

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

---

ISSN: 1857- 7628



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК  
2010**

**YEARBOOK**

ГОДИНА 2

VOLUME II

---

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

**Главен и одговорен уредник Managing & Editor in chief**

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

**Јазично уредување Language editor**

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

**Техничко уредување Technical editor**

Славе Димитров	Slave Dimitrov
Благој Михов	Blagoj Mihov

**Печати Printing**

Печатница „2-ри Август“ - Штип	„Vtori August“ - 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



## СОДРЖИНА CONTENT

<b>Д-р Ристо Фотов, Д-р Еленица Софијанова</b> Интелектуалниот капитал и новата економија .....	9
<b>Доц. д-р Круме Николоски</b> Креирање на економско-социјален модел состојба и перспективи .....	17
<b>Петар Клетникоски, Трајко Мицески</b> Членството на република македонија во светската трговска организација со посебен осврт на трговската размена со земјоделско-прехранбени производи.....	25
<b>Проф. д-р Трајче Мицески</b> Чистата совесност како фактор за вистинско лидерство .....	33
<b>Проф. д-р Т. Мицески, м-р К. Чабулева, м-р Д. Јошески</b> Анализирање на зависноста помеѓу бруто-домашниот производ и трговијата на мало во република македонија во период од 1990 до 2009 година со примена на економетриски модели.....	41
<b>Проф. д-р Трајче Мицески</b> Улогата на лидерството во детерминирањето на културата во организацијата .....	53
<b>Доц. д-р Александар Костадиновски</b> Рамка на ефективното здравствено опфаќање framework of effective health care coverage .....	67
<b>Доц. д-р Александар Костадиновски</b> Концептот и принципите на националните здравствени сметки The concept and principles of national health accounts .....	79
<b>М-р Дарко Лазаров, Помлад асистент</b> Други инструменти на надворешно-трговската политика .....	93
<b>Помлад асистент Дарко Лазаров</b> Режими на девизен курс .....	103



---

<b>М-р Душко Јошески д-р Трајко Мицески</b> Стапката на смртност на доенчињата како последица на сиромаштијата, пер capita доходот, бројот на доктори и популациониот раст во САД .....	113
<b>М-р Емилија Митева-Кацарски</b> Трговските текови во глобализираниот свет .....	123
<b>М-р Емилија Митева - Кацарски</b> Европска централна банка .....	133
<b>Д-р Ристо фотов, Катерина Фотова</b> Глобалната финансиска криза и нејзините последици ВРЗ светската економија .....	143
<b>Доц. д-р Крсте Шајноски</b> Инвестиционите фондови-недоволно развиен сегмент на пазарот на капитал во Република Македонија .....	153
<b>М-р Тамара Јованов-Марјанова</b> Значење на истражувањето на пазарот за креирање на ефективни стратегии на работење .....	165
<b>М-р Љупчо Давчев</b> Стратегија на дистрибутивните канали и нивното влијание во вредносната верига .....	175
<b>Доц. д-р Маргарита Матлиевска</b> Конститутивните договори на европската унија и нејзините стратегии низ призма на одржливиот развој .....	187
<b>Доц. д-р Маргарита Матлиевска</b> Тековни филозофии на развојот .....	201
<b>М-р Марина Радосављевиќ - Бојчева</b> Implementation of the cards programme financial assistance in the republic of macedonia .....	211
<b>М-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска</b> Анализа на билансот на состојба од аспект на корпоративното управување .....	223



**М-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска**

Анализа на билансот на успех од аспект на корпоративното  
управување ..... 233

**М-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска**

Финансиско известување - цели и задачи ..... 241

**М-р Стеван Габер**

Оправданост за примена на буџетски дефицит ..... 251

**М-р Стеван Габер, м-р Василка Габер**

Начини за финансирање на буџетскиот дефицит ..... 259

**М-р Христина Серафимовска**

Претприемачко однесување - фактор за економски развој ..... 267

## **ПРЕДГОВОР**



## **ИНВЕСТИЦИОНИТЕ ФОНДОВИ-НЕДОВОЛНО РАЗВИЕН СЕГМЕНТ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА**

доц. д-р **Крсте Шајноски**<sup>1</sup>

### ***Abstract***

Investment funds are the youngest institution in the capital market in Macedonia. Because it emerged later, they had little stake in the realization of dynamic processes in the past events in the stock market. It came to naught the expectation that their foundation and operation will substantially accelerate the mobilization of free cash of the citizens through investments in securities. The investment of the citizens of the Republic of Macedonia in investment funds is insignificantly. On average, they have deposited in banks over 1,100 euros, and in investment funds they have invested only one euro.

The new law on investment funds formally removed the legal obstacles to the acceleration of their development. However, a shift in their work can be expected if to hack the “vicious” circle of slow growth in the country, which is a consequence of the model development and macroeconomic stabilization policy. Without increasing interest in investing, investment funds will not be able to realize themselves as important intermediaries between investors and potential beneficiaries of the funds realized by the emission of securities.

### **Вовед**

Инвестиционите фондови се најмладата институција на пазарот на капитал во Република Македонија. Првиот Закон за инвестициони фондови е донесен во февруари 2000 година, а првите фондови се формирани во 2007 година, додека берзата почна со работа во 1995 година. Може да се каже дека оваа мошне важна институција на пазарот на капитал не беше присутна во досегашните настани на македонската берза, ниту на примарниот ниту на секундарниот пазар, и покрај сознанието и очекувањата дека со нивното конституирање и функционирање значително ќе се забрза мобилизацијата на слободните парични средства на граѓаните преку вложувања во долгорочни хартии од вредност и ќе

1). [krste.sajnoski@yahoo.co.uk](mailto:krste.sajnoski@yahoo.co.uk)



се динамизира работата на пазарот на долгорочни хартии од вредност. Податоците, меѓутоа, покажуваат дека очекувањата не се остварија. Македонските инвеститори преку инвестиционите фондови во Македонија вложуваат незначителни износи, наспроти штедните депозити во банките. Додека Австријците, просечно, во банките вложуваат околу 4.000 евра, во инвестиционите фондови вложуваат по околу 17.000 евра. Словенецот, просечно, во банките има вложено околу 2.000 евра, а во инвестиционите фондови 1.100 евра. Граѓанинот во Македонија во банките има депозит од околу 1.150 евра, додека преку инвестиционите фондови вложил само едно евро. Кои се причините за недоволниот развој на овој сегмент на пазарот на капитал во Македонија и како може да го заземе местото кое му припаѓа, како атрактивна алтернатива на пазарот на кредит, слично на развиените економии?

Се наведуваат повеќе причини за закржлавување на развојот на инвестиционите фондови во Македонија. Меѓу позначајните е секако е несинхронизираноста во конституирањето на институциите на пазарот на капитал во Македонија. Тука, пред сè мислиме на подоцнежното формално-правно регулирање на правната рамка и значителното задоцнување во формирањето на првите инвестициони фондови во земјата. Како што веќе споменавме, првиот Закон за инвестициони фондови е донесен во февруари 2000 година, а првите фондови се формирани во 2007 година, додека берзата почна со работа во 1995 година. Може да се каже дека оваа мошне важна институција на пазарот на капитал не беше присутна во периодот на бумот на цените на акциите кои котираа на македонската берза, а првите фондови се формираа, односно почнаа со работа, кога цените почнаа да паѓаат.

На примерот на развојот на инвестиционите фондови може да се види и извесно лутање во определувањето на видовите на инвестиционите фондови (испуштени беа приватните) и во определувањето на цензусите за формирање на друштва за управување со инвестициони фондови и за основањето на инвестиционите фондови (високо утврдени) што доведе да нема интерес за формирањето на инвестициони фондови во Македонија, па првите ги формираа странски друштва за управување со инвестициони фондови, откако како странски земаа активно учество во купопродажбите на акции и обврзници на берзата и на „биковскиот“ и на „мечкиниот“ пазар. Бидејќи ги немаше во Македонија, и покрај законските можности за конституирање на друштва за управување со фондови и за формирање на инвестициони фондови, многу потенцијални инвеститори во долгорочни хартии од вредност преку фондовите (неедуцирани самите да го прават тоа) немаа можност да остварат значителни заработки и покрај релативно





долгиот период на потценети акции и обврзници, долг период на загушена врска на реалните вредности на фирмите со нивните пазарни цени. Може да се каже дека отстапувањето на пазарните цени од реалните вредности на фирмите во Македонија се должи и на тоа што инвестиционите фондови во Македонија не заживеаја порано. Во прилог на тоа укажува фактот што изедначувањето, а потоа и надминувањето на книговодствените вредности на акциите се случи по позначителното учество на странските инвестициони фондови во купопродажбите на македонската берза.

Во намерата и настојувањето да се развијат инвестициони фондови, по кој знае кој пат, се покажа дека е лесно да се донесат законски решенија, меѓутоа проблем е да се постигне тие да бидат операбилни, т.е. да соодветствуваат на условите во земјата и на интересите и на можностите на потенцијалните основачи. Не можеме да се отргнеме од впечатокот дека првите цензуси за формирање на друштво за управување со инвестициони фондови и за основање на инвестициони фондови беа така поставени што однапред се исклучуваа секакви обиди, барем од страна на поединци. Тоа личеше како организирање на натпревар во скок во височина за почетници- на висина од две метра.

Нема сомневање дека утврдувањето на некакви цензуси е неизбежно (заради сигурноста на вложувањата и одговорноста во управувањето со инвестиционите фондови). Меѓутоа, се покажа, тие не требаше да бидат поостри отколку што тие биле утврдени во слични земји. Од увидот во законите за инвестициони фондови во Србија, Бугарија и Хрватска јасно произлегува дека Македонија имаше утврдено највисок ценсус за формирање на друштво за управување со инвестициони фондови- 500.000 ДЕМ (т.е. 256.000 евра). Се разбира, постоеја и други причини поради што долго се чекаше на формирање на првите инвестициони друштва и првите инвестициони фондови. Станува збор за проблеми со двојното оданочување, неможност да се вложува во недвижнини, ригидност на девизниот пазар, недостиг на специјализирани кадри и др., меѓутоа, споменатите беа пресудни за некој да почне да размислува за формирање на друштво за управување со инвестициони фондови.

По согледувањето на причините зошто изостана формирањето на друштва за управување со инвестициони фондови и основање на инвестициони фондови, се донесе нов закон за инвестициони фондови, со кој пореално и потемелно се уредија условите за основање на инвестициони фондови и друштва за управување со инвестициони фондови, начинот на нивното работење, условите за избор на депозитна банка и контролата над нивното работење. Решенијата се слични како во развиените економии, приспособени на условите во земјата и веќе има одредени резултати.



Конституирани се и веќе функционираат неколку друштва за управување со инвестициони фондови кои управуваат со повеќе фондови. За споредба само, во 1996 година Словенија имала формирано 81 инвестиционен фонд, Бугарија во 1997 година - 81, а Хрватска 7 во 1998 година.<sup>2</sup>

Законот предвидува можност за основање на отворен фонд, затворен фонд и приватен фонд. Со нив управуваат друштва за управување со инвестициони фондови. Отворените и затворените инвестициони фондови и друштвата кои ги управуваат се основаат со одобрение на Комисијата за хартии од вредност, додека приватните фондови и друштвата за управување со приватни фондови се основаат без одобрение на Комисијата за хартии од вредност.

Различните видови инвестициони фондови и можноста друштвата за управување со инвестициони фондови да управуваат со различни типови дава можност за приспособување на политиката на фондовите на различните интереси на потенцијалните инвеститори од аспект на сигурноста на вложувањата, профитабилноста и ризичноста. Веќе може да се каже дека постојат формално-правни услови за развој на инвестиционите фондови како важен сегмент на пазарот на капитал во Македонија, меѓутоа, колку тие реално ќе профункционираат зависи од амбиентот за инвестирање, во кој пресуден е мотивот и интересот на инвеститорите во реален имот воопшто и посебно, развојните проекти да ги реализираат со емисија на долгорочни хартии од вредност т.е. со средства кои од граѓаните и други инвеститори ги прибираат инвестиционите фондови. Се разбира, таквите средства фондовите можат да ги вложуваат и со купување на акции и обврзници на секундарниот пазар на берзата, меѓутоа, насочувањето само на тој сегмент претставува значително стеснување на улогата на фондовите на пазарот на капитал. Не е исклучено некои фондови претежно да се ориентираат на овој сегмент, меѓутоа, по остриот пад на цените на берзата, и постојните и идните фондови сè повеќе ќе се ориентираат кон купување на хартии од вредност од „прва рака“ од издавачите на иницијални јавни понуди. И таквите вложувања не се без ризик, меѓутоа, со нив во поголема мера можат да се избегнат свесно манипулираните осцилации на цените на акциите на секундарниот пазар, во периоди на еуфорија на берзите, на што не се имуни ни менаџерите на фондовите.

Нема сомневање дека присуството на средствата во инвестиционите фондови и нивното постојано зголемување ќе ја зголеми улогата на пазарот на капитал во вкупниот развој на земјата. Меѓутоа, неспорно е исто така дека

---

2). М-р Владимир Филиповски: Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на економската транзиција, докторска дисертација, Економски факултет Скопје, стр:183



развојот на инвестиционите фондови зависи од друштвата за управување со инвестициони фондови. Фондовите, всушност, и не можеа да се појават додека не се создаде можност за формирање на друштва за управување со инвестициони фондови. Тоа особено се однесува на доцнењето во оспособувањето на стручни луѓе кои ќе бидат во состојба да ги формираат и да ги менаџираат, задоволувајќи ги интересите на инвеститорите за остварување на задоволителни стапки на враќање на вложениот капитал. А остварувајќи ја таквата цел, со купувањето и продавањето на хартии од вредност тие вршат силно влијание врз тековите на капиталот во земјата (во смисла на рационална алокација на средствата) и на однесувањето на менаџерските тимови во фирмите што котираат на берзата за долгорочни хартии од вредност.

Не треба посебни докази за тоа дека динамизирањето на тргувањето на берзите за долгорочни хартии од вредност во голема мера е корелирано со развојот на инвестициони фондови. Тоа е така зашто фондовите прибираат средства од индивидуалните инвеститори кои очекуваат тие да им обезбедат стапки на враќање на вложените средства повисоки од оние кои тие можат да ги обезбедат преку орочено депонирање на средствата во банките. Во таква ситуација на фондовите не им останува друго туку да ги вложуваат во купување на долгорочни хартии од вредност, кои, по правило, обезбедуваат повисоки стапки на враќање. А во борбата за задоволување на интересите на инвеститорите фондовите се јавуваат како главни играчи и на примарниот и на секундарниот пазар на капитал. Тие играат важна улога при реализацијата на емисиите на нови хартии од вредност, но и во тргувањето со постојните хартии од вредност, динамизирајќи ја активноста на берзата.

Македонска берза досега не беше во можност да ги почувствува бенефитите во споменатата насока од инвестиционите фондови и покрај тоа што законска основа за нивно формирање имаше уште во 2000 година. Причината е во тоа што првите инвестициони фондови, како што веќе споменавме, се формираа дури кон крајот на 2007 година, па нивните активности не можеа да дојдат до израз во берзанските активности. Изостанаа ефектите од нивните потенцијални купопродајби на акции и обврзници и влијанието што тие би го извршиле врз цената на акциите и, уште повеќе, поттикот на потенцијалните емитенти на хартии од вредност да пристапат кон искористување и на ваквата можност во обезбедувањето на потребните средства за развој. Кумулирањето на слободни парични средства во фондовите ги прави и моќни, но и ранливи во таа смисла што тие се во постојана потрага по хартии од вредност кои ќе обезбедуваат поголеми стапки на враќање на вложените средства од



страна на индивидуалните инвеститори. Моќни зошто имаат средства и можат да одбираат каде ќе вложуваат, но и ранливи, заради тоа што поголемите добивки носат и поголеми ризици. Тоа што не постоеја само придонесе бројните индивидуални инвеститори, неедуцирани и неискусни во берзанското тргување, на слепо да се приклучуваат во процесот на еуфоријата на растот на цените на акциите, верувајќи дека секогаш ќе има некој на кого ќе можат да му ја продадат купената акција која ја купиле и по преценета вредност.

Колку се тие влијателни на пазарот на капитал зборуваат и податоците според кои бумот на цените на акциите на берзата во 2006 и 2007 година го поттикнаа и поддржуваа неколку странски инвестициони фондови, кои вишоците на средства од нивните матични земји ги ангажираа на македонската берза со цел да остварат повисоки заработки отколку на нивните. Тие ја согледаа потценетоста на повеќето акции на берзата во Македонија и ја искористија за остварување на повисоки добивки. Веројатно е дека тие со нивните купопродажби влијаеја и врз подигањето на нивото на цените на акциите и над нивните реални вредности, но и врз нивниот вртоглав пад, кога стана неизбежно пазарните цени да се усогласат со реалните вредности на фирмите, со добивките што ги создаваа и/или ги очекуваа во наредниот период. Знаејќи го тоа тие продаваа кога цените беа сè уште високи и сигурно е дека остварија високи заработки.

Потврда за ова наоѓаме во податоците за учеството на странските инвеститори во главнината на друштвата од МБИ-10 по јануари 2006 година.

**Табела 1. Учество на странските инвеститори во главнината на друштвата од МБИ-10 во 2006 и 2007 година**

-во %

	Јан. 2006	Дек. 2006	Јан 2007	Дек. 2007	Промена- јан.2006- дек.2007	Јуни 2008
Алкалоид	7.34	12.64	13.02	<b>14.81</b>	7.47	<b>13.41</b>
Гранит	5.66	25.15	25.92	<b>28.07</b>	22.41	<b>25.59</b>
Комерцијална банка	24.46	36.71	37.63	<b>59.60</b>	35.14	<b>58.02</b>
Македонија турист	2.88	7.19	-	-		
Макпетрол	2.49	6.47	6.97	<b>11.33</b>	8.84	<b>10.31</b>
Охридска банка	12.51	19.36	19.45	<b>78.47</b>	65.96	<b>77.06</b>
Стопанска банка Битола	9.43	28.24	28.72	<b>40.39</b>	30.96	<b>37.80</b>
Топлификација	23.87	23.52	23.52	<b>22.22</b>	-1.65	<b>21.97</b>



Фершпед	1.87	12.39	-	-		
ЗК Пелагонија 6-06	3.28	7.69	-	-		<b>10.67</b>
Бетон			27.60	<b>58.11</b>	30.51	<b>56.69</b>
Макстил			82.79	<b>80.74</b>		<b>81.11</b>
Тетекс			0.05	<b>5.53</b>		<b>4.91</b>

Извор: Податоци од извештаите на македонската берза за соодветни периоди и пресметки, вклучувајќи ја и исправката за учеството на странските инвеститори во јуни 2008 година

Од податоците јасно се гледа дека странските портфолио инвеститори во текот на 2006 година откупиле добар дел од главнината на фирмите што го сочинуваа МБИ-10. Меѓутоа, интензитетот се намалува во текот на 2007 година, додека до крајот на јуни 2008 година се гледа дека пристапиле и кон повлекување, продавајќи дел од акциите од нивното портфолио.

Во овој контекст нема основа за критика на таквото однесување на странските фондови. Однапред се знае дека тие се „ловци на профити“ (особено оние кои декларираат поагресивна профитна политика) и кога ќе ги остварат целите се повлекуваат. Тоа ќе го прават и фондовите кои се формираат во земјата на берзите во други земји. Меѓутоа, ќе вршат и влијание за нивно стабилизирање со оглед на поголемите средства со кои ќе располагаат.

Факт е дека неприсуството на домашни инвестициони фондови на македонската берза го искористија повеќе странски, чии купопродајби на акции силно влијаеја на движењето на нивните цени, а извршија и сопственички реструктурирања во повеќе фирми.

Нема можност да се докажува дали и колку вложувањето на странските инвеститори во долгорочни хартии од вредност на берзата влијаело на движењето на цените и од шпекулативни побуди, меѓутоа има индикации дека и тоа се случуваше. Тие се присутни и во купувањето и во продавањето на акции, со тоа што кога купуваа со поголеми износи влијаеја на растот на цените, а кога продаваа со намера да се повлечат цените опаѓаа. Тоа е нормално однесување на берзите, освен ако не е организирано манипулирање со намера, во првиот случај да создадат еуфорија на купување која тие ќе ја подржуваат со купување по повисоки цени на помал број акции за да профитираат со продажба на таквите акции пред да спласне еуфоријата.

Поаѓајќи од тоа што инвестиционите фондови се посредници меѓу поединците како инвеститори и претпријатијата односно државата како емитенти на хартии од вредност (акции или обврзници) може да се каже дека

инвестиционите фондови во Македонија, кои се формираа далеку подоцна од профункционирањето на берзата, имаа мал удел во остварувањето на динамичните процеси кои во изминатиот период се случуваа на берзата, па реални се очекувањата во наредниот период нивното влијание да се чувствува повеќе.

Со нивното подоцнежнo појавување изостанаа ефектите од главните предности на посредничката улога на инвестиционите фондови. Изостана нивниот придонес во унапредувањето на процесот на купување на долгорочни хартии од вредност (од страна на недоволно едуцираните инвеститори), врз основа на диверзификација на портфолиото, професионалниот портфолио менаџмент и подобрата маркетбилност на новата финансиска актива<sup>3</sup>. Искористувањето на овие предности на инвестиционите фондови беше и останува пропулзивен фактор на пазарот на капитал во Македонија. Особено е атрактивна и можноста индивидуалните инвеститори од Македонија, преку фондовите да вложуваат и на пропулзивните странски девизни берзи. Меѓутоа, пресврт во нивното работење може да се очекува доколку се пробие „магепсаниот“ круг на бавен раст, доколку се намалат причините за недоволното ниво на инвестиции во земјата. Без зголемување на интересот за инвестирање, па во тие рамки и за зголемување на интересот за прибавување на средства со емисија на долгорочни хартии од вредност, инвестиционите фондови не ќе можат да се реализираат како важни посредници меѓу инвеститорите и потенцијалните корисници на средствата реализирани со емисиите на долгорочни хартии од вредност.

Зголемувањето на бројот на инвестиционите фондови и другите инвестициски претпријатија и на нивните активности во наредниот период може да придонесе за динамизирање на развојот на берзата за долгорочни хартии од вредност.

---

3). Предностите од инвестирање во инвестиционите фондови се: Разновидност која им овозможува на сопствениците на удели да поседуваат различни комбинации на портфолија во зависност од нивните преференции; обезбедување на ефикасен и професионален менаџмент на инвестираните средства што индивидуалниот инвеститор не е во состојба да го обезбеди; висок степен на диверзификација и можност со поседување на акција од фондот да се поседува идеален дел од одредена компанија; ликвидност на уделите и едноставен пристап на малите инвеститори да ги вложат слободните парични средства; мал обем на трошоци со тренд на постојано намалување, инвестиционите фондови ги прави евтина инвестиција по мерка на индивидуалниот инвеститор; постојано информирање на инвеститорите и следење на вредноста на нивните удели. (Горан Марковски, Инвестициските фондови и нивната перспектива во Република Македонија, презентација на 9-та годишна конференција на Македонска берза, Охрид, 12.4.2008)



Друштвата за управување со инвестиционите фондови животно се заинтересирани во фондовите што ги управуваат да прибираат што е можно повеќе средства и да ги вложуваат во имоти на кои ќе остваруваат што е можно поголеми заработувачки за членовите на фондовите. Со тоа тие ќе ги зголемуваат и своите заработки, а тоа значи дека ќе се борат да формираат што повеќе фондови, со различни степени на ризици во пласирањето на средствата, како би привлекле што повеќе инвеститори, согласно со нивните преференции. Тие ќе овозможуваат полесен пристап на инвеститорите да вложуваат и со поголема сигурност да заработаат повеќе отколку тоа би можеле да го направат, со оглед на трансакционите трошоци и трошоците за обезбедување на информации и нивно квалитетно обработување. Притоа, се разбира, олеснувањето на пристапот не треба да биде на штета на сигурноста на инвеститорите. Меѓутоа, не треба да се симнува од памет искуството според кое желбата за остварување на повисоки заработувачки упатува на вложувања во фондовите со поголем ризик.

Дострелот на развојот на фондовите според мотивационата сила на друштвата за управување со инвестиционите фондови постојано се зголемува, но, во крајна линија, е ограничен со степенот на либерализацијата на капиталните трансакции. Со воведувањето на конвертибилност на домашната валута границите се прошируваат и на купување на долгорочни хартии од вредност на странските пазари, што практично претставува неограничени можности за купување на хартии од вредност. Дотогаш, меѓутоа, фондовите ќе се соочуваат со проблемот на недоволен број на хартии од вредност, доколку не дојде до промени во климата на инвестирањето што би резултирала во зголемување на бројот на емисии на долгорочни хартии од вредност и во вредноста на емитираните вредносни хартии.

Нема сомневање дека пазарот на капитал во Македонија е далеку од теоретските граници на нивниот развој. Веќе формираните фондови само што почнаа да прибират средства, а некои ги немаат ни пласирано. Постапките за нивно формирање завршија во моментите на остро паѓање на цените на акциите на берзата и тие не наоѓаа интерес, во таква ситуација, да вложуваат во купување на акции. Меѓутоа, по паѓањето на БМИ-10 и на МБИД под 2000 поени повеќето од акциите на фирмите што ги сочинуваат овие индекси станаа повторно атрактивни за купување, па може да се очекува нивно поголемо присуство во тргувањето на берзата, поради можностите за остварување на добри заработки во наредниот период. Не треба да се испушти од предвид и тоа што постојат и други фирми надвор од индексите кои имаат значаен потенцијал за развој и генерирање на профити од кои би биле задоволни фондовите, зависно



од политиката спрема ризикот. Меѓутоа, нив треба да ги откриваат фондовите, како специјализирани посредници. Всушност, динамиката на нивниот развој зависи од знаењето и умешноста да наоѓаат потенцијално прифитабилни фирми и таму да ги насочуваат своите средства.

Тие треба да се подготват и за купување на акции и обврзници од фирмите кои ќе емитираат нови хартии од вредност, со оглед на очекуваното (повеќе посакуваното) динамизирање на инвестиционата активност за да се забрза растот. Поуспешните веројатно ќе се впуштат и во поттикнување на, засега, помалку познати фирми, но со завиден потенцијал, неопходните средства да ги прибават со емисија на акции или обврзници за кои фондовите би биле купувачи.

Зголемувањето на бројот на фондовите и на нивните активности во голема мера ќе придонесат пазарот на капитал во земјата поефикасно да ги остварува своите функции. Меѓутоа, и нивниот развој зависи од тоа колку побрзо ќе се манифестираат потребите на инвеститорите во производни средства. Ако тие изостанат набрзо може да дојде до обесхрабрување во нивните активности.

Придонес во развојот на пазарот на долгорочни хартии од вредност во Македонија може да се очекува од брокерските куќи кои имаат овластување да вршат функции на инвестициони банки во развиените економии. Станува збор за брокерски куќи (со големо овластување) формирани од поголемите банки во земјата. Тие треба да го олеснат процесот на емитирањето и реализирањето на емисии на долгорочни хартии од вредност. За тоа тие треба да се оспособуваат постојано, меѓутоа, колку ќе бидат ангажирани, пред сè, зависи од интересите на инвеститорите во производни средства. Притоа, тие можат и да ги поттикнат нив да се впуштат во изведување на добар проект, гарантирајќи го реализирањето на емисијата на хартијата од вредност, па дури и однапред да ја откупат целата емисија за да ги обезбедат потребните средства. Оваа посредничка улога тие секако ќе можат да ја извршуваат поефикасно отколку емитентите, не само поради можноста да ангажираат и свои средства, туку и поради тоа што тие во таа насока можат да остварат и соработка со институционалните инвеститори.





### **Користена литература**

- Петковски д-р Михаил (2006) „Финансиски пазари и институции“, Економски факултет – Скопје.
- Чировиќ д-р Милутин (2000) „Банкарство“, Београд.
- Шајноски м-р Крсте (2009) „Потреба и можности за унапредување на пазарот за долгорочни хартии од вредност во финансирањето на развојот на Република Македонија“, докторска дисертација, Економски институт, Скопје.
- Филиповски м-р Владимир (2002): Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на економската транзиција, докторска дисертација, Економски факултет - Скопје.
- Mishkin S. Frederic, „The Economics of Money, Banking and Financial Markets”, Scott, Foresmen and Company, Glenview, Illinois.