот на кредити претставува еден сегмент од финансискиот пазар на економијата, на кој се тргува со голем број инструменти. Како и класичниот пазар на стоки и услуги и овој пазар е место на коешто секојдневно се јавуваат нови финансиски производи и услуги, кои континуирано ги следат современите трендови на развојот и потребите на клиентите.

Финансиските институции на кредитниот пазар нудат голем број различни инструменти, кои мора да се анализираат внимателно, со цел да се пронајдат најповолните инвестициони алтернативи коишто даваат највисок принос, со најниски трошоци.

Овде ги обработуваме кредитите, како основен инструмент на понуда и побарувачка на пазарот на кредити и обврзниците, кои по многу карактеристики се слични со нив.

Клучни зборови: *пари, цена, обврзници, принос.*

1) Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, Економски факултет, ул. „Крсте Мисирков“ бб, 201 Штип, Р.Македонија, olivera.trajkovska@ugd.edu.mk



CREDIT MARKET INSTRUMENTS

Olivera Gorgieva-Trajkovska, Blagica Jovanova

Abstract

Credit market is one segment of the financial market economy, where many instruments are traded. Like the classic market of goods and services, this market is a place where daily arise new financial products and services that continuously monitor the trends of development and customer needs.

Financial institutions as participants on credit market offer many different instruments, which must be carefully analyzed in order to find the most favorable investment alternatives, giving the highest yield, with the lowest cost.

Here we analyze the credit, as a basic instrument of supply and demand on the market of loans and bonds, which in many features are similar.

Key words: *money, price, bonds, yield.*

Вовед

Кредитот претставува обврска за одобрување одреден износ на пари во замена за отплата на одобриениот и неподмирениот износ, заедно со каматата или провизијата пресметани на тој износ. Кредитите што ги доделуваат банките на небанкарските субјекти (претпријатија, население) претставуваат главен тек или канал во формирањето на паричната маса во економијата.⁹

Поделбата на кредитите може да се изврши од аспект на повеќе критериуми.

1. Според рокот на враќање, кредитите може да се поделат на три групи: краткорочни кредити - со рок на отплата до една година, кои се користат најчесто за финансирање на сезонски залихи и други краткорочно врзани, тековни (обртни) средства; среднорочни кредити - со рок на отплата од една до пет години и долгорочни кредити - со рок на отплата над пет години.

Во практиката, обично, среднорочните и долгорочните кредити се вбројуваат во една група на долгорочни кредити, кои во принцип се користат за финансирање на постојани (основни средства).

1. Според начинот на покриеноста, кредитите се делат на: покриени кредити - овие кредити се одобруваат само врз основа на посебна гаранција која се бара од кредитокорисникот (давање на одреден



- зalog во вид на хипотека, гаранција од трети лица и сл.) и непокриени кредити - се одобруваат без некоја посебна гаранција.
2. Според обликот во кој се даваат и враќаат, кредитите се делат на: стоковни кредити - овие кредити се одобруваат во стока и се враќаат во стока; комерцијални кредити - се даваат во стока, а се враќаат во пари и финансиски кредити - се даваат во пари и се враќаат во пари.
 3. Според намената кредитите се делат на: производствени - кредити кои се одобруваат за производствени цели; потрошувачки - кредити кои се даваат за комерцијални цели; инвестициони - кредити кои се одобруваат за финансирање на инвестициони проекти; кредити за тековни (обртни) средства.
 4. Според потеклото кредитите се делат на: домашни кредити - кои ги одобруваат домашни институции (банки, претпријатија и др.) и странски кредити - кои ги даваат странски институции (банки, претпријатија и др.).

Ова се основните видови кредити кои најчесто се среќаваат во практиката. Во зависност од конкретните барања на клиентите, банките одобруваат и други видови кредити и се во постојана потрага по нови финансиски производи и услуги, со кои ќе одговорат на потребите на пазарот.

Облици на кредити

Во практиката се јавуваат голем број на облици на кредити кои банките ги одобруваат на своите клиенти и кои се разликуваат по намената за која се одобруваат, начинот на отплатата, обезбедувањето и сл. Основните облици на кредити, кои најчесто се среќаваат во листата на банкарски производи се следните:

- *Ненаменските краткорочни кредити* се одобруваат пред сè на индивидуални лица, за финансирање при купување на разни потрошни добра, со рок на отплата од една, две или три години. Како гаранција за враќање на овие кредити обично се поставува административна забрана на примањата на кредитобарателот и дополнително осигурување со барање на гаранција од страна на одредени лица-жиранти.
- *Контокорентниот кредит* претставува кредит по тековна сметка. Кај него се утврдува висината на долговното салдо на тековната сметка, која вредност всушност ја претставува и висината на контокорентниот кредит. Активната каматна стапка се пресметува на долговното салдо на тековната сметка, додека пасивната камата на пасивното салдо на тековната сметка.



- *Кредитната линија* како облик на кредит е многу слична на контокорентниот кредит. Тоа е, всушност, краткорочен кредит без покритие, кој се одобрува врз основа на утврдениот бонитет на комитентот, со посебен договор.
- *Ломбардниот кредит* се одобрува врз основа на одреден залог. Во принцип, тој се одобрува за период од три месеца.
- *Краткорочните стоковно-комерцијални (потрошувачки) кредити* се одобруваат: а) без учество во готово и без депозит; б) со учество во готово; в) со задолжително полагање на депозит.
- *Акцептниот кредит* ја содржи можноста за есконтирање меница. Оваа иста можност постои и кај рамбурсниот, авалниот и винкулациониот кредит.
- *Инвестиционите кредити* по правило спаѓаат во групата среднорочни и долгорочни кредити, поради карактерот на инвестиционите проекти кои се финансираат со нив и кои бараат подолг период на реализација. Тие се одобруваат со барање на колатерал-обезбедување (специфичен вид обезбедување на паричните побарувања со одредени вредности, посебно вредности кои се лесно заменливи за пари).

Секоја банка, согласно со квантумот и структурата на својот кредитен потенцијал, како и барањата на комитентите, компарирајќи и оперирајќи со приносот (каматата) и ризикот, се определува за локација на средствата со кои располага во одделните облици на кредити.

Дисконтни обврзници

Обврзниците се инструменти кои според одредени карактеристики може да се вбројат во инструменти на пазарот на пари, а според други во капитални инструменти. Според општите карактеристики кои ги поседуваат, многу наликуваат на кредитите, па затоа и ги обработуваме како еден вид кредитни инструменти.

Побарувачката за државни обврзници се одржува на релативно високо и стабилно ниво од причина што: обврзниците носат камата по стапка која одговара на пазарните каматни стапки за соодветни вредносни хартии и сопствениците можат во секое време да ги продадат по релативно добра и стабилна цена, доколку имаат потреба од ликвидни парични средства.¹⁰

Дисконтните обврзници, кои се нарекуваат и бескупонски обврзници, се купуваат по цена која е пониска во однос на вредноста на денот на доспевањето за износот на каматата, а на денот на доспевање се исплатува нивната целосна вредност.¹¹ Кај дисконтните обврзници, за разлика од купонските акции, не се врши никаква исплата на камата, туку само



исплата на нивната вредност на денот на доспевање. На пример, една дисконтна обврзница со номинална вредност од 1.000 евра може да се купи за 920 евра, а по една година на сопственикот на оваа обврзница ќе му биде исплатена вредноста од 1.000 евра.

Во зависност од начинот на одредување на цената на обврзниците, се јавуваат две групи обврзници: дисконтни обврзници, кои спаѓаат во инструментите на пазарот на пари, бидејќи имаат рок на доспевање една година или помалку и дисконтни обврзници на пазарот на капитал, со рок на доспевање подолг од една година.

Краткорочни дисконтни обврзници

Краткорочните дисконтни обврзници се одликуваат со рок на доспевање од една година или помалку, се издаваат на дисконтна основа и кај нив се врши исплата на однапред договорена фиксна вредност на денот на доспевање.

За одредување на приносот на дисконтна основа, да ја одбележиме со M вредноста на обврзницата на денот на доспевање, со P номиналната вредност, D вредноста на дисконтот, како разлика меѓу вредноста на денот на доспевање и номиналната вредност, т.е. $D = M - P$, а со t бројот на деновите до денот на доспевање. Годишниот принос до доспевањето, y , изразен во проценти, би можел да се пресмета на следниот начин (претпоставка дека годината има 360 денови):

$$y = \frac{D}{P} \times \frac{360}{t} \times 100$$

Во услови на позната стапка на принос y , вредноста на обврзницата се утврдува според формулата:

$$P = \frac{D}{y} \times \frac{360}{t} \times 100$$

Стапката на принос кај краткорочните дисконтни обврзници, покрај останатите услови, зависи и од начинот на пресметка на бројот на деновите во месецот и во годината, кои варираат во зависност од определбите на конкретните издавачи на овие инструменти (влади, владини претпријатија, локални влади или компании) и на одделните држави. Кратенката $k/360$, на пример, означува дека деновите се сметаат според актуелниот број денови во месецот, а за годината се земаат 360 денови, која во практиката обично се користи при определувањето на цената на одредени инструменти на пазарот на пари (на пример, државните обврзници). Притоа, при споредбата на цените и стапките на принос помеѓу одделните обврзници,

инвеститорот мора да води сметка за тоа дека различните начини на броење на деновите во месецот и годината, водат до различни цени и приноси, а со тоа и до погрешна финансиска одлука во однос на изборот на најпрофитабилниот инструмент. Во практиката се користат специјално подготвени финансиски календари во кои точно се пресметани бројот на деновите помеѓу трансакцијата и наредната купонска исплата или пак посебни софтверски програми кои ги обезбедуваат овие податоци.

Долгорочни дисконтни обврзници

Бескупонски обврзници се долгорочни дисконтни обврзници кај кои не постои никаква периодична исплата на камата. Кај нив инвеститорот ја наплатува каматата како вредност на разликата помеѓу продажната цена на обврзницата, т.е. цената на денот на доспевање и нејзината куповна цена.

Цената на секој финансиски инструмент е, всушност, сегашната вредност на идните (очекувани) парични приливи од тој инструмент. Во случајот на бескупонските обврзници единствен паричен прилив претставува вредноста по доспевањето. Со користење на одредена дисконтна стапка, која зависи од стапката на принос на сличните инструменти на пазарот, се врши дисконтирање-сведување на вредноста по доспевањето на сегашна вредност, која ја претставува и сегашната цена на обврзницата.

Доколку со M ја обележиме вредноста на обврзницата на денот на доспевање, со i каматната (дисконтна) стапка, тогаш вредноста на обврзницата P , која доспева по n години од денес се пресметува по следната формула:

$$P = \frac{M}{(1+i)^n} \quad \text{каде } i = \frac{P}{100}$$

Овде мора да се нагласи дека одредувањето на цената на бескупонските обврзници мора да кореспондира со одредувањето на цената на купонските обврзници на пазарот. Доколку на пример, кај одредена купонска обврзница се врши исплата на купоните полугодишно, во тој случај, иако одредена бескупонска обврзница доспева за n години, бројот b кој означува шест месечен период се користи во експонентот, а каматната стапка е бараната стапка на принос поделена со 2. Воопштено, доколку купонските исплати се вршат m -пати во текот на годината, тогаш периодите во експонентот ќе изнесуваат mn , а каматната стапка е бараниот принос поделен со m .



Купонски обврзници

Купонските обврзници се карактеризираат со тоа што нивниот издавач му исплатува на сопственикот на обврзницата фиксен износ на камата (исплата на купонот), секоја година до денот на доспевање на обврзницата, кога се врши исплата на специфицираната финална вредност. На пример, може да поседуваме купонска обврзница со вредност по доспевањето од 1.000 евра, врз основа на која ќе примаме купонска камата од 100 евра во наредните 10 години, а по истекот на 10 години ќе ни биде исплатена вкупната вредност од 1.000 евра.

Основни карактеристики и ризици кај купонските обврзници

Купонските обврзници имаат три основни карактеристики, по кои може да се идентификуваат: издавачот на обврзницата, купонската стапка и номиналната вредност на обврзницата и датум на доспевање на обврзницата. Издавачи на обврзниците се државните влади и нивните агенции, локалните власти и домашните и странски компании.

Купонската стапка, исто така, позната како номинална стапка е всушност каматната стапка која издавачот е подготвен да ја плаќа на купувачот на обврзницата секоја година. Годишната вредност на каматата која му се исплатува на сопственикот на обврзницата за времето до нејзиното крајно доспевање е позната како вредност на купонот. Вредноста на купонот се пресметува со множење на номиналната вредност на обврзницата со купонската стапка.

Номиналната вредност или главнината на обврзницата е вредноста на обврзницата која издавачот е подготвен да ја исплати на сопственикот на обврзницата на денот на доспевање. Оваа вредност е позната и како откупна вредност или вредност по доспевање. Покрај купонските обврзници со фиксна купонска стапка, во практиката можат да се сретнат и обврзници со променлива купонска стапка (floating bond rates), кај кои купонските стапки се ресетираат периодично (обично секои шест месеци), во зависност од движењето на однапред дефинирани финансиски или нефинансиски индекси, како што е цената на определен производ на пазарот. Инвестирањето во обврзници како финансиски инструменти е поврзано со еден или повеќе од следните ризици: каматен ризик, ризик на реинвестирање, ризик на ликвидноста, кредитен ризик, инфлационен ризик и сл.

Кај многу обврзници, во нивниот договор за издавање се предвидува можноста на издавачот да изврши откуп на сите или дел од издадените обврзници пред истекот на нивниот рок на доспевање. Издавачот го задржува своето право на рефинансирање на обврзницата во иднина,



доколку каматната стапка на пазарот падне под нивото на купонската стапка на обврзниците.

Одредување на вредноста на купонските обврзници

Генерално гледано, вредноста на секој финансиски инструмент е еднаква на сегашната вредност на очекуваниот паричен тек, каде што паричниот тек во секој одделен период е едноставно разликата помеѓу готовинските приливи и одливи од инвестирањето во финансискиот инструмент. Каматната стапка или дисконтната стапка која се користи за да се пресмета сегашната вредност зависи од приносот кој се нуди на сличните финансиски инструменти на пазарот.

Оттука, цената на обврзницата е еднаква на сегашната вредност на очекуваните парични приливи од инвестирањето во обврзницата. Паричните приливи кај една (неотповиклива) обврзница се состојат од периодичните купонски исплати до денот на доспевање и од крајната вредност на обврзницата на денот на доспевање. Каматната или дисконтната стапка која ја бара инвеститорот од инвестирањето во обврзницата е позната како барана стапка на принос и таа зависи од стапките на принос на слични обврзници на пазарот, т.е. обврзници со еднаков кредитен рејтинг и рок на доспевање. Бараниот принос се специфицира како годишна каматна стапка.

Фундаменталната рамка за одредување на цената на обврзниците се базира на следните претпоставки:

1. Паричните приливи од обврзницата се однапред познати;
2. Погодна стапка на принос е определена;
3. Една каматна стапка се користи за дисконтирање на сите приливи.

Со дадени парични приливи од обврзницата и барана стапка на принос вредноста на обврзницата е сегашната вредност на идните парични приливи, која се добива со собирање на сегашната вредност на купонските исплати со сегашната вредност на крајната вредност на доспевање.

Да ја означиме со P цената на обврзницата, со C годишната купонска исплата, со M вредноста на денот на доспевање, r бараниот годишен принос, n бројот на годините и со t годината кога ќе биде извршена исплатата на обврзницата. Цената на обврзницата, доколку купонската исплата се врши еднаш годишно и следната купонска исплата е точно по една година од денес, се пресметува по следната формула:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}$$



Првиот дел од оваа формула ја претставува сегашната вредност на купонските исплати, додека вториот дел е сегашната вредност на крајната вредност на обврзницата на денот на доспевање. Доколку исплатата на купоните по обврзницата се врши полугодишно (секои шест месеци) и доколку следната купонска исплата ќе се изврши точно шест месеци од денес, равенството треба да се модифицира во однос на купонската исплата, бараната стапка на принос и рокот на доспевање. Купонската исплата во тој случај би била една половина од годишната купонска исплата, т.е. $1/2 C$, бараниот принос се менува во периодична каматна стапка т.е. $1/2 r$, а бројот на периодите е бројот на годините до доспевање помножени со два, т.е. $2n$. Кога купонските исплати се вршат полугодишно, правило е да се користи една половина од годишната каматна стапка со која се врши дисконтирање на сите купонски исплати.

Појдовна претпоставка при анализата на купонските обврзници е дека следната купонска исплата ќе се изврши точно по една година (или шест месеци доколку купоните се исплаќаат полугодишно). Меѓутоа, во најголем број случаи купувањето на обврзниците се врши помеѓу два датума на исплата на купоните, така што наредната купонска исплата е попомалку од една година и респективно шест месеци. За да се пресмета цената на една таква обврзница, претходно треба да се даде одговор на следните прашања:¹²

1. Колку денови постојат од денот на купувањето на обврзницата до наредната купонска исплата?
2. Како би се пресметала сегашната вредност на паричните приливи од тој фракционен период?
3. Колкава е сумата која купувачот на обврзницата треба да му ја надомести на продавачот за делот од купонската исплата која му припаѓа на продавачот за време на периодот додека обврзницата била во негова сопственост?

Што се однесува до првото прашање, во практиката може да се користи правилото според кое се зема фактичкиот број на деновите во месецот и во годината, или пак месеците да се сметаат по 30 дена, а годината по 360 дена. Примената на конкретна клаузула зависи од типот на финансискиот инструмент и од пазарот на којшто се продава.

Откако ќе се определи бројот на деновите помеѓу денот на купувањето на обврзницата и наредната купонска исплата, формулата за пресметка на сегашната вредност на обврзницата мора да претрпи одредени промени. Во однос на процедурата на дисконтирање на паричните приливи од фракциониот период, постојат две прифатливи алтернативи: линеарно



дисконтирање, со користење на проста каматна стапка и експоненцијално дисконтирање, со користење на сложена каматна стапка.¹³

Во однос на третото прашање, купувачот на обврзницата мора да му го надомести на продавачот делот од наредната исплата на купонот, кој продавачот го има заработено до денот на продажбата на обврзницата. Консеквентно, купувачот ќе ја прими целокупната купонска исплата од издавачот на обврзницата, на денот на наредната исплата на купонот по односната обврзница.

Заклучок

Финансиските институции на кредитниот пазар нудат голем број различни инструменти, кои мора да се анализираат внимателно, со цел да се пронајдат најповолните инвестициони алтернативи, кои даваат највисок принос, со најниски трошоци.

Кредитот претставува обврска за одобрување одреден износ на пари, во замена за отплата на одобрениот и неподмирен износ, заедно со каматата или провизијата пресметани на тој износ.

Обврзниците се инструменти кои според одредени карактеристики може да се вбројат во инструменти на пазарот на пари, а според други во капитални инструменти.

Побарувачката за државни обврзници се одржува на релативно високо и стабилно ниво од причина што: обврзниците носат камата по стапка која одговара на пазарните каматни стапки за соодветни вредносни хартии и сопствениците можат во секое време да ги продадат по релативно добра и стабилна цена, доколку имаат потреба од ликвидни парични средства.

Користена литература

- Cirovic, M. (2001). *Bankarstvo*. Beograd
Trpeski, Lj. (1995). *Pari I bankarstvo*. Ekonomski pres. Skopje
Anson, M. Fabozzi, J. (2004). *Credit derivatives: Investments, Applications and Pricing*.
Boonstra, W. Eijffinger, S. (1997). *Banks, Financial Markets and Monetary Policy*. Amsterdam
Bankakademie International. (2000). *Credits*. Frankfurt/Main