

ВОВЕДНИ НАПОМЕНИ, ЦЕЛИ И МЕТОДОЛОГИЈА НА ИСТРАЖУВАЊЕТО

Пазарот на капитал зазема значајно место во рамките на секоја национална економија. Тој има директно влијание врз ефикасното работење на деловните субјекти, подобрувањето на животниот стандард на населението, како и врз економскиот раст на земјата. Степенот на развиеност на пазарот на капитал претставува показател за вклученоста на националната економија во современите светски економски текови. Ефикасното функционирање на пазарот на капитал е во тесна корелациска врска со функцијата на портфолио менаџментот, што подразбира воспоставување систем за избор на оние хартии од вредност со кои ќе се максимизира приносот при определена стапка на ризик или, пак, ќе се минимизира ризикот при определена стапка на принос. На ваков начин се врши ефикасна алокација на капиталот, односно негово насочување кон оние инвестициски проекти што во конкретниот економски момент се најпрофитабилни, односно што обезбедуваат највисока стапка на принос на вложениот капитал.

Во земјите со развиено пазарно стопанство огромно внимание им се посветува на проблемите поврзани со управувањето на портфолиото на хартии од вредност. Знаењата од оваа област, во поголема или помала мера, им се потребни на банките, штедилниците, инвестициските компании, осигурителните друштва, пензиските фондови, брокерско – дилерските куќи, како и на индивидуалните инвеститори кои имаат намера слободниот капитал да го инвестираат во финансиски инструменти.

Ефикасниот портфолио менаџмент претставува пресуден фактор за динамичен стопански развој на секоја земја, а особено за земјите во транзиција, бидејќи тој овозможува со расположливиот капитал да се оствари поголема ефикасност на инвестициите во националната економија, а тоа доведува и до зголемување на профитабилноста на самото стопанство, како и до поголема материјалната благосостојба на населението. Ова особено е значајно за земјите со хроничен недостаток на капитал, а такви се најголем дел од земјите во транзиција, меѓу коишто спаѓа и Република Македонија.

Анализата на управувањето со портфолиото на хартии од вредност и појавата и развојот на инвестициските компании, како носители на портфолио менаџментот, не треба да се врши изолирано, бидејќи во тој случај не може да ги даде очекуваните резултати. Функцијата на портфолио менаџментот во Република Македонија мора да се набљудува низ призмата на реформите, што треба да се реализираат во финансискиот и стопанскиот систем за земјата да излезе од повеќедецениската стагнација и да обезбеди стабилен раст и развој.

Имајќи ги предвид претходните укажувања во однос на улогата и значењето на функцијата на портфолио менаџментот, предмет на истражување во оваа докторска дисертација се:

- функциите, организациската структура, учесниците и законската регулатива на пазарот на капитал;
- инвестициските компании, како носители на функцијата на портфолио менаџментот;
- финансиските инструменти што ја сочинуваат структурата на портфолиото на инвеститорите;
- деривативните финансиски инструменти и нивното влијание врз зголемувањето на перформансите на портфолиото;
- квантификацијата на ризикот и приносот од инвестирањето во хартии од вредност во функција на ефикасен портфолио менаџмент;
- мерењето на перформансите на портфолиото на хартии од вредност;
- состојбите на пазарот на капитал во Република Македонија;
- можностите и перспективите за ефикасен портфолио менаџмент во Република Македонија.

При опсервацијата на овие проблеми треба да се има предвид нивната мултидимензионалност, комплексност и меѓузависност со другите услови и фактори што дејствуваат врз нив.

Раководејќи се од мотивот во ова истражување да се откријат, разграничат, квантифицираат и предложат решенија за проблемите што се јавуваат при управувањето со портфолиото на хартии од вредност, како основна цел претставува стекнувањето и презентирањето определени научни сознанија, што треба да одговорат на следниве прашања:

- кои предуслови треба да се исполнат за развој на функцијата на портфолио менаџментот;
- какво е влијанието на одделни финансиски инструменти врз перформансите на портфолиото на хартии од вредност;
- кои се перспективите за развој на портфолио менаџментот во Република Македонија, имајќи ги предвид моменталните состојби и проблеми на микро и макро економски план;
- кои ефекти можат да се очекуваат со заживувањето на функцијата на портфолио менаџментот во Република Македонија?

Тргувајќи од комплексноста на истражуваната проблематика, најпрвин се изврши теоретска разработка и конфронтирање на различните теоретски стојалишта за основните економско-финансиски категории, што се релевантни за реализација на поставените цели. Со користењето на индуктивниот и дедуктивниот метод се дојде до сознанија за состојбите, односите и динамиката на промените, што ја детерминираат проблематиката којашто е предмет на ова истражување. Примената на дедуктивниот метод при истражувањето беше неизбежна, бидејќи со овој метод се откриваат составните компоненти на појавата, се утврдуваат квантитативните односи меѓу нив и се согледува нивното дејство врз целината. Квалитетот на предметот или појавата е условен од составните делови, т.е. од дејствувањето на секој дел во рамките на целината, односно од пропорциите меѓу деловите. Исто така, дедуктивниот метод овозможува најнапред да се укаже на најважното при испитувањето, па дури потоа да се даде разјаснување на деталите.

Токму затоа, најнапред е даден општ осврт врз истражуваната проблематика, што во натамошните анализи претставува појдовна основа за проучување и конкретизирање на суштината на предметот на истражување. Заради тоа, при проучувањето на определени сегменти од докторската дисертација се врши квалитативна анализа преку користење на компаративниот метод.

Со оглед на тоа што предмет на проучување се финансиските инструменти, што ја детерминираат структурата на портфолиото на инвеститорите, примената на методот на анализа се наметна како неопходност при истражувањето. Портфолио анализата го согледува ризикот и приносот на одделни хартии од вредност во коишто треба да се инвестира и можноста да се

врши нивна комбинација за да се конструира такво портфолио што најмногу ќе одговара на целите и преференциите на конкретниот инвеститор. Од друга страна, пак, системскиот приод во обработката на темата укажа на потребата од примена на синтезата, како метод којшто појавите ги проучува низ дијалектичкото единство на разновидните меѓусебно поврзани структури и односи што чинат единствена целина.

Исто така, во истражувањето е користен и методот на апстракција што овозможува издвојување и одделна анализа на поголем дел од составните делови што ја сочинуваат испитуваната појава.

Обемноста и комплексноста на проучуваната проблематика, предметот и целите на истражувањето и целосниот респект кон методолошкиот приод имаа пресудна улога во определувањето на композицијата на оваа докторска дисертација. Оттука, покрај воведот и заклучните согледувања, трудот е поделен на четири дела.

Во првиот дел, под наслов **Пазарот на капитал како неопходен предуслов за оптимализација на портфолиото на хартии од вредност**, се прави теоретски осврт врз пазарот на капитал, како институционално организиран простор на којшто се врши емисија и тргување со долгорочни хартии од вредност. Најнапред, се елаборирани современите функции на пазарот на капитал и неопходните општествено – економски предуслови за негово функционирање, од коишто најголемо внимание им се посветува на понудата и побарувачката на капитал, даночниот систем, развиеноста и ефикасноста на берзата на долгорочни хартии од вредност и економската и политичката стабилност. Преку пазарот на капитал се врши алокација на капиталот кон оние емитенти на долгорочни хартии од вредност за кои инвеститорите ќе проценат дека се сигурни, профитабилни и перспективни. Притоа, цената на хартиите од вредност, како и оценката на бонитетот на емитентот, од страна на инвеститорите и надлежните институции, има пресудно влијание врз инвестициските одлуки на пазарот на капитал. Имено, секој инвеститор настојува во своето портфолио да вклучи хартии од вредност што му даваат повисок принос и/или понизок ризик за да ја оптимализира структурата на портфолиото. На ваков начин капиталот, всушност, се движи кон сигурните и попрофитабилните деловни субјекти, а се повлекува од оние деловни субјекти што не покажале задоволителни резултати во работењето.

Значи, преку пазарот на капитал се врши фаворизирање и зголемување на учеството на профитабилните деловни субјекти во стопанството.

Анализата на организациската поставеност, учесниците и законската регулатива што се однесува на пазарот на капитал зазема посебно место во овој дел од докторската дисертација. Посебно внимание е посветено на проучувањето на инвестициските компании, како специјализирани институции што се занимаваат со управување на портфолиото на хартии од вредност. Инвестициските фондови претставуваат значајни финансиски институции што придонесуваат за проширување на инвестициските алтернативи на пазарот на капитал, а значајна е и нивната улога во однос на прибирањето средства од малите инвеститори коишто, најчесто, не поседуваат доволно знаење и финансиски средства за да постигнат задоволителен степен на диверзификација на нивното индивидуално портфолио.

Во вториот дел од докторската дисертација предмет на истражување се хартиите од вредност и нивното влијание врз перформансите на портфолиото. Портфолио менаџментот претставува континуиран процес за контрола на ризикот и приносот на одделните хартии од вредност што влегуваат во состав на портфолиото, како и адаптацијата на портфолиото кон промените во окружувањето, во согласност со однапред поставените цели на инвеститорот. Инвеститорот го вложува својот капитал во повеќе хартии од вредност, односно формира портфолио на хартии од вредност, бидејќи инвестирањето во една хартија, иако може да носи најголем принос, сепак, значи и преземање голем ризик. Затоа, во овој дел се елаборирани краткорочните и долгорочните хартии од вредност во коишто инвеститорите можат да ги вложуваат слободните финансиски средства за да ја оптимизираат структурата на портфолиото. Посебен акцент е ставен врз деривативните финансиски инструменти (форварди, фјучерси, опции) што претставуваат ефикасен механизам за зголемување на перформансите на портфолиото. Имено, деривативните финансиски инструменти им овозможуваат на инвеститорите намалување и контрола на значајните деловни ризици. Преку нив може да се контролира ризикот од промена на каматните стапки, ризикот од промена на цената на хартиите од вредност или ризикот од промена на девизниот курс. Тоа значи дека трансакциите со деривативните хартии од вредност, всушност,

овозможуваат да се максимизира приносот и да се минимизира ризикот при управувањето со портфолиото.

Централен дел во истражувањето претставува третиот дел во којшто се врши квантификација на ризикот и приносот во функција на оптимизирање на структурата на портфолиото. Ефикасното управување со портфолиото на хартии од вредност ја наметнува потребата да се користат определени статистички методи што на инвеститорите ќе им помогнат да извршат правилна селекција на хартиите од вредност, што ќе влезат во составот на портфолиото, за да можат да ја остварат очекуваната стапка на принос со истовремено минимизирање на ризикот. Приносот што се остварува на одделни хартии од вредност е различен, односно во определено време е променлив. Како резултат на неизвесното дејство на одделни фактори може да се јави разлика меѓу очекуваниот принос и оној што реално ќе се оствари. Колку дејството на непредвидливите фактори е поголемо, толку разликата меѓу очекуваниот и остварениот принос ќе биде поголема. Тоа значи дека остварувањето на очекуваниот принос на секоја хартија од вредност е поврзано со определен ризик, што кај различни хартии од вредност е различен, а различен е и кај истата хартија од вредност, издадена од иста фирма, но во различни временски периоди.

Управувањето со инвестициите во хартии од вредност се заснова на теоретските достигнувања од областа на портфолио теоријата. Затоа, во овој дел, предмет на обработка се традиционалната, модерната и постмодерната портфолио теорија. Традиционалната портфолио теорија се залага за избор на оние хартии од вредност што најдобро одговараат на желбите и преференциите на инвеститорите. Меѓутоа, оваа теорија сугерира недоволно прецизен и субјективен избор на определени хартии од вредност што ја сочинуваат структурата на портфолиото. За разлика од традиционалната, модерната портфолио теорија врши проценка на ризикот и приносот на одделни хартии од вредност, како и анализа на индивидуалните склоности на инвеститорот кон ризикот. Постмодерната портфолио теорија, пак, може да се третира како надградба на модерната портфолио теорија, а е овозможена со усовршувањето на информациската технологија.

Исто така, предмет на истражување во докторската дисертација се и моделот за вреднување на капиталот CAPM и теоријата за арбитражно

вреднување АРТ, што претставуваат објективна основа за спроведување на портфолио анализата.

Ефикасното управување со портфолиото на хартии од вредност ја наметнува потребата инвеститорите да вршат периодично мерење на перформансите на портфолиото, во смисла на нивно споредување со однапред определени репери или стандарди. Отстапувањето од зададените параметри на ефикасноста или појавата на подобри инвестициски можности бара обновување на процесот на селекција на портфолиото за прилагодување на новонастанатите околности. Заради важноста на овој процес, пак, моделите за мерење на перформансите на портфолиото претставуваат предмет на истражување во оваа докторска дисертација.

Четвртиот дел, под наслов **Актуелни состојби, можности и перспективи за ефикасен портфолио менаџмент во Република Македонија**, претставува апликативен приод, и тоа на примерот на македонското стопанство. Во овој дел е направен осврт врз економскиот амбиент во којшто инвеститорите дејствуваат и врз економско-финансиската ситуација на стопанството во Република Македонија. Со ваквиот аналитички приод можат да се издиференцираат проблемите што на микро и макро план генерираат неповолни економско-финансиски состојби и движења. Во оваа смисла, комплексната анализа на ситуацијата на македонското стопанство треба да послужи како научна основа и платформа за селектирање и рангирање предлози што би можеле да бидат инкорпорирани во тековната економска политика и во донесувањето долгорочна стратегија за развој на портфолио менаџментот во Република Македонија.

Значи, преку пазарот на капитал се врши фаворизирање и зголемување на учеството на профитабилните деловни субјекти во стопанството.

Анализата на организациската поставеност, учесниците и законската регулатива што се однесува на пазарот на капитал зазема посебно место во овој дел од докторската дисертација. Посебно внимание е посветено на проучувањето на инвестициските компании, како специјализирани институции што се занимаваат со управување на портфолиото на хартии од вредност. Инвестициските фондови претставуваат значајни финансиски институции што придонесуваат за проширување на инвестициските алтернативи на пазарот на капитал, а значајна е и нивната улога во однос на прибирањето средства од малите инвеститори коишто, најчесто, не поседуваат доволно знаење и финансиски средства за да постигнат задоволителен степен на диверзификација на нивното индивидуално портфолио.

Во вториот дел од докторската дисертација предмет на истражување се хартиите од вредност и нивното влијание врз перформансите на портфолиото. Портфолио менаџментот претставува континуиран процес за контрола на ризикот и приносот на одделните хартии од вредност што влегуваат во состав на портфолиото, како и адаптацијата на портфолиото кон промените во окружувањето, во согласност со однапред поставените цели на инвеститорот. Инвеститорот го вложува својот капитал во повеќе хартии од вредност, односно формира портфолио на хартии од вредност, бидејќи инвестирањето во една хартија, иако може да носи најголем принос, сепак, значи и преземање голем ризик. Затоа, во овој дел се елаборирани краткорочните и долгорочните хартии од вредност во коишто инвеститорите можат да ги вложуваат слободните финансиски средства за да ја оптимизираат структурата на портфолиото. Посебен акцент е ставен врз деривативните финансиски инструменти (форварди, фјучерси, опции) што претставуваат ефикасен механизам за зголемување на перформансите на портфолиото. Имено, деривативните финансиски инструменти им овозможуваат на инвеститорите намалување и контрола на значајните деловни ризици. Преку нив може да се контролира ризикот од промена на каматните стапки, ризикот од промена на цената на хартиите од вредност или ризикот од промена на девизниот курс. Тоа значи дека трансакциите со деривативните хартии од вредност, всушност,