

РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА  
УНИВЕРЗИТЕТ "Св. КИРИЛ И  
МЕТОДИЈ"-СКОПЈЕ  
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



**ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА**

**"СМЕТКОВОДСТВЕНИ И ФИНАНСИСКИ АСПЕКТИ НА ПАЗАРОТ НА  
КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА"**

***"ACCOUNTING AND FINANCIAL ASPECTS OF THE CAPITAL MARKET IN  
REPUBLIC OF MACEDONIA "***

**Кандидат:**

**м-р Дијана Јованоска**

**Ментор:**

**проф. д-р Љубиша Јаневски**

**Скопје, 2013**

**Ментор:**

**проф. д-р Љубиша Јаневски**

**Економски факултет, Скопје**

**Членови на комисија:**

1.

2.

3.

4.

*Овој труд го посветувам на моите деца*

*Никола и Стефан*

# "СМЕТКОВОДСТВЕНИ И ФИНАНСИСКИ АСПЕКТИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА"

## А П С Т Р А К Т

Предмет на проучување на овој труд се сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал во Република Македонија.

Бидејќи пазарот на капитал претставува основен фактор за развој на секоја економија, сметам дека постоењето на доверба во пазарот на капитал е еден од фундаменталните услови за прилив и акумулација на капитал во земјата преку привлекување инвестиции.

Затоа, од посебно значење е проучувањето на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал во Република Македонија.

По целосно проучување на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал во Република Македонија, треба да се согледа нивната усогласеност со регулативите на Европската унија и потребата од дополнителни активности кои треба да ги преземе Република Македонија за целосна усогласеност со регулативата на Европската унија.

Клучни зборови: пазар на капитал, сметководствени аспекти, финансиски аспекти, хартии од вредност, трговски друштва, инвестициски фондови, акционерски друштва, Европска Унија, Меѓународни сметководствени стандарди, Меѓународни стандарди за финансиско известување.

ACCOUNTING AND FINANCIAL ASPECTS OF THE CAPITAL MARKET IN  
REPUBLIC OF MACEDONIA

**A B S T R A C T**

The subject of study in this work are accounting and financial aspects of the capital market in Republic of Macedonia.

Since the capital market is the basic development factor of each economy, I think that the existence of trust in the capital market is one of the fundamental conditions for inflow and acumulation of capital in the country via attracting investments.

Therefore, research of accounting and financial aspects of the capital market in Macedonia is of special importance.

Once analisys of accounting and financial aspects of the capital market in Macedonia is completely done, it is necessary to check their compliance with EU regulations. The need of additional activities which should be taken by the Republic Macedonia for complete compatibility with EU regulations should be analyzed too.

**Key words:** capital market, accounting aspects, financial aspects, securities, trading companies, investment funds, corporate companies, risk, European Union, Intrenational Accounting Standards, International Financial Reporting Standards.

СОДРЖИНА

**"СМЕТКОВОДСТВЕНИ И ФИНАНСИСКИ АСПЕКТИ НА ПАЗАРОТ НА  
КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА"**

<b>ВОВЕД</b> .....	<b>5</b>
<b>Г Л А В А I</b> .....	<b>9</b>
<b>СОСТОЈБА НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА</b> .....	<b>9</b>
<b>1. Дефинирање на пазарот на капитал</b> .....	<b>9</b>
<b>1.1. Финансиски концепции и ризици од вложувања во хартии од вредност</b> .....	<b>23</b>
<b>2. Значење на пазарот на капитал за развој на економијата</b> .....	<b>38</b>
<b>3. Интерни фактори кои влијаат на развојот на пазарот на капитал во Република Македонија</b> .....	<b>46</b>
<b>3.1. Правниот систем</b> .....	<b>46</b>
<b>3.2. Политичкиот систем</b> .....	<b>47</b>
<b>3.3. Економскиот систем</b> .....	<b>48</b>
<b>3.4. Нивото на култура во земјата</b> .....	<b>49</b>
<b>3.5. Други фактори</b> .....	<b>50</b>
<b>4. Институции кои го регулираат пазарот на капитал во Република Македонија</b> .....	<b>51</b>
<b>4.1. Македонската берза АД Скопје</b> .....	<b>51</b>
<b>4.2. Комисија за хартии од вредност</b> .....	<b>68</b>
<b>4.3. Централен депозитар за хартии од вредност</b> .....	<b>76</b>
<b>4.4. Инвестициски фондови</b> .....	<b>82</b>
<b>Г Л А В А II</b> .....	<b>96</b>
<b>СМЕТКОВОДСТВЕНИ И ФИНАНСИСКИ АСПЕКТИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА</b> .....	<b>96</b>

<b>1. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал.....</b>	<b>96</b>
<b>Квалитетната законска рамка е битен предуслов за развој на пазарот на капитал. Регулативата мора да биде дизајнирана така што на сите учесници ќе им овозможи сигурна правна заштита.....</b>	<b>96</b>
<b>1.1. Сметководствени и финансиски аспекти во Законот за хартии од вредност .....</b>	<b>97</b>
<b>1.2. Сметководствени и финансиски аспекти на Закон за преземање на акционерски друштва .....</b>	<b>112</b>
<b>1.3. Сметководствени и финансиски аспекти на Законот за инвестициските фондови.....</b>	<b>116</b>
<b>1.4. Сметководствени и финансиски аспекти на Закон за трговските друштва.....</b>	<b>120</b>
<b>2. Усогласеност на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал со регулативниот систем на Европската унија .....</b>	<b>127</b>
<b>2.1. Усогласеност на Законот за хартии од вредност .....</b>	<b>129</b>
<b>2.3. Усогласеност на Законот за инвестициските фондови.....</b>	<b>132</b>
<b>2.4. Усогласеност на Законот за трговски друштва .....</b>	<b>133</b>
<b>3. Предности и недостатоци на легислативната рамка .....</b>	<b>143</b>
<b>3.1. Можности за подобрување на законските одредби во контекст на зголемување на портфолио инвестициите .....</b>	<b>145</b>
<b>4. Усогласеност на финансиските извештаи во Република Македонија согласно барањата на Европската унија.....</b>	<b>146</b>
<b>5. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал во земјите-членки на Европската унија.....</b>	<b>180</b>
<b>5. 1. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал во Република Бугарија .....</b>	<b>180</b>

<b>5. 2. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал во Република Словенија .....</b>	<b>184</b>
<b>Г Л А В А III .....</b>	<b>191</b>
<b>МОЖНОСТИ ЗА ПОДОБРУВАЊЕ НА СМЕТКОВОДСТВЕНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ АСПЕКТИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА .....</b>	<b>191</b>
<b>1. Можност за подобрување на сметководствените и финансиските аспекти во законите кои го регулираат пазарот на капитал во Република Македонија .....</b>	<b>191</b>
<b>1. 1. Можност за подобрување на Законот за хартии од вредност, Законот за преземање на акционерски друштва, Закон за инвестициските фондови, Закон за трговски друштва.....</b>	<b>191</b>
<b>2. Напори кои ги прави Република Македонија за усовршување на пазарот на капитал .....</b>	<b>196</b>
<b>2.1. Активности кои ги презела Република Македонија за подобрување на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал .....</b>	<b>196</b>
<b>2.2. Институции кои во најголема мера се грижат за целосно усовршување на пазарот на капитал .....</b>	<b>225</b>
<b>ЗАКЛУЧОК .....</b>	<b>232</b>



## А К Р О Н И М И

**ЕУ – Европска Унија**

**МСС – Меѓународни сметководствени стандарди**

**МСФИ – Меѓународни стандарди за финансиско известување**

**ХВ – Хартии од вредност**

**ЗИФ – Закон за инвестициски фондови**

**ЗТД – Закон за трговски друштва**

**ЗХВ – Закон за хартии од вредност**

**ИФ – Инвестициски фондови**

**КЕХР – Комисија на европски регулатори за хартии од вредност**

**КХВ – Комисија за хартии од вредност**

**МБ – Македонска берза**

**ЦДХВ – Централен депозитар на хартии од вредност**

**CAPM - Capital Asset Pricing Model – Модел на одредување на цената на вложениот капитал**

**IOSCO (International Organization of Securities Commission) – Меѓународна организација на комисиите за хартии од вредност**

## ВОВЕД

Пазарот на капитал претставува основен постулат за развој на секоја национална економија. Тој претставува основен услов и амбиент за одвивање на долгорочното финансирање во услови на пазарно стопанисување. Пазарот на капитал подразбира поврзување на понудата и побарувачката на долгорочните кредити и долгорочните хартии од вредност кои произлегуваат од некој однос на сопственост или од кредитен однос. Капиталот заедно со одлуките кои го одредуваат целокупното работење на компаниите претставува значаен сегмент од меѓународните финансии.

Во услови на позасилена интеграција на пазарите во Европската унија, не е возможно да биде избегната и засилена финансиска интеграција. Кога се зборува за финансиска интеграција, треба да се има предвид дека за да се постигне таа интеграција потребно е да се воспостави единствен пазар.

Но, бидејќи перфектен пазар претставува само теоретска категорија, аналитичарите кога зборуваат за финансиски пазар на Европската унија мислат на пазар кој со географска површина е колку и територијата на Европската унија, а на него секој субјект кој се занимава со финансии може да работи под еднакви услови како во матичната земја, така и надвор.

Развиениот пазар на капитал често се поврзува со зголемена меѓународна конкурентност на економијата и со висок животен стандард на населението. Значењето и динамиката на пазарот на капитал за развојот посебно ја наметна процесот на глобализација кој ги зафати сите земји во светот, не изоставувајќи ја и глобализацијата на светскиот

пазар на капитал кој сè повеќе ја зголемува динамиката на развој. Големо е значењето што му се придава на пазарот на капитал посебно за инвестициите во земјата, односно присуството на домашни и странски инвеститори.

Постоењето на доверба во пазарот на капитал е еден од фундаменталните услови за прилив и акумулација на капитал во земјата преку привлекување инвестиции.

Инвеститорите ќе вложуваат во земјата доколку се добро информирани за функционирањето на пазарот на капитал и со регулативата што се применува во соодветната земја и постојано да ги следат сите достигнувања на пазарот на капитал.

Затоа треба да се согледа состојбата на пазарот на капитал во Република Македонија и факторите кои го детерминираат неговиот развој.

Една од најважните карактеристики на светските пазари на крајот на 20-от век и почетокот на 21-от век е сеопфатниот процес на глобализација кој е производ на економско-технолошкиот процес. Процесот на глобализација на светската размена и пазари ги зафаќа сите земји и сите подрачја во светот, посебно преку процесот на меѓусебно поврзување, соработка и интеграција.

Процесот на глобализација го опфати и светскиот пазар на капитал, како еден од фундаменталните фактори за развој на светската економија. Глобализацијата на светскиот пазар на капитал претставува важен фактор за стимулирање на процесот на усогласување, односно хармонизација на финансиското известување меѓу земјите. Многу претпријатија котираат на берзите надвор од својата држава и пазарот на

капитал ги преминува националните граници. Времето кога претпријатијата го обезбедувале својот капитал од национални извори е поминато и глобалниот опсег на пазарот на капитал има потреба од хармонизација.

Пазарот на капитал претставува основен постулат за развој на секоја национална економија. Развиениот пазар на капитал често се поврзува со зголемена меѓународна конкурентност на економијата и со висок животен стандард на населението. Значењето и динамиката на пазарот на капитал за развојот посебно ја наметна процесот на глобализација кој ги зафати сите земји во светот, не изоставувајќи ја и глобализацијата на светскиот пазар на капитал кој сè повеќе ја зголемува динамиката на развој.

Информацијата е основна движечка сила на развиените пазари на капитал. Информации за идните активности поврзани со освојување нови пазари, развој на нови продукти, креирање нови технологии, почнати преговори со странски инвеститори и ефекти на нивно идно работење се од фундаментално значење при формирање на економски одлуки. Токму затоа целокупната регулатива што го уредува работењето на пазарот на капитал е насочена кон обезбедување јавност и достапност на овие информации.

Поради сето ова од големо значење е детерминирање на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал во Република Македонија.

<b>Г Л А В А I</b> .....	9
<b>СОСТОЈБА НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА</b> .....	9
<b>1. Дефинирање на пазарот на капитал</b> .....	9
<b>1.1. Финансиски концепции и ризици од вложувања во хартии од вредност</b> .....	23
<b>2. Значење на пазарот на капитал за развој на економијата</b> .....	38
<b>3. Интерни фактори кои влијаат на развојот на пазарот на капитал во Република Македонија</b> .....	46
<b>3.1. Правниот систем</b> .....	46
<b>3.2. Политичкиот систем</b> .....	47
<b>3.3. Економскиот систем</b> .....	48
<b>3.4. Нивото на култура во земјата</b> .....	49
<b>3.5. Други фактори</b> .....	50
<b>4. Институции кои го регулираат пазарот на капитал во Република Македонија</b> .....	51
<b>4.1. Македонската берза АД Скопје</b> .....	51
<b>4.2. Комисија за хартии од вредност</b> .....	68
<b>4.3. Централен депозитар за хартии од вредност</b> .....	76
<b>4.4. Инвестициски фондови</b> .....	82

## **Г Л А В А I**

### **СОСТОЈБА НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА**

#### **1. Дефинирање на пазарот на капитал**

Основен услов и амбиент за одвивање на долгорочното финансирање во услови на пазарно стопанисување претставува пазарот на капитал. Под долгорочно финансирање се подразбира финансирање при кое времето на достасување на долгот за отплата е подолг од една година или при кое финансирањето е трајно и не постои обврска за враќање на средствата што се дадени на користење. Тука спаѓаат долгорочни парични средства и долгорочни хартии од вредност. Пазарот на капитал подразбира поврзување на понудата и побарувачката на долгорочните кредити и долгорочните хартии од вредност кои произлегуваат од некој однос на сопственост или од кредитен однос. Капиталот заедно со одлуките кои го одредуваат целокупното работење на компаниите претставува значаен сегмент од меѓународните финансии.

Воведувањето на пазарот на капитал треба да се сфати како создавање на алтернативен и конкурентен облик на финансирање на стопанството во однос на финансиските институции, пред сè деловните банки. Преку него се создава институционална можност финансиските инвеститори, пред сè носителите на штедењето да можат да избираат меѓу вложување на своите финансиски средства кај банките или за директно пласирање на тие средства по пат на купување на хартии од вредност емитувани од здрави претпријатија.

Од институционална гледна точка, пазарот на капитал претставува интегрален дел од финансискиот пазар, односно тој всушност претставува организирано сретнување на понудата и побарувачката на слободни долгорочни финансиски средства. На овој пазар предмет на купување и продавање се долгорочните слободни парични средства и долгорочни хартии од вредност.

Активностите на пазарот на капитал се однесуваат на алокација на вишокот на капитал во преносливи хартии од вредност, како и позајмување. Поточно, овој пазар опфаќа гаранции, инвестициско банкарство, синдикални кредити, корпоративни консалтинг услуги и корпоративно реструктурирање, менаџмент на актива и тргување со портфолија од голем обем, вклучувајќи ги тука и институционалните инвеститори.

Како долгорочни финансиски средства се сметаат средствата чиј рок на достасување е над една година. Во оваа категорија спаѓаат долгорочните парични средства и долгорочните хартии од вредност. Понудувачи на долгорочни парични средства се населението, компании од стопанството, банките и други финансиски организации.

Средствата што се нудат на овој пазар потекнуваат од одложена потрошувачка на населението (нивните заштеди), добивката што ја остваруваат и акумулираат компаниите во стопанството, од трансформација на краткорочни парични средства во долгорочни што го вршат банките и од странскиот капитал.

Истите групи субјекти се јавуваат и како побарувачи на долгорочни парични средства. Од односите што настануваат со ангажирање на капитал произлегуваат некои видови хартии од вредност од долгорочен

карактер какви што се акциите, долгорочни обврзници, долгорочни сертификати, варанти, права и др.

Доколку пазарите на капитал ги извршуваат нивните функции (ја оформуваат цената на рамнотежно ниво, овозможуваат ликвидност на тргуваните хартии од вредност и ги намалуваат трансакциските трошоци) ефикасно, т.е. со најниски можни трошоци, нема потреба од интервенција, односно нивна регулација. Во светот на перфектни пазари и перфектна конкуренција нема теоретско оправдување за интервенцијата на пазарните механизми, но сосема е поинаку доколку овие функции се нарушени. Причина повеќе да се оправда регулацијата на пазарите на капитал е тоа што со регулацијата се овозможува заштита на инвеститорите и зајакнување на способноста на пазарите правилно да функционираат со што се зачувува системската стабилност и се намалува системскиот ризик.

Регулативната рамка мора да се процени во однос на нејзината ефикасност т.е. да постои оперативна ефикасност, односно да ги исполнува саканите функции. Најдобар одраз на квалитетот на ефективна регулација на пазарот на капитал е степенот на кој таа осигурува функционирање на пазарниот механизам.

Како главно правило, регулацијата треба да биде неутрална и да креира еднакви конкурентни услови за сите пазарни учесници, без да дава одреден преференцијален или дискриминациски третман на одредени учесници.

Исто така, регулаторите треба внимателно да извршат проценка на влијанието од регулативната рамка на пазарите на капитал, почнувајќи со националните пазари, но и погледнувајќи надвор од границите.



Целите кои секој пазар на капитал треба да ги постигне се следниве:

- зголемување на ефикасноста во однос на насочување на штедењето и акумулацијата кон инвестиции во јавниот и во приватниот сектор;
- зголемување на домашното штедење;
- да се прошири основата на носителите на сопственост;
- достапност до инвестицискиот капитал на повеќе инвеститори;
- да се обезбедат долгорочни финансиски извори, со сведување на ризик од финансиска нестабилност на минимално ниво;
- проширување на финансиските услуги кои на штедачите и инвеститорите им ги нудат финансиските институции;
- унапредување на оперативната делотворност на финансиските институции и
- подобрување на условите за прибавување странски капитал.

Пазарот на капитал претставува механизам за финансирање на државата. Преку развиен пазар на капитал државата може да мобилизира финансиски фондови за финансирање на својата активност.

Ова посебно се однесува на пазарот на државни обврзници, како дел од пазарот на капитал. Финансирањето на јавните расходи преку пазарот на капитал се смета дека овозможува неинфлаторен начин на финансирање, за разлика од финансирањето преку директно задолжување на државата кај Централната банка.

Пазарот на капитал исто така претставува механизам за контрола (дисциплинирање) на менаџерите на компаниите.

Оваа функција на пазарот на капитал произлегува од одвоеноста на сопственоста од управувањето во модерните корпорации. Ваквата одвоеност создава простор менаџерите во фирмата да донесуваат одлуки кои не секогаш и не сосема се во интерес за сопствениците (акционерите). Механизмот преку кој пазарот на капитал врши контрола врз менаџерите е следниот: доколку менаџментот во една компанија е недоволно успешен, тоа ќе доведе до паѓање на цената на акциите на таа компанија, бидејќи незадоволните акционери ќе ги продаваат своите акции.

Пазарот на капитал овозможува финансиско, сопственичко и управувачко реструктурирање на претпријатијата и дејствува врз зголемувањето на вкупната ефикасност на стопанисувањето на националната економија во целост.

Ако претпријатието работи неуспешно често доаѓа до преземање на претпријатието од група на други сопственици, кои поставуваат свој управувачки кадар, а тие пак, вршат други реструктурирања при работењето во претпријатието.

Пазарот на капитал има функција да привлекува странски инвеститори во националната економија.

Оваа функција се однесува и за странските директни инвестиции и за странските портфолио инвестиции.

Постоењето на добро организиран пазар на капитал, претставува фактор кој позитивно влијае врз одлуките на потенцијалните странски инвеститори да вложуваат во домашната економија.

Како второ, добро организиран пазар значи добро регулиран пазар, што е, исто така, важно за странските инвеститори. Значењето на странските инвестиции е особено големо за транзициските економии и земјите во развој, со оглед на недостигот на домашно штедење за остварување на повисоки стапки на раст.

Пазарот на капитал може да обезбеди ефикасна алокација на финансискиот капитал. Во услови кога постои совршен пазар на капитал (кога не постојат пазарни неуспеси и трансакциски трошоци), пазарот на капитал овозможува финансискиот капитал да се алоцира кај оние проекти кои овозможуваат највисока стапка на принос.

Пазарот на капитал ја оневозможува монополизацијата на тековите на финансискиот капитал.

Доколку пазарот на капитал се карактеризира со релативно слободен влез и излез, на страна на понудата и на страна на побарувачката, тогаш се оневозможува здобивање со монополска моќ на постојните институции во финансискиот систем. На пример, во земјите каде што банкарскиот систем го претставува најголемиот дел од финансискиот систем, воспоставувањето и развојот на пазарот на хартии од вредност може да влијае да се ограничи (редуцира) монополската моќ на банките при интеграцијата помеѓу штедачите и заемобарателите.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Марина Накева Кавракова, *Функции на пазарот на капитал*, види поширно сѐр. 9-25

Постоенето на доверба во пазарот на капитал е еден од фундаменталните услови за прилив и акумулација на капитал во земјата преку привлекување инвестиции.

Информацијата е основна движечка сила на развиените пазари на капитал. Информации за идните активности поврзани со освојување нови пазари, развој на нови продукти, креирање нови технологии, почнати преговори со странски инвеститори и ефекти на нивно идно работење се од фундаментално значење при формирање на економски одлуки. Токму затоа, целокупната регулатива што го уредува работењето на пазарот на капитал е насочена кон обезбедување јавност и достапност на овие информации.

Инвеститорите ќе вложуваат во земјата доколку се добро информирани за функционирањето на пазарот на капитал и со регулативата што се применува во соодветната земја и постојано да ги следат сите достигнувања на пазарот на капитал.

Во суштина, пазарот на капитал во себе ги содржи пазарот на долгорочни инвестициски кредити, пазарот на хипотекарни кредити и пазарот на ефекти, односно долгорочни хартии од вредност.<sup>2</sup>

Пазарот на капитал, како организирана форма на сретнување на понудата и побарувачката на долгорочни слободни финансиски средства се состои од два сегмента:

- пазар на долгорочни парични средства и
- пазар на долгорочни хартии од вредност (Securities market).

---

<sup>2</sup> Тихомир Јовановски, *Финансиски пазар*, 1994, стр.29

Пазарот на долгорочни парични средства, претставува всушност, долгорочно кредитирање на инвестициите и тој се остварува по пат на контакти меѓу економските субјекти, деловните банки, финансиските институции, инвестициските фондови и други. Овој пазар опфаќа пазар на долгорочни - инвестициски кредити и пазар на хипотекарни кредити.

Пазарот на долгорочни хартии од вредност опфаќа емисија и промет на долгорочни хартии од вредност (ефекти). Тој се дели на:

- Примарен пазар,
- Секундарен пазар (Берза),
- Терцијарен пазар и
- Квартален пазар на капитал.

На примарниот пазар на капитал се пласираат новите емисии на хартии од вредност - акции и обврзници на корпорациите и обврзници на централните и локалните државни органи. На овој начин корпорациите односно претпријатијата и државните органи вршат мобилизација на слободен паричен капитал, односно доаѓа до доброволна централизација на капитал со која се доаѓа до прибирање на високо квалитетни средства кои на претпријатијата им се потребни за основање или пак за финансирање на работењето.

Емитирањето на долгорочни хартии од вредност се одвива преку примарниот пазар на капитал. Според тоа тој ги опфаќа институциите, инструментите и механизмите преку кои се вршат комплексните операции врзани за подготовката и реализацијата на емисиите на акции и обврзници.

Самата емисија на хартии од вредност може во основа да ја вршат претпријатија со голем кредитен рејтинг. Во развиените пазарни економии работат специјализирани рејтинг компании кои врз основа на прифатени и утврдени методологии ја утврдуваат висината на кредитниот рејтинг на компаниите кои сакаат да емитираат хартии од вредност со цел да обезбедат средства за финансирање на процесот на репродукција или за финансирање на нови инвестиции.

Економските субјекти кои сакаат да емитираат хартии од вредност, односно да излезат на примарниот пазар на капитал, покрај тоа што треба да имаат рејтинг, треба да добијат и согласност од определен државен орган кој врши контрола на условите на емисијата од хартии од вредност, на финансиската состојба и на нивниот рејтинг.

Централната улога на примарниот пазар на капитал ја вршат финансиските посредници. Меѓу нив најзначајни се инвестициските банки кои се специјализирани банки за превемање и пласирање на нови емисии на акции и обврзници. Овие банки најчесто се сретнуваат во САД, додека во западно-европските земји функциите на инвестициските банки ги вршат универзалните банки кои истовремено се занимаваат и со традиционални банкарски работи.

Според тоа, доколку наше претпријатие односно корпорација сака да изврши нова емисија, тогаш целата операција и ја препушта на една од постојните инвестициски или универзални банки. Потоа корпорацијата директно со банката ги договара условите на продажба на акциите или тоа го прави по пат на конкурс, односно задачата ја доверува на онаа банка која ќе понуди најповолни услови.

Инвестициските банки имаат повеќе улоги на примарниот пазар на капитал: советодавна улога, административна улога, тие се носители на ризикот и вршат дистрибуција на новата емисија.

Во земјите со развиено пазарно стопанство целокупната процедура на емисијата, запишувањето и пласманот на долгорочни хартии од вредност е мошне комплексна и претставува извршување на многубројни операции, од кои позначајни се следниве:

- Избор на инвестициска или универзална банка;
- Преговори помеѓу емитентот и банката за условите за емисијата;
- Формирање на т.н. конзорциум на банки;
- Регистрација на новата емисија на акции, односно обврзници кај надлежниот државен орган и
- Формирање на група продавачи на хартии од вредност и нивна дистрибуција до крајните потрошувачи.

При изборот на инвестициска, односно универзална банка може да биде применет методот на директни преговори помеѓу емитентот и банката или конкурентниот метод. Кога станува збор за емисија на акции од страна на корпорацијата, односно претпријатија најчесто се применува првиот метод, а кога станува збор за емисија на обврзници од страна на државата се применува конкурентниот метод.

Секундарниот пазар на капитал ги опфаќа институциите и механизмите со помош на кои се врши прометот (купување и продавање) на еднаш веќе емитираните хартии од вредност. Берзата е фактички секундарниот пазар на долгорочни хартии од вредност.

**Секундарниот пазар на капитал се состои од два сегмента:**

- **Организиран, службен пазар на хартии од вредност - ефектни берзи и**
- **Пазар преку шалтер кој не е службен, но регуларен.**

Берза на долгорочни хартии од вредност е организиран, специјален пазар на хартии од вредност. Тој всушност претежно претставува секундарен пазар на хартии од вредност, каде што се игра по точно утврдени правила и критериуми што треба да ги исполнуваат хартиите од вредност за да бидат вклучени во продажба. Но, исто така на берза се среќаваат и нови емисии на хартии од вредност на претпријатија кои ги емитуваат како на примарен пазар.

Берзата има посредничка улога, таа не тргува со сопствени хартии од вредност, ниту пак може да купува за своја сметка.

Берзата е специјален пазар на хартии од вредност поради концентрација на понудата и побарувачката на едно место, а во исто време на берзите котираат само акции од оние претпријатија кои имаат позитивен бонитет.

За да се започне со работа на берза, посредниците добиваат налог од своите клиенти за точно утврдени видови на хартии од вредност, број, рок на извршување на налогот (промптно или термински), ограничувања во цените и сл.

Постојат два вида учесници на берзата кои тргуваат со хартии од вредност. Првата група се учесници кои имаат одобрение од соодветен орган на берзата за тргување со долгорочни хартии од вредност



(берзантски посредници - брокери). Втората група на учесници се берзантски трговци - дилери, кои се претставници на разни деловни банки и други посреднички организации. Постои и трета група субјекти кои можат да присуствуваат, но не и да тргуваат. Тие се без овластување да учествуваат во тргувањето со хартии од вредност (банки, новинари, публика).

Продажбата на хартии од вредност се врши преку лицитирање, во точно определено време, на точно определено место во берзата. Цената на хартиите од вредност се менува во текот на лицитацијата, т.е. цената на хартиите од вредност е регулирана од понудата и побарувачката. Доколку понудата ја надминува понудувачката, се намалува цената на хартиите од вредност и обратно.

Берзите на долгорочни хартии од вредност што постојат низ светот меѓусебно се разликуваат во поглед на бројот на членови што ги сочинуваат, во поглед на учество на државите во нив, во поглед на тоа дали банките можат да бидат членови во нив и друго.

Постојат различните видови берзи и најчесто се групираат во три типа: берзи од англиски тип (лондонска и њујоршка берза), берзи од француски тип (во Франција, Италија, Шпанија и Португалија) и берзи од мешан тип (во Германија, Швајцарија и Австрија).

Англискиот тип или англосаксонскиот тип на берзи се карактеризира со: ограничен број членови и строга процедура за прием на нови членови, неможност банките да бидат членови на берзата, приватен карактер на институцијата, но и определен степен на контрола од страна на државата.

Францускиот или континентален тип на берзи се карактеризира со: значајно учество на државата во раководењето и управувањето со берзите, односно станува збор за институција од јавно-правен карактер каде членовите се назначуваат од страна на државата, како и неможност банките да бидат членки на берзата.

Мешовитиот тип на берзи претставува комбинација на англосаксонскиот и континенталниот тип на берзи. Главни обележја на овој тип на берзи се: управувањето од страна на државата, можноста банките да бидат членови на берзата и неограничениот број членови на берзата (приемот на нови членови го вршат банките).

Пазарот на хартии од вредност “преку шалтер” (over-the-counter market) подразбира продажба на хартии од вредност преку посредници и се одвиваат надвор од службените простории на берзата. Купопродажбата се одвива во рамките на поголемите комерцијални банки или меѓу нив, па оттаму и терминот меѓубанкарски пазар на хартии од вредност. Во банките постојат одделни организациски делови кои се специјализирани за вршење на овие работи. Составен белег на овој пазар се:

- дилерите кои тргуваат со хартии од вредност кои ги поседуваат, со што го преземаат ризикот,
- брокерите кои се јавуваат во улога на агенти за продавачите или купувачите и
- развиената компјутерска мрежа преку која тие се поврзани.

Преку оваа компјутерска мрежа во секој момент стојат на располагање податоци за цената по која дилерите се спремни да купат

(bid price) и цената по која дилерите продаваат (asked price), а кои осцилираат во зависност од понудата и побарувачката.

Тргувањето на хартии од вредност, а кои хартии од вредност истовремено котираат на берзата, е познато како тргување на трет пазар. Развојот на овој пазар е поттикнат од пониските трошоци за тргување на овој начин, во однос на тргувањето преку берза. Оттаму овој начин на тргување претставува директна конкуренција на берзанското тргување. Некои берзи им забрануваат на своите членови да тргуваат надвор од берзата со хартии од вредност кои веќе котираат на берзата. Под влијание на конкуренцијата на овој пазар берзите почнаа да преземаат мерки за зголемување на нивната ефикасност.

Четвртиот пазар на долгорочни хартии од вредност е пазар на којшто во основа учествуваат институционални инвеститори како што се пензиски фондови, друштва за осигурување, инвестициски компании или поединци кои имаат големи износи на финансиски средства кои директно еден од друг купуваат или продаваат хартии од вредност.

Една од најважните карактеристики на светските пазари на крајот на 20-от век и почетокот на 21-от век е сеопфатниот процес на глобализација кој е производ на економско - технолошкиот процес. Процесот на глобализација на светската размена и пазари ги зафаќа сите земји и сите подрачја во светот, посебно преку процесот на меѓусебно поврзување, соработка и интеграција.<sup>3</sup>

Многу претпријатија котираат на берзите надвор од својата држава и пазарот на капитал ги преминува националните граници. Времето кога

---

<sup>3</sup> E. Aninat "Adjusting to a Globalized Economy", Forum, San Diego La Jolla, California, October 13, 2000

претпријатијата го обезбедувале својот капитал од национални извори е поминато и глобалниот опсег на пазарот на капитал има потреба од хармонизација.

Развиениот пазар на капитал често се поврзува со зголемена меѓународна конкурентност на економијата и со висок животен стандард на населението. Значењето и динамиката на пазарот на капитал за развојот посебно ја наметна процесот на глобализација кој ги зафати сите земји во светот, не изоставувајќи ја и глобализацијата на светскиот пазар на капитал кој сè повеќе ја зголемува динамиката на развој.

### 1.1. Финансиски концепции и ризици од вложувања во хартии од вредност

Големо е значењето што му се придава на пазарот на капитал посебно за инвестициите во земјата, односно присуството на домашни и странски инвеститори.

#### Финансиски концепции

Значајно е да се наведат финансиските концепции коишто се развивале од страна на инвеститорите, со цел да се објасни однесувањето на пазарот. Потребно е да се разберат сите концепции, бидејќи тие помагаат во разбирањето на мистериозноста на функционирањето на финансискиот пазар.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> [www.investopedia.com/terms/r/riskreturntradeoff.asp](http://www.investopedia.com/terms/r/riskreturntradeoff.asp)

**Во групата финансиски концепции спаѓаат:**

- **Ризик/принос-замена;**
- **Диверзификација;**
- **Финансиска концепција: просечни трошоци;**
- **Случајно чекорење;**
- **Хипотеза на ефикасен пазар;**
- **Оптимално портфолио и**
- **Capital Asset Pricing Model – Модел на одредување на цената на вложениот капитал.**

**Концепција: Ризик/принос-замена**

Одредени инвеститори може да поднесат поголем ризик при инвестирањето, а други инвеститори не. Одлуката за висината на ризикот којашто може да ја прифати одреден инвеститор за сопствената инвестиција е многу значајна. Во светот на инвестирањето, ризикот се дефинира како можност остварениот принос од инвестицијата да биде различен од очекуваниот. Технички тоа се мери во статистиката преку стандардната девијација. Ризикот значи можност да се изгуби нешто или целосната инвестиција.

Во практиката најчесто ниските нивоа на несигурност (низок ризик) се придружени со ниски потенцијални приноси. Високите нивоа на несигурност (висок ризик) се придружени со високи потенцијални приноси. Концепцијата на замена помеѓу ризикот и приносот претставува баланс помеѓу желбата за најнизок можен ризик и најнизок можен принос. Повисоката стандардна девијација значи повисок ризик и

повисок можен принос. Концепцијата на замена помеѓу ризикот и приносот ни покажува дека повисокиот принос е секогаш придружен од повисокиот ризик. Гаранции сепак не постојат. Исто како што ризикот значи повисок можен принос, исто така значи и повисока потенцијална загуба.

### ***Финансиска концепција: Диверзификација***

Многу индивидуални инвеститори не можат да ја контролираат краткорочната флукуација која постои на пазарот на хартии од вредност. Диверзификацијата на портфолиото е најдобар начин за да се избегнат таквите флукуации. Диверзификацијата е техника на управување со ризикот којашто вклучува широка палета на инвестиции во едно портфолио, со цел да се минимизира влијанието коешто една хартија од вредност може да го има на вкупните резултати на портфолиото. Диверзификацијата го намалува ризикот на портфолиото. Постојат три главни начини врз основа на кои може да се обезбеди тоа:

- ✓ Во портфолио да се вклучат различни видови инвестиции како акции, обврзници, парични средства, акции или удели на инвестициски фондови и можеби недвижен имот;
- ✓ Да се инвестира во хартии од вредност со различно ниво на ризик во рамки на одреден вид финансиски инструмент. Тоа значи дека не треба да се купуваат само оние акции кои највисоко котираат;
- ✓ Да се инвестира во хартии од вредност на различни индустрии.

На тој начин се намалува ризикот, но тоа не значи дека ризикот е отстранет и дека не постои.

Бројот на акциите, исто така влијае врз намалувањето на ризикот. Поседувањето на 20 акции купени врз основа на горните 3 точки се смета дека може да доведе до одредена оптимизација на портфолиото.

### Финансиска концепција: Просечни трошоци (Dollar Cost Averaging)

Најтешката задача за професионалните инвеститори претставува прогнозирањето на најниското и највисокото ниво на пазарот. Купување по најниски цени и продажба по највисоки цени е речиси невозможно во пракса. Токму затоа во теоријата се развила оваа концепција на просечни трошоци.

Концепцијата претставува процес на купување, без оглед на цената на акцијата, на фиксна сума од одреден финансиски инструмент по однапред утврден редослед. На тој начин, доколку се работи на пример за акции, повеќе акции ќе се купат кога цената е пониска, а помалку кога е повисока. Трошокот по акција на крајот сепак ќе се упросечи. Ова го намалува ризикот од инвестирање на голем износ во еден инструмент во погрешно време.

***Финансиска концепција: Алокација на средствата***

Преку анализа на приносите кои во текот на историјата ги остварувале различни видови финансиски инструменти, може да се заклучи дека при инвестирање на средствата на долг рок највисок принос најчесто се остварувал од обичните акции. Врз основа на таквите сознанија, за еден обичен инвеститор кој би сакал да ги инвестира своите средства на долг рок, би било најпрофитабилно неговото портфолио да се состои претежно од акции. Инвеститорите пак, кои не сакаат да ги вложат своите средства на долг рок, треба да го диверзифицираат своето портфолио и со други хартии од вредност. Од тие причини е развиен концептот на алокација на средствата.

Концептот на алокација на средствата претставува техника на инвестициско портфолио, која тежнее да го балансира ризикот и да креира диверзификација преку инвестирање во сите главни категории на финансиски инструменти: акции, обврзници, недвижен имот и парични средства. Секоја класа на средства има различни нивоа на ризик и принос, што значи дека различно ќе се однесува во текот на времето. Во исто време, може на една класа финансиски инструменти да се зголемува вредноста, на други да се намалува, а на трети воопшто да не се менува.

Одлуката за тоа кој процент од средствата треба да се вложат во инструменти со повисоко ниво на ризик, како акции и финансиски инструменти на инвестициски фондови и инструменти со понизок ризик, како обврзници и записи, не е едноставна и во голема мера е детерминирана од возраста на инвеститорот.



Принципот на алокација на средствата значи дека колку е постара одредена личност толку пониско ниво на ризик треба да прифати. Во постарите години од животот многу позначајно е конзервативното инвестирање на средствата бидејќи се работи за средства кои се многу значајни за тој дел од животот. Токму затоа е потребен совет од професионални лица кои при инвестирањето предвид ја земаат и личната состојба на самиот сопственик на средствата.

Имајќи ја предвид социјалната и уставната категорија на пензиите, како и намената и возраста на лицата кои ја добиваат - пензионерите, разбирлива е конзервативноста на друштвата за управување со пензиски фондови при изборот на портфолио стратегијата.

### Финансиска концепција: Теорија на случајно чекорење (Random walk theory)

Теоријата на случајно чекорење станува популарна во 1973 година кога Burton Malkiel ја напишал книгата “A Random Walk Down Wall Street”, книга која денес претставува класика на инвестирањето. Теоријата на случајно чекорење, претставува теорија на пазарот на хартии од вредност врз основа на која движењата на пазарот во минатото или правецот во кој се движела цената на одредена акција или цените на целокупниот пазар, не може да се искористат за проекции на движењата на цените во иднина. Темелите на оваа теорија се поставени од страна на Maurice Kendall, според кого флукуациите на цените на акциите се независни едни од други и имаат иста веројатност на дистрибуција, но дека со текот на времето, цените имаат растечки тренд.

На краток рок, според концепцијата на случајно чекорење, акциите имаат случаен и непредвидлив пат. Шансите за растење на цените на акциите се подеднакви со шансите за опаѓање. Следбениците на овој финансиски концепт веруваат дека не е возможно да се надминат просечните резултати на пазарот без преземање на дополнителен ризик. Во својата книга Malkiel смета дека техничките и фундаментални анализи претставуваат трошење на време и сè уште се недокажани во надминување на просекот на пазарот.

Malkiel укажува дека долгорочната стратегија на купи - држи (buy and hold) е најдобра и дека поединците не треба да пробуваат да го победат пазарот временски. Ова свое укажување го поткрепува со статистичките показатели кои покажуваат дека најголемиот број инвестициски фондови не успеале да го надминат пазарниот просек (benchmark).

Постои голема разлика меѓу денешните услови и условите во кои е пишувана самата книга. Имено, денес инвеститорите имаат многу брз и лесен пристап до релевантни информации, а и инвестирањето не е само игра на привилегираните поединци. Понатаму, самата теорија ги отфрла концепциите кои се темелат на анализи поради што самата теорија не е прифатена од учесниците на Wall street и другите берзи во светот.

### **Финансиска концепција: Хипотеза на ефикасен пазар**

Хипотеза на ефикасен пазар претставува идеја која е делумно развиена во 1960 година од страна на Eugene Fama. Креаторот на идејата смета дека е невозможно да се победи пазарот, бидејќи цените веќе ги вклучуваат и рефлектираат сите релевантни податоци. Ова претставува исто така доста контроверзен концепт и главно теорија која не е прифатена. Следбениците на овој концепт веруваат дека е бесцелно да се бара потценета акција или да се предвиди тренд на пазарот преку фундаментална или техничка анализа.

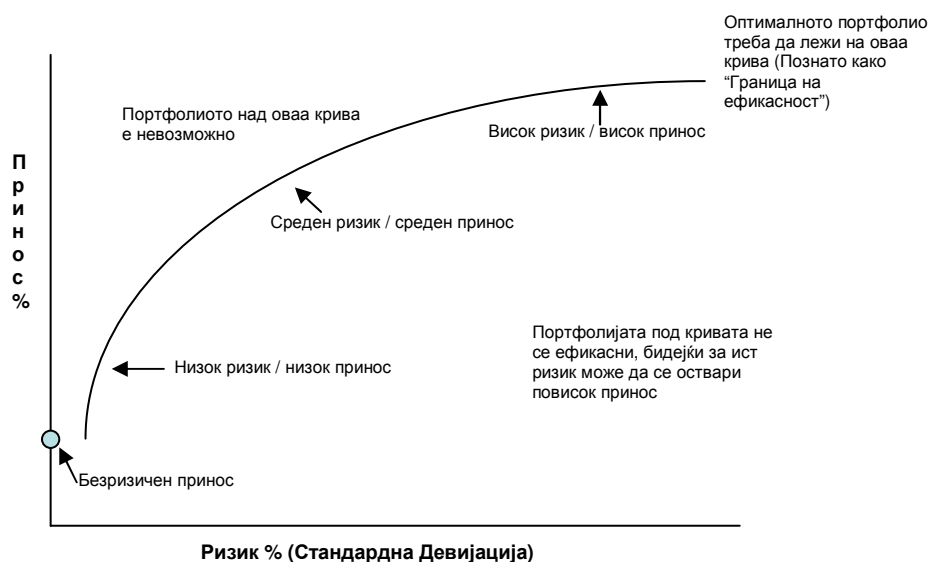
Според концепцијата, секое купување или продавање акции претставува игра на шанси, а не на вештини. Доколку пазарите се ефикасни, односно цените секогаш ги рефлектираат сите информации, никогаш нема да може да се купат акции по цени кои се подценети.

### **Финансиска концепција: Оптимално портфолио**

Концепцијата на оптимално портфолио потпаѓа под модерните портфолио теории. Теоријата се заснова на сфаќањето дека инвеститорите фанатички пробуваат да го минимизираат ризикот, а воедно да го максимизираат приносот.

Оваа теорија била употребена од страна на Harry Markovitz, при што авторот заклучил дека е можно за различни портфолија да постојат различни нивоа на ризик и на принос. Секој инвеститор мора да одлучи кое ниво на ризик го прифаќа и врз основа на тоа да избере соодветно портфолио.

Графикон бр. 1: Оптимално портфолио



Извор: [www.mse.mk](http://www.mse.mk)

Во графиконот прикажано е како работи оптималното портфолио. Оптималното-ризик портфолио е детерминирано некаде на средината на кривата бидејќи погоре на кривата постои можност за повисок принос но при повисоко ниво на ризик. Во долниот дел на кривата пак, постои можност за остварување на низок ризик, но и низок принос.

Кривата на графиконот го претставува оптималното портфолио при различни комбинации на ризикот и приносот. Воедно кривата го претставува максималниот принос кој може да се оствари за одредено портфолио при дадено ниво ризик. За одредување на оптимално портфолио потребно е користење компјутерски програми врз основа на кои може да се детерминираат оптимални портфолиа преку проценка на

стотици, а понекогаш и илјадници различно очекувани приноси за секое ниво на ризик.

**Финансиска концепција Модел на одредување на цената на вложениот капитал: Capital Asset Pricing Model (CAPM)**

Оваа концепција била развиена уште во 1952 година од Harry Markovitz, а 10 години подоцна е доразвиена од William Sharpe. Концепцијата го опишува односот меѓу ризикот и очекуваниот принос и служи како модел за вреднување на различни хартии од вредност. Според моделот CAPM, очекуваниот принос за одредена хартија од вредност е еднаква на стапката на безризичните хартии од вредност плус премијата за ризик. Доколку овој очекуван принос не го задоволува бараниот принос, не треба да се реализира инвестицијата.

**Ризици од вложувања во хартии од вредност**

Ризикот е неразвоен елемент на добивката. Ризикот се дефинира како несигурност или променливост поврзана со идната вредност на портфолиото на одредено средство. Компензација за ризикот е дополнителниот принос, кој се добива преку и над оној кој е даден за хартија од вредност која е без ризик.

Која било инвестиција во финансиско средство е предмет на некој вид на ризик. Ризиците поврзани со одредено средство се поделени во различни категории според потеклото на несигурноста во поглед на

нивната идна вредност. На пример: ризик од неможност за плаќање на обврските (или ризик за исплата); каматен ризик, девизниот ризик, ликвидносен ризик, оперативен ризик, ризик на повикување итн.

Врз основа на споредбата со други средства, се развиени модели за анализирање на ризикот на одреден инструмент, кои ги рангираат неговите ризици во две општи категории:

- оние поврзани со конкретното средство или специфични ризици според компанијата и
  - оние кои се наоѓаат во сите инвестиции или пазарни ризици.
- Овие модели се користат особено за анализа на акциите.

За инвестициите во акции, најчесто користените модели за ризик го мерат ризикот во смисла на ризик кој не се диверзифицира; користење на еден или повеќе фактори како што е пазарот, индустријата, земјата, за да се добие сензитивноста на акцијата на овие фактори, познати како бета и тие да се искористат за да се оцени ризикот и приносот.

Развојот забележан кај моделите на ризик за акциите нема слична паралела во анализата на фиксниот приход. За хартиите од вредност со фиксен приход, анализата на ризикот во поглед на пазарот, особено сензитивноста на одредена хартија од вредност на каматните стапки, е заснована на нејзиниот период на доспевање. Периодот на доспевање ја оценува промената на цената на хартијата од вредност со фиксен приход која се должи на промените на пазарната каматна стапка.

Постојат следните видови ризици:

- **Суверен ризик** - прилегува од политичката, економската и безбедносната состојба на една земја и најмногу влијае на цената на државните хартии од вредност, а со тоа и на останатите хартии од вредност во таа земја;
- **Ризикот од неможност за исплаќање на обврските (кредитниот ризик)** - се однесува на веројатноста издавачот да не биде способен да ја плати на време каматата или основицата на одредена емисија. Овој ризик е функција на две варијабли: капацитетот на компанијата да генерира парични текови и нивото и структурата на нејзините финансиски обврски;
- **Деловен (бизнис ризик)** - произлегува од варирањето на оперативната добивка - профитот во однос на варирањето на обемот на продажбата. Овој ризик произлегува од учеството на фиксните во вкупните трошоци (оперативен наем);
- **Финансиски ризик** - произлегува од варирањата на нето-добивката во однос на оперативната добивка. Овој ризик произлегува од учеството на долгот во вкупниот капитал на фирмата (финансиски наем);
- **Ликвидносен ризик** - произлегува од тоа колку брзо и со колкава мала промена на цената може да се купи или продаде одредена хартија од вредност;
- **Девизен ризик** - се однесува на хартиите од вредност од меѓународен карактер, односно хартиите од вредност кои се деномирани во валута која е различна од домашната валута на

инвеститорот. Овој ризик произлегува од варирањето на девизните курсеви;

- Каматен ризик - произлегува од менувањето на каматните стапки и има најголемо влијание врз цената на хартиите од вредност.

Врз основа на портфолио теоријата и теоријата за вреднување на капиталните имоти постои уште една класификација на ризиците:

- Систематски ризик кој не може да се диверзифицира - се однесува на сите хартии од вредност и произлегува пред сè од варирањето на макроекономските варијабли како што се пазарните каматни стапки, стапката на инфлација, девизни курсеви и сл.
- Несистематски ризик - кој може да се диверзифицира, односно да се редуцира преку формирање на одредено портфолио на хартии од вредност. Овој ризик произлегува од специфичните карактеристики на поединечните компании - емитенти на хартии од вредност.
- Финансиските инвестиции можат да бидат одредени врз основа на два параметри: стапката на принос и ризикот изразен преку стандардна девијација и коефициентот на варијабилитет.

За инвестирање во долг се користат модели на ризик кои ја земаат предвид неможноста за исплаќање на обврските, за да се добијат оценки за соодветните приноси. Идејата е дека очекуваниот принос на обврзницата најверојатно ќе го одразува специфичниот ризик од



неможност за исплаќања на обврските од страна на компанијата која ја издала обврзницата.

Главната цел на системите за кредитни рангирања е да го мерат ризикот од неможност за исплаќање на обврските на долговни хартии од вредност. Очигледно, кредитното рангирање не ја исцрпува анализата на ризикот која мора да се спроведе за секоја инвестиција, туку претставува моќен инструмент за мерење на ризикот од неможност за исплаќање на обврските што е особено значајно, барем за пензиските фондови, од причини кои се наведени подолу.

Ризикот од неможност за исплаќање на обврските на краткорочните и долгорочните хартии од вредност обично се мери со рангирања кои се доделуваат од компаниите за рангирање како што се: Moody's, Standard & Poors, FITCH, IBCA, итн. Рангирањето е само мислење или проценка за способноста на издавачот да ги исполни сите свои обврски во време на просперитет или во време на криза. Целта на рангирањето е да се опишат карактеристиките на емисијата, врската со другите обврски на издавачот и неговата тековна и идна финансиска состојба и оперативна изведба. Рангирањето се применува на конкретното издание, а може и на издавачот.

Во случајот на акциите, не постои ризик од неможност за исплаќање на обврските, бидејќи инвеститорите поседуваат само резидуални права на резултатите на компанијата. Затоа, агенциите за кредитни рангирања не нудат рангирања за акциите, туку само извештаи кои ги даваат карактеристиките на различните акции со повеќекратни индикатори, вклучувајќи "Beta". Целта на овие извештаи е да обезбедат информации за приносите и историската варијабилност (ризик) на цената на одредена акција; за нејзините основи како што е соодносот долг со капитал,

добивка од дивиденда, историски пораст, итн.; исто така нејзиното релативно однесување или сензитивност во поглед на пазарот, подсекторите на пазарот или економски варијабли како што се каматната стапка, порастот на стопанството, итн. Последователно, целта е да му обезбедат информации на инвеститорот за да му се овозможи да оформи мислење за веројатниот принос на акцијата и поврзаниот ризик, со користење на сопствените податоци на компанијата издавач и нејзиното поранешно однесување во поглед на пазарот, другите компании и кон различни економски варијабли.

Порастот на финансиските пазари и по обем и по разновидност на инструментите, како и широко распространетиот пристап на средните до мали инвеститори, значеше дека транспарентноста и конкуренцијата на пазарите станаа општествена неопходност која е сè позначајна за поттикнување на штедењето и насочувањето на инвестициите на ефикасен начин. Во овој контекст, информациите и компетентните независни мислења за финансиските инструменти кои се расположливи за јавна понуда играат значајна улога.

Кредитните рангирања им помагаат на инвеститорите со обезбедување на лесно препознатливи информации - рангирања за ризикот од неможност за исплаќање на обврските поврзан со хартиите од вредност со фиксен приход кои се нудат на пазарот.

Кредитните рангирања овозможуваат полесен пристап за издавачите на пазарите, бидејќи тие им овозможуваат да ги прилагодат трошоците на кредитот кон нивните соодветни ситуации. Исто така им даваат и можност да ги намалат трошоците и да ги направат нивните извори на финансирање пофлексибилни.

Во случајот на Владите, кредитните рангирања им помагаат со тоа што им овозможуваат повеќе локални економски ресурси да им бидат достапни. Исто така, супервизорската улога на властите е значително олеснета до обемот до кој информациите за емисиите ја зголемуваат транспарентноста и конкурентноста на финансискиот пазар.

## 2. Значење на пазарот на капитал за развој на економијата

Основањето силен, ефективен и софистициран пазар на капитал е темел на успешното стопанство во кој било дел од светот. Силните, ефективни и софистицирани пазари на капитал бараат соодветни прописи (меѓу кои има и услови за финансиско известување) и институционализирани механизми за спроведување во пракса.

Значењето на пазарот на капитал како интегрален дел на општата пазарна структура се согледува во следново:

- 🚦 Пазарот на капитал овозможува мобилизација, односно прибирање и алокација на слободниот капитал, кој понатаму служи за долгорочно финансисирање на претпријатието;
- 🚦 Пазарот на капитал постојано врши тековно вреднување на претпријатијата кои емитирале хартии од вредност;
- 🚦 Пазарот на капитал дејствува врз зголемување на вкупната ефикасност на стопанисување на националната економија преку финансиско и сопственичко реструктурирање на претпријатијата и

- ✚ Пазарот на капитал обезбедува ликвидност на средствата на потенцијалните инвеститори и им овозможува да вршат оптимизација на сопствениот портфељ.

Пазарот на капитал во сите развиени пазарни економии има институционален карактер. Тој претставува институција преку која и по пат на која националната економија ги остварува своите цели и задачи.

Тој всушност претставува алтернативен и конкурентен облик на финансирање на стопанството во однос на финансиските институции, пред сè деловните банки.

Со тоа се создава можност, финансиските инвеститори да можат да изберат меѓу вложување на финансиските средства кај банките или за директно пласирање на тие средства по пат на купување на хартии од вредност, емитувани од здрави претпријатија.

Предноста на пазарот на капитал е во однос на ликвидноста на средствата на потенцијалните инвеститори и нивна поголема можност за оплодување на капиталот (во однос на каматната стапка на депонираните парични средства кај банките), а исто така не треба да се занемари ризикот, кој може да настане за инвеститорите.

Значењето на пазарот на капитал за развој на националната економија ќе го прикажеме и преку значењето на странските инвестиции во земјата.

Постојат два вида инвестиции:

- странски директни инвестиции и
- странски портфолио инвестиции.

Странска директна инвестиција е кога странскиот инвеститор купува над 10% од вкупниот капитал на компанијата, додека под 10% се странски портфолио инвестиции. Главна разлика е што кај директните инвестиции, странскиот инвеститор има за цел да ја добие контролата, односно управувањето со компанијата, додека кај портфолио инвестиции е да се обезбеди финансиска добивка.<sup>5</sup>

Портфолио странските инвестиции можат да бидат:

- непосредни, кога странскиот инвеститор се појавува директно на пазарот на соодветната земја и таму инвестира и
- посредни, кога инвеститорот купува дома хартии од вредност кои се емитувани врз база на странски хартии.

Оваа поделба на портфолио инвестициите е битна, затоа што инвеститорите преферираат да вложуваат на свој пазар и со свои хартии од вредност, затоа што на тој начин го намалуваат ризикот од загрозување на интересите, намалување на проблемите околу трансферот на дивидендата и капиталната добивка и сл.<sup>6</sup>

Странските директни инвестиции претставуваат вложувања на капитал од претпријатијата од странски земји или мултинационални компании во капацитети, во вид на претпријатија или филијали во земјата домаќин. Според тоа, со директни странски инвестиции се стекнува сопственичка контрола.<sup>7</sup>

Странските директни инвестиции во последнава деценија забележаа пораст. Тоа е резултат на процесот на глобализација и процесот на економска либерализација. Странските директни инвестиции станаа

---

<sup>5</sup> Функции на пазарот на капитал, Марина Наќева Кавракова, Претседател на Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија, [www.sec.gov.mk](http://www.sec.gov.mk), стр.23

<sup>6</sup> Министерството за финансии, Снежана Делевска, Странските директни инвестиции - пресвртница за развој, [www.finance.gov.mk](http://www.finance.gov.mk), стр. 101

<sup>7</sup> М. Несторовски: "Економија на инвестициите", Економски факултет, Скопје, 2000, стр.138-144

значаен современ извор на капитал за земјите во развој и за земјите и економиите во транзиција. Сепак, нивната релативна големина покажува дека странските директни инвестиции ги надополнуваат домашните, а не ги заменуваат. Значењето на пазарот на капитал за развој на економијата преку зголемување на инвестициите може и да се согледа преку следниве ефекти<sup>8</sup>:

- ✓ Зголемување на конкуренцијата;
- ✓ Финансиски иновации;
- ✓ Пазарен интегритет;
- ✓ Модернизација на пазарното тргување;
- ✓ Корпоративно управување и
- ✓ Финансиска регулација.

Зголемување на конкуренцијата е една од најзначајните користи која произлегува од развојот на инвестициските инвеститори.

Развојот на новите извори на финансирање, без разлика дали произлегува од појавата на странски банки, полесен пристап до странските пазари или од развојот на институционалните инвеститори и останатите небанкарски финансиски посредници (како што се лизинг и факторинг компаниите), влијае врз доминантните комерцијални банки да станат поконкурентни и да почнат да ги бараат своите клиенти, наместо да ги чекаат клиентите да ги посетат нив. Поголемата можност за обезбедување финансиски средства ги стимулира компаниите да издаваат нови емисии кои можат да ги пласираат по пониски каматни стапки, со што се развива дополнително нивното работење. Во издавањето на новите емисии, огромно е влијанието коешто го имаат институционалните инвеститори, пред сè пензиските фондови коишто

---

<sup>8</sup> Dimitri Vittas: *Development Discussion paper No. 697, April 1999 – Pension Reform and Financial*

имаат постојан прилив на финансиски средства и потреба од нивно инвестирање.

Во последните неколку децении сведоци сме на голем број финансиски иновации, како и големо ширење на финансиските услуги. Поголемиот број иновации во 1970-те години се појавија како резултат на зголемување на каматните стапки, но главни стимулатори претставуваат институционалните инвеститори, особено пензиските фондови. Институционалните инвеститори директно или индиректно го поддржуваат развојот на хартиите од вредност врз основа на хипотека, употребата на структурните и деривативните финансиски инструменти, појавата на индексирани фондови и понудата на синтетички производи кои ги штитат инвеститорите од паѓањето на цените. Во Чиле пензиските фондови го поддржаа развојот на хипотеки и корпоративни обврзници и инвестираат значителен дел од своите средства во корпоративни обврзници. Во подоцнежните години пензиските фондови ја стимулираа појавата на инфраструктурните фондови.

Пазарен интегритет. Институционалните инвеститори, кои се управувани од страна на професионалци, се вообичаено повеќе свесни од остантите инвеститори за потенцијалниот конфликт на интерес и проблемите со коишто се соочуваат регулаторните органи во однос на корпоративното управување. Исто така тие имаат поголем интерес да влијаат врз регулаторните органи со цел создавање регулатива која ќе ги штити интересите на инвеститорите, а со тоа ќе обезбеди и пазарен интегритет. Правилата со кои се штитат инвеститорите претставуваат забрани и казни за инсајдерско тргување и давањето на инсајдерски податоци, како и одредби за самостојно тргување, преземање на компании и промени во органите на управување, вреднување на средствата, проспекти за нови емисии, како и објавување на консолидирани финансиски извештаи на компаниите кои се јавно поседувани. Правила за заштита на инвеститорите генерално се подобро

развиени во земјите во кои постојат институционални инвеститори кои поседуваат минимален процент од акциите на повеќе компании, отколку оние земји во кои институционалните инвеститори поседуваат поголем дел од акциите на помал број компании.

Модернизација на пазарното тргување. Институционалните инвеститори исто така, придонесуваат за создавање услови за модерно и ефикасно тргување. Ова се однесува не само на активностите поврзани со тргувањето, туку и на активностите поврзани со клирингот и порамнувањето, како и креирањето на централни депозитарни агенции.

Ефикасните системи за тргување се карактеризираат со ниски трансакциски трошоци, висока транспарентност, висока ликвидност и ниска волатилност. Употребата на блок - трансакциите доведе до отстранување и на минималните провизии кои се наплаќаа од страна на институциите на системот.

Корпоративно управување. Улогата на институционалните инвеститори во корпоративното управување расте паралелно со зголеменото учество на институционалните инвеститори во вкупните акции на компаниите. Во услови кога институционалните инвеститори поседуваа мал процент од акциите во повеќе компании и нивното учество беше минимално во вкупната пазарна капитализација, тие имаа пасивен пристап кон корпоративното управување. Гласаа на акционерските собранија во зависност од одлуката на менаџментот на соодветната компанија, а доколку не се задоволни со перформансите на компанијата, ги продаваа своите акции во таа компанија, без голем пад на пазарната цена на таа акција. Но, со континуираното зголемување на нивните средства, институционалните инвеститори колективно станаа доминантни сопственици во голем број нефинансиски компании. Во САД институционалните инвеститори во 2001 година поседувале 86% од



акциите на Amoko, 82% од General Motors, 74 % од Mobil и 70% од Citi Corp<sup>9</sup>. Со таква доминантна позиција, институционалните инвеститори повеќе не биле во можност да излезат од одредена компанија, а притоа да не доведат до дисторзии и големи падови на пазарната цена. Токму затоа гласањето на акционерските собранија станува прашање од огромна важност.

Дополнително, институционалните инвеститори воспоставија инвестициски политики кои се базираат на пасивното индексирање како ефикасна стратегија за диверзификација со пазарните приноси и ниските трансакциски трошоци. Политиките на пасивно инвестирање ја лимитираа можноста на институционалните инвеститори да се излезе од компаниите со лоши перформанси и го зголемија притисокот за поефикасна контрола на корпоративните преформанси и работењето на менаџерите во тие компании. Соочени со постојано лошите перформанси на компаниите, одредени институционални инвеститори ја зголемија својата јавна критика за преамбициозните планови за развој, преголемите плати и наградувања на менаџерите. Институционалните инвеститори исто така, го потенцираа значењето на корпоративното управување, а особено работењето на менаџерите. Мерките коишто се преземаа се следните<sup>10</sup>:

- Одделување на функцијата директор и главен извршен директор и назначување неизвршен директор во сите компании кои надминуваат одреден обем;
- Избор на независни надворешни директори;
- Употреба на кумулативно гласање при акционерските собранија (поврзаност на институционалните инвеститори);

---

<sup>9</sup> Andrews E S, "Private pensions in the United States", OECD Series on Private Pensions and Public Policy, 1993 pg.58

<sup>10</sup> Andrews E S, "Private pensions in the United States", OECD Series on Private Pensions and Public Policy, 1993, pg. 89

- ➔ Овозможување поголема комуникација меѓу акционерите;
- ➔ Употреба на тајно гласање на директорските состаноци;
- ➔ Зголемување на улогата на независните на сметка на извршните директори;
- ➔ Објавување на платите на менаџерите и нивните компетентности.

Од овие мерки употребата на кумулативното гласање на акционерските собранија претставува најсилното средство коешто им овозможува на институционалните инвеститори да изберат директори кои се целосно независни од менаџерите и кои активно би ги заштитиле интересите на акционерите.

Финансиска регулација. Развојот на институционалните инвеститори бара ефикасна регулаторна и супревизорска рамка. Иако во почетокот најчесто се воспоставува конзервативна регулатива, особено ако се работи за задолжително пензиско осигурување, со текот на времето регулативата треба да биде либерализирана и да ја потенцира транспарентноста и одговорноста на менаџерите кои управуваат со фондовите. Како и да е, во земјите во развој со слаба регулаторна структура, долгорочни ефекти од креирањето на приватните пензиски фондови може да се очекуваат само доколку се воспостави регулативно тело коешто ќе врши целосна контрола врз работењето на пензиските фондови и ќе се грижи за воспоставување строга законска и подзаконска регулатива која ќе ги заштити интересите на членовите на пензиските фондови. Исто така, потребни се подобрувања во делот на сметководството и ревизијата, работата на брокерите и објавувањето на информациите. Модерно банкарство, појава на нови хартии од вредност, донесување закон за корпоративно управување, појавата на кредитни рејтинг агенции, се исто така неопходни.

Растот на пензиските фондови, а со тоа и развојот на финансискиот сектор, доведува до зголемување на капиталните инвестиции, зголемување на продуктивноста на трудот, а сето тоа и до зголемување на стапката на економски раст.

Само развиен пазар на капитал може да обезбеди доволно расположливи средства за финансирање на потенцијалните инвеститори во приватниот сектор од една страна и јавниот сектор од друга страна. Капиталот е неопходен со цел да се обезбеди и зголеми меѓународната конкурентност на државата преку инвестирање во нови производни капацитети за подобрување на инфраструктурата на земјата, за заштита на човековата средина и генерално за подобрување на квалитетот на живеење на популацијата на земјата. Поволната финансиска околина е најбитна детерминанта за креирање конкурентен и профитабилен пазар на капитал.

### 3. Интерни фактори кои влијаат на развојот на пазарот на капитал во Република Македонија

#### 3.1. Правниот систем

Правните рамки во земјата исто така, се значаен фактор за функционирање на пазарот на капитал. Тоа значи дека структурата на функционирање на правниот систем го определува функционирањето на пазарот на капитал.

"Правниот систем на Република Македонија ги опфаќа покрај Уставот на Република Македонија од 1991 година, законите и подзаконските акти донесени по 1991 година и сојузното законодавство од поранешна

Социјалистичка Федеративна Република Југославија кое беше конзистентно со новиот уставен и правен поредок, продолжи да се применува и понатаму како национално законодавство во согласност со членот 5 од Уставниот закон за спроведување на Уставот на Република Македонија. Тоа значеше дека во текот на одреден временски период, откако Република Македонија ја доби својата независност, најголемиот број сојузни закони се применуваа како дел од националното законодавство. Значаен чекор кон хармонизацијата на законодавството на Република Македонија кон правото на Европската унија е тоа што при донесувањето на новите акти се води сметка за нивната усогласеност со законодавството на Европската унија. Имено, во Деловникот на Владата на Република Македонија е воведена обврска за сите нови закони или правни акти кои се предлагаат да бидат пропратени со преглед на нивната усогласеност со правото на Европската унија.<sup>11</sup>

### 3.2. Политичкиот систем

Покрај другите и политичкиот систем на земјата влијае врз финансиското известување во земјата и клучно влијание врз степенот на развој на пазарот на капитал. Политичката определба е детерминирана со облици на информирање за финансиското работење и информирање за финансиските извештаи. Исто така, од политичкиот систем е зависен и системот на оданочување, сопственоста и др.

---

<sup>11</sup> Доц. д-р. Ренаија Дескоска, Евроинтеграција на Република Македонија, Уставни измени и хармонизација на правото, Публикација, Правен факултет, Скопје, стр.9.

### **3.3. Економскиот систем**

Финансискиот систем е важна детерминанта за развој на пазарот на капитал. "Финансискиот систем на Република Македонија помина низ темелна реконструкција. За релативно краток период беа направени реформи кои финансискиот систем кој беше подложен на многу административни контроли и политички влијанија во алокацијата на финансиските ресурси го претворија во модерна инфраструктура врз која ќе почива економскиот развој на земјата во наредниот период. Беше охрабрен влезот на значајни меѓународни компании во банкарскиот и осигурителниот сектор, се подобри банкарската супервизија, беа донесени многу нови закони за регулирање на системот, беше внесена динамика на берзата, се изврши значителна либерализација на финансискиот пазар и конечно стариот централизиран систем на платен промет се замени со нов во кој деловните банки имаат носечка улога. Сите овие реформи се направени за зголемување на конкуренцијата и сигурноста на финансискиот сектор и обемот и достапноста на финансиски услуги. Процесот на хармонизација на законодавството на Република Македонија со правото на Европската унија е еден од предусловите за полноправно членство во Европската унија. Од моментот кога Република Македонија се определи за евроинтеграција правниот поредок на Европската унија (вклучувајќи ги и примарните и секундарните правни извори) е референтниот правен поредок кон кој правниот систем на Република Македонија треба да се приближува. Со хармонизацијата на законодавството треба да се воспостави јасен и конзистентен правен систем во кој нема да постојат внатрешни

конфликти на законите. Во одредени правни области, хармонизацијата ќе повлече и потреба од модификација на законодавството."<sup>12</sup>

Финансискиот систем на Република Македонија го сочинуваат: Народната банка на Република Македонија, комерцијалните банки, штедилниците, пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност, Фондот за осигурување на депозити, осигурителните друштва, брокерските друштва и Македонската берза за долгорочни хартии од вредност.

### 3.4. Нивото на култура во земјата

Културата во земјата претставува асоцијација на општествените вредности. Познато е дека општествените вредности водат кон развој на бројни институции во општеството.

Врз основа на член 9 став 1 од Законот за културата ("Службен весник на Република Македонија" број 31/98, 49/03, 82/05, 24/07, 116/10, 47/11, 51/11, 136/12 и 23/13) е донесена Национална програма за културата за периодот од 2012 до 2017 година. Националната програма се донесува со цел да се одржи и да се подигне квалитетот на културата како темелна вредност во животот на граѓаните на Република Македонија. Врз основа на оцената на појавите, процесите и потребите на актуелната општествена и културна ситуација изнесена во Националниот извештај за Националната програма за култура во Република Македонија, претставен во Советот на Европа на 7-ми октомври 2003 година со Националната програма за култура се утврдува националниот интерес во културата

---

<sup>12</sup> *Годишен економски извештај, дел 7, Финансиски системи на Република Македонија, Министерството за финансии на Република Македонија - [www.finance.gov.mk](http://www.finance.gov.mk)*

дефиниран во Законот за културата. Оттаму, таа е документ со кој ќе се афирмира автентичноста на нашата култура и автономноста на културните процеси. Уште повеќе, таа е документ за културен развој втемелен на објективни, научни претпоставки, а во исто време заштитен и корективен инструмент од евентуалното субјективно, идеолошко или партиско артикулирање на националниот интерес на културата.

Во овие рамки се вклучени системот на образование, социјално-класната структура, системот на сопственост, финансискиот систем и други институции кои се меѓусебно поврзани и влијаат на општествените вредности во земјата и со тоа го одредуваат системот на финансиско известување во земјата.

### 3.5. Други фактори

Значајна детерминанта на пазарот на капитал во сите земји, како и во Република Македонија е даночниот систем, односно облиците и формите на законите за даноците. "Уште од стекнувањето на својата независност во 1991 година, Република Македонија континуирано се обидува да изгради современ даночен систем кој ќе и овозможи соодветен економски раст и финансирање на државните функции во период наречен транзициски. Како земја определена за зачленување во Европската унија, Република Македонија настојува своето законодавство да го усогласи со европската легислатива и да стане привлечна локација за инвестирање и стопанисување".<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Даночен водич во Република Македонија, Министерството за финансии на Република Македонија - [www.finance.gov.mk](http://www.finance.gov.mk)

Нивото на развој на сметководствената професија претставува значајна детерминанта на финансискиот систем и финансиското известување. Во Република Македонија постои неопходност од афирмирање и развој на професионални сметководствени организации кои ќе се грижат за подигнување на сметководствената професија на повисоко рамниште и позитивно ќе влијаат на развојот на пазарот на капитал.

#### 4. Институции кои го регулираат пазарот на капитал во Република Македонија

##### 4.1. Македонската берза АД Скопје

Македонската берза треба да обезбеди ефикасно, транспарентно и сигурно функционирање на организираниот секундарен пазар на хартии од вредност во Република Македонија, преку перманентно настојување на сите инвеститори да им обезбеди влез, односно излез од сите финансиски инструменти со кои се тргува на берзанските пазари по фер пазарна цена, за да се изгради доверба во македонскиот пазар на хартии од вредност.

Тоа подразбира дека Македонската берза треба да ги следи сите промени и да ги прави сите усогласувања во своето деловно однесување кон принципите и легислативата на Европската унија.

Берзата преку своите механизми, проекти и процедури на инвеститорите треба да им обезбеди организиран и модерен секундарен



пазар на хартии од вредност, кон кој учество ќе сакаат да земат не само домашните инвеститори, туки и странски вложувачи и преку тоа да се интензивира инвестициската активност во Република Македонија и да се поттикне развој.

Самиот факт што берзата како институција на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија е со подолга традиција на постоење, тоа се одразува и на соодветното законско третирање на нејзиното работење гледано од повеќе аспекти. Сепак, со новиот Закон за хартии од вредност се воведуваат одредени новини кои се на линија на натамошно зајакнување на институционалната поставеност на берзата на пазарот на хартии од вредност. Во таа смисла, слично како кај депозитарот и берзата експлицитно добива статус на саморегулирачка организација која донесува правила за однесување и дисциплина, со цел спроведување на сопствените акти, како и на регулативата од надлежност на Комисијата за хартии од вредност. Заради засилување на саморегулирачкиот карактер на организацијата, со законот се воведува и обврска за воведување независни членови (1/3) во органите на управување, кои не се вработени во берзата или поврзани со кој било акционер, членка на берзата или друго правно лице кое е овластен учесник на пазарот на хартии од вредност. Исто така, се воведува забрана за берзата да не може да купи или на друг начин да стекне или поседува какви било хартии од вредност за сопствена сметка (освен државни и сопствени хартии од вредност) преку трговска трансакција која се врши на таа берза.

Историја на берзата: Основачкото Собрание на Македонската берза АД Скопје се одржа на 13-ти септември 1995 година, кој е официјален датум на создавање на првата организирана берза на хартии од вредност во историјата на Република Македонија. Берзата е основана како акционерско друштво кое работи на непрофитна основа, со основачки

капитал од еден милион германски марки. Берзата во Република Македонија ја основаа 19 правни лица, од кои 13 банки, 3 осигурителни друштва и 3 штедилници. Целиот проект околу основањето на Македонската берза АД беше реализиран со техничка помош на British know-how Fund, кој ја реализираше и обуката на првата генерација брокери.

Иако берзата беше основана во 1995 година, берзанското свонче завони во март, 1996 година. Истата година, во октомври, Македонската берза беше примена за полноправна членка на Федерацијата на Евроазиски берзи (FEAS).

Активното функционирање на Македонската берза беше во 1997 година, кога беа детектирани ограничувачките фактори за развој на секундарниот пазар на хартии од вредност. Ограничувачките фактори претставуваат мотив берзанската заедница постојано да иницира решенија и модалитети за развој на тргувањето и развојот на пазарот на хартии од вредност. Во февруари истата година, беше донесен новиот Закон за издавање и тргување со хартии од вредност, според кој се донесе одредба сите трансакции со хартии од вредност во Република Македонија да се реализираат на Берзата. Информативно-едукативна кампања се организираше од страна на Македонската берза со цел да се зголеми нивото на познавање на функционирањето на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија.

Во 1998 година по повод двегодишнината од почетокот на тргувањето на Берзата, беше промовирана книгата "Берзански прирачник", во издание на Македонската берза. Меѓународната соработка на Берзата се интензивираше и се зголеми интересот на странски експерти и потенцијални инвеститори на Берзата.

За Македонската берза 1999 година беше турболентна. Најголемиот дел од остварениот промет се реализираше на неофицијалниот пазар и берзата беше место кое вршеше концентрација на сопственоста во акционерските друштва. Кон крајот на 1999 година се случија настани кои ќе имаат долготрајно позитивно владеење врз развојот на Берзата и македонскиот пазар на хартии од вредност. Во месец ноември започна имплементација на проектот на УСАИД за развој на пазарот на капитал во Република Македонија, во декември се измени Законот за хартии од вредност кој ги постави основите на дематеријализација на хартиите од вредност и го воведо централизираното водење на евиденција за сопственоста на акциите во Република Македонија. Истиот месец, согласно договорот меѓу Република Македонија и Светската банка, под раководство на експертски тим од Кралството Норвешка, започна реализација на проектот за изработка на физибилити студија за развој и имплементација на Централниот депозитар за хартии од вредност.

Петтата година од работата на Македонската берза претставува пресвртница заради подготовката за воведување на електронското тргување како нов и модерен начин на тргување со хартии од вредност.

Македонската берза и во текот на 2001 година продолжи да промовира новини во работењето. Во месец април започна нова етапа - електронско тргување со хартии од вредност со помош на Берзанскиот електронски систем на тргување (БЕСТ). Неколку месеци по воведување на БЕСТ, беше промовиран и првиот официјален берзански индекс - Македонски берзански индекс (МБИ), во чиј состав влегоа петте најликвидни акции.

Во месец февруари 2002 година, беше усвоен Законот за преземање на акционерските друштва, кој недостасуваше во регулативата од областа на пазарот на хартии од вредност во Република Македонија.

Десеттата јубилејна година од основањето на Македонската берза беше мошне успешна. Во 2005-та година Македонската берза беше примена за дописна членка на Федерацијата на европските берзи (ФЕСЕ). Истата година беше воведена софтверската апликација СЕИ-НЕТ како официјален и единствен начин на доставување на податоци од котираните друштва до Берзата.

Една од карактеристиките на 2006 година беше нагласениот прилив на странски портфолио инвеститори кои главно беа од регионот.

Најуспешна година за Македонската берза беше 2007-та со остварен промет од 41,7 милијарди денари, а македонскиот берзански индекс МБИ - 10 ја достигна својата највисока вредност, пробивајќи ја границата од 10.000 индексни поени.

Прометот на Македонската берза по 2007-та година значително се намали, па така во 2012 година вкупниот промет заклучн со 30.09.2012 година, односно прометот за првите девет месеци од 2012 година изнесуваше околу 60 милиони евра.

**Организација на берзата:** Македонската берза АД Скопје е организирана како акционерско друштво. Основни органи на Берзата се:

- **Собрание на акционери, кое го сочинуваат претставници на 20 акционери и**
- **Одбор на директори со 3 неизвршни директори претставници на правни лица, акционери и учесници во тргувањето на Берзата, 3 независни членови и 2 извршни членови, кои истовремено се и извршни директори на Берзата.**

Организациската структура на Македонската берза<sup>14</sup> е дадена подолу:



### Пазари и тргување на берзата

Во овој дел од трудот ќе биде опфатена котацијата на официјален пазар, како и постапката на прием на редовен пазар и тргување.

<sup>14</sup> [www.mse.org.mk](http://www.mse.org.mk) - Официјална интернет-страница на Македонската берза АД Скопје

**Најпрво ќе биде разработено тргувањето на берзата.**

**На берзата се тргува со инструментите кои согласно Законот за хартии од вредност се дефинирани како хартии од вредност, кои се котирали односно регистрирани на некој од пазарите на Берзата во согласност со законските одредби и актите на Берзата и за чие тргување Берзата обезбедува соодветна системска и организациска поддршка.**

**На Берзата се тргува со хартии од вредност во случаи кога:**

- не доаѓа до законска промена на сопственоста на хартиите од вредност;**
- преносот на сопственоста на хартиите од вредност е резултат на нова емисија на хартии од вредност која е во тек.**

**Тргувањето со хартии од вредност на Берзата е комплетно автоматизирано, односно истото се одвива преку Берзански Електронски Систем за Тргување, наречен БЕСТ. Тргувањето се одвива далечински, т.е. сите брокери се електронски поврзани од своите деловни простории со централниот компјутерски сервер лоциран на Берзата. БЕСТ-системот е отворен за членките на берзата за работа со налозите за тргување секој ден на тргување, во времетраење на фазите на тргување. БЕСТ-системот се базира на системот на налози, согласно моделот на континуирано наддавање и употреба на методот на компјутерско усогласување на цените на хартиите од вредност.**

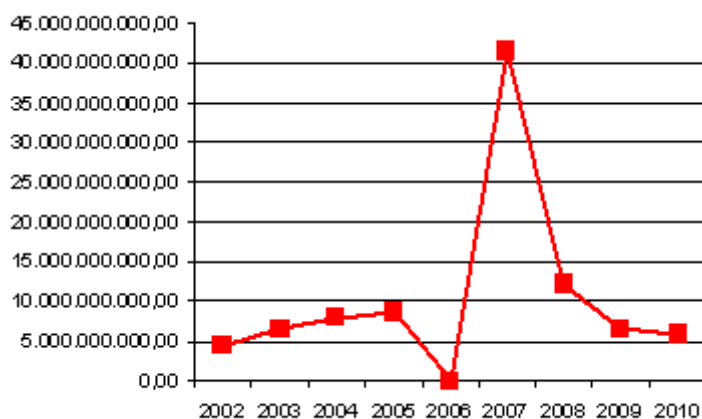
**- ИЗДАВАЧИ НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ ПО ГОДИНИ (состојба на 31.12)**

<b>Година</b>	<b>Издавачи</b>
2001	396
2002	634
2003	605
2004	561
2005	537
2006	536
2007	533
2008	544
2009	554
2010	541
2011	542

Извор: <http://www.cdhv.mk/>

Цените по кои се тргува на Берзата се објавуваат за 1 (еден) лот и можат да се изразуваат:

- за акции: во денари, без децимални места и
- за обврзници: како процент од номиналната вредност или како процент од сè уште неисплатената главнина (ануитетски обврзници), без акумулирана камата. Процентот се изразува со две децимални места.



Извор: <http://www.cdhv.mk/>

Официјалната дневна просечна цена на определена хартија од вредност е пондерирана аритметичка средина на сите цени од сите трансакции со таа хартија од вредност во еден ден тргување. Како пондер се зема количината на хартии од вредност кај секоја трансакција. Официјалната дневна просечна цена се формира на крајот на денот на тргување.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Правила за тргување, Македонска берза АД Скопје, јули 2007 година



**- ВРЕДНОСТ/ЕУР (состојба на 31.12)**

Година	Обични акции	Приоритетни партиципациони акции	Приоритетни кумулатив. акции	Купонски обврзници	Државни записи
2001	2.658.927.383	69.629.824	79.249.613	445.021.147	-
2002	3.399.656.010	62.603.750	52.437.693	577.972.502	-
2003	2.980.257.135	53.788.188	44.133.312	506.971.765	-
2004	3.236.767.579	5.1364.086	40.896.617	481.872.690	26.190.507
2005	3.019.787.532	49.674.233	38.796.644	484.009.137	56.630.679
2006	3.053.909.698	37.934.190	32.074.216	485.956.908	171.268.886
2007	3.077.809.929	35.038.587	30.835.421	427.832.311	145.859.421
2008	3.114.102.554	35.455.696	28.974.128	1.317.347.990	95.034.870
2009	3.289.721.806	32.830.070	29.608.302	1.271.891.380	203.428.298
2010	3.267.011.425	30.864.101	27.747.955	1.228.839.320	314.793.594
2011	3.367.895.097	26.810.750	25.710.758	1.163.965.266	340.920.575

Извор: <http://www.cdhv.mk/>

Согласно Законот за хартии од вредност, услугите поврзани со извршувањето на налозите на клиентите и информирање на клиентите за купување и продавање на хартии од вредност кое не претставува инвестициско советување во брокерска куќа, можат да ги вршат само овластени брокери кои имаат добиено дозвола за работење од Комисијата за хартии од вредност.

Согласно Правилата за членство на Берзата, пристап до БЕСТ-системот заради тргување со хартии од вредност можат да имаат само брокери со дозвола од Берзата за пристап до БЕСТ-системот, вработени во членка на Берзата.

### **Котација на официјален пазар**

Под котација на хартии од вредност се подразбира постапката на внесување на одредена хартија од вредност на официјалниот пазар согласно одредени критериуми пропишани од Берзата и обврска за редовно објавување на ценовно чувствителни финансиски и нефинансиски информации и податоци за јавноста.

Трговските друштва со изградени перформанси и јасно утврдени развојни цели, кои преферираат дополнителен капитал и широк круг инвеститори, котираат на официјалниот пазар на Берзата. Со котацијата на акциите на Берзата, управата на друштвото праќа јасна порака до потенцијалните инвеститори дека друштвото го управува транспарентно. На тој начин, друштвото се обврзува дека континуирано ќе ја известува јавноста за сите релевантни активности и проценка на финансиската позиција, со што ги изложува перформансите на друштвото на јавна проценка.

Друштвата кои котираат на официјалниот пазар остваруваат повеќе користи од котацијата и тоа:

- **Можност за прибирање нов капитал со емисија на нови хартии од вредност;**
- **Повисок рејтинг и углед на друштвото;**
- **Зголемена ликвидност и пазарно формирање на цената на акциите;**
- **Зголемување на вредноста на друштвото и можност за дневна проценка на вредноста на друштвото;**
- **Поефикасна заштита на инвеститорите, издавачите и малите акционери;**

- Поефикасно спроведување на принципите на корпоративно управување и
- Поедноставен пристап до странските берзи.

### **Постапка на прием на редовен пазар и тргување**

Пазарот на јавно поседувани акционерски друштва е пазарниот сегмент на Берзата на кој се внесени некотираните хартии од вредност издадени од акционерските друштва со посебни обврски за известување, согласно Законот за хартии од вредност.

Берзата врши регистрација на хартиите од вредност од Регистарот на акционерските друштва со посебни обврски за известување на Комисијата за хартии од вредност и им доделува шифра за тргување. По извршената регистрација, Берзата ја известува јавноста за акционерските друштва со кои ќе се тргува на Пазарот на јавно поседувани друштва.

Слободен пазар е пазарниот сегмент на кој се тргува со сите други хартии од вредност, освен оние што се тргуваат на Официјалниот пазар и на Пазарот на јавно поседувани акционерски друштва.

Барањето за прием на тргување на Слободниот пазар, во писмена форма го поднесува членката на Берзата, по налог на инвеститорот.

### **Индекси - структура и методологија<sup>16</sup>**

**Во групата индекси на Македонската берза спаѓаат:**

- ✓ **Македонскиот Берзански Индекс 10 (МБИ 10);**

---

<sup>16</sup> Податоциите за Македонскиите берзански индекси се преземени од интернет-страницата на Македонската берза АД Скопје - [www.mse.org.mk](http://www.mse.org.mk)

- ✓ Индексот на јавно поседувани друштва (МБИД) и
- ✓ Индексот на обврзници на Македонската берза (ОМБ).

Секој од горенаведените индекси има одредена структура и методологија на пресметување.

### ***МБИ 10***

Од 01.11.2001 година Македонската берза АД Скопје започна со пресметување на Македонскиот Берзански Индекс (МБИ), кој беше составен од петте најликвидни акции на Македонската берза и тоа: Алкалоид АД Скопје, Европа АД Скопје, Комерцијална банка АД Скопје, Макпетрол АД Скопје и Топлификација АД Скопје.

МБИ беше ценовен, непондериран индекс, кој, како прв берзански индекс во Република Македонија, ја изврши својата функција на воведување на агрегатен показател за квантифицирање на берзанските движења.

Уште при воведувањето на МБИ во 2001 година се заклучи дека после одредено време и понатамошен развој на пазарот на капитал, Македонската берза треба да воведат пондериран индекс. Од тие причини, од 04.01.2005 година беше воведен новиот Македонски Берзански Индекс (МБИ-10), со чија пондерација преку пазарна капитализација се овозможува пореално прикажување на движењата на цените на Македонската берза.

Пресметувањето на МБИ - 10 се врши согласно Методологијата за пресметување на Македонскиот Берзански Индекс - МБИ-10.

МБИ-10 индексот се состои од најмногу 10 котирани акции на Официјалниот пазар на Македонската берза, избрани од страна на

Комисијата за берзански индекс, редовно и вонредно врши усогласување на структурата на МБИ-10 со состојбата на пазарот.

Со отпочнување на пресметување на МБИ-10 индексот, Македонската берза престана да го пресметува индексот МБИ. На последниот ден од неговото постоење, 30.12.2004 година, вредноста на МБИ изнесуваше 1.350,23 индексни поени, што во однос на почетокот на негово пресметување е пораст од 35%.

Во однос на структурата на МБИ-10 индексот, може да се констатира дека тој е воведен на 04.01.2005 година, базичната вредност изнесува 1.000 индексни поени и е составен од 10 обични акции.

Структурата на претпријатијата кои го сочинуваат МБИ-10 е дадена подолу во табелата, односно прикажани се издавачите кои го сочинуваат МБИ-10 индексот, вкупно издадените акции од секој издавач и пазарната капитализација на датумот на последна ревизија искажана во евра

Издавач	Шифра	Вкупно издадени акции	Пазарна капитализација на датумот на последна ревизија EUR
<a href="#">Алколоид АД Скопје</a>	<a href="#">ALK</a>	1.431.353	102.113.515
<a href="#">Реплек АД Скопје</a>	<a href="#">REPL</a>	25.920	17.608.924
<a href="#">Гранит АД Скопје</a>	<a href="#">GRNT</a>	3.071.377	19.795.930
<a href="#">Комерцијална банка АД Скопје</a>	<a href="#">KMB</a>	2.279.067	73.844.269
<a href="#">Макпетрол АД Скопје</a>	<a href="#">MPT</a>	112.382	27.324.190
<a href="#">ТТК Банка АД Скопје</a>	<a href="#">TTK</a>	907.888	10.994.282
<a href="#">Стопанска банка АД Битола</a>	<a href="#">SBT</a>	390.977	8.874.891
<a href="#">Макстил АД Скопје</a>	<a href="#">STIL</a>	14.622.943	22.111.286
<a href="#">Македонијатурист АД Скопје</a>	<a href="#">MTUR</a>	452.247	22.731.138
<a href="#">Топлификација АД Скопје</a>	<a href="#">TPLF</a>	450.000	10.936.993

Извор: [www.mse.mk](http://www.mse.mk)

- Број на ИСИН БРОЕВИ (состојба на 31.12)

Година	Обични акции	Приоритетни партиципациони акции	Приоритетни кумулативни акции	Купонски обврзници	Државни записи
2001	396	221	224	1	-
2002	688	218	205	3	-
2003	610	190	191	6	-
2004	563	166	178	6	25
2005	539	149	167	10	14
2006	538	143	153	15	20
2007	533	132	142	18	20
2008	544	126	133	24	21
2009	554	125	129	22	11
2010	541	112	121	18	16
2011	542	96	107	16	21

Извор: <http://www.cdhv.mk/>**МБИД**

На 18.06.2007 година Македонската берза АД Скопје започна со пресметување и објавување на новиот индекс - Индекс на јавно поседувани друштва - МБИД со базна вредност од 10.000 индексни поени на 15.06.2007 година. Имајќи ја предвид хетерогеноста на компаниите чии акции се тргуваат на Пазарот на јавно поседувани друштва на Македонската берза, како од аспект на големината на капиталот, така и од аспект на ликвидноста, согласно Методологијата за негово пресметување, МБИД е ценовен, непондериран индекс чии составни елементи се избираат од страна на Комисијата за берзански индекс, имајќи ги предвид следниве критериуми:

- број на денови на тргување,
- остварен промет во период помеѓу две ревизии на индексот.

Анализите за периодот пред воведувањето на МБИД покажаа дека акциите на друштвата кои се тргуваат на Пазарот на јавнопоседувани друштва се поинтересни за инвеститорите, особено имајќи ја предвид обврската на овие друштва за известување за ценовно чувствителни информации кон Комисијата за хартии од вредност, согласно Законот за хартии од вредност.

Така, податоците покажуваат дека во текот на 2007 година тргувањето на Официјалниот пазар учествува со над 73% во вкупниот промет, тргувањето на Пазарот на јавно поседувани друштва учествува со значајни 21%, додека слободниот пазар со 5%.

### ***ОМБ***

Одборот на директори на Македонската берза на седницата одржана на 26.06.2006 година донесе Одлука за пресметување на Индекс на обврзници на Македонската берза АД Скопје, со назив ОМБ.

ОМБ ќе биде ценовен индекс пондериран со прометот, со ограничување дека уделот на ниту една обврзница во состав на индексот не смее да надминува 30%.

Индексот ИМБ се пресметува врз основа на Методологијата за пресметување на Индекс на обврзници на Македонската берза - ОМБ и е составен од котираните обврзници на Македонската берза избрани согласно критериуми наведени во Методологијата.

Законската, подзаконската и берзанската регулатива се значително подобри и најважно, голем дел од компаниите сфатија дека повеќето од барањата за обелоденување на информации можат и треба да ги искористат во своја полза.

Македонската берза учествуваше во проектот за изготвување Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва<sup>17</sup> и ги имаше следниве стојалишта од аспект на инвестирањето:

- дека бизнисите се соочуваат со бројни барања на регулаторите, како на домашните, така и на меѓународните пазари. Со напредокот на инвестирање на пазарите на хартии од вредност, се засилува притисокот за хармонизација на стандардите за корпоративно управување;
- дека обезбедувањето на поволна инвестициска клима за домашните и странските вложувачи никогаш не било толку важно како денес, кога огромен број пазари во развој отворено ја демонстрираат својата жед за капитал и водат агресивна политика на привлекување инвестиции;
- дека фер, транспарентни и ефикасни пазари на хартии од вредност се најпривлечни за инвеститорите и на кои се чувствуваат најсигурно. Во таа смисла компаниите со добро корпоративно управување се главни креатори на добриот имиџ и квалитет на националниот пазар на хартии од вредност;
- дека Република Македонија, која во периодот на транзиција не успеа да оствари позначајна инвестициска активност и се

---

<sup>17</sup> Прирачничкиот е изготвен согласно Програмата за корпоративно управување на Јужна Европа на Меѓународната финансиска корпорација, април 2008 година



потребни дополнителни напори за да се справи со растечката конкуренција на светскиот пазар. Отворањето на пазарот на хартии од вредност, прифаќањето високи оперативни и финансиски правила во корпоративната сфера и воведувањето практика на добро корпоративно управување треба да претставуваат приоритети за јакнење на атрактивноста на домашниот пазар.

Воспоставување ефективна рамка за развој, одржување и олеснување на имплементацијата на рамка за корпоративно финансиско известување која е доследна на *acquis communautaire* и води кон развој на приватниот сектор во Македонија и индиректно кон поголем развој на пазарот на капитал во Република Македонија.

Основање и организација на Комисијата за хартии од вредност

#### 4.2. Комисија за хартии од вредност

Комисијата за хартии од вредност на Република Македонија е основана на 19.06.1992 година со Одлука на Владата на Република Македонија, со седиште во Скопје. Таа е самостојна и независна организација со својство на правно лице. Комисијата за хартии од вредност ја сочинуваат седум членови, од кои еден е претседател. Членовите и претседателот на Комисијата за хартии од вредност ги именува Собранието на Република Македонија, на предлог на Владата на Република Македонија.

Стручна служба се формира од страна на Комисијата за хартии од вредност, која е составена од четири сектори и тоа:

- Сектор за општи и правни работи;
- Сектор за давање одобренија;
- Сектор за контрола на пазарот на капитал и
- Сектор за истражување и анализа и меѓународна соработка на пазарот на капитал.

Комисијата за хартии од вредност врши регулирање и контрола на сите учесници во работењето со долгорочните хартии од вредност во Република Македонија, се грижи за законското и ефикасно функционирање на пазарот на долгорочни хартии од вредност и заштита на правата на акционерите, заштита на правата на акционерите за зајакнување на довербата на широката јавност во институциите на пазарот на долгорочни хартии од вредност и е одговорна за спроведување на Законот за хартии од вредност, Законот за инвестициските фондови и подзаконските акти кои се донесени врз основа на овие закони.<sup>18</sup>

Таа има повеќе јавни овластувања од областа на донесувањето правила, истражувањето, супервизијата, контрола и спроведување на регулативата, заради обезбедување ефикасен, уреден и фер пазар на капитал.

Конкретно, Комисијата го регулира и контролира работењето на учесниците на пазарот на капитал, и тоа: берзата, централниот депозитар за хартии од вредност, брокерските куќи и овластените банки со дозвола за работење со хартии од вредност. Таа исто така, го регулира и надгледува обелодувањето на релевантните информации, тргувањето, утврдувањето и порамнувањето на трансакциите со хартии од вредност, преземањето на трговските друштва, уредното и благовремено известување од страна на трговските друштва и сл.

Компаративните светски искуства, како и досегашното работење на Комисијата недвосмислено укажуваат и потврдуваат дека успешноста во остварувањето на функциите, улогата и целите на Комисијата непосредно е определена и зависи од следниве клучни фактори: квалитетот и адекватноста на законската регулатива од доменот на работењето со хартиите од вредност, кадровскиот, организацискиот, финансискиот и институционалниот капацитет на регулаторот и ефикасното користење на расположливите кадровски, финансиски и други ресурси на регулаторот.

#### **Активности на Комисијата за хартии од вредност**

Комисијата за хартии од вредност се грижи за вршење на следниве активности:

- Презема мерки за обезбедување и спроведување на Законот за хартии од вредност и други закони кои се нејзина надлежност и донесува правилници кои произлегуваат од Законот за хартии од вредност и други закони кои се во нејзина надлежност, како и презема мерки за обезбедување и спроведување на правилниците;

- Врши контрола на целокупната документација кај субјектите издавачи на хартии од вредност, презема мерки и донесува одлуки за заштита на интересите на лицата кои се сопственици или инвестираат во хартии од вредност и спречува нечесни и незаконити дејности поврзани со работењето со хартии од вредност;

---

<sup>18</sup> [www.sec.gov.mk](http://www.sec.gov.mk) - Комисија за хартии од вредност на Република Македонија

- Издава одобренија кои произлегуваат од Законот за хартии од вредност и други закони кои се нејзина надлежност;
- Го регулира начинот на тргување со хартии од вредност на Берзата и пазарот преку шалтер;
- Ги следи и контролира активностите на брокерските куќи и банките во работењето со хартии од вредност, како и овластените друштва за управување со инвестициските фондови;
- Врши контрола на работењето на Централниот депозитар за хартии од вредност;
- Одредува стандарди на конкуренција меѓу брокерските куќи и банките во работењето со хартии од вредност, како и овластените друштва за управување со инвестиции, односно инвестициски фондови, по пат на проверка или на друг начин;
- Дава согласност за именување и разрешување на раководните лица од Законот за хартии од вредност и на раководните лица во друштвото за управување со инвестициските фондови од Законот за инвестициските фондови;
- Ги одобрува јавните повици што се издаваат во врска со јавна понуда на хартии од вредност;
- Се грижи за законски, чесен и транспарентен пазар на хартии од вредност;
- Ги одобрува правилата на пазарот на хартии од вредност кои се однесуваат на котацијата на хартии од вредност и обврските за јавност на податоците за друштвото и периодични извештаи од страна на котирани друштва;

- Соработува со други институции во Република Македонија и надвор од неа по пат на размена на информации и на други начини;

- Го пропишува начинот и постапката на тргување со долгорочни хартии од вредност издадени во Република Македонија со кои ќе се тргува надвор од границите на Република Македонија;

- Ги пропишува условите за учество на овластените учесници на Берзата при тргување на странски берзи;

- Донесува акти, односно правилници за внатрешната организација на Комисијата и

- Врши други работи во врска со работењето со хартии од вредност согласно Законот за хартии од вредност.

Од моментот на нејзиното основање до денес, Комисијата активно и директно учествуваше во изготвувањето на трите закони за работење со хартии од вредност (вклучувајќи го и последниот Закон за хартии од вредност од 2005 година), на Законот за инвестициски фондови, на Законот за преземање на трговските друштва, како и на релевантните правилници кои произлегуваат од споменатите закони. Таа беше консултирана и соработуваше и при донесувањето на други закони кои го тангираат работењето со хартии од вредност како што се Законот за трговски друштва, Законот за пензиско осигурување, Законот за извршна постапка и други.

Актуелната законска рамка, се оценува позитивно како современа, ефективна и соодветна за нивото на развојот на пазарот на капитал во Република Македонија.

Меѓутоа согледувањата, како од страна на Комисијата, така и од релевантните меѓународни институции, домашни и странски експерти, укажуваат на опасноста да изостанат очекуваните и посакуваните ефекти, доколку не се зајакне имплементацијата на законската

регулатива и не се подобри придржувањето и усогласеноста на многубројните учесници (актери) на пазарот на капитал со регулативата. Притоа, како едно од најсериозните тесни грла за натамошното унапредување на пазарот на капитал во Република Македонија се истакнува несоодветната кадровска екипираност и институционалниот капацитет на Комисијата.

Сето тоа ја наметна потребата од донесување на среднорочна стратегија за зајакнување на улогата и работата на Комисијата за хартии од вредност, особено на нејзината извршна моќ во имплементирање на регулативата и во спречувањето на активностите кои ја загрозуваат довербата и го нарушуваат ефикасното функционирање на пазарот на капитал. Основна карактеристика на стратегијата е усвојувањето на современиот пристап базиран врз ризикот, кој од една страна треба да придонесе за исполнување на законските цели на Комисијата, а од друга страна, за максимално рационално и ефикасно користење на нејзините крајно оскудни кадровски ресурси.

Воведувањето и практикувањето на пристапот базиран врз ризикот претставува основен столб врз кој се потпира целата стратегија, а особено реализацијата на една од најзначајните функции на Комисијата: супервизијата на пазарот на капитал. Досегашната супервизија на пазарот на капитал и на неговите учесници се потпираше врз пристапот на редовни и вонредни контроли, кои можеа да бидат посредни и непосредни, целосни и парцијални. Постојниот пристап не ги диференцира оние субјекти кои имаат лоша евиденција (репутација) и за кои е потребна зајакната контрола, од оние кои работат крајно совесно и во согласност со законската регулатива. За да се надминат слабостите на постојниот пристап, неопходно е тој да се надгради (надополни) со современиот пристап базиран врз ризикот.

Пристапот кон регулативата и извршувањето базиран врз ризикот тргнува од основната премиса дека за ефикасно функционирање на пазарот на капитал мора да постои јасно дефинирана и лоцирана одговорност на сите релевантни субјекти: инвеститорите, фирмите, брокерските куќи, банките, берзата, депозитарот и Комисијата. Ниту најдобро дизајнираната регулатива не може да ги елиминира сите ризици на пазарот на капитал. Квалитетната регулатива треба да го минимизира ризикот на тој начин што ќе ги охрабри субјектите на пазарот на капитал истата да ја почитуваат и применуваат. Во тоа се разбира посебно место има Комисијата преку нејзината надзорна и контролна функција на пазарот на капитал и неговите учесници.

За да се овозможи постепено воведување и примена на пристапот базиран врз ризикот потребно е да се отпочне со систематска идентификација на постојните и потенцијалните ризици и нивната (про)оценка како според влијанието што го имаат врз интегритетот на пазарот, така и според веројатноста од нивното настанување. Врз основа на темелната проценка на ризиците треба да се утврдат конкретни приоритети за тоа кои ризици зајакнато ќе се следат, со кои човечки ресурси и начинот на кој ќе се влијае врз нивното намалување. При тоа, како ризици треба да се сметаат сите оние настани и појави кои можат да ги загрозат основните цели на Комисијата (јакнење на довербата во институциите на пазарот на капитал, обезбедување ефикасен, уреден и фер пазар на капитал, законско и ефикасно функционирање на пазарот на хартии од вредност и заштита на правата на инвеститорите).<sup>19</sup>

Развојот и зајакнувањето на Комисијата за хартии од вредност за поддржување, имплементација и спроведување на законите во нејзина надлежност за што е потребно да се:

---

<sup>19</sup> Стратегија за спроведување на Законот за хартии од вредност во периодот 2007-2012 година, Комисија за хартии од вредност, март 2007 година, види поопширно на стр. 3-5

- Направи студија за организациско влијание, за да се одредат и имплементираат најефективните организациски структури кои се потребни за Комисијата за хартии од вредност да стане поефективен и независен административен орган;
- Развие соодветна стратегија и политики поврзани со стандардите на Комитетот за европски регулатори за хартии од вредност;
- Спроведе обука на професионалниот кадар на Комисијата за хартии од вредност за импликациите од стандардите на Комитетот на европски регулатори во Република Македонија.

Обуката треба да се направи преку воспоставување на тренинг програма со соодветен регулатор и член на Комисијата на европски регулатори за хартии од вредност (КЕХР) во постојната земја членка на Европската унија за да и помогне на Комисијата за хартии од вредност при:

- ✓ Обука и пренос на знаење на импликациите од стандардите на КЕХР како во смисла на теоретски концепти, така и за применетите техники и тактики, како на пример пристапот кон следењето и спроведувањето засновани на ризик и
- ✓ Извршување инспекции и/или секојдневна супервизија и насочување за процесот на следење и извршување.

Комисијата за хартии од вредност игра потенцијално витална улога за акционерите во македонските друштва кои котираат на берза, и во оние друштва со посебни обврски за известување што се водат во Регистарот на Комисијата за хартии од вредност, за да се подобри свеста за нејзината улога и придобивките за акционерите потребно е да се започне со кампања за свест како дел од севкупната програма за јавната свест.



#### **4.3. Централен депозитар за хартии од вредност**

Согласно Законот за хартии од вредност, депозитарот експлицитно добива статус на саморегулирачка организација која донесува правила за однесување и дисциплина, со цел спроведување на актите на депозитарот, како и на регулативата од надлежност на Комисијата. Заради засилување на саморегулирачкиот карактер на организацијата, со законот се воведува и обврска за воведување на независни членови (1/3) во органите на управување, кои не се вработени во депозитарот или поврзани со кој било акционер, членка на депозитарот или друго правно лице кое е овластен учесник на пазарот на хартии од вредност.

Во однос на акционерската структура на депозитарот со Законот за хартии од вредност е предвидено акционери во депозитарот да можат да бидат единствено: брокерски куќи, банки, осигурителни друштва или друштва за управување со фондови, додека пак, акционер во депозитарот, заедно со сите негови поврзани лица, не може да поседува повеќе од 15% од акциите со право на управување во депозитарот.

Понатаму, се воведува забрана за депозитарот да не смее да купи или на друг начин да стекне какви било хартии од вредност за сопствена сметка (освен државни и сопствени хартии од вредност), доколку ги регистрира тие хартии од вредност во својот систем. Со Законот за хартии од вредност се воведуваат и други одредби со кои депозитарот се изедначува со обврските кои берзата ги има во поглед на доставување на финансиски извештаи, обврските на депозитарот за информирање и известување и слично. Во делот на регистрацијата на хартиите од вредност и понатаму останува истиот концепт на регистрација на хартиите од вредност. Новитет е тоа што се предвидува

секој сопственик на хартии од вредност да не смее да има повеќе од една сметка на хартии од вредност кај еден ист депозитар. Со Законот за хартии од вредност се дефинираат и нетрговските преноси кои се спроведуваат во депозитарот.

### 1. Хартии од вредност на 31.05.2012 година\*

Табела 1

Вид на хартии од вредност	Број на активни ИСИНИ	Издадена количина	Номинален капитал (МКД)	Пазарна вредност (МКД)	Пазарна вредност %
Акции	728	318.585.093	211.327.807.989,25	226.107.554.409,54	84,75
Обврзници	18	1.151.974.247	11.249.453.846,08	10.739.543.438,35	4,02
Останати ХВ	21	2.995.650	29.956.500.000,00	29.956.500.000,00	11,23
Вкупно	767	1.473.554.990	252.533.761.835,33	266.803.597.847,89	100,00

<http://www.cdhv.mk/>

Како што може да се согледа од табелата погоре е дека учеството на хартии од вредност според номиналниот капитал е најголемо на акциите кои учествуваат до 84,75% од вкупно издадените хартии од вредност, додека обврзниците учествуваат со 4,02% во вкупниот број на издадени хартии од вредност.

## 2. Структура на иматели според видот на хартиите од вредност на 31.05.2012 година\*

Пазарна вредност

Табела 2

Инвеститор	Акции (МКД)	Обврзници (МКД)	Останати ХВ (МКД)	Вкупно	Вкупно %
Домашни физички лица	35.701.408.061,99	1.785.566.614,97	0,00	37.486.974.676,96	14,05
Домашни правни лица	135.218.813.917,35	8.922.347.681,79	29.956.500.000,00	174.097.661.599,13	65,25
Странски физички лица	1.890.032.157,84	12.932.395,93	0,00	1.902.964.553,77	0,71
Странски правни лица	53.297.300.273,88	18.696.699,18	0,00	53.315.996.973,06	19,99

<http://www.cdhv.mk/>

Видно од табелата за структура на иматели на хартии од вредност е дека најголем процент на иматели на хартии од вредност се домашни правни лица со 65,25%.

## 3. Структура на иматели на 31.05.2012 година

Табела 3

Инвеститор	Акции	Обврзници	Останати ХВ	Сите
Домашни физички лица	89.123	5.889	0	93.894
Домашни правни лица	1.930	549	40	2.422
Странски физички лица	1.319	61	0	1.376
Странски правни лица	230	5	0	231

<http://www.cdhv.mk/>

## 4. Структура на сметки на хартиите од вредност на 31.05.2012 година\*

Табела 4

Вид на сметка	Пазарна вредност (МКД)	%	Број на сметки	%
Сопственичка	214.578.291.373,68	80,42	94739	93,98
Застапничка	70.710.895,72	0,03	16	0,02
Старателска	6.395.972.206,56	2,40	55	0,06
Портфолио	10.486.894,20	0,00	40	0,04
Други сметки	45.748.136.432,77	17,15	5.954	5,90

<http://www.cdhv.mk/>

## 5. Порамнети трговски трансакции во месец Мај 2012 година

Табела 5

Пазар	Вредност (МКД) Број на трансакции	Количина
МБХВ	378.648.914,50 1.855	3.750.100
ОТЦ	0,00	0

<http://www.cdhv.mk/>

## 6. Корпоративни дејства за месец Мај 2012 година

Табела 6

Активни АД	538
Активни ИСИН броеви (акции)	728
Новорегистрирани друштва	1

Новоиздадени ИСИН броеви (акции)	1
Блокирани/избришани друштва	2

<http://www.cdhv.mk/>

Од големо значење за работењето на Централниот депозитар АД Скопје е дека стана членка на Европската асоцијација на централните депозитари за хартии од вредност.

Целта на Европската асоцијација на централните депозитари за хартии од вредност е да се понудат решенија и да обезбедат совет на меѓународно ниво на технички, економски, финансиски и регулаторни прашања за да се намали ризикот и зголемување на ефикасноста на аранжмани за хартии од вредност и поврзани плаќања во Европа во корист на издавачи, инвеститорите и учесниците на пазарот.

Европската асоцијација на централните депозитари за хартии од вредност претставува 41 национални и меѓународни хартии во 37 европски земји. Здружението обезбедува форум за размена на ставови. Европските јавни власти и сите други заинтересирани страни бараат да се постигне оптимална регулаторна рамка за клиринг и порамнување.

Главните мисии на Европската асоцијација на централните депозитари за хартии од вредност се:

- ➔ да се научат технички, економски, финансиски и регулаторните прашања кои влијаат на Европската асоцијација на централните депозитари за хартии од вредност, да се понудат решенија и да се обезбедат совети за овие теми;
- ➔ да се олесни соработката меѓу централната власт на европско и меѓународно ниво, обезбедување форум за размена на информации, не само меѓу членовите, но исто така и меѓу заинтересираните страни во областа на хартии од вредност ;

- да се промовира единствена улога на централните депозитари за хартии од вредност што ја остава на финансиските пазари, а особено нивниот придонес кон намалување на ризиците и зголемување на ефикасноста во однос на прекуграничната обработка, за доброто на издавачи, инвеститори и учесници на пазарот;
- да се претставуваат и да ги бранат заедничките интереси на Европската асоцијација на централните депозитари за хартии од вредност, особено со поддршка на координиран приод кон релевантните европски и меѓународни регулаторни и тела за донесување одлуки со компетентност во областа на хартии од вредност.

Европската асоцијација на централните депозитари за хартии од вредност генерално промовира:

- процес на проток кој обезбедува највисока ефикасност со низок профил на ризик;
- високо ниво на полето за играње со највисоките стандарди за субјектите;
- заеднички стандарди за да се намали / отстранат бариерите за прекугранично порамнување;
- размена на информации за правни, даночни, регулаторната рамка и пазарни практики да помогне во процесот на хармонизација низ Европа;
- меѓународна соработка.

#### **4.4. Инвестициски фондови**

Со оглед на тоа што постојните деловни банки и други банкарски институции не можеа брзо да се приспособат на новонастанатите услови на работењето на пазарот на капитал, во современите пазарни економии почна да се основаат нови далеку пофлексибилни и поефикасни институции како учесници и посредници на пазарот на капитал. Меѓу нив најзначајни се инвестициските фондови. Тие се основаат како акционерски друштва или како институции од јавно-правен карактер. Основачи на инвестициските фондови се економски субјекти сопственици на капитал, а основач може да биде и државата. Тие можат да бидат од отворен и од затворен тип. Првите се акционерски друштва од класичен вид, бидејќи се основаат со емисија на акции што им ги гарантираат на нивните сопственици сите права што ги содржат акциите. Името затворени го добиле по тоа што акциите можат да ги претворат во пари единствено на секундарниот пазар на долгорочни хартии од вредност. Отворениот вид на инвестициски фондови повеќе одговара за земји во кои пазарот на капитал е во развој или не е развиен. Позитивно кај овој вид фонд е тоа што се создава услов за доверба кај големиот број инвеститори, а негативно е тоа што неговата ликвидност понекогаш може да биде лабилна.

Инвестициските фондови се значајни учесници на пазарот на капитал, а во основа тие имаат посредничка улога. Со продажба на нивните акции или удели доаѓаат до капитал и средства кои понатаму ги користат за инвестирање во многу сегменти на финансискиот пазар. Често се случува така прибраните средства да ги инвестираат во диверзифицирани портфолии кои понекогаш содржат голем број различни хартии од вредност. На тој начин, тие посредуваат на пазарот на капитал помеѓу различни субјекти, пред сè помеѓу емитентите и инвеститорите. Со основањето на голем број инвестициски фондови се

збогати институционалната структура на финансискиот сектор, се зголеми конкурентноста, дојде до т.н. продлабочување на пазарот на капитал и се оствари современ пристап до пазарните трансакции, што доведе до права експлозија во подрачјето на развојот на пазарот на капитал.<sup>20</sup>

Во основа инвестициските фондови се компании кои собираат пари од голем број инвеститори, со цел инвестирање во различни типови на хартии од вредност (акции, обврзници, инструменти на пазарот на пари). Со средствата професионално се управува за сметка на членовите на фондот, а на секој член на фондот му припаѓа дел од вредноста на имотот на фондот (портфолиото) сразмерно на неговото учество во фондот. Тој дел на вредноста на имотот на фондот се изразува како инвестициска единица (кај отворените фондови) или како акција (кај затворените фондови).

Малиот и недоволно ликвиден пазар на хартии од вредност во минатото беше ограничување за порана појава на инвестициските фондови во Република Македонија.

Првите искуства со инвестициските фондови во Република Македонија се поврзани со формирањето на двата капитално финансирани пензиски фондови.

Предности на инвестициските фондови како небанкарски финансиски институции се:

- ✓ Диверзификација на ризикот;
- ✓ Професионален портфолио менаџмент и
- ✓ Релативно низок трошок за влез - мали инвеститори.

---

<sup>20</sup> Стратегија за управување на Законот за хартии од вредности во периодот 2007-2012 година, Комисија за хартии од вредности, март 2007 година, види пошироко на сир. 3-5



Принципи кои се во основата на работата на новиот Закон за инвестициски фондови се:

- Хармонизирање со регулативата на Европската унија;
- Натамозна либерализација на секторот и
- Регулирање на изложеноста кон ризикот.<sup>21</sup>

Инвестицискиот фонд ти нуди едно решение, а тоа е: кога ќе ги ставиш парите во фонд, тие пари се здружуваат со парите на други инвеститори за да се создаде поголема куповна моќ од онаа која би ја имал ако инвестираш сам.

Еден фонд може да поседува портфолио од стотици различни хартии од вредност и затоа неговиот успех не зависи од растот или падот на една или две акции.

Инвестициски фонд како професионално управувана форма на инвестирање се основа заради здружување на парични средства од домашни и/или странски физички и/или правни лица, кои потоа се вложуваат на пазарот на капитал во најразлични хартии од вредност: акции, обврзници, записи и сл. Со средствата на фондот управува друштво за управување со инвестициски фондови.

Инвестициските фондови според вложувањата се делат на инвестициски фондови за акции и инвестициски фондови за обврзници.

Инвестициските фондови за акции своите вложувања ги прават во акции. Акциите во кои фондот инвестира се различни во зависност од целите на фондовите-акции во добротоечки компании, акции во компании кои се ориентирани кон раст и развој. Успешното вложување во компаниите значи дека фондот вложил во акции чија цена се

---

<sup>21</sup> Владимир Филиповски, Коментар на Законот за инвестициони фондови, Економски факултет, Скопје, 2009

зголемува на пазарот на капитал или во акции на компании кои остваруваат добивка и истата ја распределуваат како дивиденда.

Меѓутоа, компанијата во која има вложено средства фондот може да оствари и лоши финансиски резултати и тоа да доведе до опаѓање на вредноста на нејзините акции и до можни загуби за фондот и за инвеститорите.

Инвестициските фондови за обврзници своите вложувања ги прават во обврзници. Кога инвестицискиот фонд купува обврзници, средствата им се даваат на компаниите, општините или државата коишто имаат издадено обврзници, преку кои собираат средства за остварување на некоја нивна цел. Во замена за вложените средства, издавачот на обврзниците се обврзува да го исплати износот на обврзницата на денот на нејзиното пристигнување за наплата.

Поседувањето на удели/акции во овие фондови носи посигурни и поредовни приходи, заради тоа што овие фондови се помалку подложни на промените кои секојдневно настануваат на пазарот на капитал.

Кога станува збор за структурата, односно формата на инвестициските фондови, карактеристично е тоа што истите може, но и не мора секогаш да имаат статус на правен субјект (правно лице). Тоа пред сè, зависи од видот на инвестицискиот фонд. Така, вообичаено затворените фондови се основаат во една од формите на трговски друштва (најчесто како акционерско друштво), што значи дека тие имаат правен субјективитет.

За разлика од нив, отворените фондови, кои се впрочем и најраспространет вид фондови, немаат статус на правно лице, односно немаат правен субјективитет. Во оваа смисла, битно е да се напомене дека сите неопходни активности (работи) во име и за сметка на отворениот фонд ги врши друштвото за управување со фондови, коешто најчесто се

основа како акционерско друштво. Значи, друштвата за управување со фондови се основаат со цел основање и управување со еден или повеќе, како отворени, така и затворени фондови.

Со оглед на фактот дека друштвата за управување се основаат како акционерски друштва, не треба посебно да се нагласува дека истите се во сопственост на акционерите, коишто пак го имаат главниот збор при донесувањето на сите одлуки во врска со работењето и деловното работење на овие друштва. Така, акционерите го назначуваат одборот на директори на друштвото за управување, кој пак од своја страна ги презема сите неопходни активности околу организацијата и управувањето, како со друштвото за управување со фондови, така и со инвестициските фондови (отворени или затворени) кои истото ги управува.

Понатаму, за работењето на секој отворен фонд се назначува т.н. портфолио менаџер, кој меѓу другото е одговорен за утврдување на инвестициската политика на фондот (можно е еден портфолио менаџер да биде одговорен за два или три отворени инвестициски фондови). Исто така, отворениот фонд мора задолжително да има инвестициски советник, кој всушност се грижи за портфолиото на фондот и неговото управување во зависност од целите и политиките определени во проспектот на фондот. Вообичаено, секој отворен инвестициски фонд има лице одговорно за продажба на уделите на фондот на заинтересираните инвеститори. Воедно, во фондот има и лица кои се грижат за сите административни процедури и активности поврзани со работењето на фондот (back office), како и лице кое е задолжено за следење на законската и подзаконската регулатива од областа на инвестициските фондови и работење на фондот во согласност со прописите.

Од не помало значење е и постоењето на банка-чувар на имот, којашто се избира од редот на комерцијалните банки, каде што се чува имотот на фондот и преку која се одвиваат сите финансиски операции на фондот, вклучително инвестирањето на фондот во хартии од вредност, продажба и откуп на удели од фондот од страна на инвеститорите итн.

Исто така, треба да се подвлече и улогата на независниот ревизор којшто пред сè врши ревизија на финансиските извештаи на фондот.

Повеќето инвеститори коишто вложуваат се согласуваат дека поаметно е да имаш цела колекција на акции и обврзници, отколку да го ставиш на коцка успешното работење преку инвестирање во една или две хартии од вредност. Сепак, работењето со разновидни акции и обврзници може да биде тешко и на многумина да им предизвика главоболка. За да го скроите вашето портфолио и да утврдите што да купите потребно е време и концентрација. Затоа, за да го намалите ризикот и трошоците од инвестирање, размислете за начинот на вложување на вашите средства.

Инвестициските фондови ги прават инвестирањата едноставни, пристапни и дозволиви. Инвестираат на различни пазари и во различни сектори.

Инвестицискиот фонд нуди едно решение: кога ќе ги ставите парите во фонд, тие средства се здружуваат со парите на други инвеститори за да се создаде поголема куповна моќ од онаа која би ја имале ако инвестирате сами. Еден фонд може да поседува портфолио од стотици различни хартии од вредност и затоа неговиот успех не зависи од растот или падот само на една или две акции. Инвестицискиот фонд има професионален менаџмент кој треба будно да ја следи состојбата на пазарот и навремено да реагира. Со портфолиото на инвестицискиот фонд управуваат искусни и професионални менаџери коишто врз

сеопфатни и темелни анализи одлучуваат кои хартии од вредност да се продаваат, а кои да се купуваат.

Инвестициските фондови заработуваат преку дивиденди, камати на хартиите од вредност во нивното портфолио, од капитални добивки како позитивна разлика меѓу пониската куповна и повисоката продажна цена на акциите или обврзниците.

Потоа, фондот им го исплаќа на акционерите сиот приход во форма на дивиденда за секоја акција што ја поседуваат. Значи, добивката што ја остварува фондот се распределува сразмерно на бројот на удели или акции што Вие ги поседувате во фондот. Меѓутоа, има и фондови кои сета добивка ја реинвестираат. Во ваков случај ефектот од вложувањето во инвестицискиот фонд ќе го почувствувате во оној момент кога ќе го продадете вашиот удел.

*Како предности на инвестициските фондови ќе ги наведеме следниве:*

- професионално управување со средствата
- дисперзија на ризикот преку вложување во разновидни хартии од вредност
- достапност и за малите инвеститори
- ликвидност, бидејќи уделите/акциите можат лесно да се продадат
- разновидност на хартиите од вредност во кој може да се вложува
- помали трошоци.

*Недостатоци на инвестициските фондови се следниве:*

- наплатување на провизија за управување и одржување на средствата

- недоволна контрола врз вложувањата на средствата од страна на фондот
- неизвесна цена на уделот/акција на инвестицискиот фонд
- нема загарантирано враќање на износот што е инвестиран
- средствата во инвестицискиот фонд не се осигурани во посебен фонд.

Успешноста на фондот не може да биде загарантирана. Постои ризик во инвестирањето во фондот. Во своето работење фондовите се соочуваат со поголем степен на ризик во однос на ороченото штедење, но сразмерно на тоа, вложувањето во инвестициските фондови овозможува остварување на повисок принос. Во зависност од степенот на ризик кој сте подготвени да го прифатите, можете да го изберете типот на фонд кој најмногу Ви одговара. Фондовите кои вложуваат во поризични финансиски инструменти, на пример акции, потенцијално даваат и повисоки приноси, додека фондовите со релативно покonzервативна политика, на пример оние кои вложуваат во државни обврзници, имаат пониски приноси, но вложувајќи во нив, Вие сте изложени на значајно помал ризик.

Ризиците со кои се соочуваат фондовите, произлегуваат пред сè од финансиските инструменти, односно хартиите од вредност во кои вложуваат.

Генерално гледано, ризикот од вложување на пазарот на капитал, вклучително и ризикот на вложување во инвестициските фондови, ја претставува можноста или веројатноста приносите од вложувањето да бидат незадоволителни или негативни. Приносите од вложувањето во фондовите можат да бидат незадоволителни или негативни под дејство на следните видови ризици:

- кредитен ризик се однесува на кредитоспособноста на издавачот на хартија од вредност во која фондот ги вложил средствата, односно можност тој непречено и навремено да го исплати својот долг;

- каматен ризик е ризик кој настанува заради промените на нивото на каматните стапки на пазарот на капитал што може повратно да влијае врз цената на хартии од вредност во портфолиото;

- девизен ризик се јавува кога делот на вложувањата е во средствата и хартиите од вредност деноминирани во различни странски валути;

- ризик на ликвидност се однесува на состојбата кога фондот заради исплатата на големи парични износи не може да ги исплати сите пристигнати барања на инвеститорите;

- ризик од инфлација се однесува на потенцијалното влијание на инфлацијата врз обезвреднувањето на повратот на вложените средства.

При изборот на инвестицискиот фонд во кој ќе вложите, треба да ја земете предвид и променливоста на приносите на тој фонд во однос на другите инвестициски фондови. Помала променливост на приносите на фондот значи помал ризик. Инвестициски фонд кој една година остварил неверојатно голем принос, а следната година остварил загуба се смета за ризичен. Непостојаноста на приносите ја отежнува проценката за тоа што ќе се случи во иднина.

На пазарот на капитал работењето на инвестициските фондови земено во целина (со исклучок на приватните фондови) е строго контролирано.

Надлежна институција за контрола на инвестициските фондови, друштвата за управување со инвестициски фондови и депозитните банки во делот на работењето на инвестициските фондови е Комисијата за хартии од вредност.

Контролната функција на Комисијата започнува уште при основањето на инвестициските фондови, а потоа и при работењето на фондот.

Значи, најнапред, преку лиценцирањето на друштвото за управување со инвестициските фондови и органот на управување на друштвото, а потоа и преку давањето дозвола за работа на инвестициските фондови, Комисијата во строго пропишана процедура со проверка на сите законски предуслови за лиценцирање ги издава потребните дозволи неопходни за отпочнување со работа на фондовите (го одобрува: самото основање на фондот, статутот, проспектот на фондот исто така, а го одобрува и изборот на депозитната банка).

Контролата е особено важна активност на Комисијата за хартии од вредност која се грижи за заштитата на правата на инвеститорите, за правната сигурност на пазарот на хартии од вредност и за јакнење на довербата на инвеститорите во институциите на пазарот на хартии од вредност.

Комисијата може без ограничување да ги прегледува деловните книги и другите документи на друштвата за управување со фондови, инвестициските фондови и депозитните банки кои се однесуваат на работењето на инвестициските фондови.

При утврдени неправилности во работењето или во водењето на деловните книги, Комисијата наложува на друштвото за управување со фондови, односно на депозитната банка, утврдените неправилности да ги отстрани во определен рок.

Доколку Комисијата има забелешка во работењето, Друштвото за управување со фондови, односно депозитната банка е должна да постапи по барањето на Комисијата во определениот рок и да ги отстрани утврдените забелешки и неправилности.



Исто така, Комисијата треба да биде информирана со приложување на докази дека недостатоците или неправилностите се отстранети или исправени.

Но, исто така треба да се знае дека Комисијата може да изрекува и построги мерки. Комисијата може на друштвото за управување со фондови да му го одземе одобрението за основање на друштво за управување со фондови, ако во определениот рок друштвото за управување со фондови не ги отстранило недостатоците или неправилностите.

Комисијата го одзема одобрението за основање на друштво за управување со фондови и доколку друштвото за управување со фондови:

-не започне да работи во рок од шест месеци од денот на издавањето на одобрение; прекине со работа;

-дозволата ја добило со наведување на неистинити податоци и

-ако во определениот рок не ги отстрани недостатоците или неправилностите или ако за тоа не ја извести Комисијата.

Комисијата го одобрува Статутот на фондот. Статутот на фондот е еден од поважните документи со кој се уредува работењето на инвестицискиот фонд, правната положба на сопствениците на документите за удел во отворениот фонд, односно на акционерите во затворениот фонд, правните односи на инвестицискиот фонд со друштвото за управување со фондови и со депозитната банка, како и други прашања од интерес за остварување на целите на фондот.

Комисијата го одобрува и Проспектот на фондот. Проспектот исто така, е еден од поважните документи кој содржи детални информации и податоци за целите и инвестициската политика на фондот, како и други информации што се однесуваат на фондот, а што можат да влијаат на

одлуката на вложувачот за вложување или невложување во фондот. Комисијата преку одобрувањето на Проспектот на инвеститорите им обезбедува заштита бидејќи детално го разгледува работењето на фондот, при што ги контролира следните елементи: ограничување на вложувањата на фондот, ризици кои би го прателе работењето на фондот; принципите на вложување на фондот; достапноста на финансиските извештаи за инвеститорите; надоместоците кои инвеститорите треба да ги плаќаат на фондот, учеството на инвеститорот во добивката на фондот, податоци за друштвото коешто го управува фондот и слични известувања за инвеститорите.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Брошура на Комисијата за хартии од вредност, *Разбери ги инвестициските фондови, 2007 година.*

<b>Г Л А В А 2</b> .....	<b>94</b>
<b>СМЕТКОВОДСТВЕНИ И ФИНАНСИСКИ АСПЕКТИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА</b> .....	<b>96</b>
<b>1. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал</b> .....	<b>96</b>
<b>1.1. Сметководствени и финансиски аспекти во Законот за хартии од вредност</b> .....	<b>97</b>
<b>1.2. Сметководствени и финансиски аспекти на Закон за преземање на акционерски друштва</b> .....	<b>112</b>
<b>1.3. Сметководствени и финансиски аспекти на Законот за инвестициските фондови</b> .....	<b>116</b>
<b>1.4. Сметководствени и финансиски аспекти на Закон за трговските друштва</b> .....	<b>120</b>
<b>2. Усогласеност на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал со регулативниот систем на Европската унија</b> .....	<b>127</b>
<b>2.1. Усогласеност на Законот за хартии од вредност</b> .....	<b>129</b>
<b>2.2. Усогласеност на Закон за преземање на акционерски друштва</b> .....	<b>130</b>
<b>2.3. Усогласеност на Законот за инвестициските фондови</b> .....	<b>132</b>
<b>2.4. Усогласеност на Законот за трговски друштва</b> .....	<b>133</b>
<b>3. Предности и недостатоци на легислативната рамка</b> .....	<b>143</b>
<b>3.1. Можности за подобрување на законските одредби во контекст на зголемување на портфолио инвестициите</b> .....	<b>145</b>
<b>4. Усогласеност на финансиските извештаи во Република Македонија согласно барањата на Европската унија</b> .....	<b>146</b>

<b>5. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал во земјите-членки на Европската унија.....</b>	<b>180</b>
<b>5. 1. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал во Република Бугарија .....</b>	<b>180</b>
<b>5. 2. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал во Република Словенија .....</b>	<b>184</b>

## **Г Л А В А II**

### **СМЕТКОВОДСТВЕНИ И ФИНАНСИСКИ АСПЕКТИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА**

#### **1. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал**

Квалитетната законска рамка е битен предуслов за развој на пазарот на капитал. Регулативата мора да биде дизајнирана така што на сите учесници ќе им овозможи сигурна правна заштита.

Во врска со законската рамка, главна цел е да се подготви такво законодавство коешто ќе го претставува развојот на хартии од вредност во земјата, а истовремено ќе обезбедува поквалитетна и поконзистентна законска рамка која нуди поповолни услови за привлекување на домашната и странската и инвеститорската јавност на македонскиот пазар на хартии од вредност.

Со законската регулатива треба да бидат разработени принципите на законитост, транспарентност, недискриминација, конкуренција, заштита на сопствениците на хартии од вредност и инвеститорите, зајакнување на правната стабилност и стабилноста на пазарот на капитал во целина.

Пазарот на капитал во Република Македонија се регулира со Законот за хартии од вредност (Службен весник на Република Македонија бр.95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010 и 135/2011), Законот за преземање на акционерски друштва (Службен весник на Република Македонија бр. 4/2002, 37/2002, 36/2007, 67/2010 и 35/2011), Законот за инвестициски фондови (Службен весник на

Република Македонија бр. 12/2009, 67/2010 и 24/2012) и Законот за трговски друштва (Службен весник на Република Македонија бр. 28/2004, 84/2005, 25/2007, 87/2008, 42/2010, 48/2010 и 24/2011).

### 1.1. Сметководствени и финансиски аспекти во Законот за хартии од вредност

Законот за хартии од вредност претставува основен правен акт со кој се регулира работењето со хартиите од вредност во Република Македонија. Со овој закон се регулира:

- начинот и условите на издавање и тргување со хартии од вредност;
- начинот и условите за регистрирање на хартии од вредност;
- утврдување и порамнување на трговските трансакции и нетрговските приноси со хартии од вредност, како и ограничувањата на правата од сопственоста на хартии од вредност;
- начинот и условите за функционирање на пазарот на хартии од вредност и овластените учесници на пазарот;
- обврските за обелоденување на информации од страна на акционерските друштва со посебни обврски за известување, членови на органите на управување, директорите и одделните акционери;
- забранети дејствија во врска со работењето со хартии од вредност;
- статусот и надлежностите на Комисијата за хартии од вредност и
- начинот и условите на работење на овластените учесници на пазарот при стечај и ликвидација.

Една од поставените цели при подготовката на текстот на Законот за хартии од вредност беше да се подготви текст на закон којшто ќе го претставува развојот на пазарот на хартии од вредност во земјата, а истовремено ќе обезбедува поквалитетна и поконзистентна законска рамка која нуди поповолни услови за привлекување на домашната и на странската инвеститорска јавност на македонскиот пазар на хартии од вредност.

Новиот Закон за хартии од вредност се донесе за усогласување на постоечката законска регулатива со релевантните директиви на Европската унија, како и потребата од зајакнувањето на регулативата со стандардите и принципите на Меѓународната организација на Комисиите на хартии од вредност (International Organization of Securities Commission (IOSCO)) во којашто од 1994 година полноправна членка е и Македонската комисија за хартии од вредност.

Во новиот Закон за хартии од вредност се запазени и разработени принципите на законитост, транспарентност, недискриминација, конкуренција, заштита на сопствениците на хартии од вредност и инвеститорите, зајакнување и зголемување на правната сигурност и стабилност на пазарот на хартии од вредност во целина.

Во Република Македонија третман на ценовно чувствителни информации имаат информациите од специфична природа, кои посредно или непосредно се врзани со компанијата - издавач на хартии од вредност и кои, доколку се обелоденат, би можеле да извршат влијание врз:

- Цената на хартиите од вредност на компанијата или
- Одлуката на инвеститорите да купуваат, продаваат или да ги чуваат хартиите од вредност.

За да се спречи ексклузивитетот што со себе го носи располагањето со ценовно чувствителна информација, од

компаниите се бара тие задолжително да ги објават таквите инфомации. Така на пример, за ценовно чувствителни информации, кои компанијата е должна да ги објави, се сметаат информациите кои се однесуваат на настанувањето на следните околности:

- ✓ Стекнување или оттуѓување на значаен дел од средствата на компанијата;
- ✓ Промена на овластениот ревизор;
- ✓ Оставка и разрешување на членови на органите на управување;
- ✓ Склучување или раскинување на договор или друга правна работа која влијае врз промената на основната дејност на компанијата;
- ✓ Секој настан кој може да предизвика ненавремено или предвремено плаќање на финансиските обврски на компанијата;
- ✓ Отворање на стечај или ликвидација на компанијата;
- ✓ Неисполнување на обврски по основ на издадени обврзници од страна на компанијата;
- ✓ Сите судски постапки во кои е вклучена компанијата.

Во однос на издавањето, понудата и продажбата на хартии од вредност, воведена е можност за необјавување на ценовно чувствителни информации за правното лице кое до Комисијата за хартии од вредност има поднесено барање за одобрение за издавање на хартии од вредност. Ова значи дека само по исклучок емитентот може да побара од Комисијата да не објави во својот Проспект одредени информации, ако јавното објавување на тие информации би довело до загрозување на деловни планови на правното лице или би било спротивно на интересот на инвеститорите. Сепак, емитентот во Проспектот задолжително



**мора да објави дека му е дозволено необјавување на ценовно чувствителни информации.**

Компаниите не треба да се обидуваат да го шират толкувањето на одредбите за условите под кои може да се дозволи необјавување на ценовно чувствителни информации. Во случај да настапат услови, кои согласно регулативата дозволуваат необјавување на информации, компанијата треба да ја помине постапката за необјавување на ценовно чувствителни информации пред Комисијата за хартии од вредност.

Затоа, компаниите во своите интерни акти треба да дефинираат кои информации ќе се третираат како ценовно чувствителни и треба да бидат обелоденети, односно кои информации ќе се чуваат како доверливи. Се разбира, овие акти на компаниите треба да бидат во согласност со позитивните прописи.

Со законот се овозможува и рекламирање на јавната понуда на хартии од вредност, при што рекламите треба да содржат информација за денот на објавување на Проспектот и местото каде што може да се обезбеди примерок од истиот. Рекламите треба да имаат промотивен карактер. Информациите во рекламата треба да бидат целосни, да не насочуваат во погрешна насока и да бидат во согласност со Проспектот.

Во постапката на запишување на јавно понудените хартии од вредност е предвидено сите уплати од купувачите за понудените хартии од вредност да се чуваат на посебна сметка во банка, кои не може да бидат користени од страна на издавачот сè додека јавната понуда не биде успешно завршена. Средствата кои еден инвеститор ги уплаќа за време на запишување на хартиите од вредност не се сметаат за дел од стечајната маса во случај на стечај на издавачот пред успешното завршување на понудата.

Рокот за реализација на јавната понуда не може да биде подолг од 12 месеци од денот на започнување на запишувањето и уплатата на хартиите од вредност. Јавната понуда на хартии од вредност се смета за успешно завршена ако во предвидениот рок најмалку 60% од понудените хартии од вредност во Проспектот се запишани и уплатени, освен ако издавачот во Проспектот не предвидел повисок процент на запишување и уплата на хартии од вредност за емисијата да се смета за успешно завршена. Ако пак, емисијата не се реализира успешно, истата се смета за откажана, а сите запишувања на хартиите од вредност се поништуваат и сите примени уплати за хартиите од вредност се враќаат на инвеститорите со депозитна камата.

Со новиот Закон за хартии од вредност приватната понуда на акции е дефинирана како понуда за запишување и уплаќање на акции, која е упатена на: не повеќе од 20 лица поединечно именувани во актот за издавање на акции или само на институционални инвеститори. Институционални инвеститори според законот се банките, осигурителните компании и инвестициските или пензиските фондови. Карактеристично е тоа што издавањето на акции по пат на приватна понуда е значително поедноставна постапка за издавање на акции во споредба со јавната понуда на акции. Едноставноста на постапката за реализација на приватна понуда на акции произлегува оттаму што кај приватните понуди станува збор за издавање на акции на однапред познати инвеститори на издавачот. Понатаму, издавачот до Комисијата доставува значително помал број документи со барањето за одобрување на приватна понуда, Комисијата во случај на барање за одобрување на приватна понуда е должна да одлучува во пократок рок и слично. Согласно третманот на приватната понуда на акции во Законот за хартии од вредност, ќе спомнеме дека во случај на приватна понуда, издавачот на акциите до Комисијата доставува единствено барање за одобрување на приватна понуда, акт за издавање на акции и

**предлог соопштение до јавноста за реализација на приватна понуда на акции.**

Според Законот за хартии од вредност, постапката за реализација на приватна понуда се применува и кога се врши зголемување на основната главнина од средствата на друштвото во форма на нови акции, без разлика колкав е бројот на акционери кои стекнуваат нови акции. Доколку идентитетот на некој од купувачите се промени за времетраење на приватната понуда, издавачот е должен од Комисијата да добие дозвола за настанатата промена и во таков случај издавачот доставува коригиран акт за издавање со точни информации за идентитетот на купувачите.

Друга карактеристика на приватната понуда е тоа што издавачот може да направи приватна понуда на хартии од вредност најмногу еднаш во текот на една календарска година.

Новиот Закон за хартии од вредност ја третира и понудата за продажба на сопствени акции. Сопствените акции Законот за хартии од вредност ги дефинира како акции кои се претходно издадени и продадени од страна на акционерско друштво или командитното друштво со акции кои подоцна друштвото ги стекнува по различни основи. Понудата и продажбата на сопствените акции ќе се смета за јавна понуда, освен ако понудата не претставува исклучок од давање одобрение, согласно со одредбите од законот кои ја регулираат понудата на хартии од вредност, чиј износ е помалку од 25.000 евра во денарска противвредност и согласно со одредбите кои ја регулираат приватната понуда. Значи, според Законот за хартии од вредност издавањето на хартии од вредност на примарниот пазар, вклучувајќи ја и продажбата на сопствените акции, се врши по претходно добиено одобрение од Комисијата, освен во случаите кои претставуваат исклучоци за кои не е потребно одобрение од Комисијата.

**Овластени учесници на пазарот на хартии од вредност- брокерски куќи, брокери.** И кај брокерските куќи и брокерите како овластени учесници на пазарот на хартии од вредност се воведоа определени новини што во овој дел сосема кусо ќе ги елаборираме. Во однос на можноста за основање брокерски куќи во Република Македонија од страна на странски физички и правни лица ќе констатираме дека ниту со новиот Закон за хартии од вредност оваа можност не беше ускратена. Единствено, со новиот Закон за хартии од вредност се направи чекор понапред со тоа што се овозможи под определени законски услови отворање на подружница на странска брокерска куќа во Република Македонија.

Според тоа, се дозволува странска брокерска куќа која е овластена да ги врши сите или некои од услугите со хартиите од вредност во која било од земјите членки на Организацијата за економска соработка и развој, да може да ги врши истите услуги на територијата на Република Македонија преку своја подружница која има дозвола за работење, добиена од Комисијата. Освен отворање на подружница на странска брокерска куќа, Законот за хартии од вредност дозволува и отворање на експозитури на домашните брокерски куќи на територијата на Република Македонија.

Во поглед на оперативното работење на брокерските куќи, а заради поголема транспарентност и поголема ефикасност во работењето со клиентите, значајно е тоа што во законот се воведоа одредби кои досега не биле предмет на Законот за хартии од вредност, односно истите биле пропишани во берзанските правила и процедури.

Брокерските куќи и брокери се должни во своето работење да ги применуваат следниве начела и принципи:

- да постапуваат совесно и професионално во своето работење,

- да ги почитуваат одредбите од своите акти,
- да поддржуваат високи стандарди за интегритет и фер тргување и
- да постапуваат со соодветна вештина и внимание.

Во таа смисла, Законот за хартии од вредност има низа одредби кон кои треба при своето работење да се придржуваат брокерските куќи, како на пример: заштита на интересот на клиентот, решавањето на судир на интереси, водењето на книгата на налози, известувања на клиентите и други. Можеби едни од најважните новини кои за прв пат се воведоа со новиот Закон за хартии од вредност, а се однесуваат на брокерските куќи е нормирањето на престанокот на брокерските куќи преку посебна постапка за ликвидација на брокерска куќа и посебна постапка за стечај над брокерска куќа.<sup>23</sup>

При вршење услуги со хартии од вредност за клиентот, брокерската куќа е должна да ги заштити интересите на клиентот. Брокерската куќа е должна да уреди постапка со која ќе се обезбеди:

- начин на доставување жалби од клиентите што се однесуваат на непочитување на правилата на Берзата;
- начин на проверување на наводите изнесени во жалбата и
- начин на донесување одлуки по жалбата и на клиентот да му овозможи право на приговор.

Брокерската куќа е одговорна за штетата што е предизвикана на клиентот со сторување или несторување на дејствија од страна на брокерот или инвестицискиот советник вработен во брокерската куќа.

---

<sup>23</sup> Стратегија за спроведување на Законот за хартии од вредности во периодот 2007/2012 година, Комисија за хартии од вредности, март 2007 година

**Во текот на својата работа брокерот треба:**

■ строго да се придржува кон инструкциите дадени од клиентот;

■ да работи совесно и професионално имајќи ги предвид инвестициските цели и финансиската состојба на клиентот.

Брокерската куќа на своите клиенти мора да им обезбеди навремено и најдобро извршување на налозите за тргување во согласност со постапките пропишани во Правилата за тргување на Берзата. Кога брокерската куќа ќе прими налог од клиентот, мора истиот да го реализира што е можно поефикасно во дадените околности.

За брокерите како учесници на пазарот на хартии од вредност, се вовеле обврска за нивно лиценцирање, односно добивање на дозвола за работење на брокер од страна на Комисијата за хартии од вредност. Лицето ќе се стекне со ваква дозвола за работење на брокер ако, освен стекнато уверение за работење со хартии од вредност, исполнува и други законски услови. Добиената дозвола за работење брокерот е должен да ја обновува секоја петта година.

Сите хартии од вредност издадени во Република Македонија се регистрираат во овластен депозитар како електронски запис. Хартиите од вредност во депозитарот гласат на име на сопственикот на хартијата од вредност. Сопственикот на хартии од вредност има своја сметка на хартии од вредност во депозитарот, којашто претставува збирна состојба на сите хартии од вредност на секој одделен сопственик на хартии од вредност регистриран во депозитарот.

*Акционерски друштва со посебни обврски за известување и обврски за известување на членовите на органите на управување, директорите и акционерите.* Во овој дел од законот се вклучени многубројни новини кои најмногу се разликуваат од одредбите на

**Законот за хартии од вредност, а се во насока на усогласување со Принципите на IOSCO (International Organization of Securities Commission) – Меѓународна организација на комисиите за хартии од вредност, со кои се уредува обелоденувањето на податоци од страна на издавачите, како и со условите за известување предвидени во Директивата на ЕУ за транспарентност. Во продолжение ќе наведеме само неколку од нив. Друштвата со посебна обврска за известување, кои се водат во регистарот на Комисијата се должни да поднесат годишни, полугодишни и тримесечни финансиски извештаи, како и тековни соопштенија во случај кога кај друштвото настануваат позначајни промени (на пример стекнување или отуѓување на значаен дел од средствата на друштвото, промена на овластени ревизори, промена во составот на органите на управување и слично).**

**Со новиот Закон за хартии од вредност се воведуваат обврски за известување за членовите на органите на управување, директорите и одредени акционери на друштвата со посебни обврски за известување.**

**Битно е да се напомене дека законот дозволува во одредени ситуации акционерските друштва со посебни обврски за известување да не објавуваат ценовно чувствителни информации. Имено, во специфични ситуации кога обврската за објавување на одредени информации може да биде штетна и за друштвото и за јавниот интерес, дозволено е друштвото да може да побара од Комисијата да биде ослободено од обврската за обелоденување на одредени информации.**

**Забранети дејствија во работењето со хартии од вредност - Во Законот за хартии од вредност низ целиот негов текст беа содржани различни забрани за одредени видови постапувања, односно непостапувања од страна на различни учесници на пазарот на хартии од вредност. Овој концепт во новиот Закон за хартии од вредност е напуштен, така што на едно место (главата**

VII од законот) се сконцентрирани сите забранети дејствија кои се предвидени со законот. Значи во овој дел од законот се содржани одредби со кои се забрануваат ценовни манипулации, ширење на погрешни информации, тргување врз основа на инсајдерски информации или учество во кој било вид на измама во однос на тргувањето со хартии од вредност. Понатаму, овој дел од законот ги опфаќа и неовластените понуди на хартии од вредност, а се предвидуваат и правни процедури на заштита на инвеститорите во случај на купување на хартии од вредност врз основа на документи кои содржат измамнички податоци.

Од делот на новиот Закон за хартии од вредност со кој се регулира статусот, организацијата, надлежностите, функциите и овластувањата на Комисијата за хартии од вредност како самостојно и независно регулаторно тело, ќе наведеме неколку законски решенија кои се разликуваат од претходниот закон.

Воведена е одредба за избегнување на судир на интереси на членовите и на вработените во Комисијата, а се менува и начинот на кој Комисијата ги донесува подзаконските акти - правилници.

Комисијата донесува правилници, по обезбедување на јавна расправа за предлог на правилници и поднесување на писмени забелешки од заинтересираните лица во период од 30 календарски дена. Но, Законот допушта Комисијата да донесе правилник од времен карактер без претходна јавна расправа, доколку оцени дека потребата од таков правилник е од итна природа, особено заради заштита на интересите на инвеститорите, учесниците на пазарот на хартии од вредност и интегритетот на пазарот, одржување на чесен, уреден и транспарентен пазар на хартии од вредност и сл.

Во делот на контролната функција на Комисијата, се воведени одредени новини со кои се зајакнуваат нејзините овластувања за преземање мерки и изрекување на санкции спрема овластените учесници на пазарот на хартии од вредност. Како



една од посуштинските новини кои се воведуваат со новиот Закон за хартии од вредност е поинаквото определување на второстепениот орган кој постапува во втор степен по жалбите изјавени на актите донесени од Комисијата за хартии од вредност. Наместо како што во изминатиот период во второстепена постапка одлучуваше соодветна комисија на Владата, согласно новиот Закон за хартии од вредност против актите на Комисијата за хартии од вредност по изјавена жалба одлучува посебна Комисија за решавање на жалби од областа на пазарот на хартии од вредност.

Заклучно, новини кои се воведуваат со Законот за хартии од вредност се:

- ✓ Терминолошко усогласување на поимите од законот со веќе прифатените термини во секојдневното функционирање на пазарот за хартии од вредност и со меѓународната терминологија за хартии од вредност;
- ✓ Точно утврдена документација која се поднесува заедно со барањето за одобрување на јавна понуда на хартии од вредност и поднесување на финансиски извештаи подготвени во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување;
- ✓ Начин на рекламирање на емисијата на хартии од вредност;
- ✓ Издавање на т.н. потврди за странски хартии од вредност;
- ✓ Зголемен рок за реализација на емисија на хартии од вредност преку јавна понуда од 6 до 12 месеци и воведување на процент на успешност на јавната понуда од 60% на запишани и уплатени хартии од вредност од вкупно понудените;

- ✓ Централниот депозитар е профитно акционерско друштво кое се основа со основна главнина од 500.000 евра, чии членки не мора да бидат и акционери во исто време;
- ✓ Прецизирање на одредбите кои го регулираат нетрговскиот пренос на хартии од вредност;
- ✓ Законска можност за формирање на повеќе од една берза;
- ✓ Саморегулирачки статус за берзата и депозитарот;
- ✓ Утврдување на забранети вложувања и дејствија на овластените берзи и депозитари;
- ✓ Зајакнување на минималните критериуми и воведување на законска обврска за почитување на правилата за котација на овластените берзи;
- ✓ Воведување на друштва за инвестициско советување и инвестициски советници;
- ✓ Постојано одржување на ликвидните средства од страна на овластените учесници на пазарот со хартии од вредност во висина пропишана од Комисијата;
- ✓ Олеснување на можноста странска брокерска куќа да отвори експозитура во Република Македонија;
- ✓ Обновување на дозволата за брокер и дозволата за инвестициски советник на секои пет (5) години;
- ✓ Детално утврдена постапка за ликвидација и стечај на брокерската куќа;
- ✓ Детално дефинирање на забранети дејствија во работењето со хартии од вредност;
- ✓ Нови обврски за обелоденување на податоци од страна на вработени, членови на органи на

управување, директори и одделни акционери во акционерските друштва со посебни обврски за известување;

- ✓ Зајакната улога на Комисијата како регулаторно тело надлежно за спроведување на овој и други закони;
- ✓ Структурални промени во составот на Комисијата;
- ✓ Редефинирање на начинот на финансирање и располагање со вишокот финансиски средства на Комисијата;
- ✓ Формирање на Комисија за решавање на жалби од областа на пазарот на хартии од вредност како второстепен орган против решенијата донесени од Комисијата за хартии од вредност и
- ✓ Рокови за усогласување на работењето на овластените учесници на пазарот на хартии од вредност со одредбите од законот.

Со изменувањето и дополнувањето на Законот за хартии од вредност („Службен весник на Република Македонија” бр.135/2011), направени се некои дополнувања и тоа:

- Комисијата е должна по барањето за обновување на дозвола за работење на брокер да одлучи во рок од 30 дена од денот на доставување на барањето до Комисијата;
- Комисијата е должна по барањето за обновување на дозвола за работење на инвестициски советник да одлучи во рок од 30 календарски дена од денот на доставување на барањето до Комисијата;
- Се додава нов член во врска со „Молчење на Комисијата“ и тоа доколку Комисијата, по барањата за одобренија, согласности, претходни согласности, дозволи и обновување на дозволи не одлучи во роковите утврдени со овој закон, подносителот на

барањето има право во рок од три работни дена од истекот на утврдениот рок да поднесе барање до писарницата на претседателот на Комисијата за донесување одлука.

Претседателот на Комисијата е должен во рок од пет (5) работни дена од денот на поднесувањето на барањето до писарницата на Комисијата да закаже седница на Комисијата на која ќе се донесе акт со кој барањето е уважено или одбиено.

Доколку претседателот на Комисијата нема писарница, барањето се поднесува во писарницата на седиштето на Комисијата. Доколку Комисијата не одлучи по барањето во законски пропишаниот рок, подносителот на барањето може да го извести Државниот управен инспекторат во рок од пет (5) работни дена. Државниот управен инспекторат е должен во рок од десет (10) дена од денот на приемот на известувањето да изврши инспекциски надзор во Комисијата дали е спроведена постапката согласно со закон и во рок од три (3) работни дена од денот на извршениот надзор да го извести подносителот на барањето за преземените мерки.

Потоа, Инспекторот од Државниот управен инспекторат по извршениот надзор согласно со закон донесува решение со кое ја задолжува Комисијата во рок од десет (10) дена да одлучи по поднесеното барање, односно да го уважи или да го одбие барањето и за преземените мерки во истиот рок да го извести инспекторот и да му достави копија од актот со кој е одлучено по поднесеното барање.

Доколку Комисијата не одлучи во рокот, инспекторот ќе поднесе барање за поведување прекршочна постапка за прекршок утврден во Законот за управната инспекција и ќе определи дополнителен рок од пет (5) работни дена во кој Комисијата ќе одлучи по поднесеното барање за што во истиот рок ќе го извести инспекторот за донесениот акт.

Доколку Комисијата не одлучи и во дополнителниот рок, инспекторот во рок од три (3) работни дена ќе поднесе пријава до надлежниот јавен обвинител и во тој рок ќе го информира подносителот на барањето за преземените мерки.

### 1.2. Сметководствени и финансиски аспекти на Закон за преземање на акционерски друштва

Со Законот за преземање на акционерските друштва се уредува начинот и условите за купување на хартии од вредност од акционерско друштво - идавач на хартии од вредност, од страна на правно или физичко лице кое се стекнало или има намера да стекне учество кое обезбедува над 25% од правата на глас кои произлегуваат од хартиите од вредност на тоа акционерско друштво.

Овој закон се применува:

- за хартии од вредност на акционерски друштва кои котираат на официјалните пазари на берзата;
- за хартиите од вредност на акционерските друштва, приватизирани над 51% и кои во моментот на објавување на најавата за понуда имаат основен капитал од 500.000 евра и најмалку 25 акционери;
- за хартии од вредност кои се продаваат, односно запишуваат и уплатуваат на примарниот пазар и
- за хартии од вредност со кои се тргува на организиран пазар на долгорочни хартии од вредност.

Согласно член 4 од Законот за преземање на акционерски друштва, лицето кое има намера да се стекне со хартии од вредност издадени од определено акционерско друштво, со што хартиите од вредност со кои сака да се стекне заедно со другите

хартии од вредност што веќе ги поседува, му обезбедуваат право на глас во акционерското друштво од најмалку 25%, задолжително дава јавна понуда за откуп на хартиите од вредност.

Јавна понуда за откуп на хартии од вредност може да даде и лице кое во моментот на јавна понуда за откуп не стекнало 25% од хартиите од вредност на друштвото кои обезбедуваат право на глас, а кое сака да изврши преземање.

Јавната понуда за откуп на хартии од вредност е писмен предлог од страна на понудувачот за склучување на договор за купопродажба на хартии од вредност издадени од определено акционерско друштво, упатен до сите иматели на тие хартии од вредност.

Понудата за откуп се однесува на следниве хартии од вредност:

- акции со право на глас и
- хартии од вредност со право на конверзија во акции со право на глас.

Врз основа на Законот за преземање на акционерските друштва, Комисијата за хартии од вредност донесе Правилник за начинот на вршење контрола на работењето на акционерските друштва и на учесниците на пазарот на капитал при применување на Законот за преземање на акционерските друштва.

Со овој правилник се утврдуваат условите, предметот и начинот на вршење контрола на работењето на акционерските друштва и на учесниците на пазарот на капитал при преземањето на акционерско друштво по пат на откуп на над 25% од акциите кои носат право на глас (во натамошниот текст: преземање) и мерките за отстранување на утврдените неправилности при контролата. Под неправилности во смисла на овој правилник се подразбираат состојбите и активностите на акционерските друштва и на учесниците на пазарот на капитал во делот на работењето кое е во

врска со преземањето и кои можат да ја загрозат стабилноста и сигурноста на нивното работење и работењето на другите акционерски друштва, остварувањето и заштитата на правата на инвеститорите, односно стабилноста и сигурноста на пазарот на капитал во целина.

Целта на Законот за преземање на акционерските друштва е да овозможи подеднаква положба на акционерите кога едно акционерско друштво се соочува со понуда за преземање од страна на некој инвеститор. Обезбедување на јавен пристап до релевантни информации, транспарентност на постапката за преземање и нејзина контрола од страна на регулаторното тело за хартии од вредност, како и оневозможување на неоправдано отежнување на преземањето од страна на инсајдерите, се цели кои треба да се постигнат со овој Закон.

Заради транспарентност и квалитетно извршување на трансакциите за преземање, предвидени се обврски во врска со изготвување на Проспект на откупот со релевантни информации за акционерите, задолжително вклучување на банка или брокерска куќа при давањето на понудата, уредени се односите помеѓу понудувачот и Централниот депозитар за хартии од вредност, за понудата за откуп се бара дозвола од Комисијата за хартии од вредност, која врши надзор над постапката за преземање.

Со Законот за изменување и дополнување на Законот за преземање на акционерски друштва („Службен весник на Република Македонија” бр. 35/2011) се направени следниве дополнувања и тоа:

При откупот на акциите во сопственост на Република Македонија и при откупот на акциите на Фондот за пензиско и инвалидско осигурување на Македонија, кога истите се продаваат во пакет заедно со акциите во сопственост на Република

**Македонија, не се применуваат одредбите од Законот за преземање на акционерски друштва;**

Во случај на стекнување на акции спротивно на одредбите од овој закон, Комисијата донесува решение со кое утврдува дека на лицето кое ги стекнало тие акции, истите не му носат право на глас и право на дивиденда.

Воведен е нов член со „Прекршочен орган“ и тоа дека за прекршоците наведени во законот прекршочна санкција изрекува Комисијата за хартии од вредност; Последна измена и дополна на Законот за преземање на акционерски друштва е воведувањето на глобите со износи.



### **1.3. Сметководствени и финансиски аспекти на Законот за инвестициските фондови**

Правната рамка за инвестициските фондови во Република Македонија е Законот за инвестициски фондови од 2002 година, каде се дефинирани отворени и затворени инвестициски фондови. Значајни промени се направени со измените и дополнувањата на Законот за инвестициските фондови во 2007 година, за воведување приватни фондови. Во почеток на 2007 година започнува да се применува нов Закон за инвестициските фондови. Во јануари 2009 година во Република Македонија е донесен нов Закон за инвестициските фондови (Службен весник на Република Македонија бр. 12/2009 година). Потоа има измени и дополнувања на Законот за инвестициски фондови (Службен весник на Република Македонија бр. 67/2010, 24/2012 година)

Принципи кои се во основата на работата на новиот Закон за инвестициски фондови се:

- ✓ Хармонизирање со регулативата на Европската унија;
- ✓ Натамошна либерализација на секторот и
- ✓ Регулмирање на изложеноста кон ризикот.<sup>24</sup>

Инвестициски фонд се здружени парични средства наменети за инвестирање, прибрани преку јавен повик или приватна понуда, со кои за сметка на инвеститорите управува друштво за управување со фондови.

Инвестицискиот фонд ти нуди едно решение, а тоа е: кога ќе ги ставиш парите во фонд, тие пари се здружуваат со парите на

---

<sup>24</sup> Владимир Филиповски, Коментар на Законот за инвестициони фондови, Економски факултет, Скопје, 2009

други инвеститори за да се создаде поголема куповна моќ од онаа која би ја имал ако инвестираш сам.

Еден фонд може да поседува портфолио од стотици различни хартии од вредност и затоа неговиот успех не зависи од растот или падот на една или две акции.

Инвестициски фонд како професионално управувана форма на инвестирање се основа заради здружување на парични средства од домашни и/или странски физички и/или правни лица, кои потоа се вложуваат на пазарот на капитал во најразлични хартии од вредност: акции, обврзници, записи и сл. Со средствата на фондот управува друштво за управување со инвестициски фондови.

Инвестициските фондови според вложувањата се делат на инвестициски фондови за акции и инвестициски фондови за обврзници.

Инвестициските фондови за акции своите вложувања ги прават во акции. Акциите во кои фондот инвестира се различни во зависност од целите на фондовите - акции во доброточески компании, акции во компании кои се ориентирани кон раст и развој. Успешното вложување во компаниите значи дека фондот вложил во акции чија цена се зголемува на пазарот на капитал или во акции на компании кои остваруваат добивка и истата ја распределуваат како дивиденда.

Депозитната банка ги врши следните работи: чување на имотот на друштвото; обезбедува паричните средства од продажба на удели во фондот или акциите на фондот веднаш да бидат уплатени на посебно отворена сметка на фондот кај банката и други работи во согласност со договорот склучен со друштвото.

Депозитната банка во свое име, а за сметка на сопствениците на документи за удел ги остварува нивните побарувања спрема друштвото.

Комисијата за хартии од вредност врши контрола над работењето на сите субјекти, чиј предмет на работење е регулиран со Законот за инвестициски фондови.

Измените на Законот за инвестициските фондови треба да бидат во насока на целосно усогласување на европските директиви кои го регулираат работењето на инвестициските фондови. Треба да се изврши либерализација на основањето и работењето на инвестициските фондови.

Со примена на Законот за инвестициски фондови треба да се постигне:

- ✓ **Професионално управување со портфолиото.** Преку активностите на друштвото за управување со фондови, инвестициските фондови нудат перманентно професионално управување со средствата на фондот на начин и со знаење кое поголемиот број мали инвеститори не би можеле самостојно тоа да си го дозволат, поради немање искуство или стручност во таа област;
- ✓ **Диверзификација.** Инвестициските фондови инвестираат во различни облици на актива (хартии од вредност, депозити или деривати) при што го смалуваат ризикот од вложувањата, со истовремено водење сметка за остварување на поголема стапка на принос за членовите на фондот.
- ✓ **Ниски трошоци.** Самостојно формирање и управување со индивидуално портфолио на еден инвеститор може да го чини дуplo поскапо, отколку доверување на работите со хартии од вредност на професионалните менаџери на фондот.

- ✓ **Апсолутна ликвидност на вложувањата.** Вложувањето во фондот зголемен за заработката може по волја на инвеститорот едноставно и брзо да се повлече со откуп на инвестициски единици, односно на акции од самиот фонд.
- ✓ **Квалитетно и навремено информирање на инвеститорите во поглед на вредноста на имотот на своите удели во отворениот фонд.** Исто така, Проспектот е документ кој ги содржи сите битни податоци за еден фонд, неговата структура, стратегијата и политиката на водење на фондот и кој задолжитено се објавува со претходно одобрување од Комисијата за хартии од вредност, пред отпочнување на какво било вложување во одреден фонд.

Со Законот за изменување и дополнување на Законот за инвестициски фондови („Службен весник на Република Македонија” бр. 24/2012 година), се направени следниве дополнени и тоа:

- За прекршоците утврдени во Законот за инвестициски фондови, овластените лица за спроведување контрола од страна на Комисијата, при констатирање на прекршокот, должни се на сторителот на прекршокот да му предложат постапка на порамнување, пред да го поднесат барањето за прекршочна постапка;

- Воведени се глоби со вредности во евра изразени во денарска противвредност.

#### **1.4. Сметководствени и финансиски аспекти на Закон за трговските друштва**

Со Законот за трговски друштва се регулира водењето на деловното сметководство, годишните сметки, финансиските извештаи и консолидираните финансиски извештаи за трговските друштва.

Во Првиот дел од Законот за трговските друштва се дадени дефиниции за поимите кои се среќаваат повеќе пати во текстот на Законот. Во првиот член се наведени прашањата коишто се уредуваат со Законот, а во вториот член се наведени субјектите на коишто ќе се применува Законот.

Во вториот дел од Законот за трговските друштва се систематизирани членовите со коишто се уредуваат општите прашања за трговецот. Проширена е можноста трговецот да ги врши сите дејности, утврдени во Националната класификација на дејности.

Во Третиот дел од Законот за трговските друштва се содржани членовите со коишто се уредува трговецот - поединец.

Во Четвртиот дел од Законот за трговските друштва се систематизирани во четири глави заедничките одредби за трговските друштва, за трговецот - поединец, за застапувањето, за трговскиот регистар и за постапката на упис.

Петтиот дел од Законот за трговските друштва е систематизиран во еднаесет глави.

Во седмата глава од петтиот дел се уредуваат трговските книги, годишните сметки и финансиските извештаи. Одредбите од оваа глава се усогласени со Четвртата, Седмата и Осмата

директива коишто ги содржат правилата што заедно го сочинуваат т.н. кодекс на европското билансно право.

Согласно Законот за трговските друштва секој трговец има обврска да води сметководство и да поднесува годишна сметка на начин определен со Законот за трговските друштва и Правилникот за водење на сметководство, кој е понатаму разработен.

Според Законот за трговските друштва секој голем и среден трговец, трговците определени со закон, како и трговците кои вршат банкарски дејности, дејности на осигурување, трговците кои котираат на берза, како и трговците чии финансиски извештаи влегуваат во консолидирани финансиски извештаи на претходно наведените трговци, имаат обврска да подготвуваат и да поднесуваат финансиски извештаи во согласност со усвоените меѓународни сметководствени стандарди објавени во „Службен весник на Република Македонија“.

Во Законот за трговските друштва е направено јасно разграничување на годишните сметки од финансиските извештаи. Главен корисник на годишните сметки и понатаму ќе биде државата (преку даночниот извештај), односно годишните сметки се основата за подготвување на даночниот биланс, нивната форма и содржина се пропишани со прописи. Нивната крајна намена е за даночни цели, а не за целите на финансиско известување.

Главен корисник на финансиските извештаи се трговските друштва, односно јавноста составена од инвеститори и доверители (домашни и странски), кои сакаат да бидат известени за работењето на друштвата и заради тоа, треба да бидат во можност да ги читаат нивните финансиски извештаи за да донесат определена деловна одлука (оттука и инсистирањето на интернационализација на сметководствените стандарди, односно

на стандардите на финансиското известување). Намената на овие извештаи е јасно отсликана и со преименувањето на меѓународните сметководствени стандарди во меѓународни стандарди за финансиско известување.

Законот за трговски друштва утврдува дека следните друштва треба да ги подготват годишните/консолидирани сметки во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување како што се објавени во „Службен весник на Република Македонија“ бр. 159/2009, 164/2010 и 107/2011. (Меѓународните сметководствени за финансиско известување согласно Правилникот за водење на сметководство (Службен весник на Република Македонија“ бр. 159/2009, 164/2010 и 107/2011):

- ➔ Големи претпријатија;
- ➔ Средни претпријатија;
- ➔ Банки;
- ➔ Осигурителни друштва;
- ➔ Друштва кои котираат на берзата и
- ➔ Друштва кои се дел од консолидираните сметки на некои од горенаведените видови друштва.

Одредбите на Законот за трговските друштва во однос на водењето на сметководството, класифицирање на трговците, трговските книги, годишните сметки и финансиските извештаи се применуваат на:

1) трговецот (според дејноста, формата, природата и обемот на дејноста, уписот);

2) правните лица со седиште во Република Македонија што вршат дејност одредена со националната класификација на дејностите, кои не се сметаат за трговци во согласност со Законот

за трговските друштва и со другите прописи, ако со друг закон поинаку не е определено;

3) трговците поединци и на другите физички лица кои вршат дејност, ако со друг закон поинаку не е определено.

На трговците поединци не се применува делот за финансиски извештаи.

Трговските друштва се обврзани да ги поднесат годишните сметки до Централниот регистар на Република Македонија. Годишните сметки би требало да овозможат анализа на коефициентите, ликвидноста, солвентноста, профитабилноста, долгот наспроти сопствениот капитал и други коефициенти за состојбата и работата на друштвото.

Годишните сметки и консолидираните сметки кои се поднесуваат до Управата за јавни приходи и се регистрираат во Централниот регистар се скратени. Таквите скратени извештаи може да ги измамат инвеститорите и другите корисници. Законот за трговски друштва бара годишните сметки (билансот на состојба, билансот на успех и извештајот на правното лице) да се поднесат до Управата за јавни приходи и да се регистрираат во Централниот регистар најдоцна два месеци по крајот на годината. Во суштина, формуларите се скратена верзија на целосните годишни сметки и консолидирани сметки (на пример не се бараат извештајот за готовинскиот тек и образложението). Освен тоа, Централниот регистар само ги прибира скратените годишни сметки и консолидирани сметки, без притоа да ја провери нивната усогласеност со условите за финансиско известување.

Законот за трговски друштва предвидува значително поголема транспарентност (во однос на објавување информации поврзани со работењето на друштвата и општата финансиска состојба, како и во однос на надоместоците на раководните лица,



подеднакво зголемена заштита на акционерите, поедноставна регистрација на друштвата, а за средните и големи компании - сметководствени стандарди кои се во согласност со меѓународните сметководствени стандарди.

При изготвувањето на Законот за трговски друштва се имале предвид и решенијата прифатени во законите за трговските друштва коишто ги извршија земјите кои станаа нови членки на Европската унија или имаат поднесено барање за членство (Словенија, Хрватска, Бугарија, Чешка и други), како и другите современи трендови во развојот на трговското право со цел да се заштити положбата на инвеститорите (акционерите) и да се поврати нивната доверба, особено по големите скандали што се случиле во САД и Европа (Енрон, Веролд Ком, Вивенди, Пармалат и други).

Воспоставена е рамка со која ќе се намали времетраењето за подготовка на потребната документација и обработување на податоците за регистрација на друштво. Новата рамка е структурирана на начин кој ќе го поддржи напуштањето на постапката за регистрација на друштва од страна на регистарските судови.

Законот предвидува нови трговски активности од мал обем, со што ќе се овозможи, на пример, уличните продавачи да се регистрираат кај локалните власти наместо во регистарските судови при што се елиминира условот овие продавачи да ги исполнуваат сложените сметководствени стандарди.

Се воспоставува нов национален, електронски и јавно достапен трговски регистар кој ќе го води Централниот регистар. Луѓето повеќе нема да бидат ограничени на рачно пребарување на судските досиеја.

Покрај поедноставување на постапката за регистрација, Законот за трговски друштва донесува прописи за поддршка на

едношалтерскиот систем. Целта е да се консолидира поднесувањето на потребната документација за друштвата и издавањето на сите одобренија и дозволи, со што потребните постапки за едно друштво да стане и продолжи да функционира се минимизираат. Главна цел е друштвото да ги заврши сите административни постапки на едно место и во исто време.

Во Законот се внесени одредби со кои се обезбедува транспарентност на постапката за остварување статусни промени на друштвото, заштита на правата на содружниците, односно акционерите, како и на доверителите. Законот го ограничува правото за основање која било форма на трговско друштво од страна на домашни и странски физички и правни лица, доколку тие биле несовесни и нечесни и не ги исполнувале своите обврски спрема други лица, државата, пензиски фонд, фондот за здравство и кон други субјекти.<sup>25</sup>

Сметководството во Македонија се регулира со Законот за трговски друштва („Службен весник на Република Македонија“ бр. 28/2004, 84/2005 и 25/07) и со Правилникот за водење на сметководството („Службен весник на Република Македонија“ бр. 94/2004, 11/2005 и 116/2005“).

Законот за трговски друштва дефинира пет вида друштва:

- Друштва со неограничена солидарна одговорност;
- Командитни друштва;
- Друштва со ограничена одговорност;
- Акционерски друштва и
- Командитни друштва со акции.

---

<sup>25</sup> Преземено од официјалната интернет страница на Министерството за економија на Република Македонија, Мислење за Законот за трговските друштва - [www.esopomy.gov.mk](http://www.esopomy.gov.mk)

**Законот за трговските друштва утврдува дека следните друштва треба да ги подготват годишните/консолидираните сметки во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување како што се објавени во Правилникот за водење на сметководство („Службен весник на РМ“ бр. 159/2009, 164/2010 и 107/2011):**

- ➔ **Големи претпријатија;**
- ➔ **Средни претпријатија;**
- ➔ **Банки;**
- ➔ **Осигурителни друштва;**
- ➔ **Друштва што котираат на берзата и**
- ➔ **Друштва кои се дел од консолидираните сметки на некои од горенаведените видови друштва.**

Општиот став меѓу чинителите е дека Меѓународните стандарди за финансиско известување се преголем товар за малите и средните претпријатија и дека менаџерите и оние кои ги подготвуваат сметките на малите и средните претпријатија ги немаат способностите или знаењето да ги применат Меѓународните стандарди за финансиско известување. Затоа, во согласност со *acquis communautaire* потребна е поедноставна рамка за финансиско известување за малите и средни претпријатија, која ги задоволува потребите на целните корисници и капацитетот на изготвувачите.

- ▲ **Од другите закони кои се применуваат на пазарот на хартии од вредност во Република треба да се наведат и:**
- ▲ **Закон за начинот и постапката за исплатување на депонираните девизни влогови по кои гарант е Република Македонија;**

- ▲ Закон за издавање на обврзници на Република Македонија за денационализација;
- ▲ Закон за данок на добивка и
- ▲ Закон за девизно работење.

## 2. Усогласеност на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал со регулативниот систем на Европската унија

Пазарот на капитал во Европската унија се регулира со следниве регулативи и директиви на Европската унија.

- ✚ Регулатива за имплементација на меѓународни сметководствени стандарди бр. 1606/2002/EC на Европскиот парламент и на Советот: Регулативата бара друштвата кои котираат на берза, вклучително и банки и осигурителни друштва, да ги подготват консолидираните сметки во согласност со прифатените Меѓународни стандарди за финансиско известување почнувајќи од 2005 година. Земјите членки на Европската унија исто така, имаат можност да ги прошират условите од оваа Регулатива на друштва кои не котираат на берза и на изготвувањето годишни сметки. Регулативите на Европската комисија ги прифаќаат стандардите како што се договорени и кога се бараат.
- ✚ Директива за проспекти (2003/70/EC): Оваа директива, заедно со Регулативата бр. 809/2004 на Европската комисија ги утврдува информациите содржани во проспектите, како и форматот и правилата за објавување

такви проспекти и дистрибуирање рекламен материјал. Таа е темел во создавањето единствен пазар за финансиски услуги и комплетирање на Акциониот план на Европската унија за финансиски услуги. Со хармонизација на неопходните барања за обелоденување, новата правна рамка како целина создава ефективен „единствен пасош“ за субјектите кои вршат емисија на хартии од вредност од Европската унија и надвор од неа. Со други зборови, тоа значи дека штом проспектот е заверен во една земја - членка, истиот може да се користи во сите други, со што се намалуваат бирократијата и трошоците за субјектите кои вршат емисија на хартии од вредност.

✚ Директива на транспарентност (2004/109/EC). Оваа директива утврдува минимални барања за транспарентност на друштва кои котираат на берза, со што се подобрува квалитетот на информациите што им се достапни на инвеститорите за успешноста и финансиската состојба на друштвата. Според директивата, сите субјекти кои вршат емисија на хартии од вредност ќе треба да поднесат годишни финансиски извештаи четири месеци по завршувањето на фискалната година. Исто така, инвеститорите во акции ќе добиваат поцелосни полугодишни извештаи.

✚ Директива за друштва за колективно инвестирање преносливи хартии од вредност (UCITS) (85/611/EEC). Директивата ги утврдува општите правила да им дозволи на инвестициските друштва од земјите членки на Европската Унија да ги донесат своите единици на пазарите на други земји членки на Европската унија (единствен пасош).

### 2.1. Усогласеност на Законот за хартии од вредност

Република Македонија направи голем напредок во развивањето на институционалната и законската рамка потребна за виталноста на пазарната економија. Постигнато е особено многу во делот на реформите на финансискиот и пазарот на капитал, но потребни се понатамошни реформи за развивање на домашниот пазар на капитал, особено во поглед на идната побарувачка за домашни хартии од вредност од страна на пензиските фондови.

Завршувањето на приватизацијата на преостанатите јавни претпријатија ќе овозможи остварување на ефикасни профити и обезбедување на финансирање на транзициските дефицити од пензиската реформа.

Забрзувањето на економскиот развој и процесот на приклучување кон Европската унија неминовно бара интензивирање на структурните реформи како дел од макроекономската политика на земјата на среден рок. Исполнувањето на строгите критериуми за членство во Европската унија претпоставува длабоки структурни и институционални реформи во повеќе сектори. Потребно е продолжување со реформите во повеќе сектори на економијата во насоки на подобрување на инвестициската клима и бизнис-опкружувањето, што се очекува да влијае врз пораст на економскиот раст и вработеноста.

Хармонизацијата на македонското со европското законодавство е значаен дел од целокупниот евроинтеграциски процес. Овој процес не подразбира техничко внесување на европските норми во македонските закони, туку суштинско усогласување со принципите и политиките на Европската унија.

Тоа значи вградување на соодветни норми на најсоодветен начин, согласно со правниот систем на Република Македонија, како и согласно условите на економскиот и социјалниот живот. Значи, суштината на процесот на приспособување на целокупниот систем, вклучувајќи го и правниот систем во согласност со принципите, целите и законодавството на Унијата.<sup>26</sup>

Во Република Македонија законската регулатива во доменот на пазарот на капитал (Законот за хартии од вредност, Законот за преземање трговски друштва, Законот за инвестициски фондови), од моментот на нејзиното донесување до денес претрпе низа измени и дополнувања кои беа во насока на нејзина поголема хармонизација со меѓународната законска регулатива. За високиот степен на усогласеност на македонската регулатива со меѓународните стандарди од доменот на корпоративното управување говорат и резултатите од Извештајот за 2005 година за транзициските земји (Transition report 2005) од ЕБРД во кој извештај е опфатена и проблематиката на корпоративното управување од аспект на екстензивноста и ефективноста на законската регулатива во доменот на корпоративното управување. Транзициските земји се рангираат во пет категории, при што Република Македонија во таа класификација беше рангирана во групата на земји со висок степен на конзистентност на легалната рамка со меѓународните принципи.

За разлика од нашата земја, останатите земји од Балканот (Албанија, Бугарија, Хрватска, Србија, Црна Гора и Словенија) се рангирани во групата на земји со средно ниво на конзистентност.

Во прилог на забрзување на постапката за хармонизација на македонската регулатива во овој домен претставуваат и заложбите на македонската берза за соработка и поврзување со другите берзи во регионот и пошироко.

---

<sup>26</sup> [www.sei.gov.mk](http://www.sei.gov.mk), Сектор за европска интеграција, И сонцејто е ѕвезда: Македонија во ЕУ

## **2.2. Усогласеност на Закон за преземање на акционерски друштва**

Целта на Законот за преземање на акционерските друштва е да овозможи подеднаква положба на акционерите кога едно

акционерско друштво се соочува со понуда за преземање од страна на некој инвеститор. Обезбедување јавен пристап до релевантни информации, транспарентност на постапката за преземање и нејзина контрола од страна на регулативното тело за хартии од вредност, како и оневозможување на неоправдано отежнување на преземањето од страна на инсајдерите, се цели кои треба да се постигнат со овој закон.

Потребни се и измени и дополнувања на законот за преземање на акционерски друштва кои ќе обезбедат поголема заштита на малите акционери, поголема транспарентност и целосна информираност на сопствениците на акции и на јавноста и доусогласување на законот за преземање на акционерските друштва со директивата на ЕУ.

Со цел да се овозможи реализација на проектот за издавање на краткорочни хартии од вредност, ќе се изврши дозакружување на законската регулатива во областа на тргувањето со краткорочните хартии од вредност и воспоставување на институционална рамка на управување со јавниот долг. Се предвидува да се донесе акт за тргувањето преку шалтер, ќе се интервенира во подзаконските акти, ќе се изврши разработка на процедурите на примарното и секундарното тргување на краткорочните државни хартии од вредност, креирање систем на порамнување на трансакциите со државните хартии од вредност



во Централниот депозитар за хартии од вредност, што ќе овозможи порамнување на трансакциите во текот на истиот ден.

### 2.3. Усогласеност на Законот за инвестициските фондови

Донесувањето на Законот за инвестициски фондови е и во насока на усогласување на регулативата за инвестициските фондови со Директивите на Европска унија кои го регулираат работењето на друштвата за колективно инвестирање при што во законот беа имплементирани делови од Директивата 85/611/ЕЕЗ на Советот од 20 декември 1985 година за координација на закони, регулативи и административни одредби во врска со Друштва за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност, Директивата 2001/107/ЕЗ на Европскиот парламент и на Советот од 21 јануари 2002 година со која се изменува Директивата 85/611/ЕЕЗ на Советот за усогласување на закони, регулативи и административни прописи во врска со друштвата за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност, со цел регулирање на менаџмент компании и поедноставени проспекти, Директивата 2001/108/ЕЗ на Европскиот парламент и на Советот од 21 јануари 2002 година со која се изменува и дополнува Директивата 85/611/ЕЕЗ на Советот за усогласување на закони, регулативи и административни прописи во врска со друштва за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност, а која се однесува на инвестиции на друштвата за колективно инвестирање во преносливи хартии од вредност, Директивата 2000/64/ЕК на Европскиот парламент и на Советот од 7 ноември 2000 година со која се менуваат директивите на Советот 85/611/ЕЕЗ, 92/49/ЕЕЗ, 92/96/ЕЕЗ и 93/22/ЕЕЗ во врска со размената

на информации со трети земји, Директивата 2004/39/EЗ на Европскиот парламент и на Советот од 21 април 2004 година за пазари на финансиски инструменти со која се изменуваат и дополнуваат директивите 85/611/EEЗ и 93/6/EEЗ на Советот и Директива 2000/12/EЗ на Европскиот парламент и на Советот и со која се укинува Директивата на Советот 93/22/EEЗ и Директивата 2007/44/EЗ на Европскиот парламент и на Советот од 5 септември 2007 година со која се менува Директивата 92/49/EEЗ и Директивите 2002/83/EЗ, 2004/39/EЗ, 2005/68/EЗ И 2006/48/EЗ во врска со правилата и критериумите за одлучување при стекнување и зголемување на учеството во финансискиот сектор.

#### 2.4. Усогласеност на Законот за трговски друштва

Во 1993 година на Копенхагенскиот самит, земјите членки на Европската унија ги утврдија критериумите кои треба да ги исполни секоја земја која сака да им се приклучи:

Постигната стабилност на институциите кои гарантираат демократија, владеење на правото, човековите права и почитување на малцинствата (политички критериум);

- Постојење пазарна економија која функционира, како и капацитет да се справи со конкуренцискиот притисок и пазарните сили во Унијата (економски критериум) и
- Способност да се преземат обврските од членството, вклучувајќи го и придржувањето кон целите на политичката, економската и монетарната унија.

Подоцна овие критериуми беа надополнети или појаснети на самитите во Мадрид (1995), Луксембург (1997) и Хелсинки (1999), а најчесто како дополнителен (мадридски) критериум се посочува

потребата од развиен административен и судски капацитет за примена на усвоените заеднички придобивки (acquis).<sup>27</sup>

Република Македонија направи голем напредок во развивањето на институционалната и законската рамка потребна за виталноста на пазарната економија. Постигнато е особено многу во делот на реформите на финансискиот и пазарот на капитал, но потребни се понатамошни реформи за развивање на домашниот пазар на капитал, особено во поглед на идната побарувачка за домашни хартии од вредност од страна на пензиските фондови.

Завршувањето на приватизацијата на преостанатите јавни претпријатија, ќе овозможи остварување на ефикасни профити и обезбедување на финансирање на транзиционите дефицити од пензиската реформа.

Забрзувањето на економскиот развој и процесот на приклучување кон Европската унија неминовно бара интензивирање на структурните реформи како дел од макроекономската политика на земјата на среден рок. Исполнувањето на строгите критериуми за членство во Европската унија претпоставува длабоки структурни и институционални реформи во повеќе сектори. Потребно е продолжување со реформите во повеќе сектори на економијата во насоки на подобрување на инвестициската клима и бизнис опкружувањето, што се очекува да влијае врз пораст на економскиот раст и вработеноста.

Хармонизацијата на македонското со европското законодавство е значаен дел од целокупниот евро - интеграциски процес. Овој процес не подразбира техничко внесување на европските норми во македонските закони, туку суштинско усогласување со принципите и политиките на Европската унија. Тоа значи вградување на соодветни норми на најсоодветен начин,

---

<sup>27</sup> Сектор за евройска интеграција, Национална стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската Унија, 2004

согласно со правниот систем на Република Македонија, како и согласно условите на економскиот и социјалниот живот. Значи, суштината на процесот на приспособување на целокупниот систем, вклучувајќи го и правниот систем во согласност со принципите, целите и законодавството на Унијата.<sup>28</sup>

Со оглед на тоа дека претпријатијата од Европската унија мора од 2005 година при составување и презентирање на сметководствените извештаи да ги применуваат Меѓународните стандарди за финансиско известување се планира основање на Европска советодавна група за финансиско известување (EFRAG - European Financial Reporting Advisory Group). Нејзината цел е оценување на Меѓународните стандарди за финансиско известување кои ги одобрил Одборот за меѓународни сметководствени стандарди, а ќе делува како технички одбор на Европската унија. Неа ја сочинуваат: лицата кои ги изготвуваат сметководствените извештаи, корисниците на сметководствените информации и сметководствените извештаи како составен дел на сметководствените извештаи, сметководствената професија и донесувачите на сметководствените стандарди во земјите членки на Европската унија.

Во рамките на интегрираниот европски пазар на вредности неопходно е компаниите кои котираат на пазарот да ги изготвуваат сметководствените извештаи во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување. Така, целта на Европската советодавна група за финансиско известување е да осигури комуникација со Одборот за меѓународни сметководствени стандарди (International Accounting Standards Committee) со стремеж за потполно разбирање на прашањата врзани за Меѓународните сметководствени стандарди во Европската Унија (Меѓународните стандарди за финансиско известување).

---

<sup>28</sup> [www.sei.gov.mk](http://www.sei.gov.mk), Сектор за европска интеграција, И сонцејо е ѕвезда:Македонија во ЕУ

Усогласувањето на националното законодавство на Република Македонија со европското законодавство само по себе претставува услов за членство во Европската унија, но исто така е факт дека користењето на средства од фондовите на Европската унија подлежи на условот за целосно усогласување со законодавството на Европската унија.<sup>29</sup> Оттука, законската рамка претставува еден од составните делови од капацитетите на државата за користење средства од фондовите.

Покрај глобалната определба за хармонизирање на регулативата за пазарот на капитал во Македонија со Директивите на Европската унија, како најголеми реформи во оваа област се сметаат оние кои произлегуваат од Стратегијата за развој на пазарот на државни хартии од вредност. Основната цел на оваа стратегија е насочена кон развој на примарниот и секундарниот пазар на државни хартии од вредност, кои треба да овозможат поефикасно функционирање на буџетските потреби на краток рок (непречено тековно финансирање на јавните расходи) и на долг рок (обезбедување долгорочни финансиски ресурси за поддршка на развој на економијата). Притоа, на почетокот напорите ќе бидат сконцентрирани на развој на пазарот на краткорочни хартии од вредност со цел поефикасно управување со ликвидноста на Буџетот, чиј рок постепено ќе биде продолжуван во зависност од

---

<sup>29</sup> *European Commission: On the Implementation of Commitments Undertaken by the Acceding Countries in the Context of Accession Negotiations on Chapter 21 - Regional Policy and Coordination of Structural Instruments, Commission Staff Working Papers, Annex to the Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM (2003) 433 final, Brussels, 16.07.2003.*

успехот на државата во стекнувањето на довербата на потенцијалните инвеститори.<sup>30</sup>

Потребно е да продолжи процесот на унапредување и зајакнување на законската регулатива од областа на осигурувањето и нејзино понатамошно усогласување со Директивите на Европската унија и принципите и стандардите на Меѓународната Асоцијација на осигурителни супервизори (ИАИС). Истовремено, акцент треба да се стави на поголема и поефикасна имплементација на осигурителната регулатива преку адекватно спроведување на супервизорската функција и јакнење на административниот капацитет на супервизорскиот орган.

Потребни се и измени и дополнувања на законот за преземање на акционерски друштва кои ќе обезбедат поголема заштита на малите акционери, поголема транспарентност и целосна информираност на сопствениците на акции и на јавноста и доусогласување на законот за преземање на акционерските друштва со директивата на ЕУ.

Со цел да се овозможи реализација на проектот за издавање на краткорочни хартии од вредност, ќе се изврши дозакружување на законската регулатива во областа на тргувањето со краткорочните хартии од вредност и воспоставување на институционална рамка на управување со јавниот долг. Се предвидува да се донесе акт за тргувањето преку шалтер, ќе се интервенира во подзаконските акти, ќе се изврши разработка на процедурите на примарното и секундарното тргување на краткорочните државни хартии од вредност, креирање систем на порамнување на трансакциите со државните хартии од вредност во Централниот депозитар за хартии од вредност, што ќе овозможи порамнување на трансакциите во текот на истиот ден.

---

<sup>30</sup> Национална стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската Унија, Влада на Република Македонија, Сектор за европска интеграција, 2005

Развојот на примарниот пазар на државни хартии од вредност ќе почива на прифаќањето на пазарни принципи при покривање на буџетските дефицити, кои подразбираат флексибилно и конкурентно утврдување на каматните стапки.

Еден од главните предуслови за побрз развој на пазарот на државни хартии од вредност е јасно дефинирање на правната, регулаторната и супервизорската рамка, основните делови од законската регулатива кои го поддржуваат ефикасниот пазар на државни хартии од вредност.

Имајќи ги предвид современите општествено - економски и стопански интеграциони движења, не само во рамките на една национална економија, туку и на меѓународен план, во сметководствено - финансиската теорија и практика од домашно и странско потекло доминантно место, улога и значење им се посветува на проблемите во врска со унификацијата на економските и сметководствено - финансиските категории кои се среќаваат во рамките на сметководствените системи во пооделните општествено - економски и стопански интеграциони целини.<sup>31</sup>

Исто така, треба да се обезбеди македонските закони и прописи да се доследни на релевантните стандарди кои ги издава Комисијата на европски регулатори за хартии од вредност (КЕХР), чија улога е да ја координира работата на членовите на КЕХР во прифаќањето и спроведувањето стандарди за финансиско известување во Европа.

Значи, потребно е да се добие законодавна и регулаторна рамка која поддржува осовремено опкружување за известување за субјектите кои котираат на берза во согласност со обврските кои се значаен дел од *acquis communautaire*.

---

<sup>31</sup> Д-р. Серафим Т. Томовски - *Основи на сметководство, Сојуз на сметководители, финансиски и ревизори на Република Македонија, Скопје, 1996 година*

**Подобрувањето на квалитетот на корпоративното финансиско известување оди и подалеку од конкретното сметководство и ревизија. Стратешките цели и придобивки се следниве:**

- **Европска интеграција;**
- **Подобар пристап до кредити;**
- **Раст на приватниот сектор и нови работни места;**
- **Развој на пазарот на капитал;**
- **Развој на финансискиот сектор и**
- **Финансиска стабилност.<sup>32</sup>**

Европската унија денес е најголемиот (регионален) пазар на светот. Едно од најголемите достигнувања во обликување на единствен пазар на Европската унија претставува донесување на Стратегија на финансиско - сметководствено известување. Станува збор за долгорочни сметководствени промени, посебно на финансиско-сметководственото известување.

Подобрувањето на квалитетот на финансиското известување во Македонија ќе има значително и позитивно влијание преку:

- **Намалување на ризикот од криза на финансискиот пазар и сродните негативни економски влијанија преку зајакнување на домашната финансиска архитектура;**
- **Придонесување за странски директни и портфолио инвестиции и помагање да се мобилизираат домашните заштеди;**
- **Помагање на пристапот на малите корпоративни заемопримачи до кредити од формалниот финансиски**

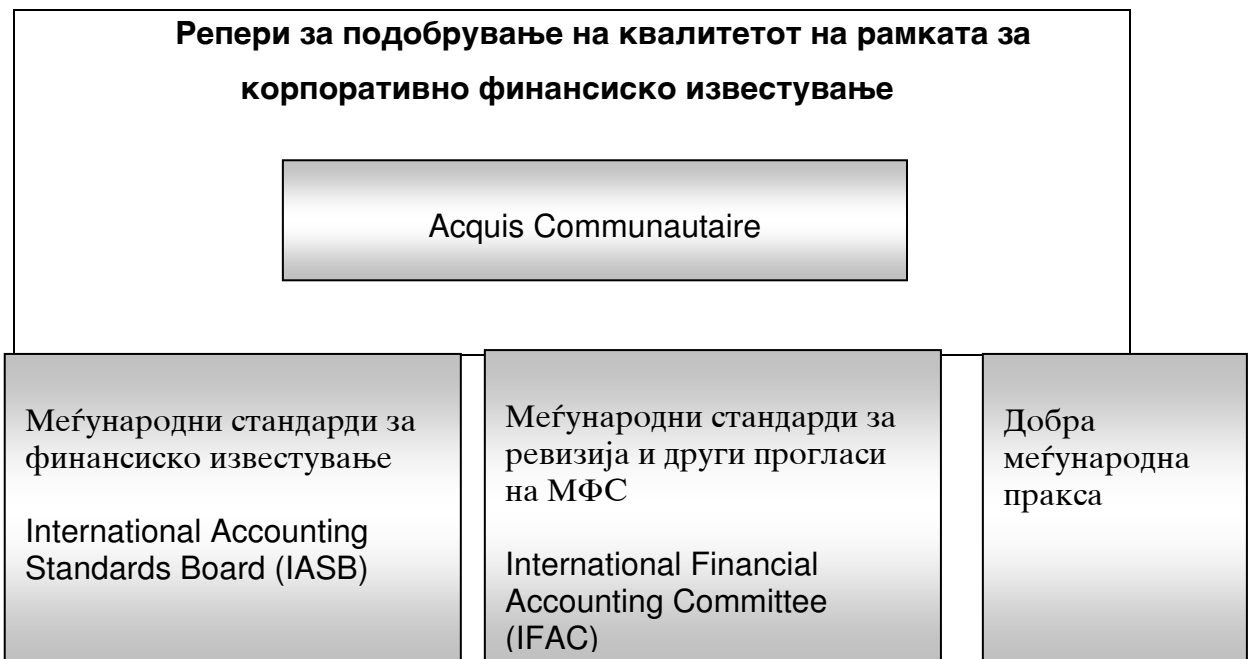
---

<sup>32</sup> Национален Управен Комитет - Национална стратегија и акционен план за реформи во сметководството, ревизија и институционално зајакнување во Република Македонија, јуни 2006 година



сектор преку намалување на високите трошоци за информирање и позајмување;

- Овозможување на инвеститорите правилно да ги оценат деловните перспективи и да донесуваат информирани инвестициски и гласачки одлуки, што резултира со пониска цена на капиталот и подобра распределба на средствата;
- Овозможување на акционерите и широката јавност да ја оценат работата на управата на друштвото, со што се промовира активниот развој на пазари на капитал и
- Поддржување на економската интеграција, и регионално и глобално.



Пристапот на Националниот управен комитет кон зајакнување на законската и институционалната рамка се води примарниот репер, т.е. *acquis communautaire*, дополнет со Меѓународните стандарди за финансиско известување (МСФИ), Меѓународните ревизорски стандарди (МРС) и добрата меѓународна пракса.

Националната стратегија треба да се осврне и на законските и на институционалните прашања. Не е доволно да се побара само подобро корпоративно финансиско известување, туку подобрената законска рамка треба и да се имплементира и спроведе во пракса од страна на институции со соодветни ресурси. Националната стратегија и акциониот план утврдуваат активности поврзани со два клучни столба: законска рамка и институционална рамка.

Националниот управен комитет утврди низа приоритетни цели на високо ниво кои се основата на националната стратегија што ќе се изведе преку поединечните активности утврдени во планот.

- 1) Подобрување на рамката за корпоративно финансиско известување;
- 2) Зајакнување клучни чинители во рамката за корпоративно известување;
- 3) Поддржување на ревизорската професија;
- 4) Поддржување на образованието, обуката и јавната свест.

Активноста во врска со усогласувањето на рамката за корпоративно финансиско известување ќе го вклучува следново:

Разгледување и по потреба изменување и дополнување на Законот за трговски друштва и сродните подзаконски акти за да се постигне усогласеност до Четвртата директива за годишни сметки, Седмата директива за консолидирани сметки и Регулативата на Европскиот парламент и Совет. Особено дефиницијата на праговите за финансиско известување на малите и средни претпријатија што го дозволува ацгуис цоммунатаире - земајќи го предвид бруто домашниот производ на Македонија заснован на паритетот на куповната моќ по глава жител наспроти

просекот од Европската унија - би можел да ја намали оптовареноста на малите и средни претпријатија на два начина:

-Задолженија за финансиско известување - ќе им се дозволи на малите и средните претпријатија да користат поедноставни услови за финансиско известување и објавување и

- Задолженија за законска ревизија - задолжителна законска ревизија единствено за средни компании и поголеми како замена за "субјекти од "јавен интерес". Со ова ќе се избегне наметнувањето непотребен ревизорски товар врз малите и средните претпријатија и ќе се овозможи подобра рамнотежа со оглед на ограничениот број квалификувани ревизори во Македонија.

Ќе се усвојат поедноставни сметководствени стандарди за малите и средни претпријатија кои ги подготвува Меѓународниот одбор за сметководствени стандарди. Во овој поглед, Македонија би требало да придаде важност на искуството од споредливите земји - членки на Европската унија при усвојувањето на сметководствените стандарди за малите и средни претпријатија усогласени со принципите на Четвртата директива за годишни сметки.

Како најважен проблем во врска со финансиското известување на Европската унија е изнесено прашањето на глобалните „играчи“ кои дополнителните извори на финансирање ги бараат на меѓународниот пазар на капитал. Таквите компании се присилени да ги изготвуваат двата финансиски извештаи - едни во согласност со националното законодавство врз основа на Четвртата и Седмата директива и други кои ги бараат меѓународните пазари на капитал. Врз основа на тоа, таквите компании не само што се соочуваат со дополнителни трошоци, туку и самата состојба е збунувачка како за инвеститорите, така и за јавноста.

По испитувањата на можните решенија на споменатите проблеми Комисијата предложила земјите членки на своите „големи компании“, односно оние коишто капиталот го бараат на меѓународните пазари на капитал и кои котираат на пазари на капитал им дозволуваат да изработат консолидирани финансиски извештаи во согласност со Меѓународните сметководствени стандарди. Истите извештаи, меѓутоа мора да останат во согласност со Сметководствените директиви. Врз основа на тој предлог земјите членки - Австрија, Белгија, Германија, Франција, Финска и Луксембург им дозволиле на компаниите кои котираат на берзата да ги изготват консолидираните финансиски извештаи во согласност со Меѓународните сметководствени стандарди или со американските општоприфатени сметководствени начела (US GAAP – General Accepted Accounting Principles). Врз основа на горекананото, компаниите на Европската унија при изработка на финансиските извештаи применуваат различни стандарди:

- ✓ Национални стандарди кои се темелат на Сметководствените директиви (Четвртата и Седмата Директива);
- ✓ Меѓународните сметководствени стандарди или
- ✓ УС ГААП.

Поради примената на тие различни стандарди, финансиските извештаи не биле споредливи, па требало да се врши утврдување на единствен сет на сметководствени стандарди.

### 3. Предности и недостатоци на легислативната рамка

Законот за хартии од вредност има за цел да иницира развој на пазарот на хартии од вредност во земјата и обезбедување поквалитетна и поконзистентна законска рамка која нуди поповолни услови за привлекување на домашната и на странската

инвеститорска јавност на македонскиот пазар на хартии од вредност. Исто така, новиот Закон за хартии од вредност е усогласен со релевантните директиви на Европската унија.

Одредбите од Законот за хартии од вредност претставуваат континуирано подобрување на законската рамка која го регулира работењето со хартии од вредност и овозможуваат висок степен на усогласеност на македонската регулатива со меѓународните стандарди за хартии од вредност. Законот нуди нови законски решенија кои се во чекор со современите трендови во работење со хартии од вредност во развиените земји.

Во новиот Закон за хартии од вредност се запазени и разработени принципите на законитост, транспарентност, недискриминација, конкуренција, заштита на сопствениците на хартии од вредност и инвеститорите, зајакнување и зголемување на правната сигурност.

Целта на Законот за преземање на акционерските друштва е да овозможи подеднаква положба на акционерите кога едно акционерско друштво се соочува со понуда за преземање од страна на некој инвеститор. Обезбедување јавен пристап до релевантни информации, транспарентност на постапката за преземање и нејзина контрола од страна на регулативното тело за хартии од вредност, како и оневозможување на неоправдано отежнување на преземањето од страна на инсајдерите, се цели кои треба да се постигнат со овој закон.

Со Законот за инвестициските фондови се уредуваат условите за основање инвестициски фондови и друштва за управување со инвестициски фондови и начинот на нивното работење, изборот на депозитната банка и контролата над нивното работење.

Измените на Законот за инвестициските фондови треба да бидат во насока на целосно усогласување на европските директиви кои го регулираат работењето на инвестициските

фондови. Со измените треба да се изврши либерализација на основањето и работењето на инвестициските фондови.

### **3.1. Можности за подобрување на законските одредби во контекст на зголемување на портфолио инвестициите**

Република Македонија направи голем напредок во развивањето на институционалната и законската рамка потребна за виталноста на пазарната економија. Постигнато е особено многу во делот на реформите на финансискиот и пазарот на капитал, но потребни се понатамошни реформи за развивање на домашниот пазар на капитал.

Во законот за хартии од вредност, во иднина потребно е да се додаде како функција - чувар на имот. Во таа насока е потребно да се дозволи чуварите на имот да имаат можност за чување на повеќе сметки (своја сметка, сметка на друштвото за управување со пензиски фондови и сметка на пензиските фондови чии средства ги чува). Потоа е потребно да се направи јасна дистинкција помеѓу сопственоста на средствата која ја имаат пензиските фондови, друштвата за управување со пензиски фондови и чуварот на имот.

Исто така, во иднина од страна на Комисијата за хартии од вредност потребно е да се размислува за дозволување тргување со хартии од вредност помеѓу институционалните инвеститори, помеѓу кои спаѓаат пензиските фондови. Во однос на дефиницијата на уделите како хартии од вредност, потребна е предефиниција, бидејќи уделите не претставуваат хартии од вредност односно со нив не се тргува. Тие претставуваат само

потврда за сопственост над одреден дел од средства во инвестициски фонд, која може да се купи или продаде единствено на инвестицискиот фонд.

#### 4. Усогласеност на финансиските извештаи во Република Македонија согласно барањата на Европската унија

Меѓународните Сметководствени Стандарди (МСС) и Четвртата директива на Европската унија содржат важни упатства за финансиското известување на претпријатијата и се насочени кон широк круг корисници. Во стандардите е опфатена целокупната проблематика на финансиското сметководство, додека Четвртата Директива во целост е посветена на годишните сметки. Во Република Македонија финансиските извештаи се изготвуваат согласно Меѓународните сметководствени стандарди и Меѓународните стандарди за финансиско известување согласно Правилникот за водење на сметководство („Службен весник на Република Македонија“ бр. 159/2009, 164/2010 и 107/2011).

Содржината на Правилникот за водење на сметководство е дадена во следнава табела:

**МЕЃУНАРОДНИ СТАНДАРДИ ЗА ФИНАНСИСКО ИЗВЕСТУВАЊЕ**

Број

- |          |   |
|----------|---|
| <b>1</b> | Првично усвојување на МСФИ  |
| <b>2</b> | Плаќање врз основа на акции                                       |
| <b>3</b> | Деловни комбинации  |
| <b>4</b> | Договори за осигурување   |
| <b>5</b> | Нетековни средства кои се чуваат за продажба и прекинати работења |
| <b>6</b> | Истражување за и вреднување на минерални ресурси                  |
| <b>7</b> | Финансиски инструменти : обелоденувања                            |
| <b>8</b> | Оперативни сегменти   |

**МЕЃУНАРОДНИ СМЕТКОВОДСТВЕНИ СТАНДАРДИ**

Број

- |           |  |
|-----------|--|
| <b>1</b>  | Презентирање на финансиски извештаи                                    |
| <b>2</b>  | Залихи   |
| <b>7</b>  | Извештај за парични текови   |
| <b>8</b>  | Сметководствени политики, промени на сметководствени проценки и грешки |
| <b>10</b> | Настани по периодот на известување                                     |
| <b>11</b> | Договори за изградба   |
| <b>12</b> | Даноци на добивка  |
| <b>16</b> | Недвижности, постројки и опрема  |



17 Наеми

---

18 Приходи

---

19 Користи за вработените

---

20 Сметководство за државни поддршки и обелоденување на државна  
помош

---

21 Ефекти од промени на девизни курсеви

---

23 Трошоци за позајмување

---

24 Обелоденувања за поврзани страни

---

26 Сметководство и известување од страна на плановите за користи при  
пензионирање

---

27 Консолидирани и посебни финансиски извештаи

---

28 Вложувања во придружени ентитети

---

29 Финансиско известување во хиперинфлаторни економии

---

31 Учества во заеднички вложувања

---

32 Финансиски инструменти : презентирање

---

33 Заработувачка по акција

---

34 Меѓупериодско финансиско известување

---

36 Обезвреднување на средства

---

37 Резервирања, неизвесни обврски и неизвесни средства

---

38 Нематеријални средства

---

39 Финансиски инструменти : признавање и мерење

---

40 Вложувања во недвижности

---

41 Земјоделство

### ТОЛКУВАЊЕ НА ПКТ

Број

7 Воведување на еврото

10 Државна помош-нема специфична врска со оперативните активности

12 Консолидација-ентитети со посебна намена

13 Заеднички контролирани ентитети-немонетарни придонеси од страна на учесници во заеднички вложувања

21 Даноци на добивка-надоместување на ревалоризирани средства кои не се амортизираат

25 Даноци на добивка-промени на даночниот статус на ентитетот или неговите акционери

27 Оценка на суштината на трансакциите со правна форма на наем

29 Аранжмани за концесија на услуги:обелоденувања

31 Приходи-разменски трансакции кои вклучуваат услуги за рекламирање

32 Нематеријални средства-трошоци за веб-страница

### КТМФИ ТОЛКУВАЊЕ

Број

1 Промени во постоечките обврски за престанок на работа, обновување и слични обврски

2 Акции на членовите во кооперативни ентитети и слични инструменти

4 Определување дали аранжманот содржи наем

5 Права на учества кои произлегуваат од фондови за престанок со работа, обновување и еколошка рехабилитација

6	Обврски кои произлегуваат од учество на специфичен пазар-отпад од електрична и електронска опрема
7	Примена на пристапот на повторно прикажување според МСС 29
8	Делокруг на МСФИ 2
9	Повторна проценка на вградени деривативи
10	Меѓупериодско финансиско известување и обезвреднување
11	МСФИ 2-Трансакции со групни и сопствени акции
12	Аранжмани за концесија на услуги
13	Програми за лојалност на потрошувачите
14	МСС 19-Ограничување на средство за дефинирани користи, барања за минимално финансирање и нивното меѓусебно влијание
15	Договори за изградба на недвижен имот
16	Хеџинзи на нето-вложување во работење со странство
17	Распределба на непарични средства на сопственици

**Како минимум ставки кои треба да бидат презентирани во билансот на состојба според Меѓународните сметководствени стандарди се следните:**

- ✓ **Недвижности, постројки и опрема;**
- ✓ **Нематеријални ставки;**
- ✓ **Финансиски средства;**
- ✓ **Вложувања кои се сметководствено опфатени за користење на методата на главнината;**
- ✓ **Залихи;**
- ✓ **Побарувања од купувачите и други побарувања;**

- ✓ Парични средства и еквиваленти на парични средства;
- ✓ Обврски спрема добавувачите и други обврски;
- ✓ Обврски за даноци;
- ✓ Резерви;
- ✓ Нетековни обврски кои носат камата;
- ✓ Малцински интерес и
- ✓ Емитиран капитал и резерви.

Билансот на состојба во Република Македонија изготвен согласно барањата на Меѓународните сметководствени стандарди ги содржи следниве ставки:<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> Ставките од билансот на состојба се преземени од Прирачник за изготвување на годишната сметка за 2007 година, Консалтинг БС

**БИЛАНС НА СОСТОЈБА**

<b>А К Т И В А</b>
<b>I.Постојани средства</b>
1.Опрема
2.Акумулирана амортизација
<b>Вкупно постојани средства (1-2)</b>
<b>II.Тековни средства (обртни средства)</b>
1.Парични средства
2.Купувачи
3.Залихи
4.АВР
<b>Вкупно тековни средства (1+2+3+4)</b>
<b>III.Финансиски вложувања</b>
<b>ВКУПНА АКТИВА (I+II+III)</b>
<b>П А С И В А</b>
<b>IV.Сопствен капитал</b>
1.Обични акции
2.Капитална премија
3.Акумулирана добивка
<b>Вкупно сопствен капитал (1+2+3)</b>
<b>V.Тековни обврски</b>
1.Добавувачи
2.ПВР
3.Обврски за данок
<b>Вкупно тековни обврски (1+2+3)</b>
<b>VI.Долгорочни обврски</b>
1.Издадени обврзници
<b>VII.Вкупно обврски (V+VI)</b>
<b>VIII.ВКУПНА ПАСИВА (IV+VI)</b>

Во врска со презентацијата на билансот на состојба Европската унија во Четвртата Директива пропишува членките, односно

претпријатијата да можат да изберат една од двете опции за изготвување и презентација на билансот на состојба.

Втората опција на билансот на состојба содржи дванаесет дела кои подолу ќе бидат прикажани.

**1. Запишан, но неуплатен капитал (со обврска да се уплати)**

Во стариот Правилник за сметковниот план и содржината на одделните сметки во сметковниот план („Службен весник на Република Македонија“ бр.113/2006 година), на сметките од групата 90 – Запишан а неуплатен капитал се опфаќа запишаниот а неуплатен капитал според називите на сметките од ова група. Во случај на еднострано издвојување на дел на субјектот во посебен субјект или на негово присоединување кон друг субјект вредноста на активата што се издвојува се искажува на дел од сметката 177, а се одобруваат соодветни сметки на кои таа актива е искажана и за истиот износ се врши вредносно услогласување (исправка на вредноста) на тие побарувања врз товар на сметките од групите 90 и 91, а во корист на дел од сметката 179, но најмногу до висината искажана на сметките од групите 90 и 91.

Со новиот Правилник за сметковниот план и содржината на одделните сметки во сметковниот план („Службен весник на Република Македонија“ бр.174/2011 година), направени се следниве измени за запишан а неуплатен капитал:

- ✓ На сметката 901 – Запишана, а неуплатена основна главнина, се евидентира износот на запишаните, а неуплатени акции односно удели утврден врз основа на договорот за основање на друштвото

**2. Основачки издатоци (издатоци за основање на претпријатието)**

**3. Постојани средства**

Во групата на постојани средства се опфатени три групи и

тоа:

- Нематеријални средства;
- Материјални средства и
- Финансиски средства.

Во групата на нематеријални средства спаѓаат:

- Трошоци за истражување и развој;
- Концесии, патенти, лиценци, заштитни знаци и слични права;
- Гудвил;
- Дадени аванси;

Материјалните средства опфаќаат:

- Земјишта и згради;
- Постројки и опрема;
- Останати инсталации и прибор, алатки и опрема и
- Дадени аванси.

Во групата на финансиски средства се вклучени:

- Акциите во претпријатијата;
- Заеми на претпријатијата;
- Учество во вложувањата;
- Заеми на претпријатијата со кои претпријатието е поврзано по основ на учества во вложувањата;
- Вложувања кои се третираат како постојани средства;
  
- Останати други заеми;
- Сопствени акции (со искажување на нивната номинална вредност или во отсуство на номиналната, нивната сметководствена вредност).

#### 4. Тековните средства

Во тековните средства се опфатени четири групи: залихи, должници, вложувања и пари во банка и во каса.

##### Залихи

- Суровини и помошни материјали;

- **Производство во тек;**
- **Готови производи и стоки за препродажба и**
- **Дадени аванси**

#### **Должници**

- **Побарувања од купувачите;**
- **Износи кои ги должат претпријатијата-афилијации;**
- **Износи кои ги должат претпријатијата со кои претпријатието е поврзано по основ на учества во вложувањата;**
- **Останати должници;**
- **Запишан капитал, а неуплатен со обврска да се уплати;**
- **Претплатени и остварени приходи.**

#### **Вложувања**

- **Акции во претпријатијата;**
- **Сопствени акции (со искажување на нивната номинална вредност или во отсуство на номиналната, нивната сметководствена вредност;**
- **Останати вложувања.**

#### **Пари во банката и во касата**

### **5. Претплатен и остварен приход**

### **6. Кредитори (износи кои достасуваат за наплата и кои треба да се платат во рамките на една година)**

- **Неосигуран заем, кој претставува посебни конвертабилни заеми;**
- **Износи кои се должат на кредитните институции;**
- **Примени аванси доколку тие се искажани како намалување на залихите;**
- **Комерцијални кредитори;**
- **Менични обврски;**



- Износи кои се должат на претпријатијата- афилијации;
- Износи кои се должат на претпријатијата со кои претпријатието е поврзано по основ на учество во вложувањата;
- Останати кредитори, вклучувајќи ги и даноците и социјалното осигурување и
- Претплатени и одложени приходи.

#### **7. Нето-тековни средства/обврски**

#### **8. Вкупни средства намалени за тековни обврски**

#### **9. Кредитори ( износи кои достасуваат за наплата и кои треба да се платат во период подолг од една година)**

- Неосигуран заем, кој претставува посебни конвертабилни заеми;
- Износи кои се должат на кредитните институции;
- Примени аванси доколку тие се искажани како намалување на залихите;
- Комерцијални кредитори;
- Менични обврски;
  
- Износи кои се должат на претпријатијата- афилијации;
- Износи кои се должат на претпријатијата со кои претпријатието е поврзано по основ на учество во вложувањата;
- Останати кредитори, вклучувајќи ги и даноците и социјалното осигурување и
- Претплатени и одложени приходи.

#### **10. Резерви за обврски и издатоци**

- Резерви за пензии и слични обврски;
- Резерви за даноци и

- Останати резерви.

## 11. Остварени и одложени приходи

## 12. Капитал и резерви

Оваа ставка од билансот на состојба се состои од шест делови и тоа:

- ❖ Запишан капитал
- ❖ Вишок над номинална акција;
- ❖ Ревалоризациони резерви;
- ❖ Резерви
  - Законски резерви доколку националниот закон бара некоја таква резерва;
  - Резерви за сопствените акции, доколку националниот закон бара некоја таква резерва;
  - Резерви кои се бараат според одредбите на асоцијациите и
  - Останати резерви.
- ❖ Пренесена добивка или загуба
- ❖ Добивка или загуба во финансиската година.

Глобално ставките што се содржани во билансот на состојба - втора опција според Четвртата Директива ги среќаваме и како ставки во билансот на состојба даден според Меѓународните Сметководствени Стандарди, иако има и некои разлики.

Така, ставките запишани но неуплатен капитал и издатоците за основање на претпријатието според Европската унија не се дадени како ставки во билансот на состојба според Меѓународните Сметководствени Стандарди. Како прва ставка во билансот на состојба според Меѓународните Сметководствени Стандарди се наведуваат недвижностите, постројки и опрема, кои пак ги

среќаваме во билансот на Европската унија како ставка од групата Постојани средства кои ги содржат и нематеријалните и финансиските средства наведен во билансот според Меѓународните Сметководствени Стандарди како посебни групи.

Тековните средства, прикажани како посебна ставка во билансот според Директивата кои ги опфаќаат залихите, должниците, вложувањата и пари во банка и каса се опфатени во пооделни групи на билансот на состојба според Меѓународните Сметководствени Стандарди.

Претплатениот и остварен приход е прикажан како посебна ставка во билансот на состојба, додека во билансот на состојба според Меѓународните Сметководствени Стандарди не се бараат како минимум ставка.

Кредиторите. Износи кои доспеваат за наплата и треба да се платат во рамките на една година, износите кои доспеваат за наплата и треба да се платат во период подолг од една година, како и вкупни средства намалени за тековни обврски се сретнуваат како ставки во билансот на состојба според Четвртата Директива, иако како ставки во билансот според Меѓународните Сметководствени Стандарди не се сретнуваат.

Обврските за даноци се прикажани како минимална ставка во билансот на состојба според Меѓународните Сметководствени Стандарди, иако не се дадени како ставка според Четвртата Директива.

Резервите, нетековните средства/обврски и капиталот се јавуваат и во билансот според Четвртата Директива - втора опција и во билансот според Меѓународните Сметководствени Стандарди.

Остварените и одложени приходи недостасуваат во билансот на состојба според Меѓународните Сметководствени Стандарди,

се јавуваат во билансот на состојба според Четвртата Директива. Додека, малцинскиот интерес се среќава во билансот на состојба според Меѓународните Сметководствени Стандарди.

Од глава 2 до 6 од Четвртата директива се содржани одредби во врска со билансот и сметката на добивка и загуба. Главите 3 и 5 пропишуваат дозволени форми на биланси (две алтернативни форми - хоризонтална и вертикална). До секоја позиција на билансот и сметката на добивка и загуба во тековната година треба да се прикажат и податоци од претходната финансиска година кои се коресподентни. Ако овие два податока не се споредливи, податокот од претходната финансиска година треба да се прилагоди.

Билансот на успех во Четвртата директива е опфатен во членовите 23, 24, 25 и 26. Петтиот дел од Четвртата директива е посветен на билансот на успех. Алтернативните вертикални и хоризонтални прегледи се разликуваат според методот на категоризација на одредени позиции: според член 23 и 24 расходите и приходите се класифицираат спрема нивната природа, а според член 25 и 26 спрема нивната функција. Изгледот на билансот и сметката на добивка и загуба не смее да се менува од една финансиска година до друга, освен во исклучителни случаи и тоа треба да се објави во забелешките кон финансиските извештаи. Детални поделби во рамките на една позиција на пропишаниот биланс и сметката на добивка и загуба се дозволени и земјите членки тоа може да го бараат. Во рамките на пропишаната форма постои одреден степен на флексибилност кога тоа го бара посебната природа на претпријатието или кога истото е од интерес на значајноста и јасноста.

Согласно член 23 од Четвртата директива, билансот на успех ги содржи следниве ставки:

1. Нето-промет;
2. Промена на залихи на готови производи и работи во тек;
3. Работа извршена за сопствени цели која е капитализирана;
4. Други оперативни приходи;
5. Суровини и
  - Други екстерни приходи.
6. Трошоци за вработените;
  - Плати и
  - Социјално осигурување.
7. Трошоци за фиксни и тековни средства
  - Трошоците за допирливи и недопирливи фиксни средства и
  - Трошоци на тековни средства.
8. Други оперативни трошоци;
9. Приходи од вложувања во учество;
10. Приходи од други вложувања;
11. Други вложувања во побарувања и слични приходи;
12. Вредности кои се однесуваат на фиксните средства и инвестиции како обртни средства;
13. Ликвидни вложувања;

14. Данок на добивка или загуба на основната активност;
15. Добивка или загуба на основната активност по оданочување;
16. Вонредни приходи;
17. Вонредни расходи;
18. Вонредна добивка или загуба;
19. Данок на вонредна добивка или загуба;
20. Други даноци;
21. Добивка или загуба за финансиската година.

Билансот на успех во Република Македонија изготвен согласно Меѓународните сметководствени стандарди ги содржи следниве ставки:<sup>34</sup>

## БИЛАНС НА УСПЕХ

О П И С
1. Приходи од продажба
2. Трошоци на продадени производи
3. Бруто маржа (1-2)
4. Оперативни расходи (вклучувајќи и амортизација)
5. Оперативна добивка (3-4)
6. Останати приходи (расходи)
7. Платена камата
8. Примена камата
9. Добивка од финан. вложувања
10. Загуба од продадена опрема

<sup>34</sup> Ставките од билансот на успех се преземени од Прирачник за изготвување на годишната сметка, Консалтинг БС

<b>12.Вкупно останати приходи (расходи) (7+8+9+10)</b>
<b>13.Добивка од редовно работење пред оданочување (5-12)</b>
<b>14.Данок на добивка</b>
<b>15.Нето-добивка од редовно работење по оданочување (13-14)</b>
<b>16.Добивка на периодот (15)</b>

Во членот 2, ст.1 од Четвртата директива<sup>35</sup> се наведува дека годишните финансиски извештаи ги опфаќаат: билансот, сметката на добивка и загуба и забелешките кон финансиските извештаи. Четвртата директива не говори за Извештајот на парични текови, па неговото изготвување и објавување не се задолжителни. Горенаведените финансиски извештаи сочинуваат една целина. Од делот 6, од истиот член 2 се гледа дека Четвртата директива поставува минимум услови на споредување, наведувајќи дека: земјите членки можат да изберат или да бараат во годишните финансиски извештаи да објавуваат и други информации, покрај тие што мора да бидат објавени во согласност со одредбите на Директивата.

Практичен пример за биланс на состојба, биланс на успех и белешки за финансиските извештаи е прикажан за фирмата “ГД - ТИКВЕШ“ АД КАВАДАРЦИ.

<sup>35</sup> Извор: EUR-Lex: „Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 based on Article 54(3)(g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies”

## “ГД - ТИКВЕШ“ АД КАВАДАРЦИ

БИЛАНС НА СОСТОЈБАТА (ИЗВЕШТАЈ ЗА ФИНАНСИСКАТА  
СОСТОЈБА) ПОД 31 ДЕКЕМВРИ 2011 година (во илјади денари)

	Белешки	2011 г.	2011 г.	2010 г.	2010 г.
<b>СРЕДСТВА</b>					
Нетековни средства					
Недвижности, постројки и опрема	7	127.028		195.972	
Останати финансиски средства		-	127.028	-	195.972
Тековни средства	6	14.709		11.538	
Залихи побарувања од купувачите и други побарувања	5	69.195		75.207	
Одобрени заеми		23.986		293	
Претплати (АВР)	4	-		210	
Парични средства		8.755		23.067	
Вкупни средства			116.645		110.315
<b>КАПИТАЛ И ОБВРСКИ</b>			<b>243.673</b>		<b>306.287</b>
Капитал и резерви					
Издаден капитал	9	210.781		210.781	
Резерви		2.536		36.358	
Акумулирана добивка (загуба)		5.614		34.967	
			218.931		282.106
Нетековни обврски					
Позајмувања кои носат камати		5.648		336	
Одложени даноци и пензии		-		-	
Обврски за пензии		-		-	
			5.648		336
Тековни обврски					
Обврски спрема добавувачите и други обврски	8	19.094		23.845	
Краткорочни заеми		-		-	
Обврски за аванси, депозити и		-		-	
Кауции		-		-	
Останати обврски		-		-	



---

	<u>19.094</u>	<u>23.845</u>
<b>Вкупен капитал и обврски</b>	<u>243.673</u>	<u>306.287</u>

Приложените објаснувачки белешки се составен дел на овие финансиски  
извештаи

**“ГД - ТИКВЕШ“ АД КАВАДАРЦИ****БИЛАНС НА УСПЕХОТ ЗА ГОДИНАТА ЗАВРШЕНА НА 31 ДЕКЕМВРИ 2011  
ГОДИНА (во илјади денари)**

	Белешки	2011 г.	2010 г.
Приходи	10	157.902	134.629
Останати оперативни приходи	11	6.392	12.211
Промени во залихите на готови производи и производство		(1.809)	(2.753)
Потрошени суровини и материјали		(56.435)	(46.194)
Набавна вредност на продадени стоки и материјали Услуги со карактер на материјални трошоци		(3.668)	(7.198)
Трошоци за вработените		(14.387)	(10.729)
Амортизација	12	(44.598)	(42.768)
Останати оперативни расходи		(13.457)	(13.899)
		(24.065)	(22.214)
Добивка од оперативното работење		5.875	1.085
Финансиски трошоци		(246)	(236)
Финансиски приходи		45	450
Добивка пред оданочување		5.674	1.299
Данок на добивка		(60)	(110)
Добивка по оданочувањето		5.614	1.189

## “ГД - ТИКВЕШ“ АД КАВАДАРЦИ

ИЗВЕШТАЈ ЗА ПАРИЧНИТЕ ТЕКОВИ ЗА ГОДИНАТА ЗАВРШЕНА НА  
31 ДЕКЕМВРИ 2011 г. (во илјади денари)

	2011 г.	2010 г.
<b>Парични приливи од оперативни активности</b>		
Нето-добивка за периодот	5.614	1.189
Амортизација	13.457	13.899
Намалување / Зголемување на побарувањата	6.012	21.370
Намалување / Зголемување на обврските	(4.751)	(1.205)
Намалување / Зголемување на залихите	(3.171)	3.505
Намалување / Зголемување на АВР	210	243
Намалување на ПВР	-	-
<i>Нето-прилив од оперативни активности</i>	<i>17.371</i>	<i>39.001</i>
<b>Парични приливи од инвестициски активности</b>		
Трансакции со постојани средства	(13.302)	(16.088)
<i>Нето-прилив од инвестициски активности</i>	<i>(13.302)</i>	<i>(16.088)</i>
<b>Парични приливи од финансиски активности</b>		
Зголемување на финансиските вложувања	(23.693)	(75)
Зголемување на обврските за заеми	5.312	(526)
<i>Нето-прилив од финансиски активности</i>	<i>(18.381)</i>	<i>(601)</i>
<i>Нето (зголемување) намалување на парите</i>	<i>(14.312)</i>	<i>22.312</i>
Пари на почетокот на годината	23.067	755
Пари на крајот на годината	8.755	23.067
Приложените објаснувачки белешки се составен дел на овие финансиски извештаи.		

## “ГД - ТИКВЕШ“ АД КАВАДАРЦИ

ИЗВЕШТАЈ ЗА ПРОМЕНЕТЕ ВО КАПИТАЛОТ ЗА ГОДИНАТА КОЈА Е  
ЗАВРШЕНА НА 31 ДЕКЕМВРИ 2011 ГОДИНА  
(во илјади денари)

	Акционерски капитал	Акционерски премии	Ревалориз. резерва	Резерви	Акумулир. добивка	Вкупно
Салдо на 31 декември 2009 година	210.781	-	2.292	34.066	33.836	280.975
Промени во сметководствените политики					(-)	(-)
Повторно утврдено салдо	-	-	-	(-)	-	-
Ревалоризационен кусок				-		-
Ревалоризационен вишок			(-)			(-)
Разлики при валутарните трансакции				(-)		
Други усогласувања (покривање загуба)				-	-	-
Дивиденди				-	-	-
Нето-добивка (загуба) во периодот				-	1.189	1.189
Резерви (покривање загуба)				-	-	(-)
Издаден акционерски капитал	-	-				-
Салдо на 31 декември 2010 година	210.781	-	2.292	34.066	35.025	282.164
Ревалоризационен кусок			(-)			(-)
Ревалоризационен вишок			-			-
Разлики при валутарните трансакции				(-)		(-)
Други усогласувања (покривање загуба)				-	-	-
Нето-добивки и загуби кои не се признаени во				(2.292)	(31.531)	(35.025)
билансот на успех						(68.848)
Дивиденди						-
Нето-добивка / загуба во периодот					5.614	5.614
Резерви				-		-
Издаден акционерски капитал	-	-				-
Салдо на 31 декември 2011 година	210.781	-	-	2.535	5.614	218.930

**“ГД - ТИКВЕШ“ АД КАВАДАРЦИ**

**БЕЛЕШКИ КОН ФИНАНСИСКИТЕ ИЗВЕШТАИ ЗА ГОДИНАТА  
ЗАВРШЕНА НА 31 ДЕКЕМВРИ 2011**

**Белешка 1: Правен статус и дејност.** “ГД-ТИКВЕШ“ АД, Кавадарци е акционерско друштво, основано во Република Македонија. Друштвото е регистрирано во трговскиот регистар во Скопје согласно Решение Трег. бр. 1856 од 2001 година и број на влошка 02010650-4-03-000, Друштвото се занимава со дејности од областа на производство на грозје, овошје, житни растенија и одгледување овци.

**Белешка 2: Основа за подготовка и презентирање на финансиските извештаи.** Финансиските извештаи се подготвени во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување кои се применуваат во Република Македонија, согласно Законот за трговските друштва (“Службен весник на РМ” бр. 28/04, 84/05, 25/07, 87/08, 48/10 и 24/11).

**Белешка 3: Обелоденување на основните сметководствени политики.**

Финансиските извештаи се изготвени во согласност со принципот на историски трошоци и во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување кои се применуваат во Република Македонија, согласно Законот за трговските друштва (“Службен весник на РМ” бр. 28/04, 84/05, 25/07, 87/08, 48/10 и 24/11). Поважните користени сметководствени политики се како што следува:

а) Недвижности, постројки и опрема. Ставките од овие категории се презентирани според нивната набавна вредност намалена за акумулираната амортизација. Амортизацијата се пресметува со примена на пропорционалниот (линеарен) метод за периодите на корисниот век на средствата со примена на следните стапки:

- Деловни згради	2,5%	- Лозов насад	7%
- Моторни возила	25%	- Трактори	12%
- Компјутери	25%	- Автобуси	12%
- Мебел и опрема	10-25%		

б) Трансакции во странска валута. Трансакциите во странски валути се пресметуваат во денари според средниот курс на валутите објавен од страна на НБРМ на денот на трансакцијата. Средствата и обврските искажани во странски валути, се пресметуваат во денари по средниот курс на НБРМ на датумот на Билансот на состојба. Добивките (приходите) или загубите (расходите) произлезени од трансакции во странска валута се признаваат во билансот на успех.

в) Задолжителни резерви. Согласно Законот за трговските друштва на РМ, компанијата е должна во задолжителни резерви да издвојува најмалку 15% од добивката, сè додека износот на задолжителна резерва не достигне една петтина од основната главнина.

г) Приходи. Приходите од давање на услуги се признаваат според степенот на довршеност на трансакцијата на датумот на билансот на состојбата. Приходите се прикажани по фактурна вредност, намалена за попусти и данокот на додадена вредност.

д) Расходи по основ на заеми. Расходите по основ на заеми (каматите) се признаваат како расход во периодот во кој биле стекнати.

ѓ) Парични средства и парични еквиваленти. Паричните средства се состојат од готовински парични средства и парични средства на банкарските сметки.

е) Побарувања од купувачите и обврски кон добавувачите.

*Побарувања од купувачи*

Трговските побарувања (купувачи) се искажани според номиналната вредност намалена за соодвената исправка на претпоставените сомнителни побарувања.

*Трговски обврски (обврски кон добавувачи)*

Трговските обврски (добавувачи) се искажани според нивната номинална вредност.

**Белешка 4: Парични средства и салда на сметки во банки (илјади денари)**

Опис	2011 г.	2010 г.
Парични средства во благајните - денари	247	270
Салда на денарски банкарски сметки	7.524	9.708
Салда на девизни банкарски сметки	984	13.089
<b>Вкупно</b>	<b>8.755</b>	<b>23.067</b>

**Белешка 5: Побарувања од купувачите и други побарувања (илјади денари)**

Опис	2011 г.	2010 г.
Побарувања од купувачите во земјата	54.895	60.014
Побарувања од купувачите во странство	12.037	14.773
Побарувања од вработените	-	282
Побарувања од државата	2.263	138
<b>Вкупно</b>	<b>69.195</b>	<b>75.207</b>

**Белешка 6: Залихи (илјади денари)**

Опис	2011 г.	2010 г.
Суровини и други материјали	12.565	7.585
Недовршено производство и полупроизводи	1.073	1.940
Готови производи	1.071	2.013
<b>Вкупно</b>	<b>14.709</b>	<b>11.538</b>

**Белешка 7: Недвижности, постројки и опрема (илјади денари)**

Опис	Земјишта и	Постројки и	Насади и	Вкупно
	градежни		останати	
	објекти	опрема	средства	
<b>Набавна вредност</b>				
На 01.01.2011 год.	89.892	69.615	235.274	394.781
Трансфери во годината	(69.020)	15.864	(2.515)	(55.671)
На 31.12.2011 год.	20.872	85.479	232.759	339.110
<b>Акумулирана амортизација</b>				
На 01.01.2011 год.	12.826	25.084	160.899	198.809
Корекции за отуѓувања и амортизација за годината	439	5.127	7.707	13.273
На 31.12.2011 год.	13.265	30.211	168.606	212.082
<b>Нето-вредност</b>				
На 31.12.2011 год.	7.607	55.268	64.153	127.028
На 31.12.2010 год.	77.066	44.531	74.375	195.972

**Белешка 8: Обврски кон добавувачите и други обврски (илјади денари)**

Опис	2011 г.	2010 г.
Обврски кон добавувачи во земјата	14.014	11.518
Обврски кон добавувачи во странство	995	8.024
Обврски кон вработените	3.141	-
Обврски за даноци	62	3.825
Останати обврски	882	478
<b>Вкупно</b>	<b>19.094</b>	<b>23.845</b>

**Белешка 9: Сопственички капитал (илјади денари)**

Друштвото има сопственички капитал (основна главнина) во износ од 3.400.000 евра која е поделена на 68.000 акции со номинална вредност од 50 евра. Од вкупниот број акции 62.618 се обични, а 5.382 се приоритетни.

**Белешка 10: Приходи од основна дејност**

Опис	2011 г.	2010 г.
Приходи од продажба на готови производи на домашен пазар	107.036	98.552
Приходи од продажба во странство	46.389	28.816
Приходи од наемнини	461	654
Приходи од продажба на суровини, материјали и стоки	4.016	6.607
<b>Вкупно</b>	<b>157.902</b>	<b>134.629</b>



**Белешка 11: Останати оперативни приходи**

Опис	2011 г.	2010 г.
Приходи од субвенции	3.768	9.144
Други приходи	2.624	3.067
<b>Вкупно</b>	<b>6.392</b>	<b>12.211</b>

**Белешка 12: Трошоци за вработените (илјади денари)**

Опис	2011 г.	2010 г.
Нето-плати и надоместоци	28.253	26.815
Трошоци за даноци на плата	1.288	1.242
Трошоци за придонеси	11.781	11.002
Останати трошоци за вработените	3.276	3.709
<b>Вкупно</b>	<b>44.598</b>	<b>42.768</b>

**Белешка 14: Број на вработени.** Друштвото на крајот на годината има 191 вработени. Извештајот од биланс на состојба и податоци од билансот на успех во Република Македонија е документ кој го издава Централниот регистар на Република Македонија, по поднесено барање од страна на правниот субјект.

Исто така, согласно Законот за јавни набавки извештајот од билансот на состојба и податоци од билансот на успех претставува еден од важните документи за утврдување на економската и финансиската состојба на економските оператори, односно понудувачи во постапките за јавни набавки.

Формата на Извештајот од билансот на состојба и податоци од билансот на успех изготвен како пример е прикажан подолу во текстот.

**E S O V I S**  
**ЕКОВИС ПРИМЕКО АУДИТ ДООЕЛ**

**ИЗВЕШТАЈ НА НЕЗАВИСНИТЕ РЕВИЗОРИ**

**До сопствениците и раководството на “ГД-ТИКВЕШ” АД,Кавадарци**

Ние извршивме законска ревизија на приложените финансиски извештаи на “ГД-ТИКВЕШ” АД,Кавадарци (во понатамошниот текст: Друштвото), кои го опфаќаат Билансот на состојбата на **31 декември 2011** година, Билансот на успех,Извештајот за паричните текови за годината што завршува на тој датум, како и резимето на значајните сметководствени политики и други објаснувачки белешки.

**Одговорност на управата за финансиски извештаи**

Управата на друштвото е одговорна за подготовката и реалното презентирање на овие финансиски извештаи во согласност со законската и професионалната регулатива која е важечка во Република Македонија.Оваа одговорност вклучува: дизајнирање,имплементација и одржување на интерни контроли кои се релевантни за подготовка и реално презентирање на финансиски извештаи кои не содржат значајни погрешни прикажувања,без оглед на тоа дали ваквите погрешни прикажувања би биле резултат на измама или грешка;избор и примена на соодветни сметководствени политики; и правење на сметководствени проценки кои се разумни со оглед на околностите.

**Одговорност на ревизорите**

Наша одговорност е да дадеме мислење за овие финансиски извештаи врз основа на извршената ревизија.Ние ја извршивме ревизијата во согласност со Законот за ревизија и прописите кои важат во Република Македонија и Меѓународните стандарди за ревизија,како и според правилата за професионално однесување на ревизорот.Меѓународните стандарди за ревизија бараат да сме усогласени со етичките барања,како и да ја планираме и извршиме ревизијата на начин кој ќе ни овозможи да добиеме разумно уверување дека во финансиските извештаи нема погрешни прикажувања кои би можеле да имаат значајно влијание.

Ревизијата вклучува извршување на ревизорски постапки со цел да се собере ревизорски доказ за износите и обелоденувањата на финансиските извештаи.Избраните постапки зависат од проценката на ревизорите,вклучувајќи ја проценката на ризиците од значајни погрешни прикажувања во финансиските извештаи,без оглед на тоа дали ваквите погрешни прикажувања би биле резултат на измама или грешка.При проценката на овие ризици,ревизорот ја разгледува интерната контрола на друштвото која е релевантна за подготовката и реалното презентирање на финансиските извештаи,со цел да дизајнира ревизорски постапки кои се соодветни на околностите,но не и со цел да изрази мислење за ефективноста на интерните контроли на друштвото.Ревизијата,исто така,вклучува вреднување на

## Глава 2

### *Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал во Република Македонија*

---

соодветноста на применетите сметководствени политики и вреднување на разумноста на значајните сметководствени проценки направени од страна на раководството, како и оценка на севкупната презентација на финансиските извештаи. Ние веруваме дека ревизијата што ја извршивме е доволна и соодветна за да ни обезбеди разумна основа за нашето мислење.

#### **Мислење**

Според нашето мислење, финансиските извештаи ја прикажуваат реално, според сите значајни аспекти, финансиската состојба на друштвото на **31 декември 2011** година, како и резултатите од неговото работење и паричните текови за годината што тогаш завршува, во согласност со Меѓународните стандарди за финансиско известување кои се применуваат во Република Македонија според одредбите на Законот за трговски друштва (“Службен весник на РМ” бр. **28/2004, 84/05, 25/07, 87/08, 48/10 и 24/11**).

Скопје, **29.04.2012**

Овластен ревизор  
Бранко Костовски

## ЦЕНТРАЛЕН РЕГИСТАР

## НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Бр. \_\_\_\_\_

ТЕТОВО

07.06.2012 12:49:49

ИЗВЕШТАЈ ЗА БИЛАНСОТ НА СОСТОЈБА И ПОДАТОЦИ  
ОД БИЛАНСОТ НА УСПЕХ

Назив на правното лице Република Македонија, АД Н-Н Тетово

Место ТЕТОВО  
Матичен број XXXXXXXX  
Големина малБизнис клаузула, остварени XXX  
Приходи се претежно од дејноста

Извор на податоци Годишни сметки за 2009, 2010, 2011 год.

во  
денари во %

СРЕДСТВА И ИЗВОРИ НА СРЕДСТВА НА КРАЈОТ НА ДЕЛОВНАТА ГОДИНА	2009 год.	2010 год.	2011 год.	Вкупни средства/ извори на дејноста за 2011 год.	Учество на субјектот во дејноста за 2011 год.
ВКУПНИ СРЕДСТВА	40.789.967	31.419.107	31.310.957	2.546.415.713	1,2
ПОСТОЈАНИ СРЕДСТВА	8.593.195	8.197.370	8.096.168	1.628.661.744	0,5
ТЕКОВНИ СРЕДСТВА	32.196.772	23.221.737	23.214.789	880.147.304	2,6
КАПИТАЛ И РЕЗЕРВИ	11.494.489	11.098.663	9.049.221	1.718.145.869	0,5
ДОЛГОРОЧНИ И КРАТКОРОЧНИ ОБВРСКИ	29.295.478	20.320.444	22.261.736	823.737.209	2,7

Глава 2

Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал во Република Македонија

ФИНАНСИСКИ РЕЗУЛТАТИ	2009 год.	2010 год.	2011 год.	Вкупни финансиски резултати на дејноста за 2011 год.	Учество на субјектот во дејноста за 2011 год.
ВКУПНИ ПРИХОДИ	39.561.513	38.659.182	39.570.765	1.723.146.461	2,3
ПОСТОЈАНИ ТРОШОЦИ	38.764.534	37.422.075	35.418.352	1.637.038.833	2,2
ВИШОК НА ПРИХОДИ	796.979	1.237.107	4.152.413	86.121.007	4,8
НЕПОКРИЕНИ РАСХОДИ	0	0	0	13.379	0,0
БРОЈ НА ВРАБОТЕНИ (во апсолутен износ)	60	59	59	2.913	2,0

Назив на правното лице Република Македонија АД Н-Н Тетово

Место ТЕТОВО  
Матичен број ХХХХХХХХ

показателите се искажани во %

ПОКАЗАТЕЛИ НА РАБОТЕЊЕТО	2009 год.	2010 год.	2011 год.	Просек на дејноста за 2011 год.
--------------------------	-----------	-----------	-----------	---------------------------------

СТЕПЕН НА ЗАДОЛЖЕНОСТ	71,8	64,7	71,1	32,3
СПОСОБНОСТ ЗА КРЕДИТИРАЊЕ	133,8	135,4	111,8	90,6

ОПШТА ЛИКВИДНОСТ	109,9	114,3	104,3	106,9
ТЕКОВНА ЛИКВИДНОСТ	109,9	114,3	98,6	101,1
ПРОСЕЧЕН БРОЈ НА ДЕНОВИ НА НАПЛАТА НА ПОБАРУВАЊА	263	132	99	86
ПРОСЕЧЕН БРОЈ НА ДЕНОВИ НА ПЛАЌАЊЕ НА ОБВРСКИТЕ	284	209	236	187

КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРТ НА ВКУПНИ СРЕДСТВА	1,0	1,2	1,3	0,7
КОЕФИЦИЕНТ НА ОБРТ НА ПОСТОЈАНИ СРЕДСТВА	4,6	4,7	4,9	1,1

ПОДАТОЦИ ЗА ВРАБОТЕНИТЕ	2009 год.	2010 год.	2011 год.	Просек на дејноста за 2011 год.
-------------------------	-----------	-----------	-----------	---------------------------------

ПРОСЕЧНА МЕСЕЧНА НЕТО-ПЛАТА	23.702	22.645	24.384	21.343
-----------------------------	--------	--------	--------	--------

## ОБЈАСНУВАЊЕ НА ПОКАЗАТЕЛИТЕ

Степен на задолженост - укажува на учеството на вкупните обврски во вкупните извори на финансирање. За оптимално се цени учество помало од 50%.

Способност за кредитирање - укажува на можноста за финансирање на постојаните средства од сопствени извори и долгорочни обврски. Оптимална вредност е 100%.

Општа ликвидност - однос меѓу тековните средства и краткорочните обврски. За оптимално се цени два пати поголеми тековни средства од обврски.

Тековна ликвидност - однос меѓу паричните средства и побарувањата и долговите. Оптимална вредност е кога има финансиска рамнотежа помеѓу истите.

Просечен број денови на наплата на побарувања - оптимална динамика на наплата на побарувањата е 30 дена. Доколку просечниот број денови е над една година се смета дека друштвото има застој во наплата на истите.

Просечен број денови на плаќање на обврските-оптимална динамика на плаќање на обврските е 30 дена. Доколку просечниот број на денови е над една година се смета дека друштвото има застој во плаќање на истите.

Коефициент на обрт на вкупните средства - укажува на односот на вкупните приходи и вкупните средства. За оптимално се цени коефициент поголем од 2 единици.

Коефициент на обрт на постојани средства - укажува на односот на вкупните приходи и постојаните средства. За оптимална вредност се смета на единица ангажираност на основните средства да се остварат приходи од основна дејност поголеми од 2 единици.

Изготвил

---

Одговорно лице  
за работа на РПК Тетово

---

Извештајот од билансот на состојба и податоци од билансот на успех дава податоци за средствата и изворите на средства за последните три години и тоа за:

- Вкупните средства на правниот субјект;
- Постојаните средства;
- Тековните средства;
- Капиталот и резервите и
- Долгорочните и краткорочните обврски.

Во вториот дел од Извештајот за билансот на состојба и билансот на успех се прикажани финансиските резултати на правниот субјект и тоа:

- Вкупните приходи за последните три години;
- Постојаните трошоци;
- Вишокот на приходи и
- Непокриените расходи.



## 5. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал во земјите-членки на Европската унија

### 5.1. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал во Република Бугарија

Европската унија преку “План 2000“ ги формулирала критериумите кои треба да ги исполни Република Бугарија за создавање функционирачка пазарна економија, кои се:

- Макроекономска стабилност;
- Широк консензус за политичка стабилност;
- Либерализација на цените во трговијата;
- Силен економски потенцијал;
- Способност за привлекување надворешен капитал;
- Реструктурирање на сопственоста на претпријатијата;
- Прераспределба на ресурсите според пазарните принципи и на отргнување на претпријатијата загубари;
- Отстранување на основните пречки за влез и излез од пазарот на сите стопански субјекти;
- Развој на активниот банкарски сектор и
- Развој на посредничкиот сектор - Пензиски фондови, Осигурителни фондови и Инвестициски посредници.<sup>36</sup>

---

<sup>36</sup> Велко Маринов, Михаил Савов, Марин Пејров, Миланка Славова, Димитијар Хаџиниолов, Сашо Крсиев, Европска економска интеграција, Универзитетско издание, 2004

Законите со кои се регулира пазарот на капитал во Бугарија се следниве:

- Закон за јавна понуда на хартии од вредност;
- Трговски законик;
- Закон за пазарите на финансиските инструменти;
- Закон за друштва со специјална цел за известување;
- Закон за мерки за пазарна злоупотреба со финансиските инструменти и
- Закон за Комисија за финансиска контрола.

Законот за јавна понуда на хартии од вредност е донесен во 1999 година кој во однос на Законот за хартии од вредност, стоковна размена и инвестициски компании, го регулира издавањето на хартии од вредност, сите трансакции со хартии од вредност, размената на стоки и инвестициските посредници.

Пазарот на капитал во Бугарија е многу мал и другите механизми за долгорочно финансирање (банки, осигурителни компании и пензиски фондови) не се доволно развиени. Владата на Република Бугарија го охрабрува развојот на пензиските фондови, како дел од долгата реформа која треба да се направи во областа на социјалната заштита и ќе помогнат во развојот на пазарот на капитал.

Пред неколку години во Бугарија забележавме добри економски услови, одлични проекти за брз разбој на пазарот на капитал, негова трансформација во атрактивен пазар на капитал. Бугарија има добар потенцијал да постигне висок раст на пазарот на капитал во иднина. Членството на Бугарија во Европската унија ќе и ги обезбеди сите

неопходни услови да ги усвои сите Европски стандарди во наредните 10-15 години.<sup>37</sup>

Бугарскиот пазар на капитал е во многу лоша состојба, на кој, освен добрата институционална и законска рамка, недостасува сè друго. Нема доволно и квалитетни производи - профитабилни, ниско ризични и ликвидни инвестициски инструменти. Недостасуваат инвеститори - купвачи. Корпоративното управување не е развиено. Правниот систем на пазарот на капитал не функционира. Мерките кои треба да се преземат за подобрување на состојбата на пазарот на капитал во Република Бугарија треба да бидат систематски и навремени.<sup>38</sup>

Најважни фактори за развој на пазарот на капитал во Бугарија се:

- Членство во Европската унија;
- Високи стапки на раст;
- Доверба од страна на инвеститорите;
- Добат поврат на инвестициите и
- Прифатлив систем на оданочување.

Регулативното окружување во Бугарија е следново:

- Хармонизацијата со Директивите на Европската унија е комплетирана;
- Комисијата за финансиска супервизија гарантира стабилност на пазарот на капитал;
- Принципите и регулирањата на Бугарската берза ја следат линијата на развојот;

---

<sup>37</sup> Richard Davis MIRS MCIPR, *Managing Direktor, Presenting Bulgarian businesses to European capital markets: A survey of investors*

<sup>38</sup> Stoio Nedin, *The Bugarian capital market is in a very bad state, pg. 2*

- ➔ Принципите на корпоративно управување значајно се имплементираат;
- ➔ Новите инвестициски облици се воведуваат (пензиски фондови, осигурителни компании и сл.)<sup>39</sup>

Бугарската берза - Софија АД е основана од страна на Државната Комисија за хартии од вредност на 09.10.1997 година.<sup>40</sup>

Предмет на работење на Бугарската берза е:

- Организирање трговија со хартии од вредност и други финансиски инструменти;
- Организирање и поддршка на информацискиот систем за трговија со хартии од вредност и
- Создавање поддршка на клиринг системот преку гарантирање на облигациите од трансакциите во хартии од вредност со кои се тргува на берзата.

Организацијата и управувањето на Бугарската берза се врши врз основа на Правилник за дејноста, кој го подготвува Советот на директори на Берзата.

Бугарската берза ја врши дејноста со почитување на следниве акти:

- Устав на Бугарската берза АД Софија;
- Правилник за дејноста на Бугарската берза кој се состои од следниве делови:

Дел 1 - Општи правила;

Дел 2 - Правила за учество;

---

<sup>39</sup> Ivan Takev, *Bulgarian Stock Exchange – Sofia, Bulgarian capital market and the role of bugarian stock exchange*, 7<sup>th</sup> Interbalkan forum of bankinig association

<sup>40</sup> [www.bse-sofia.bg](http://www.bse-sofia.bg) - Bulagarian stock exchange

**Дел 3 - Правила за дозвола за трговија;**

**Дел 4 - Правила за трговија;**

**Дел 5 - Правила за надзор на трговијата;**

**Дел 6 - Правила за управување со ризикот и**

**Дел 7 - правила за арбитражен суд на берзата.**

Мисија на Бугарската берза е создавање и развој на организиран пазар на капитал и да им осигури достапност на пазарните информации, како и еднакви услови за учество во тргувањето со хартии од вредност на членовите на берзата и другите клиенти.

Во врска со сметководствените аспекти на пазарот на капитал, во Република Бугарија компаниите ги изготвуваат следниве финансиски извештаи и тоа: Извештај за финансиската состојба, Извештај за вкупен припен приход, Извештај за промени во капиталот и Извештај за паричните текови со прилог Забелешки кон финансиските извештаи.

**5. 2. Сметководствени и финансиски аспекти на пазарот на капитал низ призмата на законите со кои се регулира пазарот на капитал во Република Словенија**

Пазарот на капитал во Република Словенија се соочува со типични проблеми на транзициските економии, а истовремено има највисоко ниво на технолошка инфраструктура.<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> *Report on the observance of standards and codes, Corporate governance Country assessment. Slovenia, May 2004, pg. 3*

Словенија веќе ја има надградено нејзината законска регулатива со цел да ги пресретне насоките од страна на Европската унија, а со тоа нејзината законска и регулаторна рамка која се однесува на корпоративните и владини емисии е споредлива со онаа на многу земји членки на Европската унија.

Словенската законска регулатива е базирана на германското законодавство. Клучните закони кои го регулираат пазарот на капитал се:

■ Закон за пазарот на хартии од вредност (Службен весник на Р. Словенија бр. 51/2006, ревидиран 1999 година);

■ Закон за преземање акционерски друштва (Службен весник на Р. Словенија бр. 47/1997);

■ Закон за дематеријализирани хартии од вредност (Службен весник на Р. Словенија бр. 23/1999) и

■ Закон за инвестициски фондови (2002 година).

Со Законот за пазарот на хартии од вредност, Агенцијата за хартии од вредност има обврска да дава годишни извештаи на Собранието на Република Словенија за ситуацијата и состојбите на пазарот на хартии од вредност. Основен дел на овие извештаи претставуваат статистички податоци за јавните понуди за хартии од вредност, тргувањето со хартии од вредност по видови и волумен, информации за инвестициските фондови, пензиските фондови и нивното инвестирање во хартии од вредност.

Со овој закон се забранува инсајдерско тргување и во согласност со него е дефинирано дека за инсајдери се сметаат лица со 5% од акционерската структура и членови на супервизорските или менаџерските одбори. Инсајдерите мораат да ги пријават сите тргувања со хартии од вредност.

Дефиницијата за инсајдери треба да биде внимателно разгледана и врз база на искуството од поразвиените земји да се осигура правилно дефинирање и непостоење на дупки во законот. Понатамошната ревизија би требало да го истражи постоењето на “црни периоди” во моментот на ослободување на информации, кога на инсајдерите им е забрането тргувањето.

Со овој закон се пропишуваат и исклучоците за коишто не е потребна дозвола од Агенцијата за хартии од вредност при иницијална јавна понуда:

- кога како издавач на хартии од вредност се јавува Република Словенија или Народна банка на Република Словенија и
- кога емисија на хартии од вредност вршат инвестициските фондови.

Со Законот за преземање акционерски друштва се регулира објавувањето информации за сопственичката структура од страна на акционерите. Во рок од три работни дена при преминувањето на секој праг, акционерите мора да извршат јавно објавување на информации кога се здобиваат со 5% од гласачките права и со секои дополнителни 5%. При разгледувањето на овој праг, мора да се имаат предвид и акциите коишто ги поседуваат и трети страни, но се под контрола на акционерот којшто ја има обврската за јавно објавување информации. Информациите за контрола и сопственоста се крајно транспарентни во Словенија, поради политиката да се направи централен акционерски регистар кој ќе биде достапен на јавноста. Информациите во регистарот ќе бидат лесно достапни (со одредена провизија) за јавноста и инвеститорите. Агенцијата за пазарот на хартии од вредност ги надгледува сите преземања и аквизиции и мора да поминат низ нејзино одобрување. Дополнителни регулаторни дозволи се бараат во одредени сектори (осигурување, банкарство).

Со Законот за дематеријализирани хартии од вредност се регулира емисијата и трансферот на дематеријализираните хартии од вредност, методот на замена на емитуваните хартии од вредност со хартии од вредност од дематеријализирана форма, услови и рестрикции за пристап до информации за имателите на дематеријализирани хартии од вредност, како и правила за чување во централен регистар на дематеријализирани хартии од вредност.

Со Законот за инвестициски фондови се одредени условите под кои се основаат инвестициските фондови, се регулира начинот на којшто се врши нивното управување и супервизија, условите под кои акциите и уделите на инвестициски фондови се продаваат во Република Словенија, видовите на услуги кои се обезбедуваат на овие услуги, како и супервизијата и условите на раководење со пензиските фондови.

Словенија претставува мала и релативно успешна транзициска земја, со еден од најразвиените пазари на капитал, ако не и најразвиен ако се земат предвид транзициските земји.

Можеме слободно да констатираме дека развојот на пазарот на капитал во Словенија застанува зад развојот на словенската економија.<sup>42</sup>

Иако во последниот период Словенија имаше импресивен прогрес во развој на регулацијата и супервизијата на пазарот на капитал, сè уште постојат одредени слабости во супервизијата на пазарот на капитал, а секторот на осигурување е најслабо развиен.<sup>43</sup>

Пазарот на капитал во Словенија има недостаток на ликвидност и оскудност на домашни институционални инвеститори, како резултат на многу структурни фактори.

---

<sup>42</sup> *Economis mirrow, Institute of Macroeconomic Analysis and Development, some macroeconomic figures of Slovenia, pg. 7*

<sup>43</sup> *Policy recommendation for raising croatian competitiveness*



Всушност, Словенија би можела и да ги зголеми релативно високите и стабилни стапки на раст, доколку финансискиот пазар би бил поразвиен.

Со постоењето на заедничка инфраструктура во финансискиот сектор помеѓу банките и нефинансиските институции и со појавата на финансиските конгломерати, потребата за подобра координација помеѓу банките, осигурителните компании и учесниците на пазарот на капитал се зголемува. За оваа цел веќе некоја од земјите како Унгарија, Естонија и Латвија имаат воспоставено интегрирана супервизија на пазарот на капитал, која гарантира поголем квалитет на супервизијата.

Институции кои го регулираат пазарот на капитал во Република Словенија се:

- Агенцијата за хартии од вредност и
- Централниот депозитар на хартии од вредност.

Агенцијата за хартии од вредност беше основана во 1994 година со Законот за хартии од вредност кој во 1999 година беше заменет со Законот за пазарот за хартии од вредност. Новиот закон е во согласност со директивите на Европската унија.

Агенцијата за хартии од вредност е регулатор на пазарот на капитал. Нејзините главни цели се заштита на инвеститорите и зајакнување на интегритетот на пазарот на капитал.

Задачите на Агенцијата вклучуваат четири основни области:

- ✓ Издавање дозволи, лиценци и други акти: за јавна понуда на хартии од вредност, понудите за преземање, за работењето на брокерите, инвестициските компании, берзите и централната корпорација за порамнување на хартии од вредност;

- ✓ **Супервизија на пазарот на хартии од вредност и финансиските институции, надгледување на процедурите поврзани со спојувања и аквизиции;**
- ✓ **Нацрт на секундарното законодавство и**
- ✓ **Администрација на податоците поврзани со пазарот на хартии од вредност.**

Агенцијата за хартии од вредност е поделена на неколку одделенија: правна служба, одделение за пазарот на хартии од вредност, одделение за инвестициски фондови, одделение за пензиски фондови, одделение за надгледување, одделение за меѓународна соработка, одделение за информатика и одделение за општи работи, кои ги извршуваат своите задачи по донесувањето на интерни акти.

Предусловите за ефикасна супервизија на пазарот на капитал се бројни, но најкритичните вклучуваат значај и макроекономски политики со кои ќе се влијае на инвестициите и штедењето, мотивирачка политичка околина која што ќе биде ослободена од корупција, со развиена инфраструктура.

Таа ги одобрува новите емисии на хартии од вредност, ги одобрува и контролира активностите на интермедиерите на пазарот на капита (вклучувајќи ја Љубљанската берза, Централниот депозитар на хартии од вредност, брокерите, чуварите на имот, инвестициските фондови, пензиските фондови и др.), врши зајакнување на барањето за објавување информации од страна на берзите и законот за инсајдерско тргување и преземање на акционерските друштва.

Финансиски извештаи кои согласно законската регулатива во Република Словенија треба да се подготвуваат се: билансот на состојба, Извештај за севкупниот приход, Консолидиран биланс на состојба и Консолидиран извештај за парите;ните текови.

<b>Г Л А В А III</b> .....	191
<b>МОЖНОСТИ ЗА ПОДОБРУВАЊЕ НА СМЕТКОВОДСТВЕНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ АСПЕКТИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА</b> .....	191
<b>1. Можност за подобрување на сметководствените и финансиските аспекти во законите кои го регулираат пазарот на капитал во Република Македонија</b> .....	191
<b>1. 1. Можност за подобрување на Законот за хартии од вредност, Законот за преземање на акционерски друштва, Закон за инвестициските фондови и Закон за трговски друштва</b> .....	191
<b>2. Напори кои ги прави Република Македонија за усовршување на пазарот на капитал</b> .....	196
<b>2.1. Активности кои ги презела Република Македонија за подобрување на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал</b> .....	196
<b>2.2. Институции кои во најголема мера се грижат за целосно усовршување на пазарот на капитал</b> .....	225
<b>ЗАКЛУЧОК</b> .....	232

## Г Л А В А III

### МОЖНОСТИ ЗА ПОДОБРУВАЊЕ НА СМЕТКОВОДСТВЕНИТЕ И ФИНАНСИСКИТЕ АСПЕКТИ НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

#### 1. Можност за подобрување на сметководствените и финансиските аспекти во законите кои го регулираат пазарот на капитал во Република Македонија

##### 1.1. Можност за подобрување на Законот за хартии од вредност, Законот за преземање на акционерски друштва, Закон за инвестициските фондови, Закон за трговски друштва

Усогласувањето на националното законодавство на Република Македонија со европското *acquis* само по себе претставува услов за членство во Европската унија, но исто така е факт дека користењето на средства од фондовите на Европската унија подлежи на условот за целосно усогласување со законодавството на Европската унија.<sup>44</sup> Оттука, законската рамка претставува еден од составните делови од капацитетите на државата за користење средства од фондовите.

Покрај глобалната определба за хармонизирање на регулативата за пазарот на капитал во Македонија со Директивите на Европската унија, како најголеми реформи во оваа област се сметаат оние кои

---

<sup>44</sup> *European Commission: On the Implementation of Commitments Undertaken by the Acceding Countries in the Context of Accession Negotiations on Chapter 21 - Regional Policy and Coordination of Structural Instruments, Commission Staff Working Papers, Annex to the Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM (2003) 433 final, Brussels, 16.07.2003.*

произлегуваат од Стратегијата за развој на пазарот на државни хартии од вредност. Основната цел на оваа стратегија е насочена кон развој на примарниот и секундарниот пазар на државни хартии од вредност кои треба да овозможат поефикасно функционирање на буџетските потреби на краток рок (непречено тековно финансирање на јавните расходи) и на долг рок (обезбедување долгорочни финансиски ресурси за поддршка на развој на економијата). Притоа, на почетокот напорите ќе бидат сконцентрирани на развој на пазарот на краткорочни хартии од вредност со цел поефикасно управување со ликвидноста на Буџетот, чиј рок постепено ќе биде продолжуван во зависност од успехот на државата во стекнувањето на довербата на потенцијалните инвеститори.<sup>45</sup>

Потребно е да продолжи процесот на унапредување и зајакнување на законската регулатива од областа на осигурувањето и нејзино понатамошно усогласување со Директивите на Европската унија и принципите и стандардите на Меѓународната Асоцијација на осигурителни супервизори (ИАИС). Истовремено, акцент треба да се стави на поголема и поефикасна имплементација на осигурителната регулатива преку адекватно спроведување на супервизорската функција и јакнење на административниот капацитет на супервизорскиот орган.

Потребни се и измени и дополнувања на законот за преземање на акционерски друштва кои ќе обезбедат поголема заштита на малите акционери, поголема транспарентност и целосна информираност на сопствениците на акции и на јавноста и доусогласување на законот за преземање на акционерските друштва со директивата на ЕУ.

Со цел да се овозможи реализација на проектот за издавање на краткорочни хартии од вредност, ќе се изврши дозакружување на законската регулатива во областа на тргувањето со краткорочните

---

<sup>45</sup> *Национална стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската Унија, Влада на Република Македонија, Сектор за европска интеграција, 2005*

хартии од вредност и воспоставување институционална рамка на управување со јавниот долг. Се предвидува да се донесе акт за тргувањето преку шалтер, ќе се интервенира во подзаконските акти, ќе се изврши разработка на процедурите на примарното и секундарното тргување на краткорочните државни хартии од вредност, креирање систем на порамнување на трансакциите со државните хартии од вредност во Централниот депозитар за хартии од вредност, што ќе овозможи порамнување на трансакциите во текот на истиот ден.

Развојот на примарниот пазар на државни хартии од вредност ќе почива на прифаќањето на пазарни принципи при покривање на буџетските дефицити, кои подразбираат флексибилно и конкурентно утврдување на каматните стапки.

Еден од главните предуслови за побрз развој на пазарот на државни хартии од вредност е јасно дефинирање на правната, регулаторната и супервизорската рамка.

Имајќи ги предвид современите општествено-економски и стопански интеграциски движења, не само во рамките на една национална економија, туку и на меѓународен план, во сметководствено - финансиската теорија и практика од домашно и странско потекло доминантно место, улога и значење им се посветува на проблемите во врска со унификацијата на економските и сметководствено - финансиските категории кои се среќаваат во рамките на сметководствените системи во пооделните општествено - економски и стопански интеграциски целини.<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> Д-р. Серафим Т. Томовски - Основи на сметководство, Сојуз на сметководители, финансисти и ревизори на Република Македонија, Скопје, 1996 година

Исто така, треба да се обезбеди македонските закони и прописи да се доследни на релевантните стандарди кои ги издава Комисијата на европски регулатори за хартии од вредност (КЕХР), чија улога е да ја координира работата на членовите на КЕХР во прифаќањето и спроведувањето стандарди за финансиско известување во Европа.

Значи, потребно е да се добие законодавна и регулаторна рамка која поддржува осовремено опкружување за известување за субјектите кои котираат на берзата, во согласност со обврските кои се значаен дел од *acquis communautaire*.

Подобрувањето на квалитетот на корпоративното финансиско известување оди и подалеку од конкретното сметководство и ревизија. Стратешките цели и придобивки се следниве:

- 🇪🇺 Европска интеграција;
- 🇪🇺 Подobar пристап до кредити;
- 🇪🇺 Раст на приватниот сектор и нови работни места;
- 🇪🇺 Развој на пазарот на капитал;
- 🇪🇺 Развој на финансискиот сектор и
- 🇪🇺 Финансиска стабилност.<sup>47</sup>

Европската унија денес е најголемиот (регионален) пазар на светот. Еден од најголемите испораки во обликување на единствен пазар на Европската унија претставува донесување на Стратегија на финансиско-сметководствено известување. Станува збор за долгорочни сметководствени промени, посебно на финансиско-сметководственото известување.

---

<sup>47</sup> Национален Управен Комитет - Национална стратегија и акционен план за реформи во сметководството, ревизија и институционално зајакнување во Република Македонија, јуни 2006 година

**Подобрувањето на квалитетот на финансиското известување во Македонија ќе има значително и позитивно влијание преку:**

- ✓ Намалување на ризикот од криза на финансискиот пазар и сродните негативни економски влијанија преку зајакнување на домашната финансиска архитектура;
- ✓ Придонесување за странски директни и портфолио инвестиции и помагање да се мобилизираат домашните заштеди;
- ✓ Помагање на пристапот на малите корпоративни заемопримачи до кредити од формалниот финансиски сектор преку намалување на високите трошоци за информирање и позајмување;
- ✓ Овозможување на инвеститорите правилно да ги оценат деловните перспективи и да донесуваат правилни инвестициски одлуки, што резултира со пониска цена на капиталот и подобра распределба на средствата;
- ✓ Овозможување на акционерите и широката јавност да ја оценат работата на управата на друштвото, со што се промовира активниот развој на пазари на капитал и поддржување на економската интеграција, и регионално и глобално.



## **2. Напори кои ги прави Република Македонија за усовршување на пазарот на капитал**

### **2.1. Активности кои ги презела Република Македонија за подобрување на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал**

"Денес евроинтеграцијата е највлијателниот современ рецепт за демократија и мир во регионот. Европската унија е промотор на демократски поредок во и надвор од своите граници, поради што претставува и референтен модел за европските држави кои поминуваат низ процесот на транзиција кон правна држава, пазарна економија, односно либерално демократски политички и економски систем."<sup>48</sup>

Стратегијата за интеграција на Република Македонија во Европската унија ги постави основните цели, насоки и приоритети на процесот на стекнување на членство во Европската унија.

Со воведувањето на регионалниот пристап од страна на Европската унија кон земјите на Западен Балкан во 1997 година и процесот на стабилизација и асоцијација во 1999 година беше определена рамката на Европската унија и натамошните односи со Република Македонија. Република Македонија беше прва држава од регионот со која Европската унија склучи Спогодба за стабилизација и асоцијација во 2001 година, која влезе во сила на 1 април 2004 година, повторно како прва спогодба од ваков вид која влегува во сила.

Од исклучително значење и круна за досегашниот развој на односите помеѓу Република Македонија и Европската унија е склучувањето на Спогодбата за стабилизација и асоцијација. Овој комплексен правно-обврзувачки акт на политички план ја стави Република Македонија во

редот на потенцијалните членки на Европската унија и чинител во креирањето на идна Европа, општество со сите атрибути на највисоки демократски вредности, сигурност за нејзините граѓани и социјална правда.

Спогодбата ја постави рамката за соработката меѓу Европската унија и Република Македонија и овозможи постепено усогласување на соодветните политики, законодавството и институции во Република Македонија кон вредностите и стандардите на Унијата.

На економски план со Спогодбата се отвори врата на еден од најголемите и финансиски еден од најмоќните пазари на светот. Тоа ќе биде поттик за забрзување на реструктурирањето на стопанството на Република Македонија и приспособување кон новите услови. Се отвори можност за забрзување на социјалниот и економски развој на Македонија, како и развој и втемелување на политичките и економските врски со земјите-членки на Европската унија, како и промовирање на идентитетот на Македонија како мирољубива земја ориентирана кон процесот на европска интеграција.

Акциониот план за имплементација на Спогодбата за стабилизација и асоцијација е плод на академска работа на професори од Правниот и Економскиот факултет во Скопје и прилози од страна на сите релевантни министерства, надлежни институции и Секторот за европска интеграција при Владата на Република Македонија.

Акциониот план имаше големо значење бидејќи ги определуваше обврските и задачите за надлежните министерства и институции како извршители, ја определуваше динамиката за извршување, а ги посочува и изворите и инструментите за поддршка на реализацијата на Спогодбата за стабилизација и асоцијација. За подготовка на Акциониот план беа изработени повеќе верзии како резултат на постојаните контрибуции од

---

<sup>48</sup> Доц. д-р. Ренаџа Дескоска, *Евроинтеграција на Република Македонија, Уставни измени и хармонизација на правото, Правен факултет, Скопје.*

надлежните министерства, институции и агенции. Планот беше разгледан и од Работниот комитет за европска интеграција и усвоен од Комитетот за евро - атлантска интеграција.

Владата на Република Македонија, односно Секретаријатот за европски прашања во јануари 2006 година го донесе Акцискиот план за Европско партнерство 2005 година.

Со стекнувањето на кандидатскиот статус за членство во Европската унија, Република Македонија се подготвува за пристапување кон Унијата со зголемен политички ангажман и интензивиран реформски процес.

Акцискиот план за Европско партнерство 2005 година е документ кој се надоградува на Акцискиот план за Европско партнерство 2004 година. Истовремено, овој план е дел од Националната програма на Република Македонија за усвојување на *acquis*, која е во финалната фаза на подготовка.

Мерките предвидени во Акцискиот план со цел да се исполнат приоритетите на Европското партнерство се изградени врз основа на Мислењето за барање на Република Македонија за членство во Европската унија и Аналитичкиот извештај.

Имајќи предвид дека 2006 година е исклучително важна за Република Македонија, со оглед на тоа што успешното спроведување на краткорочните приоритети може да доведе до започнување на преговорите за членство во Европската унија, Владата одлучи веднаш по објавувањето на Мислењето и Предлогот на Одлуката на Европското партнерство да пристапи кон подготовка на овој Акциски план, со цел што понавремено и понасочено да се одговори на клучните приоритети од Партнерството.

Република Македонија го предаде своето барање за членство во Европската унија на 22 март 2004 година. Со тоа е потврдена стратешката определба за пристапување во Европската унија, декларирани од

нејзиното осамостојување како независна држава и во континуитет силно поддржувана од политичките фактори (субјекти) и граѓаните.

Република Македонија во односите со Европската унија ги има потпишано и следниве акти:

- Одлука за аплицирање на полноправно членство на Република Македонија во Еурека - Иницијативата на Европската комисија - ("Службен весник на Република Македонија" бр. 77/02 - 6).
- Упатство за одговарање на прашалникот од Европската комисија за барањето за членство на Република Македонија во Европската унија - ("Службен весник на Република Македонија " бр.66/04 - 69).
- Декларација за развој на односите на Република Македонија во Европската унија - ("Службен весник на Република Македонија " бр.7/98 -352).
- Декларација за подигнување на нивото на односите на Република Македонија со Европската унија - ("Службен весник на Република Македонија " бр.99/00 - 5379).
- Декларација за поднесување на барање за членство на Република Македонија во Европската унија - ("Службен весник на Република Македонија "бр, 7/04 - 2).

Исто така, Владата на Република Македонија, односно Секторот за европска интеграција во септември 2004 година донесе Национална стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската унија.<sup>49</sup>

Националната стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската Унија е документ во кој се дефинира основната концептуална рамка и приоритетите на процесот на пристапување на

---

<sup>49</sup> Податоциите за Националната стратегија за интеграција на Република Македонија во Европската унија се преземени од официјалната интернет-страница на Владата на Република Македонија - [www.vlada.mk](http://www.vlada.mk)

**Република Македонија во Европската унија. Со Стратегијата се настојува да се утврди специфичниот пристап на Република Македонија кон нејзината интеграција во Европската унија, согласно околностите и условите во кои се одвива процесот на пристапувањето.**

Во делот за развојот на деловниот сектор во Република Македонија, покрај процесот на приватизацијата на претпријатијата, кој е при крај, развојот се потпира врз создавање стабилна и предвидлива институционална средина и хармонизација со законодавството на Европската унија. Исто така, како една од работите за целосното операционализирање на регулаторната рамка за поддршка на пазарната економија претставува и подобрувањето на сметководствените стандарди и нивното спроведување.

Од остварувањето на својата независност до денес, Република Македонија направи значителен напредок во макроекономската стабилизација и структурните реформи. Овој напредок е значаен имајќи ги предвид тешките почетни услови, внатрешните конфликти и проблемите во надворешната политика.

Македонија има постигнато значителен напредок во воспоставување на законска и институционална рамка која е поволна за поттикнување на финансискиот развој. Сепак, останува уште многу да се направи за да се овозможи успешно и профитабилно работење на приватните пензиски фондови како на локалните, така и на меѓународните пазари.

Поаѓајќи од присутните проблеми, како и од оценетите можности, претпоставки и ограничувачки фактори, основните цели на макроекономската политика треба да бидат:

- **Одржување на макроекономската стабилност;**
- **Создавање услови за забрзување на економскиот раст и пораст на вработеноста, а во таа насока и намалување на сиромаштијата;**

- **Зголемување на меѓународната конкурентност на македонската економија и**
- **Забрзување на процесот на интегрирање на Република Македонија.**

Со оглед дека остварувањето на овие цели е во директна врска со интензитетот на економскиот раст, стратегијата треба да се базира на политики кои согласно со емпириските резултати покажуваат позитивна корелација со растот:

- ✚ **Одржување на ниска и стабилна инфлација;**
- ✚ **Контрола на јавните расходи;**
- ✚ **Висока отвореност на земјата;**
- ✚ **Развој на човечкиот фактор и**
- ✚ **Водење политика на урамнотежен регионален развој.**

Успехот во остварувањето на целите на макроекономската политика, ќе зависи пред сè од владеењето на правото, степенот на ефикасност на судскиот систем и почитувањето на сопственичките права и облигациите.

Забрзувањето на економскиот развој и процесот на приклучување кон ЕУ неминовно бара интензивирање на структурните реформи како дел од макроекономската политика на земјата на среден рок. Исполнувањето на строгите критериуми за членство во Европската унија претпоставува длабоки структурни и институционални реформи во повеќе сектори. Потребно е продолжување со реформите во повеќе сектори на економијата во насоки на подобрување на инвестициската клима и бизнис опкружувањето, што се очекува да влијае врз пораст на економскиот раст и вработеноста.

Може да се заклучи дека треба уште многу да се работи на развојот на финансискиот и пазарот на капитал од страна на сите релевантни

**институции, со цел да се обезбеди богато и диверзифицирано портфолио на хартии од вредност во Република Македонија.**

**Цените на хартиите од вредност во Република Македонија се најмногу поврзани со состојбата во која се наоѓа државата, односно моменталната состојба придонесува за намалување на инвестициите во хартии од вредност и потценување на цените на хартиите од вредност во Република Македонија.**

**Со влез на Република Македонија во евроатланските интеграции ќе се зголемат инвестициите и ќе дојде до раст на цените на хартиите од вредност.**

**Сепак, може да се констатира дека цените на хартиите од вредност се променливи и се формираат во зависност од многу фактори, особено врз база на понудата и побарувачката на хартии од вредност, како и моменталните проценки на очекувањата на инвеститорите на пазарот на капитал.**

**Затоа, инвеститорите при вложување во хартии од вредност во Република Македонија, треба да ги разгледаат сите потребни информации со кои располагаат, самостојно да донесат одлука и да размислат за долгорочниот потенцијал на инвестицијата и за тоа дали таа е подценета или преценета во однос на реалните перформанси на компаниите.**

**Процесот на приближување на законодавството на Република Македонија со законодавството на Европската унија се одвива од осамостојувањето на Република Македонија. За периодот до 1996 година е карактеристично приспособувањето на целината на правниот систем согласно новите категории од Уставот од 1991 година и воведувањето на институциите на пазарната економија.**

**Почетокот на приватизацијата во 1991 год. воедно е и почетокот на хармонизацијата на сметководствениот систем во Република**

Македонија. Еден од битните услови за успешна реализација на процесот на приватизација е изградување одговарачки сметководствен систем со примена на национални и Меѓународни сметководствени стандарди.

Изградувањето на сметководственото законодавство треба да го прати и процесот на едукација на сметководствената професија, односно оспособување на сметководителите кои мора дополнително да се едуцираат за овластени сметководители, што се случи во Република Македонија.

Така, во акционерските друштва како доминантни правни субјекти се јавува потреба за контрола на претпријатијата и заштита на сопствениците и инвеститорите која ја обавува комерцијалната ревизија. Нејзина основна задача е да утврди дали сметководствените извештаи се изготвени во согласност со усвоената сметководствена политика и законската регулатива за сметководственото известување.

Процесот на хармонизација на сметководственото известување во Република Македонија е започнат во 1992 година со прифаќањето на Директивите на Европската унија. Со прифаќањето на директивите Република Македонија се приближува кон сметководствените билансни политики за заштита на вложувачите и доверителите преку споредување на вистинити и објективни информации презентирани во сметководствените извештаи на претпријатијата.

Во 1993 година е усвоен Законот за сметководство, кој понатаму има претрпено многу измени и дополнувања.<sup>50</sup> Законот на сметководство не е во сила. Значи, сметководството во Република Македонија се регулира со Законот за трговските друштва, Закон за ревизијата, Закон за хартии од вредност и со Правилникот за водење на сметководството.

Националното законодавство за сметководство и ревизија кое се заснова на одредбите на претходно споменатите директиви

---

<sup>50</sup> Закон за сметководство ("Службен весник на РМ" бр. 42/93;48/93; 6/95; 32/98;39/99 и 70/01)



претставуваше важна основа за понатамошен процес на оспособување на сметководствената и ревизорската професија т.е. овластените сметководители и ревизори.

Од потпишувањето на Договорот за соработка со Европската заедница во 1996 година, кој содржеше и клаузула за приближување на законодавство, се интензивираше и приближувањето.

Важно е да се напомене дека во сметководствената пракса на Република Македонија уште од 1 јануари 1998 година се применуваа Меѓународните сметководствени стандарди при водењето на сметководството и составувањето и поднесувањето на сметководствените искази. Меѓутоа, мора да се напомене дека покрај тоа значајно влијание во сметководствената сфера имаше и националното законодавство.

Усогласувањето на националното законодавство на Република Македонија со европското *acquis* само по себе претставува услов за членство во Европската унија, но исто така е факт дека користењето на средства од фондовите на Европската унија подлежи на условот за целосно усогласување со законодавството на Европската унија.<sup>51</sup> Оттука, законската рамка претставува еден од составните делови од капацитетите на државата за користење средства од фондовите на Европската унија.

Изготвувањето на нови билансни шеми беше потребно заради поголема компатибилност со барањата за финансиско известување од Меѓународните стандарди за финансиско известување, како и усогласување со директивите на Европската Унија.

---

<sup>51</sup> *European Commission: On the Implementation of Commitments Undertaken by the Acceding Countries in the Context of Accession Negotiations on Chapter 21 - Regional Policy and Coordination of Structural Instruments, Commission Staff Working Papers, Annex to the Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM (2003) 433 final, Brussels, 16.07.2003.*

**Во понатамошниот текст дадени се најновите билансни шеми – Биланс на состојба, Биланс на Успех и Објаснувачки белешки.**

Врз основа на член 476 став (8) од Законот за трговските друштва („Службен весник на Република Македонија” бр. 28/04, 84/05, 25/07, 87/08, 42/10, 48/10 и 24/11), Министерот за финансии, донесе Правилник со кој се пропишува формата и содржината на годишната сметка.

Според истиот Правилник, годишната сметка се состои од Биланс на состојба (Извештај за финансиска состојба), Биланс на успех (Извештај за добивка или загуба) и Објаснувачки белешки. Состојбата на средствата, капиталот и обврските се искажуваат во образец „Биланс на состојба на ден \_\_\_\_ 20\_\_ година”. Приходите, расходите и резултатот од работењето се искажуваат на образец „Биланс на успехот во периодот од \_\_\_ до \_\_\_ 20\_\_ година”. Дополнителните информации кои не се прикажани во обрасците Биланс на состојба и Биланс на успех се презентираат на образец „Објаснувачки белешки”.

Субјектот кој изготвува консолидирана годишна сметка на обрасците пропишани со овој правилник става ознака „Консолидиран”. Субјектот кој започнал да изготвува консолидирана годишна сметка во тековната година на обрасците пропишани со овој правилник става ознака „Новоконсолидиран”.

Доколку е извршена статусна промена кај субјектот, за периодот пред денот на настанување на статусната промена субјектот ги искажува податоците во обрасците пропишани во овој правилник на кои става ознака „Пред денот на настанување на статусната промена”. Доколку статусната промена настанала на 31 Декември за субјектот кој престанал со работењето, во обрасците Биланс на состојба и биланс на успех се внесуваат податоци само во колоната 6 (Претходна година).

Овој правилник излезе во Службен Весник 52 од 13.04.2011 година а влезе во сила наредниот ден (14.04.2011). Со влегувањето во сила овој

правилник престанува да важи Правилникот за формата и содржината на годишната сметка („Службен весник на РМ 113/06).

Во Службен Весник на РМ 174 од 15 Декември 2011 година објавен е Правилник за изменување и дополнување на правилникот за формата и содржината на годишната сметка (Службен Весник на РМ бр.52/2011). Со овој правилник се прават неколку измени, и тоа:

- ✓ во образецот „Биланс на успех” во позицијата под реден број 11 зборовите „останати оперативни расходи се заменуваат со зборовите „останати трошоци од работењето”, во позицијата под реден број 14 зборовите „материјални и нематеријални” се заменуваат со зборот „нетековни”, во позицијата под реден број 17 зборот „трошоци” се заменува со зборот „расходи”;
- ✓ Извештајот за останата сеопфатна добивка за периодот од \_\_\_\_ до \_\_\_\_ 20\_\_ година се заменува со нов извештај кој е составен дел на Правилникот;
- ✓ Во образецот „Биланс на состојба” во колоната износ-тековна година и претходна година се внесуваат податоци согласно Прегледот на групите сметки и сметките по одделни позиции (АОП) на образецот Биланс на состојба кој е составен дел на Правилникот;
- ✓ Во образецот „Биланс на успех” во колоната износ-тековна година и претходна година се внесуваат податоци согласно Прегледот на групите сметки и сметките по одделни позиции (АОП) на образецот Биланс на успех кој е составен дел на Правилникот.

Глава 3

Можности за подобрување на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал во Република Македонија

ПРИЛОГ 1

<table border="1" style="display: inline-table; border-collapse: collapse;"> <tr><td style="width: 20px; height: 20px;"></td><td style="width: 20px; height: 20px;"></td><td style="width: 20px; height: 20px;"></td></tr> </table>													<table border="1" style="display: inline-table; border-collapse: collapse;"> <tr><td style="width: 20px; height: 20px;"></td><td style="width: 20px; height: 20px;"></td><td style="width: 20px; height: 20px;"></td></tr> </table>												
Период										Контролор															
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	26	
Вид работа		Идентификационен број (ЕМЕС)										Резервни кодекси													

Назив на друштвото \_\_\_\_\_

Адреса, седиште и телефон \_\_\_\_\_

Единствен даночен број \_\_\_\_\_

**БИЛАНС НА СОСТОЈБАТА**  
(ИЗВЕШТАЈ ЗА ФИНАНСИСКАТА СОСТОЈБА)  
на ден \_\_\_\_\_ 20\_\_ година

(во денари)

Ред. бр.	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
1.	<b>АКТИВА:</b>	001			
	<b>А. НЕТЕКОВНИ СРЕДСТВА</b> (002+009+020+021+031)				
2.	<b>I. НЕМАТЕРИЈАЛНИ СРЕДСТВА</b> (003+004+005+006+007+008)	002			
3.	Издатоци за развој	003			
4.	Концесии, патенти, лиценци, заштитни знаци и слични права	004			
5.	Гудвил	005			
6.	Аванси за набавка на нематеријални средства	006			
7.	Нематеријални средства во подготовка	007			
8.	Останати нематеријални средства	008			
9.	<b>II. МАТЕРИЈАЛНИ СРЕДСТВА</b> (010+013+014+015+016+017+018+019)	009			
10.	Недвижности (011+012)	010			
10.а.	Земјиште	011			
10.б.	Градежни објекти	012			

Ред. бр.	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
11.	Постројки и опрема	013			
12.	Транспортни средства	014			
13.	Алат, погонски и канцелариски инвентар и мебел	015			
14.	Биолошки средства	016			
15.	Аванси за набавка на материјални средства	017			
16.	Материјални средства во подготовка	018			
17.	Останати материјални средства	019			
18.	<b>III. ВЛОЖУВАЊА ВО НЕДВИЖНОСТИ</b>	020			
19.	<b>IV. ДОЛГОРОЧНИ ФИНАНСИСКИ СРЕДСТВА (022+023+024+025+026+030)</b>	021			
20.	Вложувања во подружници	022			
21.	Вложувања во придружени друштва и учества во заеднички вложувања	023			
22.	Побарувања по дадени долгорочни заеми на поврзани друштва	024			
23.	Побарувања по дадени долгорочни заеми	025			
24.	Вложувања во долгорочни хартии од вредност (027+028+029)	026			
24.а.	Вложувања во хартии од вредност кои се чуваат до доспевање	027			
24.б.	Вложувања во хартии од вредност расположиви за продажба	028			
24.в.	Вложувања во хартии од вредност според објективната вредност преку добивката или загубата	029			
25.	Останати долгорочни финансиски средства	030			
26.	<b>V. ДОЛГОРОЧНИ ПОБАРУВАЊА (032+033+034)</b>	031			
27.	Побарувања од поврзани друштва	032			
28.	Побарувања од купувачи	033			
29.	Останати долгорочни побарувања	034			
30.	<b>VI. ОДЛОЖЕНИ ДАНОЧНИ СРЕДСТВА</b>	035			

## Глава 3

## Можности за подобрување на сметководствените и финансиските аспекти на пазарот на капитал во Република Македонија

Ред. бр.	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
31.	Б. ТЕКОВНИ СРЕДСТВА (037+045+052+059)	036			
32.	I. ЗАЛИХИ (038+039+040+041+042+043)	037			
33.	Залихи на сировини и материјали	038			
34.	Залихи на резервни делови, ситен инвентар, амбалажа и автогуми	039			
35.	Залихи на недовршени производи и полупроизводи	040			
36.	Залихи на готови производи	041			
37.	Залихи на трговски стоки	042			
38.	Залихи на биолошки средства	043			
39.	II. СРЕДСТВА (ИЛИ ГРУПИ ЗА ОТУГУВАЊЕ НАМЕНЕТИ ЗА ПРОДАЖБА И ПРЕКИНАТИ РАБОТЕЊА	044			
40.	III. КРАТКОРОЧНИ ПОБАРУВАЊА (046+047+048+049+050+051)	045			
41.	Побарувања од поврзани друштва	046			
42.	Побарувања од купувачи	047			
43.	Побарувања за дадени аванси на добавувачи	048			
44.	Побарувања од државата по основ на даноци, придонеси, царина, акцизи и за останати давачки кон државата (претплати)	049			
45.	Побарувања од вработените	050			
46.	Останати краткорочни побарувања	051			
47.	IV. КРАТКОРОЧНИ ФИНАНСИСКИ СРЕДСТВА (053+056+057+058)	052			
48.	Вложувања во хартии од вредност (054+055)	053			
48.а.	Вложувања кои се чуваат до доспевање	054			
48.б.	Вложувања според објективната вредност преку добивката или загубата	055			
49.	Побарувања по дадени заеми на поврзани друштва	056			
50.	Побарувања по дадени заеми	057			
51.	Останати краткорочни финансиски средства	058			

Ред. бр.	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
52.	V. ПАРИЧНИ СРЕДСТВА И ПАРИЧНИ ЕКВИВАЛЕНТИ (060+061)	059			
52.а.	Парични средства	060			
52.б.	Парични еквиваленти	061			
53.	VI. ПЛАТЕНИ ТРОШОЦИ ЗА ИДНИТЕ ПЕРИОДИ И ПРЕСМЕТАНИ ПРИХОДИ (АВР)	062			
54.	ВКУПНА АКТИВА: СРЕДСТВА (001+035+036+044+062)	063			
55.	V. ВОНБИЛАНСНА ЕВИДЕНЦИЈА – АКТИВА	064			
56.	ПАСИВА: А. ГЛАВНИНА И РЕЗЕРВИ (066+067-068-069+070+071+075-076+ 077-078)	065			
57.	I. ОСНОВНА ГЛАВНИНА	066			
58.	II. ПРЕМИИ НА ЕМИТИРАНИ АКЦИИ	067			
59.	III. СОПСТВЕНИ АКЦИИ (-)	068			
60.	IV. ЗАПИШАН, НЕУПЛАТЕН КАПИТАЛ (-)	069			
61.	V. РЕВАЛОРИЗАЦИСКА РЕЗЕРВА И РАЗЛИКИ ОД ВРЕДНУВАЊЕ НА КОМПОНЕНТИ НА ОСТАНАТА СЕОПФАТНА ДОБИВКА	070			
62.	VI. РЕЗЕРВИ ( 072+073+074)	071			
63.	Законски резерви	072			
64.	Статутарни резерви	073			
65.	Останати резерви	074			
66.	VII. АКУМУЛИРАНА ДОБИВКА	075			
67.	VIII. ПРЕНЕСЕНА ЗАГУБА (-)	076			
68.	IX. ДОБИВКА ЗА ДЕЛОВНАТА ГОДИНА	077			
69.	X. ЗАГУБА ЗА ДЕЛОВНАТА ГОДИНА	078			
70.	XI. ГЛАВНИНА НА СОПСТВЕНИЦИТЕ НА МАТИЧНОТО ДРУШТВО	079			
71.	XII. НЕКОНТРОЛИРАНО УЧЕСТВО	080			

Ред. бр.	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
72.	Б. ОБВРСКИ (082+085+085)	081			
73.	I. ДОЛГОРОЧНИ РЕЗЕРВИРАЊА ЗА РИЗИЦИ И ТРОШОЦИ (083+084)	082			
74.	Резервирања за пензии, отпремнини и слични обврски кон вработените	083			
75.	Останати долгорочни резервирања за ризици и трошоци	084			
76.	II. ДОЛГОРОЧНИ ОБВРСКИ (од 086 до 093)	085			
77.	Обврски спрема поврзани друштва	086			
78.	Обврски спрема добавувачи	087			
79.	Обврски за аванси, депозити и кауции	088			
80.	Обврски по заеми и кредити спрема поврзани друштва	089			
81.	Обврски по заеми и кредити	090			
82.	Обврски по хартии од вредност	091			
83.	Останати финансиски обврски	092			
84.	Останати долгорочни обврски	093			
85.	III. ОДЛОЖЕНИ ДАНОЧНИ ОБВРСКИ	094			
86.	IV. КРАТКОРОЧНИ ОБВРСКИ (од 096 до 108)	095			
87.	Обврски спрема поврзани друштва	096			
88.	Обврски спрема добавувачи	097			
89.	Обврски за аванси, депозити и кауции	098			
90.	Обврски за даноци и придонеси на плата и на надомести на плата	099			
91.	Обврски кон вработените	100			
92.	Тековни даночни обврски	101			
93.	Краткорочни резервирања за ризици и трошоци	102			
94.	Обврски по заеми и кредити спрема поврзани друштва	103			



Ред. бр.	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
95.	Обврски по заеми и кредити	104			
96.	Обврски по хартии од вредност	105			
97.	Обврски по основ на учество во резултатот	106			
98.	Останати финансиски обврски	107			
99.	Останати краткорочни обврски	108			
100.	V. ОДЛОЖЕНО ПЛАЌАЊЕ НА ТРОШОЦИ И ПРИХОДИ НА ИДНИТЕ ПЕРИОДИ (ПВР)	109			
101.	VI. ОБВРСКИ ПО ОСНОВ НА НЕТЕКОВНИ СРЕДСТВА (ИЛИ ГРУПИ ЗА ОТУГУВАЊЕ) КОИ СЕ ЧУВААТ ЗА ПРОДАЖБА И ПРЕКИНАТИ РАБОТЕЊА	110			
102.	ВКУПНА ПАСИВА: ГЛАВНИНА И РЕЗЕРВИ И ОБВРСКИ (085+081+084+108+110)	111			
103.	V. ВОНБИЛАНСНА ЕВИДЕНЦИЈА – ПАСИВА	112			

Лице одговорно за составување на билансот: Име и презиме

ЕМБГ 

Лице одговорно за составување на билансот: Целосен назив на друштвото

ЕМБС 

Во _____ На ден _____	Лице одговорно за составување на билансот	М.П.	
--------------------------	---	------	--

## ПРИЛОГ 2

			Период							Контролор														
1	2	3	4	5	6	7	8	9	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2
Вид работа		Идентификационен број (ЕМБС)							Резервни кодекси															
Назив на друштвото _____																								
Адреса, седиште и телефон _____																								
Единствен даночен број _____																								

**БИЛАНС НА УСПЕХ**  
(ИЗВЕШТАЈ ЗА ДОБИВКА ИЛИ ЗАГУБА)

за периодот од \_\_\_\_\_ до \_\_\_\_\_ 20\_\_

(во денари)

Ред. број	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
1.	<b>I. ПРИХОДИ ОД РАБОТЕЊЕТО (202+203+206)</b>	201			
2.	Приходи од продажба	202			
3.	Останати приходи	203			
4.	Промена на вредноста на залихи на готови производи и на недовршено производство	XXX	XXX	XXX	XXX
4.a.	Залихи на готови производи и на недовршено производство на почетокот на годината	204			
4.b.	Залихи на готовите производи и на недовршено производство на крајот на годината	205			
5.	Капитализирано сопствено производство и услуги	206			
6.	<b>II. РАСХОДИ ОД РАБОТЕЊЕТО (208+209+210+211+212+213+218+219+220+221+222)</b>	207			
7.	Трошоци за сировини и други материјали	208			
8.	Набавна вредност на продадени стоки	209			
9.	Набавна вредност на продадени материјали, резервни делови, ситен инвентар, амбалажа и автогуми	210			
10.	Услуги со карактер на материјални трошоци	211			
11.	Останати трошоци од работењето	212			
12.	Трошоци за вработени (214+215+216+217)	213			
12.a.	Плати и надоместоци на плата (нето)	214			

Ред. број	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
12.б.	Трошоци за даноци на плати и надоместоци на плата	215			
12.в.	Придонеси од задолжително социјално осигурување	216			
12.г.	Останати трошоци за вработените	217			
13.	Амортизација на материјалните и нематеријалните средства	218			
14.	Вредносно усогласување (обезвреднување) на нетековни средства	219			
15.	Вредносно усогласување (обезвреднување) на тековни средства	220			
16.	Резервирања за трошоци и ризици	221			
17.	Останати расходи од работењето	222			
18.	<b>III. ФИНАНСИСКИ ПРИХОДИ</b> (224+229+230+231+232+233)	223			
19.	Финансиски приходи од односи со поврзани друштва(225+226+227+228)	224			
19.а.	Приходи од вложувања во поврзани друштва	225			
19.б.	Приходи по основ на камати од работење со поврзани друштва	226			
19.в.	Приходи по основ на курсни разлики од работење со поврзани друштва	227			
19.г.	Останати финансиски приходи од работење со поврзани друштва	228			
20.	Приходи од вложувања во неповрзани друштва	229			
21.	Приходи по основ на камати од работење со неповрзани друштва	230			
22.	Приходи по основ на курсни разлики од работење со неповрзани друштва	231			
23.	Нереализирани добивки (приходи) од финансиски средства	232			
24.	Останати финансиски приходи	233			
25.	<b>IV. ФИНАНСИСКИ РАСХОДИ</b> (235+239+240+241+242+243)	234			
26.	Финансиски расходи од односи со поврзани друштва (236+237+238)	235			
26.а.	Расходи по основ на камати од работење со поврзани друштва	236			
26.б.	Расходи по основ на курсни разлики од работење со поврзани друштва	237			
26.в.	Останати финансиски расходи од поврзани друштва	238			
27.	Расходи по основ на камати од работење со неповрзани друштва	239			
28.	Расходи по основ на курсни разлики од работење со неповрзани друштва	240			

Ред. број	П О З И Ц И Ј А	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
29.	Нереализирани загуби (расходи) од финансиски средства	241			
30.	Вредносно усогласување на финансиски средства и вложувања	242			
31.	Останати финансиски расходи	243			
32.	Удел во добивката на придружените друштва	244			
33.	Удел во загубата на придружените друштва	245			
34.	Добивка од редовното работење (201+223+244) – (204-205+207+234+245)	246			
35.	Загуба од редовното работење (204-205+207+234+245) – (201+223+244)	247			
36.	Нето добивка од прекинати работења	248			
37.	Нето загуба од прекинати работења	249			
38.	Добивка пред оданочување (246+248) или (246-249)	250			
39.	Загуба пред оданочување (247+249) или (247-248)	251			
40.	Данок на добивка	252			
41.	Одложени даночни приходи	253			
42.	Одложени даночни расходи	254			
43.	НЕТО ДОБИВКА ЗА ДЕЛОВНАТА ГОДИНА (250-252+253-254)	255			
44.	НЕТО ЗАГУБА ЗА ДЕЛОВНАТА ГОДИНА (251+252-253+254)	256			
45.	Просечен број на вработени врз основа на часови на работа во пресметковниот период (во апсолутен износ)	257			
46.	Број на месеци на работење (во апсолутен износ)	258			
47.	ДОБИВКА/ЗАГУБА ЗА ПЕРИОДОТ	259			
47.а.	Добивка која им припаѓа на имателите на акции на матичното друштво	260			
47.б.	Добивка која припаѓа на неконтролираното учество	261			
47.в.	Загуба која се однесува на имателите на акции на матичното друштво	262			
47.г.	Загуба која се однесува на неконтролираното учество	263			
48.	ЗАРАБОТУВАЧКА ПО АКЦИЈА	264			
48.а.	Вкупна основна заработувачка по акција	265			
48.б.	Вкупна разводнета заработувачка по акција	266			
48.в.	Основна заработувачка по акција од прекинато работење	267			
48.г.	Разводнета заработувачка по акција од прекинато работење	268			

## ИЗВЕШТАЈ ЗА ОСТАНАТА СЕОПФАТНА ДОБИВКА

за периодот од \_\_\_\_\_ до \_\_\_\_\_ 20\_\_

Ред. број	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
1.	Добивка за годината	269			
2.	Загуба за годината	270			
3.	Останата сеопфатна добивка (273+275+277+279+281+283) - (274+276+278+280+282+284)	271			
4.	Останата сеопфатна загуба (274+276+278+280+282+284) - (273+275+277+279+281+283)	272			
5.	Добивки кои произлегуваат од преведување на странско работење	273			
6.	Загуби кои произлегуваат од преведување на странско работење	274			
7.	Добивки од повторно мерење на финансиски средства расположиви за продажба	275			
8.	Загуби од повторно мерење на финансиски средства расположиви за продажба	276			
9.	Ефективен дел од добивки од хеџинг инструменти за хеџирање на парични текови	277			
10.	Ефективен дел од загуби од хеџинг инструменти за хеџирање на парични текови	278			
11.	Промени на ревалоризациските резерви за нетековни средства(+)	279			
12.	Промени на ревалоризациските резерви за нетековни средства(-)	280			
13.	Актуарски добивки на дефинирани планови за користи на вработените	281			
14.	Актуарски загуби на дефинирани планови за користи на вработените	282			
15.	Удел во останата сеопфатна добивка на придружни друштва (само за потреби на консолидација)	283			
16.	Удел во останата сеопфатна загуба на придружни друштва (само за потреби на консолидација)	284			
17.	Данок на добивка на компоненти на останата сеопфатна добивка	285			
18.	Нето останата сеопфатна добивка (271-285)	286			

Ред. број	ПОЗИЦИЈА	Ознака на АОП	Број на белешка	Износ	
				Тековна година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
19.	Нето останата сеопфатна загуба (285-271) или (272+285)	287			
20.	Вкупна сеопфатна добивка за годината (269+286) или (286-270)	288			
20.а.	Сеопфатна добивка која им припаѓа на имателите на акции на матичното друштво	289			
20.б.	Сеопфатна добивка која припаѓа на неконтролираното учество	290			
21.	Вкупна сеопфатна загуба за годината (270+287) или (270-286) или (287-269)	291			
21.а.	Сеопфатна загуба која им припаѓа на имателите на акции на матичното друштво	292			
21.б.	Сеопфатна загуба која припаѓа на неконтролираното учество	293			

ОСТВАРЕНИ ПРИХОДИ ПРЕТЕЖНО ОД \_\_\_\_\_ ДЕЈНОСТ-  
(Се назначува главната приходна шифра на дејноста утврдена со Националната класификација на дејности)

--	--	--	--

Лице одговорно за составување на билансот: Име и презиме \_\_\_\_\_

ЕМБГ 

--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Лице одговорно за составување на билансот: Целосен назив на друштвото \_\_\_\_\_

ЕМБС 

--	--	--	--	--	--

Во _____ На ден _____	Одговорно лице на субјектот	М.П.	Раководител
--------------------------	-----------------------------	------	-------------

### ОБЈАСНУВАЧКИ БЕЛЕШКИ

#### 1. ОПШТИ ИНФОРМАЦИИ

- Назив на друштвото, форма на трговско друштво, број на регистарска влошка во Трговскиот регистар;
- Седиште;
- Промени во регистарската влошка во Трговскиот регистар до периодот на известување;
- Позначајни дејности кои ги извршува;
- Идентификација на поврзани субјекти (назив и процентуално учество);
- Број на вработени према степен на образование;
- Сопственичка структура;
- Други релевантни информации за друштвото.

#### 2. ОСНОВА ЗА ПОДГОТОВКА НА ГОДИШНАТА СМЕТКА

- Изјава за усогласеност (врз основа на кои стандарди е подготвена годишната сметка);
- Информација дали годишна сметка е поединечна или консолидирана;
- Валута на презентација.

#### 3. ЗНАЧАЈНИ СМЕТКОВОДСТВЕНИ ПОЛИТИКИ

- Краток опис на позначајните сметководствени политики кои се применети во двата пресметковни периода во годишната сметка (за приходите, расходите, нематеријалните средства, материјалните средства, побарувањата и обврските и друго).

#### 4. КОРИСТЕНИ ПРОЦЕНКИ

- Применети методи на значајни проценки кои се применети (за нематеријални и материјални средства, приходи, расходи и друго).

#### 5. ПРОМЕНА НА СМЕТКОВОДСТВЕНИ ПОЛИТИКИ И КОРЕКЦИИ НА ГРЕШКИ

- Опис на промената или корекцијата (врз основа на кој стандард или друга законска регулатива е настаната промената) за кои позиции на годишната сметка се однесуваат и квантифицирани ефекти од извршената промена или корекција.

#### 6. УПРАВУВАЊЕ СО РИЗИК

- Опис на ризикот (кредитен ризик, пазарен ризик, ризик на ликвидност) и користени методи за мерење на ризикот и квантифицирани информации за ризикот.

## 7. НЕМАТЕРИЈАЛНИ СРЕДСТВА

	Патенти и лиценци	Гудвил	Софтвер	Останати средства	Средства во подготовка	Вкупно
<b>Набавна вредност</b>						
Салдо на 1 Јануари 20__ (тековна година)						
Зголемување						
Намалување						
Салдо на 31 Декември 20__ (тековна година)						
<b>Исправка на вредноста</b>						
Салдо на 1 Јануари 20__ (тековна година)						
Амортизација						
Намалување						
Салдо на 31 Декември 20__ (тековна година)						
<b>Нето сметководствена вредност на 31 Декември 20__ (тековна година)</b>						
<b>Нето сметководствена вредност на 1 Јануари 20__ (тековна година)</b>						
<b>Набавна вредност</b>						
Салдо на 1 Јануари 20__ (претходна година)						
Зголемување						
Намалување						
Салдо на 31 Декември 20__ (претходна година)						
<b>Исправка на вредноста</b>						
Салдо на 1 Јануари 20__ (претходна година)						
Амортизација						
Намалување						
Салдо на 31 Декември 20__ (претходна година)						
<b>Нето сметководствена вредност на 31 Декември 20__ (претходна година)</b>						
<b>Нето сметководствена вредност на 1 Јануари 20__ (претходна година)</b>						



## 8. МАТЕРИЈАЛНИ СРЕДСТВА

	Земјиште	Градежни објекти	Опрема	Инвестиции и во тек	ВКУПНО
<b>Набавна вредност</b>					
Салдо на 1 Јануари 20__ (тековна година)					
Зголемување					
Намалување					
Салдо на 31 Декември 20__ (тековна година)					
<b>Исправка на вредноста</b>					
Салдо на 1 Јануари 20__ (тековна година)					
Амортизација					
Намалување					
Салдо на 31 Декември 20__ (тековна година)					
<b>Нето сметководствена вредност на 31 Декември 20__ (тековна година)</b>					
<b>Нето сметководствена вредност на 1 Јануари 20__ (тековна година)</b>					
<b>Набавна вредност</b>					
Салдо на 1 Јануари 20__ (претходна година)					
Зголемување					
Намалување					
Салдо на 31 Декември 20__ (претходна година)					
<b>Исправка на вредноста</b>					
Салдо на 1 Јануари 20__ (претходна година)					
Амортизација					
Намалување					
Салдо на 31 Декември 20__ (претходна година)					
<b>Нето сметководствена вредност на 31 Декември 20__ (претходна година)</b>					
<b>Нето сметководствена вредност на 1 Јануари 20__ (претходна година)</b>					

## 9. БИОЛОШКИ СРЕДСТВА

20__	Недовршени земјоделски производи	Основно стадо	Обратно стадо	Повеќе-годишни насади	Средства во подготовка	ВКУПНО
Состојба на 1 Јануари 20__ (тековна година)						
Зголемување како резултат на набавки						
Намалување како резултат на продажби						
Ожнеани земјоделски производи пренесени во залихи						
Промена на вредноста на биолошките средства						
Трошоци на амортизација на биолошките средства						
<b>Состојба на 31 Декември 20__ (тековна година)</b>						
Нетековни средства						
Тековни средства						
<b>Вкупно биолошки средства</b>						
20__						
Состојба на 1 Јануари 20__ (претходна година)						
Зголемување како резултат на набавки						
Намалување како резултат на продажби						
Ожнеани земјоделски производи пренесени во залихи						
Промена на вредноста на биолошките средства						
Трошоци на амортизација на биолошките средства						
<b>Состојба на 31 Декември 20__ (претходна година)</b>						
Нетековни средства						
Тековни средства						
<b>Вкупно биолошки средства</b>						

## 10. ДОЛГОРОЧНИ ФИНАНСИСКИ СРЕДСТВА

	Тековна година	Претходна година
Вложувања во конвертибилни обврзници		
Вкупно:	_____	_____
Број на конвертибилни обврзници:		
Права кои ги носат конвертибилните обврзници:		

## 11. ПОБАРУВАЊА ОД КУПУВАЧИ

	Тековна година	Претходна година
Побарувања од купувачи во земјата		
Побарувања од купувачи во странство		
Застарени, сомнителни и спорни побарувања		
Вредносно усогласување на побарувања		
Вкупно:	_____	_____

## 12. ПАРИЧНИ СРЕДСТВА

	Тековна година	Претходна година
Парични средства на денарски сметки		
Парични средства во денарска благајна		
Девизна сметка		
Девизна благајна		
Вкупно:	_____	_____

## 13. ОСНОВНА ГЛАВНИНА

Родови на акции	Во сопственост на		Состојба			
	20__ (тековна година)	01.01.__ %	зголем.	намал.	31.12.__ %	
Обични акции	Физички лица					
	Правни лица					
	Откупени сопствени акции					
Приоритетни акции	ФПИО					
Вкупно						
<hr/>						
	20__ (претходна година)	01.01.__ %	зголем.	намал.	31.12.__ %	
Обични акции	Физички лица					
	Правни лица					
	Откупени сопствени акции					
Приоритетни акции	ФПИО					
Вкупно						

## 14. ДОЛГОРОЧНИ ОБВРСКИ

Обврски со рок на достасување над 5 години;		Тековна година	Претходна година
Вид на обврска:	Вид на обезбедување:		
Обврски спрема поврзани друштва	_____		
Обврски кон добавувачи	_____		
Обврски спрема поврзани друштва по основ на заеми и кредити	_____		
Обврски по основ на кредити	_____		
Обврски по основ на заеми	_____		
Останати долгорочни обврски:	_____		
_____	_____		
_____	_____		
Вкупно:		_____	_____

## 15. КРАТКОРОЧНИ ОБВРСКИ СПРЕМА ДОБАВУВАЧИ

	Тековна година	Претходна година
Добавувачи во земјата		
Добавувачи во странство		
Добавувачи за нефактурирани стоки		
Вкупно:	_____	_____

## 16. КРАТКОРОЧНИ ОБВРСКИ ПО ЗАЕМИ И КРЕДИТИ

	Тековна година	Претходна година
Краткорочни обврски по заеми и кредити спрема поврзани друштва		
Краткорочни кредити во земјата		
Краткорочни кредити во странство		
Вкупно:	_____	_____

## 17. ПРИХОДИ ОД ПРОДАЖБА

	Тековна година	Претходна година
Приходи од продажба во земјата		
Приходи од продажба во странство		
Вкупно:	_____	_____

**Извор: превземено од веб страната на Министерство за финансии.**

## **2.2. Институции кои во најголема мера се грижат за целосно усовршување на пазарот на капитал**

Основањето еден силен, ефективен и софистициран пазар на капитал е темел на успешното стопанство во кој било дел од светот. Силните, ефективни и софистицирани пазари на капитал бараат соодветни прописи (меѓу кои има и услови за финансиско известување) и институционализирани механизми за спроведување во пракса. За Комисијата за хартии од вредност стратегијата би ја поддржала и развила законодавната и регулаторна рамка за котирани субјекти. Покрај тоа, стратегијата би ги поддржала имплементацијата и спроведувањето во пракса на законските овластувања за да се развие култура за усогласеност и конечно, подобро финансиско известување за котираните субјекти во Македонија. Оваа култура на долг рок може да се пренесе на поширокиот финансиски сектор и пошироко.

Развојот и зајакнувањето на Комисијата за хартии од вредност за поддржување имплементација и спроведување на законите во нејзина надлежност за што е потребно да се:

- ✓ Направи студија за организациско влијание за да се одредат и имплементираат најефективните организациски структури кои се потребни за Комисијата за хартии од вредност да стане поефективен и независен административен орган;
- ✓ Развие соодветна стратегија и политики поврзани со стандардите на Комитетот за европски регулатори за хартии од вредност;
- ✓ Спроведе обука на професионалниот кадар на Комисијата за хартии од вредност за импликациите од стандардите на Комитетот на европски регулатори во Република Македонија.

Обуката треба да се направи преку воспоставување на тренинг програма со соодветен регулатор и член на КЕХР во постојната земја членка на Европската унија за да и помогне на Комисијата за хартии од вредност при:

- Обука и пренос на знаење на импликациите од стандардите на КЕХР како во смисла на теоретски концепти, така и за применетите техники и тактики, како на пример пристапот кон следењето и спроведувањето заснован на ризик и
- Извршување инспекции и/или секојдневна супервизија и насочување за процесот на следење и извршување.

Комисијата за хартии од вредност игра потенцијално витална улога за акционерите во македонските друштва кои котираат на берзата и во оние друштва со посебни обврски за известување што се водат во Регистарот на Комисијата за хартии од вредност, за да се подобри свеста за нејзината улога и придобивките за акционерите потребно е да се започне со кампања за свест како дел од севкупната програма за јавната свест. Тоа треба да се направи преку следниве активности:

- ▲ организирање едукативни кампањи во повеќе сфери (акционерски права, инвестициски фондови, регистар на акционерски друштва со посебни обврски за известување, развивање на примарниот пазар на хартии од вредност и пазарните инструменти;
- ▲ обезбедување соодветна техничка помош и
- ▲ изготвување и публикување брошури, прирачници и др.

Македонската берза учествуваше во проектот за изготвување на Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва<sup>52</sup> и ги имаше следниве стојалишта од аспект на инвестирањето:

- дека бизнисите се соочуваат со бројни барања на регулаторите, како на домашните, така и на меѓународните пазари. Со напредокот на инвестирање на пазарите на хартии од вредност, се засилува притисокот за хармонизација на стандардите за корпоративно управување;
- дека обезбедувањето на поволна инвестициска клима за домашните и странските вложувачи никогаш не било толку важно како денес, кога огромен број пазари во развој отворено ја демонстрираат својата жед за капитал и водат агресивна политика на привлекување инвестиции;
- дека фер, транспарентни и ефикасни пазари на хартии од вредност се најпривелчни за инвеститорите и на кои се чувствуваат најсигурно. Во таа смисла, компаниите со добро корпоративно управување се главни креатори на добриот имиџ и квалитет на националниот пазар на хартии од вредност.
- дека Република Македонија, која во периодот на транзиција не успеа да оствари позначајна „инвестициона,, активности и се потребни дополнителни напори за да се справи со растечката конкуренција на светскиот пазар. Отворањето на пазарот на хартии од вредност, прифаќањето високи оперативни и финансиски правила во корпоративната сфера и воведувањето практика на доброто корпоративно управување треба да претставуваат приоритети за јакнење на атрактивноста на домашниот пазар.

---

<sup>52</sup> Прирачничкиот е изготвен согласно Програмата за корпоративно управување на Јужна Европа на Меѓународната финансиска корпорација, април 2008 година



**Воспоставување ефективна рамка за развој, одржување и олеснување на имплементацијата на рамка за корпоративно финансиско известување која е доследна на *acquis communautaire* и води кон развој на приватниот сектор во Македонија и индиректно кон поголем развој на пазарот на капитал во Република Македонија.**

За развојот на пазарот на капитал во Република Македонија потребно е да се зајакнат активностите на одделни институции, кои ќе влијаат на развој на приватниот сектор и ќе го подобрат деловното окружување во Република Македонија и ќе ги привлечат инвеститорите да вложуваат во земјава. Бидејќи за Комисијата за хартии од вредност е веќе образложено, тука ќе бидат опфатени другите институции кои индиректно влијаат на развој на пазарот на капитал:

- ▲ Министерството за финансии;
- ▲ Народна банка на Република Македонија;
- ▲ Банкарско здружение на Македонија;
- ▲ Управа за јавни приходи;
- ▲ Одделение за осигурителна супервизија;
- ▲ Комисија за хартии од вредност;
- ▲ Централен регистар и овластени ревизори.

Банкарскиот сектор претставува важен сегмент и од изготвувачите и од корисниците на корпоративното финансиско известување во Македонија и е клучна област за востанување на очекувањето и подготовката на квалитетно корпоративно финансиско известување.

Народната банка е клучен чинител во рамката за корпоративно финансиско известување во Македонија. Одделението за регулирање банки при Народната банка на Република Македонија има многу важна улога во надзорот на работата на комерцијалните банки, штедилниците и другите финансиски институции и претставува тело кое поставува

стандарди за тие институции. Иако официјалното одобрување е резервирано за Министерството за финансии, ова Одделение е одговорно за изготвување релевантни прописи и инструкции кои се поднесуваат до Министерството.

Може да се забележи напредок во областа на банките и на финансиските конгломерати. Така новиот Закон за банки и неколку прописи за спроведување донесени од Централната банка, ја подобрија усогласеноста на регулирањето на банкарското работење, со директивите на Европската унија за банкарско работење.

Исто така, како резултат на зголемената конкуренција, се очекува окрупнување и пазарна консолидација на банкарскиот сектор, а со самото тоа и намалување на бројот на банките. Ова би ја зголемило ефикасноста во банкарскиот сектор.

Во поглед на сопственичката структура, во банкарскиот систем во последнава година се забележува зголемено учество на банки во доминантна странска сопственост во вкупната актива на ниво на банкарскиот систем во износ од 85,9%.

Од значење за ефикасноста на банкарското работење е и интензивирањето на влезот на странски капитал, во домашниот банкарски систем. Со тоа би се обезбедила имплементација на кноџ хоџ, би се вовеле нови модерни информациски технологии, нови банкарски производи, како и нови методи за управување со ризиците. Влезот на странските банки би ја зголемило конкуренцијата помеѓу нашите и странските банки, што пак ќе има позитивни перформанси во банкарскиот систем и економијата воопшто.

Потребно е да се поддржи Управата за јавни приходи при поставување законска рамка која дава предвидлива даночна основа, како и при изготвувањето ефикасен процес за утврдување данок со намалување на трошоците за усогласување кои се наметнуваат на трговските друштва. Бидејќи Законот за трговски друштва (членови 469

и 476) наложува употреба на Меѓународните стандарди за финансиско известување во годишните сметки на големи и средни комерцијални субјекти, како и кредитни институции, осигурителни друштва, котирани субјекти, како и нивни подружници ќе биде потребно:

- Управата за јавни приходи да биде подготвена да ги оцени евентуалните ефекти од употребата на Меѓународните стандарди за финансиско известување во годишните сметки и да презема релевантни мерки за да избегне можни ненамерни последици за даночниот приход;
- Да ги реши потенцијалните проблеми кои произлегуваат во ситуации каде некои даночни обврзници ги користат Меѓународните стандарди за финансиско известување како почетна точка за пресметување добивка за оданочување, а други користат национални сметководствени стандарди. Тоа вклучува обезбедување дека процесот за порамнување сметководствен данок ќе резултира со истата добивка за оданочување или загуба, без оглед на тоа дали се поаѓа од Меѓународните стандарди за финансиско известување или националните сметководствени стандарди;
- Да се оцени влијанието на Меѓународните стандарди за финансиско известување на сметководствената компетентност која се бара од даночните инспектори. Поради разликите во правилата за признавање и мерење и поради различните степени на субјективност под различните сметководствени стандарди, степенот на потребната компетентност може да се разликува.

Во поглед на поддржувањето на Управата за јавни приходи, при поставувањето институционална рамка која имплементира ефикасен процес за утврдување данок што резултира со ефективно утврдување данок и спроведување.

Неопходен е развој и зајакнување на Централниот регистар за да се поддржи изготвувањето, имплементацијата и спроведувањето на задолжителна законска резерва, за што е потребно:

- ▲ Снабдување на Централниот регистар со системи и технологија кои ќе овозможат имплементација на политиките и процедурите утврдени во законското дејство поврзани со поднесувањето финансиски информации;
- ▲ Поддржување на воспоставувањето систем на процедури кои ќе го проследат утврдувањето на непридржување до условите за поднесување со соодветно извршување кое ќе го поттикне долгорочното придржување;
- ▲ Поддржување на Централниот регистар да придаде важност на искуството на другите земји - членки на Европската унија за начините да се комерцијализираат информациите засновани на прибраните податоци. Сепак, сите овие активности зависат од прибирањето квалитетни корпоративни финансиски извештаи, што е главна цел на оваа стратегија и акционен план;
- ▲ Изработка и имплементација на Стратегија за информации, како и на ревидирање на деловниот процес за Централниот регистар доследни на условите во Европската унија за поднесување годишни извештаи и консолидирани годишни извештаи;
- ▲ Повторно подготвување на активностите на регистарот за дистрибуција со оглед на *acquis communautaire* и условите на македонската влада;
- ▲ Градење дополнителни капацитети за зајакнување на ресурсите на регистарот и за изготвување извршни активности на Централниот регистар, вклучително и за преземање дејства за прекршување на условите за поднесување.

## ЗАКЛУЧОК

Пазарот на капитал претставува основен постулат за развој на секоја национална економија. Тој претставува основен услов и амбиент за одвивање на долгорочното финансирање во услови на пазарно стопанисување.

Развиениот пазар на капитал често се поврзува со зголемена меѓународна конкурентност на економијата и со висок животен стандард на населението. Значењето и динамиката на пазарот на капитал за развојот посебно ја наметна процесот на глобализација кој ги зафати сите земји во светот, не изоставувајќи ја и глобализацијата на светскиот пазар на капитал кој се повеќе ја зголемува динамиката на развој. Големо е значењето што му се придава на пазарот на капитал посебно за инвестициите во земјата, односно присуството на домашни и странски инвеститори.

Основањето силен, ефективен и софистициран пазар на капитал е темел на успешното стопанство во кој било дел од светот. Силните, ефективни и софистицирани пазари на капитал бараат соодветни прописи (меѓу кои има и услови за финансиско известување) и институционализирани механизми за спроведување во пракса.

Значењето на пазарот на капитал како интегрален дел на општата пазарна структура се согледува во следново:

- Пазарот на капитал овозможува мобилизација, односно прибирање и алокација на слободниот капитал, кој понатаму служи за долгорочно финансисирање на претпријатието;
- Пазарот на капитал постојано врши тековно вреднување на претпријатијата кои емитирале хартии од вредност;
- Пазарот на капитал дејствува врз зголемување на вкупната ефикасност на стопанисување на националната економија

преку финансиско и сопственичко реструктурирање на претпријатијата и

- Пазарот на капитал обезбедува ликвидност на средствата на потенцијалните инвеститори и им овозможува да вршат оптимизација на сопствениот портфел.

Пазарот на капитал во Република Македонија се регулира со Законот за хартии од вредност, Законот за преземање на акционерски друштва, Законот за инвестициските фондови и Законот за трговските друштва.

Институции кои го регулираат работењето на пазарот на капитал се:

- ✓ Комисијата за хартии од вредност;
- ✓ Македонската берза АД Скопје,
- ✓ Централниот депозитар за хартии од вредност и
- ✓ Инвестициските фондови.

Комисијата за хартии од вредност врши регулирање и контрола на сите учесници во работењето со долгорочните хартии од вредност во Република Македонија, се грижи за законското и ефикасно функционирање на пазарот на долгорочни хартии од вредност и заштита на правата на акционерите, заштита на правата на акционерите за зајакнување на довербата на широката јавност во институциите на пазарот на долгорочни хартии од вредност и е одговорна за спроведување на Законот за хартии од вредност, Законот за инвестициските фондови и подзаконските акти кои се донесени врз основа на овие закони.

Берзата преку своите механизми, проекти и процедури на инвеститорите треба да им обезбеди организиран и модерен секундарен пазар на хартии од вредност, кон кој учество ќе сакаат да земат не само домашните инвеститори, туки и странски вложувачи и преку тоа да се

интензивира инвестициската активност во Република Македонија и да се поттикне развој.

Согласно Законот за хартии од вредност, депозитарот експлицитно добива статус на саморегулирачка организација која донесува правила за однесување и дисциплина, со цел спроведување на актите на депозитарот, како и на регулативата од надлежност на Комисијата. Заради засилување на саморегулирачкиот карактер на организацијата, со законот се воведува и обврска за воведување независни членови (1/3) во органите на управување, кои не се вработени во депозитарот или поврзани со кој било акционер, членка на депозитарот или друго правно лице кое е овластен учесник на пазарот на хартии од вредност.

Предности на инвестициските фондови како небанкарски финансиски институции се:

- Диверзификација на ризикот;
- Професионален портфолио менаџмент и
- Релативно низок трошок за влез - мали инвеститори.

Пазарот на капитал во Европската унија се регулира со следниве регулативи и директиви на Европската унија.

Регулатива (ЕЦ) бр.1606/2002 на Европскиот парламент и на Советот: Регулативата бара друштвата кои котираат на берза, вклучително и банки и осигурителни друштва, да ги подготват консолидираните сметки во согласност со прифатените Меѓународни стандарди за финансиско известување почнувајќи од 2005 година. Земјите членки на Европската унија исто така, имаат можност да ги прошират условите од оваа Регулатива на друштва кои не котираат на берза и на изготвувањето годишни сметки. Регулативите на Европската комисија ги прифаќаат стандардите како што се договорени и кога се бараат.

- ▲ Директива за проспекти (2003/70/ЕЦ): Оваа директива заедно со Регулативата бр. 809/2004 на Европската комисија ги

утврдува информациите содржани во проспектите, како и форматот и правилата за објавување такви проспекти и дистрибуирање рекламен материјал. Таа е темел во создавањето единствен пазар за финансиски услуги и комплетирање на Акциониот план на Европската унија за финансиски услуги. Со хармонизација на неопходните барања за обелоденување, новата правна рамка како целина создава ефективен единствен пасош за субјектите кои вршат емисија на хартии од вредност од Европската унија и надвор од неа. Со други зборови, тоа значи дека штом проспектот е заверен во една земја - членка, истиот може да се користи во сите други, со што се намалуваат бирократијата и трошоците за субјектите кои вршат емисија на хартии од вредност.

- ▶ Директива на транспарентност (2004/109/ЕЦ). Оваа директива утврдува минимални барања за транспарентност на друштва кои котираат на берза, со што се подобрува квалитетот на информациите што им се достапни на инвеститорите за успешноста и финансиската состојба на друштвата. Според директивата, сите субјекти кои вршат емисија на хартии од вредност ќе треба да поднесат годишни финансиски извештаи четири месеци по завршувањето на фискалната година. Исто така, инвеститорите во акции ќе добиваат поцелосни полугодишни извештаи.
- ▶ Директива за друштва за колективно инвестирање преносливи хартии од вредност (УЦИТС) (85/611/ЕЕЦ). Директивата ги утврдува општите правила да им дозволи на инвестициските друштва од земјите членки на Европската унија да ги донесат своите единици на пазарите на други земји членки на Европската унија (единствен пасош).

Процесот на приближување на законодавството на Република Македонија кон законодавството на Европската унија е започнат со



осамостојувањето на Република Македонија, меѓутоа тој се одвива со поголем интензивитет по потпишувањето на Договорот за соработка со Европската заедница во 1996 година, кој содржи и клаузула за приближување на законодавство, се интензивираше и приближувањето.

Усогласувањето на националното законодавство на Република Македонија со европското ацџуис само по себе претставува услов за членство во Европската унија, но исто така е факт дека користењето на средства од фондовите на Европската унија подлежи на условот за целосно усогласување со законодавството на Европската унија. Оттука, законската рамка претставува еден од составните делови од капацитетите на државата за користење средства од фондовите.

Во Република Македонија законската регулатива во доменот на пазарот на капитал (Законот за хартии од вредност, Законот за преземање трговски друштва, Законот за инвестициски фондови), од моментот на нејзиното донесување до денес претрпе низа измени и дополнувања кои беа во насока на нејзина поголема хармонизација со меѓународната законска регулатива. За високиот степен на усогласеност на македонската регулатива со меѓународните стандарди од доменот на корпоративното управување говорат и резултатите од Извештајот за 2005 година за транзициските земји (Транзитион репорт 2005) од ЕБРД во кој извештај е опфатена и проблематиката на корпоративното управување од аспект на екстензивноста и ефективноста на законската регулатива во доменот на корпоративното управување.) Транзициските земји се рангираат во пет категории, при што Република Македонија во таа класификација беше рангирана во групата на земји со висок степен на конзистентност на легалната рамка со меѓународните принципи. За разлика од нашата земја, останатите земји од Балканот (Албанија, Бугарија, Хрватска, Србија, Црна Гора и Словенија) се рангирани во групата на земји со средно ниво на конзистентност.



Во прилог на забрзување на постапката за хармонизација на македонската регулатива во овој домен претставуваат и заложбите на

македонската берза за соработка и поврзување со другите берзи во регионот и пошироко.

Република Македонија направи голем напредок во развивањето на институционалната и законската рамка потребна за виталноста на пазарната економија. Постигнато е особено многу во делот на реформите на финансискиот и пазарот на капитал, но потребни се понатамошни реформи за развивање на домашниот пазар на капитал, особено во поглед на идната побарувачка за домашни хартии од вредност од страна на пензиските фондови.

Посебно е важно да се води сметка на законската регулатива која нè доближува и усогласува со европската - не смееме да дозволиме сметководственото и финансиското усогласување на пазарот на капитал да се сведе на препишување на европските закони, кои ќе останат на хартија и ќе се водат како бројка на донесени закони. Важно е тие закони да го најдат своето место во праксата, да се вклопат во правната и економската легислатива на земјата, да ги приближиме до македонските компании. Да ги поедноставиме, да влееме сигурност, да се носат на долг рок, да имаат континуитет за подолг рок, да ги релаксираме - да се отвори пазарот на капитал и ги привлече странските инвеститори. Меѓутоа мислам дека Република Македонија оди во токму спротивна насока, а тоа значи

- ✚ Политичка нестабилност,
- ✚ Правна несигурност (недоволно ангажирање во инструменти за заштита првенствено на сопственоста, што е многу важно за привлекување на странски и домашни инвеститори),
- ✚ Неконстантност на законската регулатива на подолг рок (многу честа промена на законски прописи),
- ✚ Неконтинуираност во траење на законската регулатива при смена на власт,

-  **Економски олеснувања за странски и домашни инвеститори,**
-  **Непостоење на инвестирање во производствени капацитети.**

На полето на усогласувањето важно е да се напомне дека во сметководствената пракса на Република Македонија уште од 1 јануари 1998 година се применуваа Меѓународните сметководствени стандарди при водењето на сметководството и составувањето и поднесувањето на сметководствените искази согласно Правилникот за сметководствените стандарди ("Службен весник на Република Македонија" бр. 40/97). Меѓутоа, мора да се напомне дека покрај тоа значајно влијание во сметководствената сфера имаше и националното законодавство.

Исклучително важен документ за областа на сметководството и ревизијата во Република Македонија претставува Националната стратегија и акционен план за реформи во сметководството, ревизија и институционалното зајакување во Република Македонија. Националната стратегија и акционен план утврдува јасна програма на реформи за зајакнување на правната рамка и институционалниот капацитет на различните институции, како и сметководствената и ревизорската професија во Македонија, со цел постигнување висок квалитет во финансиското известување. Националната стратегија треба да се осврне истовремено на законската и на институционалната рамка. Значи, не е потребно само подобро финансиско известување, туку потребно е подобрената законска рамка да се имплементира од страна на соодветните институции во практиката, што е од особено големо значење за стопанскиот систем во Република Македонија.

Националниот управен комитет утврди приоритетни цели кои се основата на националната стратегија што ќе се изведе преку поединечните активности утврдени во планот, а тие се:

- 1) **Подобрување на рамката за корпоративно финансиско известување;**

2) Зајакнување клучни чинители во рамката за корпоративно известување;

3) Поддржување на ревизорската професија;

4) Поддржување на образованието, обуката и јавната свест.

Оваа Национална стратегија и акционен план е заради подобро корпоративно финансиско известување, т.е. средство за постигнување низа економски „добра“ а тоа се: европска интеграција, подобар пристап до кредити, раст на приватниот сектор и нови работни места, развој на пазарот на капитал, развој на финансискиот сектор и финансиска стабилност.

Целта е постигнување економски раст и европска интеграција преку донесување и имплементирање релевантни делови од ацџуис цоммунаутаире и други релевантни репери. Тоа ќе резултира со опкружување каде што корисниците ќе може да се потпрат на корпоративното финансиско известување и подобрување на своето работење.

Република Македонија како замја со статус кандидат членка на Европската унија, треба да се залага за целосно усогласување на својот сметководствен систем согласно регулативата на Европската унија и приближување на Република Македонија кон Европското семејство.

## ЛИТЕРАТУРА

### НАУЧНИ ТРУДОВИ И ТЕКСТОВИ ОД СПИСАНИЈА

1. Andrew A. Chisholm, An introduction to Capital Markets: Products, Strategies, Participants, may 2002.
2. Anne Arnold M, Anti-Takeover Behaviour: Specificities of Financial Institutions 2004
3. Barry J. Epstein, Abbasali Mirza – Wiley IFRS 2005 – Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards, April 2005. Erich A. Helfert, D.B.A - Techniques of financial analysis - Seventh Edition, IRWIN, BUSINESS ONE IRWIN.
4. Блажо Недев и Слободан Марковски, Економски факултет, Меѓународно сметководство
5. Bowen Mccooy, Anthony Downs, The dynamics of real estate capital markets: a practitioners perspective, 2006.
6. Cetorelli N, Hirtle B., Morgan D., Persistiani , S. and Santos, J., Trends in financial markets, concentration and their implications for stability, 2007
7. Choi, F. D. S. and Mueller, G. G.: International Accounting Prentice Hall, 1984.
8. Conover C. Mitchell, Miller Robert E., Szmakmary Andrew: The timeliness of accounting disclosures in international security *markets*."International Review of Financial Analysis", Oxford, United Kingdom, 2001
9. Czinicota, Michael R., International business, third edition.
10. Dermine J., European Capital Markets with a single currency, Oxford University Press, Oxford, 2003
11. Economis mirrow, Institute of Macroeconomic Analysis and Development, some macroeconomic figures of Slovenia

12. Елена Јакимовска Петровска, Извршен директор на Македонската берза АД Скопје, Транспарентност - основен столб на корпоративното управување, март 2008
13. Erik Banks, Alternative risk transfer: integrated risk management through insurance, reinsurance and the capital markets, march, 2004.
14. Eric Verlauff, EU Company Law - Common Business Law of 28 states, 2ND Edition, 2003.
15. Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Capital Markets: Institutions and Instruments (3<sup>rd</sup> edition) june, 2002.
16. Frank K. Reilly and Keith C. Brown, Investment analysis – porfolio management, 2003
17. Galati G. and K. Thr impact of the Euro on Europes Financial Markets, BIS Working Paper No.100
18. Globalization, regionalism and economic activity, 2003.
19. Group of Authors Washington University, European Corporate Law and National Divergences: the Case of Takeover Regulation, Global studies an review, 2004.
20. Hennie Van Greuning - International Financial Reporting Standards - A practical Guide (Newly revised edition), The World Bank, 2004
21. Heribert Dieter, Reshaping Globalization: A new order for international financial Markets, Center for study of globalization and regionalisation, 2002.
22. John C. Hill - Options, futures and other derivatives and dirivagem (7<sup>th</sup> edition)- Prentice hall series in finance, 2001
23. John Y. Campbell, Andrew W. Lo, A. Craiq Mackinlay – The econometrics of financial markets
24. Joseph Benning, Trading strategies for capital markets, august, 2007.
25. Комисија за хартии од вредност, Пазарот на хартии од вредност: денес и утре, 2006 година.

26. Lamfalussy A., Final Report on the regulation of European Securities Markets, Committee of Wise Men, Brussels, 2001
27. Lemmen Jan, Integrating financial markets in the European Union, 1998
28. Љубиша Јаневски, Вреднување на средствата, обврските и капиталот во финансиските извештаи, Економски факултет, Скопје, 1999 година.
29. Mariusz Skonieczny, The Basics of Understanding Financial Statements: Learn how to read financial statements by understanding the balance sheet, the income statement, and the cash flow statement, 2012
30. Marc Alvarez, Market data explained: a practical guide to global capital markets information, november, 2006.
31. Марина Наќева Кавракова - Претседател на Комисијата за хартии од вредност: Функции на пазарот на капитал
32. Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, Global capital markets: integration, crisis and growth US center IFJ Bank Monographs and international capital markets, september, 2005.
33. McKinsey consulting, Perspectives of corporative financing, 2007.
34. Михаил Петковски, Финансиски пазари и институции, Економски факултет, Скопје, 2004 година
35. Morodechai E. K. – International Economics, ninth edition, South-Western Thomson Learning, Michigan State University, 2002
36. Peter S. Rose, Milton H. Marquis, Money and capital markets, 2006.
37. Prati A. and G. J. Sshinasi, EUropean monetary union and international capital markets: structural implications and risks, International Monetary Fund, Working paper 97/62, 1997
38. Principles of Corporate Governance, Business Roundtable, May 2002.

39. Прирачник за корпоративното управување во македонските акционерски друштва на Меѓународната финансиска корпорација, 2008 година
40. Philippe Jorion-Value at risk, 3<sup>rd</sup> edition, 2006
41. Regional: EU Financing To Shore Up Troubled CEE Markets, Emerging markets monitor, 03/2008
42. Richard C. Grinold, Ronald N. Kahn, Active Portfolio Management: A quantitative approach for producing superior returns and controlling risk
43. Richard Davies MIRS MCIPR Managing director, Presenting Bulgarian businesses to European capital markets: a survey of investors, March 2007
44. Robert T. Slee, Private capital markets: Valuation, capitalization and transfer of private business interests, may, 2004.
45. Roze P., Management and financial services, 2005
46. Сергеева Соња - Финансиските институции и инструменти на Европската унија за поддршка на реформите од Централна и Источна, Економски факултет, 2000 година - Магистерски труд.
47. Славеска Татјана - Регионална економска политика на Европската унија и Република Македонија, Економски Факултет, 1999- Магистерски труд.
48. Снежана Делевска, Странските директни инвестиции-пресвртница за развој, Министерство за финансии
49. Спасов Сениша "Финансиски менаџмент", Економски факултет
50. Стратегија за спроведување на Законот за хартии од вредност во периодот 2007-2012 година, Комисија за хартии од вредност, март 2007
51. Steven L. Jones, Jeffrey M. Netter, Efficient capital markets.
52. Stephen H. Penman, Financial Statement Analysis and Security Valuation, McGraw-Hill Irwin, New York, 2011
53. Таки Фити, Економија, Економски факултет, Скопје



54. Thirwall, A.P., Growth and Development – with special reference to Developing Economies, 1999
55. Thomas H. Mcinisih, Capital Markets - Global Perspective, 2000
56. Thomas R. Robinson CFA , Elaine Henry CFA , Wendy L. Pirie CFA , Michael A. Broihahn CFA, Anthony T. Cope CFA , International Financial Statement Analysis, 2012
57. Т. Русевски, Љ. Јаневски и С. Твртковиќ, Финансиско сметководство, Скопје, 2011
58. Т. Русевски и Љ. Јаневски, Екстерно известување, скрипта, последипломски, Скопје, 2011
59. Владимир Филиповски, Пазарот на капитал и развој на финансискиот сектор во процесот на економска транзиција, Економски факултет, Скопје, 2002 година
60. Владимир Филиповски, Закон за инвестициони фондови, Економски факултет, Скопје
61. William Sharpe- Investors and markets: Portfolio choices, asset prices and investment advice
62. William Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffrey W. Bailey – Investments (6<sup>th</sup> edition)
63. Wright, Ian: „Towards Global Accounting Standards: A European Perspective“

**ЗАКОНИ И ПРАВИЛНИЦИ**

1. Закон за преземање на акционерските друштва („Службен весник на Република Македонија„ бр. 4/2002 ,37/2002, 36/2007, 67/2010 и 35/2011)
2. Закон за трговските друштва („Службен весник на Република Македонија„ бр. 87/2008, 42/2010, 48/2010 и 24/2011)
3. Закон за инвестициски фондови („Службен весник на Република Македонија„ бр. 12/2009, 67/2010 и 24/2011)
4. Закон за хартии од вредност („Службен весник на Република Македонија„ бр. 95/2005, 25/2007, 7/2008, 57/2010 И 135/2011)
5. Правилник за водење на сметководство („Службен весник на Република Македонија“ бр. 159/2009, 164/2010 и 107/2011.

**ИНТЕРНЕТ АДРЕСИ**

1. [www.finance.gov.mk](http://www.finance.gov.mk)
2. [www.gov.si](http://www.gov.si)
3. [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
4. [www.sec.gov.mk](http://www.sec.gov.mk)
5. [www.mse.org.mk](http://www.mse.org.mk)
6. [www.icaew.com](http://www.icaew.com)