



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

Докторски труд на тема

**„Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор  
и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на  
Република Северна Македонија“**

**Ментор:**

проф. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска

**Студент:**

Елмедина Шуајиби

**Штип, октомвриска, 2022**

## СОДРЖИНА

Вовед .....	7
1. ПРЕДМЕТ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО И МЕТОДОЛОШКА РАМКА.....	10
1.1. Формулација на проблемот на истражување.....	10
1.2. Определување на предметот на истражување .....	13
1.3. Цели и задачи на истражувањето .....	15
1.3.1. Хипотетичка рамка.....	16
1.4. Методи и техники на истражувањето.....	16
2. ТЕОРЕТСКИ ОСНОВИ НА КОРПОРАТИВНОТО ФИНАНСИРАЊЕ .....	19
2.1. Поим за корпоративно финансирање .....	19
2.2. Принципи и цели на финансирање на компаниите.....	23
2.3. Внатрешни извори на финансирање.....	25
2.3.1. Сопствени извори на финансирање.....	26
2.3.2. Интерно генерирани извори на финансирање .....	27
2.4. Надворешен сопственички капитал (Outside equity capital).....	31
2.4.1. Емисија на акции .....	32
2.5. Должнички капитал (Debt capital).....	33
2.6. Ризико капитал (Venture capital).....	35
2.6.1. Venture capital компании.....	36
2.6.2. Инвестициони фондови .....	36
2.6.3. Бизнес-ангели .....	37

2.7. Специфични извори на финансирање .....	38
2.7.1. Лизинг .....	38
2.7.2. Факторинг .....	40
2.7.3. Форфетинг .....	43
2.8. Други креативни начини на финансирање .....	43
3. АНАЛИЗА НА ФОРМИТЕ НА ФИНАНСИРАЊЕ НА КООРПОРАТИВНИОТ СЕКТОР ВО РЕПУБЛИКА СЕВЕРНА МАКЕДОНИЈА .....	45
3.1. Накратко за банкарскиот систем во Република Северна Македонија .....	45
3.2. Кредитирањето како форма на финансирање на деловните субјекти во Република Северна Македонија .....	47
3.3. Извори на финансирање на деловните субјекти според Националната стратегија и програма за економски реформи на Република Северна Македонија .....	52
4. ЕМПИРИСКИ ДЕЛ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО .....	64
4.1. Деловни тенденции и индикатори на доверба во корпоративниот сектор .....	64
➤ Конклузивни статистики за поврзаноста и влијанието на анализираните варијабли73	
4.2. Ефектите на кредитирањето на корпоративниот сектор врз економијата на Република Северна Македонија .....	80
4.3. Пречки и ограничувања на финансирањето на компаниите во Република Северна Македонија .....	96
4.4. Препораки за подобро функционирање на системот на финансирање на компаниите во Република Северна Македонија .....	99
5. Заклучок .....	105
Користена литература .....	114

## **Комисија за оценка и одбрана на докторската дисертација:**

**Интерен ментор:** проф. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска  
Економски факултет,  
Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип

**Екстерен ментор:** проф. д-р Пеце Николовски  
Економски факултет,  
Универзитет „Св. Климент Охридски“ – Битола

### **Членови на комисијата за оценка и одбрана:**

**Претседател:** проф. д-р Љупчо Давчев  
Економски факултет,  
Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип

**Член:** проф. д-р Емилија Митева-Кацарски  
Економски факултет,  
Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип

**Член:** проф. д-р Весна Георгиева-Свртинов  
Економски факултет,  
Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип

**Научно поле:** Економски науки

**Научна област:** Финансии

## **„Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на Република Северна Македонија“**

### **Апстракт**

Финансирањето се однесува на методите и видовите финансирање што ги користи компанијата за одржување и развој на работењето. Тоа може да се состои од долг и сопствен (акционерски капитал), кои се користат за извршување на капитални инвестиции, преземања и генерално, за поддршка на бизнисот.

Одлуката за комбинирање на финансирањето со долг и сопствен капитал е она што на крајот ја одредува структурата на капиталот на компанијата. За оптимална структура на капиталот за еден бизнис обично се смета онаа што резултира со најниска пондерирана просечна цена на капиталот, иако во практиката менаџерите на компаниите имаат различни преференции, во зависност од подготвеноста за преземање ризик.

Финансиските средства за работењето може да се обезбедат од различни извори, како што се: сопствени заштеди, позајмици од роднини и пријатели, приватни инвеститори, банки, инвестициони фондови, владини институции, други компании и сл. Притоа, во основа има два начина на финансирање и тоа преку сопственички вложувања (equity capital) или преку кредитирање (debt capital). При финансирањето на сопствениот бизнис претприемачите настојуваат да обезбедат средства по најповолни услови и притоа да не ја изгубат сопственичката контрола врз бизнисот.

**Клучни зборови:** финансирање, извори, форми, развој

## **“Analysis of the types of financing of the corporative sector and their impact on the economic development, with special reference to the Republic of North Macedonia”**

### **Abstract**

Financing refers to the methods and types of financing used by the company to maintain and develop operations. It can consist of debt and equity (equity), which are used to make capital investments, takeovers and generally support the business.

The decision to combine debt and equity financing is what ultimately determines a company's capital structure. The optimal capital structure for a business is usually considered to be the one that results in the lowest weighted average cost of capital, although in practice company managers have different preferences, depending on their willingness to take risk.

Financial assets for operations can be provided from various sources, such as: own savings, loans from relatives and friends, private investors, banks, investment funds, government institutions, large companies, etc. At the same time, there are basically two ways of financing, through equity capital or through lending (debt capital). When financing their own business, entrepreneurs try to secure funds on the most favorable terms and at the same time not to lose ownership control over the business.

**Keywords:** financing, sources, forms, development

## Вовед

Во услови на глобална економска криза проблемите во врска со обезбедувањето соодветни извори за финансирање на бизнисите стануваат сè поизразени. Деловните субјекти е неопходно да извршат оптимализација на изворите на финансирање, која ќе овозможи максимирање на крајните финансиски ефекти, од една страна, и минимизирање на почетните вложувања, од друга страна.

Интересот на деловните субјекти за оптимализација на изворите на финансирање произлегува од нивното влијание врз ликвидноста и профитабилноста на работењето. Самофинансирањето претставува најевтин облик на финансирање на процесот на репродукција, бидејќи деловниот субјект не го оптоварува со камати, ниту со обврска за враќање на главницата, што не е случај со туѓите извори на финансирање. Самофинансирањето овозможува висок степен на финансиска независност при донесувањето на финансиските одлуки во деловниот субјект, како и флексибилност во водењето на финансиската политика и распределбата на добивката.

Меѓутоа, деловните субјекти не можат да го финансираат својот раст и развој исклучиво од сопствени извори. Имено, тие често се потпираат и на позајмени извори на финансирање, односно на кредити од банките и други финансиски институции, емисија на хартии од вредност, користење на некои од специфичните облици на финансирање, како што се: факторинг, форфетинг, лизинг и финансирање со франшиза. При донесување одлука за избор на соодветен извор на финансирање, деловниот субјект треба да има предвид определени фактори, од кои позначајни се следниве: актуелните услови на пазарот на капитал, степенот на задолженост на деловниот субјект, цената на акциите, даночната политика, степенот на развој на деловниот субјект и сл.

Обемот на потребните средства за финансирање на работењето на еден деловен субјект зависи од повеќе фактори, како:

- обемот, структурата и динамиката на бизнисот,
- видот на дејноста на деловниот субјект,
- сопствените средства,
- висината на очекуваниот профит,
- висината на туѓите извори на средства.

Генерално, постојат два потенцијални облици на прибавување финансиски средства: сопствен капитал или интерни извори на финансирање, во кои спаѓаат изворите на средства што деловниот субјект ги создава во работењето преку амортизација на постојаните средства, преку долгорочни резервирања, создавање акумулација и сл., и туѓ капитал или екстерни извори на финансирање, кои ги опфаќаат сите правни и физички субјекти коишто обезбедуваат средства за финансирање на деловниот субјект и се надвор од него.

Голем број деловни субјекти во македонското стопанство, во тековните сложени економски и општествени услови, се соочуваат со проблеми при обезбедување соодветни извори на финансирање на нивното работење. Деловните субјекти во Македонија се принудени континуитетот на репродукцискиот процес да го обезбедуваат во најголем дел со користење банкарски кредити кои се многу неповолни за нив, како од аспект на висината на каматните стапки, така и од аспект на роковите за нивното враќање. Како резултат на ваквата состојба, крајните финансиски резултати од работењето на деловните субјекти се многу неповолни, бидејќи каматите учествуваат со висок процент во вкупните трошоци на работењето. Исто така, недоволната развиеност на финансискиот пазар воопшто, а особено на Македонската берза, ги ограничува можностите на деловните субјекти за користење на овој начин на финансирање.

Целта на овој докторски труд се состои во проучување на начините на финансирање на корпоративниот сектор (малите и средни бизниси и големите компании) и нивната улога во економскиот развој на Република Северна Македонија. Акцентот посебно е ставен на мерките и препораките за



„Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на Република Северна Македонија“, Елмедина Шуајиби

---

оптимализација на капиталната структура во функција на зголемување на профитабилноста на бизнисите во Македонија и нивниот импакт врз економијата на земјата.

## 1. ПРЕДМЕТ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО И МЕТОДОЛОШКА РАМКА

### 1.1 Формулација на проблемот на истражување

За да се добие јасна и концизна слика за проблематиката на ова истражување кое се однесува на формите и облиците на финансирање на корпоративниот сектор во Македонија, најпрво правиме осврт на економската природа и состојбата на корпоративниот сектор во македонското стопанство.

Во текот на последните десет години, домашниот корпоративен сектор ја зголемил додадената вредност и приходите од работењето и не се забележани позначителни промени во севкупниот профил на ризичност на секторот во целина. Профитабилноста во работењето, како важен показател за финансиската сила на домашниот корпоративен сектор, се задржа и во текот на двете последни години на Ковид-19 кризата, и покрај неизвесниот глобален амбиент што ја забави активноста на новите извозно насочени производствени капацитети и ја намали нивната добивка. Растот на добивката на годишно ниво бележи забавено темпо, но и натаму е солиден, поттикнат од подобрената профитабилност на корпоративниот сектор. Ваквите движења позитивно придонесуваат за изложеноста на кредитниот ризик на домашниот финансиски сектор, со оглед дека групата на мали и средни претпријатија е најбројната група во корпоративниот сектор во РСМ и како таква и најголем кредитокорисник од домашните банки (НБРСМ, 2021).

Големите субјекти, коишто имаат најголема покриеност со финансирање од страна на домашните банки, имаат најголемо учество во вкупната остварена нето-добивка на корпоративниот сектор. Овде мора да се напомене дека за одржлива профитабилност на корпоративниот сектор е важно да се унапредат продуктивноста и конкурентноста во работењето, пред сè.

Солвентноста на домашниот корпоративен сектор е стабилна или се подобрува според одредени показатели, главно во делот на способноста за подмирувањето на обврските, за што придонес има натамошното одржување на амбиентот на ниски каматни стапки. Нивото на финансиско задолжување на корпоративниот сектор повеќе години наназад се одржува стабилно и е меѓу пониските споредено со земјите од ЕУ, што го ублажува ризикот од презадолженост.

Од друга страна, управувањето со ликвидноста и натаму останува главниот предизвик за работењето на домашниот корпоративен сектор, делумно како последица на нередовноста во извршувањето на должничко-доверителските односи. Иако за последните пет години е карактеристично подобрување на финансиската дисциплина, задоцнетото извршување на обврските останува практика на домашниот корпоративен сектор, со рокови што значајно ги надминуваат просечните на земјите од ЕУ. Ваквите состојби, во услови кога краткорочните обврски заземаат значаен дел од вкупните извори на финансирање на корпоративниот сектор, го нагласуваат ризикот од „зараза“ во рамки на секторот и пренос на проблемите кон доверителите од финансискиот сектор, во случај на ликвидносен шок кај корпоративниот сектор.

Малите бизниси претставуваат можност за дејствување во определена дејност со мал капитал. За нивната застапеност во современото општество зборуваат податоците дека тие се вистински гиганти во Европската Унија, така што 91,5 % од бизнисите се микробизниси, а 67 % од работните места припаѓаат на европскиот приватен сектор (каде што се малите и средните бизниси). Основните карактеристики на малите и средни бизниси (при што пред сè, се мисли на нивната големина, флексибилност, склоноста кон иновациски и ризични потфати и поголемата можност за специјализација), овозможуваат овие ентитети многу полесно да се прилагодат на континуираните промени, барањата на потрошувачите и условите на работење на глобалниот пазар, за разлика од големите бизнис-системи. На тој начин малите и средни претпријатија поттикнуваат јакнење на конкуренцијата, а тоа за последица има унапредување на квалитетот на

производите и услугите и намалување на цените, развој на иновациите и новите технологии, т.е. економски раст на националната економија.

Секторот на мали фирми, како дел од корпоративниот сектор во светски рамки, има значајна улога во развојот на секоја национална економија. Тие се важен сегмент во вкупната економска активност. Тоа е оној сегмент што постојано ги менува работите, движи и развива. Појавата и развојот на малите и средните претпријатија (МСП) во изминатите дваесетина години во Македонија тесно е поврзана со изразените економско-развојни димензии и демократските општествени процеси. Малите бизниси, претприемништвото и претприемачите се основа на секое современо пазарно стопанство. Овие бизниси стануваат клучен фактор од аспект на создавањето поголеми можности за нивните сопственици и подобрување на состојбата во локалната и регионалната заедница, но и пошироко. Тие се носители на економскиот развој и најчесто се поврзуваат со претприемништвото и претприемничката иницијатива. Финансирањето на малите и средни бизниси во различни фази од нивниот развој влегува во доменот на најзначајните прашања поврзани со претприемништвото. Тоа е нормално, ако се има предвид дека пристапот на бизнисите до изворите за финансирање на нивниот раст и развој претставува еден од клучните сегменти на бизнис-климата во секоја економија. Од историски аспект пак, слободно може да се тврди дека развојот на различните форми на организација на бизнисите (од компанија во индивидуална сопственост, преку партнерство, па сè до корпорација) во прв ред е детерминиран од потребата и нивната вечна борба да обезбедат дополнителни извори за финансирање на сопствениот развој.

Финансирањето на корпоративниот сектор во суштина е поврзано со користење и манипулација со парите. Обезбедувањето пари за започнување бизнис претставува еден вид финансирање. Овие пари се нарекуваат капитал за започнување бизнис. Финансиската функција на компаниите посебно е одговорна за прибирање на парични средства и финансирање на развојните проекти. Вообичаени облици на финансирање се самофинансирање, финансирање со заеднички вложувања, кредитирање и специфични облици на финансирање. Во

специфичните облици на финансирање спаѓаат: финансирање од спонтани или автономни извори, факторинг финансирањето, форфетинг финансирањето, финансирањето преку лизинг аранжмани и финансирањето со франшиза.

Инвеститорите и банките честопати се воздржуваат од финансирање на новоформираните деловни субјекти и мали бизниси, главно поради нагласеното присуство на ризик. Во исто време пак, компаниите недоволно ги разбираат стравувањата на банките, а тоа доаѓањето до потребната финансиска поткрепа го прави уште потешко. Малите и средни бизниси се поризични за финансирање во однос на големите бизниси, поради низа фактори. Оттука, многу е корисно од страна да се набљудува теоретскиот животен циклус на зачнувањето, развојот и зрелоста на определен бизнис. Тоа помага да се разбере како и кога најразличните форми на финансирање и најразличните финансиски институции влегуваат во игра.

Истражувачкиот фокус на овој докторски труд е насочен кон проучување токму на различните облици на финансирање на корпоративниот сектор, како и на тоа како и на кој начин истите влијаат врз економскиот развој на земјата. Посебен осврт се прави на состојбата со корпоративниот сектор и неговото финансирање во Македонија, како и на заклучоците и препораките за осовременување на начинот на финансирање на овој сектор, со цел забрзување на економскиот развој на земјата.

## **1.2. Определување на предметот на истражување**

Предмет на истражување во овој докторски труд се начините на финансирање на корпоративниот сектор и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на состојбата во Република Северна Македонија. Изворите на финансирање претставуваат една од детерминантите за опстанок и раст на корпоративниот сектор. Основањето и ширењето на бизнис-активностите, односно развојот на новите производи, услуги и инвестиции, опремата и човечките ресурси,

директно се условени од можностите на бизнисот да ги задоволи потребите за капитал.

Секој претприемачки потфат е проследен со потреба од финансиски средства, со тоа што кај малите бизниси потребна е помала количина готовина, споредено од големите бизниси. Во вакви околности, сопственикот на бизнисот е потребно да донесе правилна одлука за изборот на изворите на финансирање, како и за потребниот обем на финансиски средства. Финансирањето подразбира настојување на претприемачот да обезбеди доволно финансиски средства кои се потребни за нормално извршување на претприемачкиот потфат, како и подоцнежнo проширување на претприемачката активност на бизнисот (Славица & Зоран, 2007).

Самиот процес на финансирање опфаќа три клучни сегменти: обезбедување на потребните финансиски средства преку реализирање на низа активности; правилно и рационално искористување и зголемување на финансиските средства, преку инвестирање; начин и динамика на враќање на средствата, доколку средствата се финансирани од туѓи извори.

Финансирањето на корпоративниот сектор не подразбира само активности на обезбедување на финансиски средства, туку и на финансиско планирање, финансиска евиденција, финансиска анализа и контрола. За да се постигнат дефинираните цели на работењето на деловниот субјект, потребно е правилна проценка на потребните финансиски средства, како и изворите од кои истите ќе бидат обезбедени. Износот на потребните финансиски средства се добива како резултат на проценка на целокупниот потфат кој треба да се реализира. Проценката покрај тоа што треба да ги опфати планираните финансиски средства, треба да ги вклучи и непредвидливите трошоци на работењето. Овој битен сегмент треба да го разработат и анализираат експерти, кои ќе дадат прецизни анализи, како во поглед на потребниот финансиски износ, така и за потенцијалните извори, кои ќе бидат анализирани од повеќе аспекти, со сите позитивни и негативни страни. Притоа, бизнис-опкружувањето е неопходно добро да се познава, бидејќи тоа е примарен чекор за да може деловниот субјект да ги убеди банките и останатите

потенцијални финансиери, кои треба да го поддржат. Претприемачкиот потфат некогаш е тешко да се оствари поради недостатокот на капитал, но познато е тврдењето дека „секогаш е можно да се дојде до средства за добри проекти“ (Пензич, 1998).

### 1.3. Цели и задачи на истражувањето

Главната цел на докторската теза е да се опише, анализира и оцени структурата на корпоративниот сектор во Македонија, формите и облиците на финансирање на истиот, како и причинско-последичната врска помеѓу нивото на финансирање на овој сектор и економскиот раст на земјата. Практичното истражување започнува со анализа на стапките и нивото на финансирање на корпоративниот сектор преку различни форми на финансирање (интерни и екстерни), како што се програмите и стратегиите на државата за финансирање на корпоративниот сектор, продолжува со анализа на ефикасноста и пристапноста на корпоративниот сектор до овие извори на финансирање, за да на крајот се направи обид за оценка на нивното влијание врз економскиот раст на земјата. За да се постигнат овие цели, поставени се неколку истражувачки прашања:

- ✓ Кои форми и облици на финансирање на корпоративниот сектор постојат во практиката, а кои доминираат во Македонија?
- ✓ Каква и колкава е пристапноста до извори на финансирање на корпоративниот сектор во Македонија?
- ✓ Како и колку стапката на финансирање на корпоративниот сектор влијае врз економскиот раст на земјата?

### **1.3. Хипотетичка рамка**

Тргувајќи од предметот, целите и задачите на истражувањето на овој докторски труд, како и од фактот дека многу претходно спроведени студии покажуваат поврзаност на нивото на финансирање на корпоративниот сектор и економскиот раст на земјата, ја поставивме следната хипотеза на истражувањето:

X1: Системската и структурна поставеност на системот на финансирање на корпоративниот сектор, преку достапноста на различните форми и облици на финансирање, значително влијае врз развојот на овој сектор, а со тоа директно и врз економскиот раст во Република Македонија.

### **1.4. Методи и техники на истражувањето**

Докторскиот труд го анализира односот и влијанието што го имаат формите и облиците на финансирање на корпоративниот сектор врз економскиот раст во земјата, користејќи три типа методи:

(1) теоретска анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор;

(2) дескриптивна анализа на макроекономската состојба во Македонија, на структурните економски реформи и политиките на државата во делот на корпоративниот сектор и идентификување на проблемите со кои се соочува истиот;

(3) емпириска анализа, користејќи регресивен модел заснован на методот на тест за каузалност и на коефициенти на корелација, заради идентификување на односите помеѓу испитуваните променливи.

Поконкретно, методологијата на работа се состои од следниве чекори:

- ✓ Формулирање на истражувачки прашања и нивен развој.



- ✓ Обработка на теоретски основи и анализа на наоди од странска литература и домашни студии, за односот помеѓу финансирањето на корпоративниот сектор и економскиот раст на земјата.
- ✓ Анализа на макроекономските прашања во Македонија, со фокус на финансирањето на корпоративниот сектор и макроекономските показатели кои го засегаат неговиот развој.
- ✓ Градење на емпириски модел, собирање, обработка на податоци и извлекување резултати.
- ✓ Заклучоци и препораки од истражувањето.

За исполнување на целите на овој истражувачки труд, преземен е преглед на обемна литература која се фокусира на истражување на обработуваната проблематика, како и секундарни извори на податоци, кои вклучуваат претходни студии и студии на случај од оваа област, извештаи, статистички табели, онлајн бази на податоци и сл. Овие податоци се обезбедени од јавни извори на податоци, главно од Светска банка, Меѓународен монетарен фонд, Завод за статистика на Република Македонија, Централна банка на Република Македонија, Министерство за финансии, Агенција за вработување и сл.

Истражувањето вклучува и квантитативни истражувачки елементи, како што се статистичка анализа на податоци и обиди да се објасни развојот и да се анализираат развојните трендови на испитуваните појави.

Во рамки на истражувањето применети се и повеќе научно-истражувачки методи и техники. Како најсоодветни општи научни методи, користени се следните:

- Метод на анализа на содржина – со примена на овој метод се анализира широка литература која теоретски ја обработува истражуваната проблематика (книги, списанија, зборници, брошури, правилници). Со овој метод се анализирани извештаи, планови и програми, национални стратегии и целокупната концепциска поставеност на системот на финансирање на корпоративниот сектор во Македонија.

- **Компаративен метод** – овој метод овозможува споредбено согледување на искуствата, методологијата на работа и воспоставената практика на финансирање на корпоративниот сектор во земјата со состојбата во останати земји.
- **Дескриптивен метод** – овој метод помогна во научното толкување и објаснување на конкретната проблематика, обработувана, проучувана и истражувана во досегашната научна и стручна литература од истакнати домашни и странски автори и експерти.
- **Аналитичко-синтетички метод** – со помош на овие методи се изврши поврзување на податоците добиени со помош на претходните методи, а тоа пак, даде придонес во насока на изведување соодветни и основани заклучоци, со единствена цел корекција на утврдените недостатоци во истражуваната проблематика.
- **Статистички методи и емпириски техники** – статистичките методи кои се користени за обработка на податоците и интерпретација на хипотезата во нашето истражување се: статистичкиот метод на описни фреквенции со графикони и дијаграми и методот на конечната статистика на тестот за каузалност на линеарна регресија и коефициенти на корелација. Податоците се обработувани со статистичката програма за обработка на податоци IBM SPSS (Statistical Package for Social Sciences), верзија 21 од 2015 година и софтверот Eviews 8.

## 2. ТЕОРЕТСКИ ОСНОВИ НА КОРПОРАТИВНОТО ФИНАНСИРАЊЕ

### 2.1. Поим за корпоративно финансирање

Корпоративното финансирање во основа се сведува на инвестирање и донесување финансиски одлуки во компаниите. Покрај потребата од понуда на пазарот на квалитетни производи и услуги, секоја компанија мора да биде успешна и во финансирањето, што значи дека треба да донесе ефикасни инвестициски и финансиски одлуки, бидејќи токму тие се факторот што осигурува дека компанијата е чекор понапред од конкуренцијата. Донесувањето добри инвестициски и финансиски одлуки е главната задача на финансиските менаџери, поради што подетално го објаснуваме значењето на процесот на донесување на тие одлуки.

Донесувањето одлука за инвестирање значи да се одлучи дали да се инвестира во материјални или нематеријални средства на компанијата. Одлуката за инвестирање започнува со препознавање на можностите за инвестирање. Значи, финансискиот менаџер мора да ѝ помогне на компанијата да ги идентификува ветувачките проекти и да одлучи колку сака да инвестира во секој од овие проекти. Во минатото поимот инвестирање значело само инвестирање во материјални средства (на пример, инвестиција во производствен капацитет, нова инфраструктура, објекти итн.). Денес, концептот на инвестиции е многу поширок, вклучува инвестирање и во нематеријални средства, како што се трговски марки (бренд), истражување и развој, патенти, лиценци итн.

За жал, не успеваат сите капитални инвестиции. Некои одлуки не се самите инхерентно погрешни, може да се случи да се донесени во погрешно време. Инвестициите што се прават денес, создаваат вредност во иднина, често во прилично долг иден период (на пример, во следните 20 години). Колку повеќе време компанијата треба да чека за враќање на вложените средства, бараниот принос е

поголем, поради што финансискиот менаџер не се грижи само за апсолутниот износ на користите, но и за тоа колку долго компанијата треба да чека за тие користи, земајќи ја предвид временската вредност на парите (Andersen, 1983). Ова значи дека при донесување на одлуки за инвестирање треба да се земе предвид износот, времето и ризикот од остварување на идните парични текови.

Друга одговорност на финансискиот менаџер е да обезбеди готовина што ѝ е потребна на компанијата за инвестирање и редовно работење. Значи, финансиската одлука е таа што ја одредува формата и висината на финансирање на компанијата. Кога на компанијата ѝ требаат финансиски средства, може да ги покани сопствениците и другите инвеститори да инвестираат и за возврат да добијат дел од добивката или парите да им се враќаат во низа на фиксни отплати, покрај одреден надоместок за користење на нивните средства.

Покрај долгорочните инвестициски и финансиски одлуки, финансискиот менаџер мора да носи одлуки и на краток рок. Финансискиот менаџер е вклучен во многу други секојдневни активности, како што се следење на кредитната способност на клиентите на кои им се продава на одложено плаќање, грижа за наплата на долговите, донесување одлуки за вредноста на вложувањето во залихи (суровини и готови производи), девизни трансакции и конверзии во случаи кога компанијата е активна на меѓународниот пазар и слични активности кои мора правилно да ги координира и управува.

Компаниите генерално, можат да користат внатрешни или надворешни извори на финансирање. Главниот внатрешен извор на финансирање е задржаната добивка, односно делот од профитот акумулиран со текот на времето, што не е поделен помеѓу акционерите. Компаниите обично преферираат да користат внатрешно пред надворешно финансирање, бидејќи надворешното финансирање може да биде многу скапо. Како резултат на тоа, постојат проекти што компаниите би ги реализирале доколку имаат доволно внатрешни ресурси, но кои не би ги иницирале доколку треба да пристапат кон надворешно финансирање. Во многу

случаи, компаниите немаат можност да дојдат до надворешно финансирање (Cosh, Cumming and Hughes, 2009).

Современото корпоративно финансирање опфаќа три области: 1) финансирање, т.е. обезбедување на потребниот капитал за непречено одвивање на дејноста на компанијата, 2) инвестирање, т.е. распределба на расположливиот капитал за алтернативни намени и 3) управување со капиталот. Со цел креирање и одржување на вредноста на компанијата, односно остварување на задоволителна големина и сигурност на готовински текови, од финансиските менаџери на компаниите се бара соодветен пристап во донесувањето инвестициски и финансиски одлуки. Наместо краткорочните финансиски категории, како што се добивката, стапката на принос, коефициентите на обртот или заработувачката по акција, корпоративните финансии се занимаваат со проблемите поврзани со инвестициите и финансиското одлучување и нивното влијание врз диференцијалниот нето-готовински тек, односно долгорочната вредност на компанијата, мерена преку дисконтираниот нето-готовински тек.

Целта на модерното корпоративно финансирање често се дефинира како максимирање на вредноста (профитабилноста) на компанијата, со одржување на задоволително ниво на тековна ликвидност. Во овој поглед, од суштинско значење е сите оперативни цели, стратегии, процеси, аналитички техники, пристапи за мерење на перформансите, организациско однесување и култура во компанијата, да бидат подредени на таа цел.

Структурата на капиталот на компанијата е од клучно значење за максимирање на вредноста на бизнисот. Неговата структура може да биде комбинација од долгорочен и краткорочен долг и/или обичен акционерски и преференцијален капитал. Односот помеѓу обврските на компанијата и нејзиниот капитал често е основа за одредување колку е добро избалансирано или ризично капиталното финансирање на компанијата.

Компанијата која е силно финансирана од долг, се смета дека има поагресивна структура на капиталот и, според тоа, потенцијално носи поголем

ризик за засегнатите страни. Сепак, преземањето на овој ризик е често главната причина за растот и успехот на компанијата.

Изворите за финансирање на компаниите може да се класифицираат на различни начини. Според една класификација, изворите може да се поделат на формални и неформални извори. Формални се сите оние извори на финансирање каде што средствата се обезбедуваат преку официјални институции. Неформалните извори на средства доаѓаат од роднините, пријателите и приватните инвеститори и се особено значаен извор за финансирање на малите претпријатија, особено во нивниот почетен стадиум на работење.

Според рокот на достасување на обврските, изворите можеме да ги поделиме на краткорочни, долгорочни и трајни извори на финансирање. Една од најшироко распространетите и најприфатливи класификации на изворите за финансирање којшто се среќава во литература е нивна поделба на: извори на сопственичко финансирање (equity capital) и извори на должничко финансирање (debt capital).

Сопственичкиот капитал, без разлика дали се работи за вложени средства од претприемачот или од инвеститорите, во билансот на состојба се јавува како капитал на компанијата и неговата цена на чинење се исплаќа во форма на дивиденда, доколку при работењето компанијата остварува добивка. Инвеститорите, покрај правото на дивиденда, се стекнуваат со сопственост на дел од компанијата, пропорционално на висината на вложувањето, при што имаат и право на управување и контрола на компанијата (Спасов, 1997).

На ваквата поделба на изворите за финансирање се надоврзуваат и авторите Мајкл Џ. Робертс (Michael J.Roberts) и Хауард Х. Стивенсон (Howard H.Stevenson). Тие изворите ги класифицираат во четири групи и тоа (Sahlman and Stevenson, 1991):

- START UP (почетно) финансирање,
- Надворешно сопственичко финансирање (Outside equity capital),

- Должничко финансирање (Debt capital) и
- Интерно генерирани извори на финансирање.

Првичните инвестиции во нова бизнис-идеја најчесто се во форма на сопственички капитал. Финансирањето на новите фирми со себе носи најголем ризик. Од тие причини инвеститорите и банките многу ретко се одлучуваат да ги финансираат бизнисите кои зад себе немаат никаква историја на успешно работење. Дури и кога се достапни некои форми на кредитирање, потребно е одредено ниво на сопствен капитал, за да тие бидат одобрени. Инвеститорите веруваат дека претприемачите ќе бидат повеќе посветени на бизнисот доколку во него имаат вложено значителна сума сопствен капитал.

## **2.2. Принципи и цели на финансирање на компаниите**

Секоја деловна одлука порано или подоцна е поврзана со пари. Затоа, компаниите мора да бидат свесни дека основата на финансирањето се состои во познавање на финансиските последици при подготовка, прифаќање, донесување, следење или анализа на одлуките за корпоративно финансирање. За да се разберат и прифатат основите на финансискиот бизнис, прво мора да се познаваат принципите и целите на финансирањето на компаниите (Beston, 1994).

Основните принципи на финансирање на компаниите се (Van Horne, 1993):

- принцип на зголемување на богатството на сопственикот,
- принцип на неопходна ликвидност и солвентност,
- принцип на потребен капитал, што значи адекватност на капиталот во однос на дејноста на компанијата и ризикот при извршување на конкретни задачи,

- принцип на финансиска стабилност, како принцип на усогласеност на зрелоста на инвестициите и достапните извори на финансирање (сооднос на средства и долгови),
- принцип на примарен однос на капиталот и долгот,
- принципот на финансирање во однос на ризикот на доверителот дека нема да ги наплати своите побарувања, како и ризикот од неостварување на бараниот финансиски резултат,
- принцип на финансиска еластичност, поврзан со можноста за обезбедување на дополнителни извори на финансирање и навремена отплата на долговите.

Најважните принципи на финансирање водат кон определување на фундаменталните цели на финансирањето на компаниите. Овие цели првенствено се: (Van Horne, 1993)

- усогласување на големината, структурата и движењето на средствата и изворите на финансирање, во смисла на вертикална и хоризонтална рамнотежа на финансиската структура,
- постигнување одржливост на финансиското работење (преку осигурување рационално финансирање, оптимална солвентност и намалување на финансиските ризици),
- реализација на бараниот финансиски резултат (позитивен готовински тек од работењето на компанијата), распределба на финансискиот резултат (распределба за лични или други потреби, во извори за финансирање на тековното работење и развој на компанијата, дивиденди и други цели),
- зголемување на финансиската моќ (зголемување на пазарната вредност на компанијата).



### 2.3. Внатрешни извори на финансирање

Внатрешните (интерни) извори на финансирање се критични за иновативните активности на компаниите. Самофинансирањето има низа предности во однос на другите видови финансирање, затоа што е бесплатно, т.е. не носи дополнителни трошоци за камата, а со тоа се зголемува самостојноста и ефикасноста во работењето. Компаниите многу често му даваат предност на самофинансирањето во однос на користењето на средства од екстерни извори. Иницијалните финансиски средства на еден претприемач можат да потекнуваат од следните извори: лични заштеди, пари добиени од наследство, пари добиени по пат на продажба на сопствен недвижен имот, пари добиени по пат на продажба на сопствени хартии од вредност, заштеди, подарок, донации и др. Приватните извори на финансирање често се неопходни за почнување со работа, бидејќи информациските асиметрии честопати го отежнуваат пристапот до пазарите на капитал.

Поделбата на сопственоста од контролата може да ги наведе компаниите на кратковидо однесување. Ова е особено важно за компаниите што котираат на берзата и имаат диверзифицирана акционерска структура. Од различни причини цените на пазарот на акции може да не ги одразуваат точно инвестициите на компаниите во иновации и резултатите што се очекува да ги генерираат на долг рок. Следствено, кратковидното однесување на финансиските посредници понекогаш може да ги казни менаџерските тимови кои премногу инвестираат во иновативни активности, бидејќи во моментот инвеститорите гледаат понизок профит, а не успеваат да ја забележат повисоката профитабилност што се очекува на подолг рок. Континуирано се дискутира дали сопствените влогови се добра алтернатива за насочување на компаниите кон долгорочна профитабилност. Иако тие може да ги изолираат менаџерите од потребата да ги задоволат пазарните очекувања, можат да доведат до приоретизирање на среднорочната профитабилност на компаниите (Stiglitz and Weiss, 1981).

Конкурентското опкружување може да влијае врз тоа колку внатрешни ресурси се достапни за деловните активности на компаниите. Компаниите можат да ги надоместат фиксните трошоци за инвестирање во деловните активности со продажба на производите по цена што е повисока од маргиналниот трошок за нивното производство. Компаниите користат различни стратегии за да го одржат овој тренд, како што се користење на интелектуалната сопственост (на пример, патентирање на пронајдокот), предноста од појавување први на пазарот (на пример, градење на голема потрошувачка база) или тајност. Сепак, овие стратегии не се секогаш успешни во практиката и доколку пазарите се многу конкурентни, тешко ќе може да се задржи трендот на покривање на трошоците за деловниот процес. Ова е причината зошто некои истражувања сугерираат дека постои инверзна релација помеѓу конкуренцијата и деловните активности. Без конкуренција притисокот да се иновира е мал, но со премногу конкуренција, инвеститорите може да не сакаат да финансираат некоја иновативна активност, поради страв дека дури и да биде успешна активност, тешко ќе генерира соодветни придобивки од тој успех (Mir fondacija, 2017).

### **2.3.1. Сопствени извори на финансирање**

Финансирањето на работењето од сопствени извори го сочинуваат средствата на сопствениците на компаниите, за кои не постои обврска за враќање. Најприроден начин на обезбедување на финансиски средства за работење на компанијата е од сопствени извори. Основачите на компанијата, било да се во прашање едно или повеќе физички или правни лица, преку сопствените влогови обезбедуваат определен обем на средства за почнување на бизнисот со работа. Во услови на приватна сопственост, сопствениот капитал што е вложен во компанијата, претставува обврска што последна достасува за плаќање, односно не се плаќа сè додека работи компанијата (Murray, 1999).

Сопствениите влогови ги претставуваат средствата што ги вложуваат сопствениците во форма на основачки влог, при основање на компанијата. Во оваа група спаѓа капиталот на сопственикот на компанијата. Секој што сака да основа и да води одреден бизнис, мора да обезбеди финансиски средства во обем и структура што ќе одговараат на дејноста и на големината на компанијата. Иницијалните финансиски средства на сопственикот можат да потекнуваат од следните извори: лични заштеди, пари добиени од наследство, пари добиени по пат на продажба на сопствен недвижен имот, пари добиени по пат на продажба на сопствени хартии од вредност, заштеди, подарок, донации и др. Компаниите што се основани од повеќе основачи, почнуваат со работа користејќи ги влоговите на основачите (OECD, 2013).

Финансирањето на малите и средните претпријатија има одредени специфичности по кои се разликува од финансирањето на големите компании. Поради специфичностите, а особено и поради зголемениот ризик, финансиите за малите претпријатија се потешко достапни и по понеповолни услови. И покрај тоа, со тек на време, особено во развиените земји, се појавиле и развиле одредени форми на финансирање кои поаѓајќи од специфичностите на малите и средни претпријатија, се прилагодени токму на нивните потреби и можности. Покрај класичниот начин на финансирање по пат на кредити, на претприемачите сè повеќе на располагање им стојат и алтернативните форми на финансирање, како што се лизингот, факторингот, трговскиот кредит, ризико капиталот, акционерскиот капитал, и сл. (Фити, 1999).

### **2.3.2. Интерно генерирани извори на финансирање**

Интерно генерираното финансирање ги претставува средствата што се создаваат со работењето на компанијата преку амортизација на постојаните средства, преку долгорочни резервирања, акумулирање на добивката, ревалоризација на средствата и сл. Во зависност од тоа како компанијата ги

создава овие извори, тие се јавуваат во неколку видови, за кои следи кратко објаснување во продолжение.

Со терминот амортизација се изразува трошењето на постојаните средства во процесот на репродукција. Трошењето на постојаните (долгорочни) средства е секојдневен процес во работењето на секој деловен субјект. Суштината на амортизацијата, главно, се состои во следново:

- прво, преку амортизацијата постојаните средства се трансформираат во обртни средства;
- амортизацијата е содржана во недовршеното производство, сопствените полупроизводи, готовите производи, побарувањата и на крај амортизацијата се трансформира во парични средства, со самиот чин на наплата на побарувањата;
- процесот на трансформирање на постојаните средства во обртни е процес што се остварува со секој чин на производство, продажба и наплата;
- процесот на замена на постојните средства или набавката на нови средства се одвива во подолг временски интервал.

Амортизацијата е еден од начините преку кои компанијата може да ја финансира деловната активност. Во сите развиени земји, амортизацијата не е само индикатор на физичката истрошеност на постојаните средства, туку и вистински инструмент за стимулирање на растот на компаниите. Амортизацијата може да го намали данокот на добивка, бидејќи колку се поголеми трошоците за амортизација, толку се помали даноците што треба да се платат, а со тоа се обезбедуваат дополнителни средства што можат да се користат за финансирање на иновативни проекти на компанијата. Амортизацијата како форма на финансирање доаѓа до израз кај оние бизниси каде што постојаните средства имаат висока вредност во вкупните средства и го чувствуваат притисокот на техничко-технолошкиот развој (Cressey, 2006).

Долгорочните резервирања се прават врз основа на проценка дека одредени трошоци ќе настанат. Главно, резервирањата се врзуваат за трошоци што ќе се случат по основ на замена на делови, сервисирање во гарантен рок, трошоци што настануваат по основ на замена на заложените депозити и сл. Во случај кога износот на резервираните средства е поголем од реалните трошоци, разликата оди во корист на приходите од укинување на неискористените резервирања.

Акумулираната нето-добивка (задржана добивка) се објаснува на следниов начин: нето-добивката е финансиски нето-резултат што компанијата го има остварено во текот на деловната година. Ако целокупната нето-добивка компанијата ја акумулира за зголемување на сопствениот капитал, тогаш таа во целост би претставувала извор на самофинансирање. Но, нето-добивката најчесто се распределува. Во распределбата учествуваат главно вработените, акционерите, компанијата и сопствениците на трајните влогови. Само оној дел од нето-добивката што го акумулира компанијата, е извор за самофинансирање (Carpenter, Fazzari and Petersen, 1998).

Акумулираната добивка е интерен, долгорочен извор на финансирање, бидејќи кај него не се јавува задолжително доспевање, како што е случајот на пример, со терминските заеми. Придобивките од овој внатрешен извор на финансирање произлегуваат од неговите карактеристики:

- станува збор за долгорочно финансирање, чија што исплата не ја побарува никој;
- бидејќи нема дополнителен капитал што треба да се издаде, не постои разводнување на контролата и сопственоста на бизнисот;
- не постои фиксна обврска за камати или за рати и
- инвестирањето на задржаната добивка во иновативни проекти директно ќе има позитивно влијание врз богатството на акционерите, а со тоа ќе се оствари и основната цел на менаџментот, зголемување на вредноста на компанијата (Berger, Hasan and Klapper, 2004).

Одлуката за чување на добивката како задржана, зависи од политиката на распределба на остварениот финансиски резултат која ја води менаџментот на компанијата.

Друг начин да се зголеми работниот капитал е да се плаќаат обврските кон добавувачите во подолг рок од вообичаениот. Кога ваквиот начин на работа се практикува од добавувачот, се нарекува трговски кредит и за тоа добавувачот наплаќа одредена камата. Спротивна на оваа стратегија е да се генерираат средства преку побарувањата од купувачите, т.е. да се забрза периодот на нивна наплата. Исто така, може да се редуцира и обртниот капитал врзан во други ставки, како што се, на пример, залихите и готовината.

Трговскиот кредит (обврски спрема добавувачите) и растечките обврски спаѓаат во групата на интерно генерирани извори на финансирање или во групата на спонтани извори, како што и поинаку се нарекуваат. Спонтани извори се нарекуваат затоа што се појавуваат едновременно со извршувањето на нормалните деловни активности на компанијата, како што се набавката на материјали, ангажирање на работна сила, продажба и други (Спасов, 1997).

Обврските спрема добавувачите се најголемиот извор на краткорочни средства за финансирање за речиси сите компании. Тие произлегуваат од набавката на материјали, стоки и услуги, без потпишување на формален документ со кој ќе се означи обврската на купувачот спрема продавачот. За компанијата, корисник на трговскиот кредит, значајни се следниве услови (Спасов, 1997).

- периодот на користење на кредитот,
- процентот на рабат,
- периодот на користење на правото на рабат,
- почетокот на кредитниот период.

При купопродажбата добавувачот може да бара стоката да се плати веднаш или при испораката. Потоа може да даде одложено плаќање без попуст кое

достасува одреден број денови по фактурирањето, а може да одобри одложено плаќање со попуст (рабат), доколку фактурата се плати во предвидениот рок.

Друг, многу значаен извор на краткорочно финансирање се таканаречените „растечки обврски“ (accruals). Тоа се обврски што произлегуваат од примени услуги за кои плаќањето сè уште не е извршено. За овие обврски е карактеристично што во текот на работењето, практично, секојдневно се зголемуваат, сè до нивната исплата. Во овие извори се вбројуваат: обврските за пресметани плати, обврските за даноци, но и некои други краткорочни обврски за кои компанијата нема добиено фактури (електрична енергија, телефон и сл.) (Спасов, 1997).

#### **2.4. Надворешен сопственички капитал (Outside equity capital)**

Една од основните дилеми која се јавува кај претприемачите при финансирањето на сопствената идеја е да се одреди соодносот на средствата од инвеститорите, како сопственички капитал и кредитите од банките, како должнички капитал.

Банките при кредитирањето преферираат за секоја парична единица што ја позајмуваат да постои минимум исто толку вложен сопственички капитал (од претприемачот и од инвеститорите). Од друга страна, некои претприемачи настојуваат да вложат што е можно помалку сопствени средства, а сепак 100 % да ја задржат контролата врз бизнисот. Најчесто, претприемачите ги исцрпуваат сопствените фондови на средства пред нивниот бизнис да стане самоодржлив. Во оваа почетна фаза е прерано да се обезбедат финансии во форма на кредити. Поради тоа, претприемачот мора да пристапи кон надворешни извори на капитал.

За претприемачите, генерално е посигурно новите фирми да се финансираат со повеќе пари од инвеститорите, отколку со пари од кредитори, затоа што (Siropolis, 1998):

- ✓ При подигање на кредити постои обврска за враќање на средствата. Кај речиси сите кредити потребно е да се запази планот на исплата на ратите, каде што освен главницата е пресметана и каматата.
- ✓ Ваквите исплати најчесто се вршат месечно. Неуспехот да се исполнат овие обврски може да го доведат бизнисот во банкрот.
- ✓ Од друга страна пак, не постои дефинитивна обврска за враќање на средствата на инвеститорите. Инвеститорите купуваат удели (акции) на нивен сопствен ризик. Подоцна, доколку сакаат да ги продадат акциите, не можат да ги принудат претприемачите да ги откупат. Инвеститорите самите треба да пронајдат некој што е спремен да го откупи нивниот дел.

Од аспект на инвеститорите, финансирањето на малите претпријатија претставува доста ризична активност. Поради присуството на голем ризик, инвеститорите за возврат очекуваат и високи приноси.

#### **2.4.1. Емисија на акции**

Најголем извор на сопственички капитал претставуваат јавните пазари на капитал или берзите на долгорочни хартии од вредност. До финансиски средства од пазарите за капитал се доаѓа преку емисија и продажба на акции. Како купувачи на акции на пазарите на капитал може да се јават разни фирми, банки, инвестициски и пензиски фондови, ризико фирми, граѓани и сл., односно сите оние коишто се подготвени своите слободни парични средства да ги инвестираат во форма на акционерски капитал. Се смета дека ризико капиталот, поради своите специфики, е различна форма на финансирање од финансирањето по пат на емисија на акции. Ризико капиталот најчесто е во форма на акции, но тој може да се јави и во форма на удели. Исто така, инвестиционите фондови и ризико компаниите се значаен сегмент од пазарот.



Акционерите очекуваат да остварат профит од инвестирањето преку наплата на дивиденда или евентуална продажба на акциите по повисока цена од набавната. За да може ефикасно да се настапи на пазарите на капитал, т.е. да се привлечат потенцијалните инвеститори, компаниите мора да имаат одредена историја на успешно функционирање, што е најчесто и проблем за малите и новоосновани претпријатија. И покрај тоа, во одредени „жешки“ дејности, некои start-up фирми успеваат да се финансираат и по пат на емисија на акции на јавните пазари (Sahlman and Stevenson, 1991).

Собирањето на финансиски средства преку емисија на акции подразбира развиен примарен и секундарен пазар на капитал. Под примарен пазар на капитал ја подразбираме продажбата на нови акции кои за првпат се нудат на инвеститорите.

## **2.5. Должнички капитал (Debt capital)**

Втората значајна категорија за финансирање на претпријатијата е по пат на должнички капитал, т.е. по пат на кредитирање. Како извори на должнички капитал може да се јават: комерцијални банки, осигурителни компании, други финансиски институции, приватни лица, роднини и пријатели, добавувачи, како и одредени владини и локални институции. Според рокот на достасување кредитите може да се поделат на краткорочни и долгорочни кредити.

Краткорочните кредити се одобруваат на рок помал од една година и се наменети за покривање на тековните потреби за обртни средства. Најчесто ваквите кредити се користат за набавка на сировини и материјали и за финансирање на купувачите кои плаќаат на одложено. Ваквите кредити се отплаќаат откако залихите ќе се продадат или побарувањата ќе се наплатат. Поради тоа, уште се нарекуваат и selfliquidating (самоликвидирачки) кредити.

Долгорочните кредити се со рок на отплата подолг од една година и им овозможуваат на претприемачите да набават постојани средства со подолг животен век, како што се опрема, згради, земјиште, машини, возила и сл. Исто така, преку долгорочен кредит може да се финансираат и потребите за траен обртен капитал кои се јавуваат како резултат на експанзија на компанијата. Долгорочните кредити генерално се отплаќаат од профитот (Siropolis, 1998).

Во зависност од осигуреноста на кредитите, кредитите можат да бидат неосигурени и осигурени. Неосигурените кредити се одобруваат на клиенти со висок кредитен рејтинг и се базираат на паричните текови на компанијата, односно на нејзината способност да го отплаќа кредитот.

Средствата кои може да послужат како гаранција за обезбедување на осигурените кредити се (Sahlman and Stevenson, 1991):

- Побарувања од купувачи – обично се финансираат до 90 % од побарувањата на кредитоспособните фирми. Притоа кредиторот, најчесто одредена банка, проверува кои побарувања се квалитетни и погодни за ваков тип кредитирање. Поинаку кажано, банката како гаранција ги прифаќа побарувањата од купувачите и врз основа на нив одобрува кредит. Сличен начин на ова финансирање е факторингот, кој во суштина претставува откуп на побарувањата по дисконтирани цени.
- Залихи. Залихите може да послужат како обезбедување на кредитот доколку се работи за стока која може лесно да се продаде. Најчесто се финансира до 50 % од готовите производи на залиха.
- Опрема. Опремата вообичаено се финансира за период од 3 до 10 години. Зависно од типот, опремата се финансира во висина од 50 % до 80 %. Лизингот е друга форма на финансирање на набавката на опрема, каде што компанијата не ја презема сопственоста над опремата.
- Недвижности. Хипотекарните кредити се доста често користено средство за финансирање, а и се лесно достапни.

- Жиранти. Компаниите се во можност да обезбедат кредит доколку и друга компанија или лице гарантира за отплата на кредитот со сопствен имот или средства.
- Акредитив. Компаниите може да обезбедат и акредитив или банкарска гаранција, доколку набавуваат стоки на места каде што немаат контакти со локалните банки.
- Државни гаранции. Одредени државни агенции и институции може да гарантираат за кредитите на компаниите, кога тие не се во состојба самите да обезбедат соодветни гаранции.

## **2.6. Ризико капитал (Venture capital)**

Во својот раст и развој најголемиот број компании се соочуваат со потребата од дополнително финансирање. Сопствените извори на финансиски средства речиси никогаш не се доволни и затоа е потребно да се донесе одлука за обезбедување на средства од надворешни извори.

Еден од најзначајните и најчестите облици на капитално финансирање во светот е финансирањето преку т.н. ризико капитал (Venture capital). Суштината на ризико капиталот се состои во тоа што инвеститорот учествува во сопственоста, т.е. откупува дел од акциите на компанијата. Инвеститорот своите средства очекува да ги поврати и оплоди преку учество во добивката на компанијата и финалната продажба на своите акции. Бидејќи, како што и самиот термин укажува, се работи за вложување со висок ризик, инвеститорите сакаат тој ризик да го компензираат и со високи добивки. Очекуваните стапки на поврат не е невообичаено да достигнат и до 50 % или 60 % (Sahlman and Stevenson, 1991).

Ризико капиталот може да потекнува од различни извори, кои покрај тоа што имаат заеднички карактеристики и функционираат според истите принципи, имаат

и одредени специфичности. Изворите на ризико капитал може да се поделат во три групи: компании за ризико капитал, инвестициони фондови и бизнис-ангели.

### **2.6.1. Venture capital компании**

Во компании за ризико капитал ги вбројуваме типичните претставници на овој извор на средства, како што се, на пример, т.н. традиционални партнерства. Се работи за компании основани од богати фамилии, чија цел е да инвестираат дел од своите слободни фондови во мали и средни претпријатија. Основна карактеристика на овие компании е што тие инвестираат исклучиво во компании со висок потенцијал за раст. При изборот на компаниите клучна улога не игра дејноста, но најчесто се финансираат фирми коишто вклучуваат висока технологија, како што се компјутерски хардвер и софтвер, телекомуникации, биотехнологија и сл. Другите дејности не се исклучени, но притоа од нив се очекуваат високи приноси (Howard, 2004).

Покрај тоа што обезбедуваат финансиски средства, компаниите за venture capital имаат и значајна советодавна улога за своите портфолио компании. Тие имаат поминато низ разни ситуации многу пати, за разлика од претприемачите коишто се соочуваат со некои проблеми за прв пат. Тоа е од особено значење во почетната старт ап (start-up) фаза. Компаниите за ризико капитал на располагање имаат советници, стручњаци, експерти од најразлични области, коишто можат да им бидат од голема корист на малите и средни претпријатија.

### **2.6.2. Инвестициони фондови**

Инвестиционите фондови, за разлика од компаниите за ризико капитал, се формирани од институционални средства и нивна основна намена е да го помагаат

развојот на малите и средните претпријатија. Нив најчесто ги формираат влади или владини институции, со цел да помогнат во развојот на одредени региони или држави.

Принципите на кои функционираат овие фондови се исти како и кај ризико компаниите, со таа разлика што крајна цел не е профитот, туку економскиот развој. Од тие причини, инвестиционите фондови се решаваат да финансираат и проекти коишто нудат помали стапки на принос, но се од општ интерес за економскиот развој на земјата. Освен дејностите кои вклучуваат високи технологии и ветуваат брз раст, се помагаат и традиционалните гранки, како што се земјоделието, прехранбената индустрија, рударството, услужните дејности и сл.

### **2.6.3. Бизнес-ангели**

Бизнес-ангели (или приватни инвеститори) се нарекуваат богатите поединци коишто сакаат своите слободни парични средства да ги инвестираат во претприемачки идеи, по пат на ризико капитал. Најчесто станува збор за пензионирани менаџери или докажани претприемачи и менаџери коишто повеќе не се активни во бизнисот (Фити, 1999).

Пристапувањето кон приватните инвеститори се разликува од пристапот кон компаниите за ризико капитал и инвестиционите фондови. И покрај тоа што на претприемачите може да им биде потребен бизнис-план, приватните инвеститори не вршат детални испитувања на исплатливоста на проектот.

Бизнес-ангелите своите одлуки за инвестирање ги донесуваат најмногу врз основа на личниот впечаток од страна на претприемачите и врз основа на сопствената интуиција за предложената бизнис-идеја. Бизнес-ангелите, за разлика од компаниите за ризико капитал, одобруваат и многу помали суми средства. Од друга страна, бидејќи тие располагаат со ограничени фондови, може да се случи да не бидат во состојба да им излезат во пресрет на претприемачите доколку се

јави потреба од дополнително финансирање. Генерално, се смета дека приватните инвеститори се помалку скап извор на средства отколку ризико компаниите (Sahlman and Stevenson, 1991).

Меѓутоа, бизнис-ангелите ја немаат советодавната функција на ниво како ризико капитал компаниите. Тие може да дадат совет и да помогнат во рамките на своите знаења и искуства, додека ризико компаниите имаат широка мрежа на вработени и советници од најразлични области.

## **2.7. Специфични извори на финансирање**

### **2.7.1. Лизинг**

Лизингот претставува релативно нова финансиска услуга, а во Македонија се појавува во 2000-та година. Преку лизингот може да се финансира набавката на постојани средства како што се возила, опрема, постројки, машини, земјиште, хали, магацини, деловен простор и сл. По својата суштина лизингот е многу сличен со осигуран долгорочен кредит. Разликата е од формално правна природа, што воедно на лизингот му дава одредени предности во однос на кредитот. Имено, кај лизингот средството што е предмет на набавка останува во сопственост на давателот на лизинг, додека корисникот го задржува правото да го користи средството. Лизингот може да се дефинира како писмен договор меѓу две страни, лизинг компанија (давател на лизинг) и корисник на опремата (корисник на лизингот) (Economy Press, 2004). Во ова трансакција давателот на лизинг набавува опрема од добавувачите и на одреден временски период му ја дава на користење на корисникот на лизинг, кој пак, за возврат е должен на давателот да му извршува периодични плаќања, според условите дефинирани во договорот за лизинг. Во светската практика се среќаваат различни договори за лизинг, од кои може да се

издвојат следните три основни типа: продажба со повратен лизинг, оперативен лизинг и финансиски (капитален) лизинг (Economy Press, 2004).

Продажба со повратен лизинг. Целта на овој тип лизинг не е набавка на постојани средства, туку обезбедување на финансиски средства. Имено, компанијата што поседува одредено средство, истото го продава на давателот на лизинг, и со него истовремено склучува договор за лизинг аранжман. Преку ваквиот тип лизинг продавачот на средството ја прима вредноста на средството од новиот сопственик, а продаденото средство и понатаму го задржува на користење. За користењето на средството плаќа надомест на рати кои треба да ја покријат продажната вредност на средството и пресметаната добивка на давателот на лизинг.

Оперативен лизинг. Оперативниот лизинг по својата природа е многу сличен со класичното изнајмување. При ваквиот лизинг корисникот го решава прашањето на финансирање и одржување на средството. Како даватели на оперативен лизинг најчесто се јавуваат фирми коишто произведуваат опрема, машини, возила и сл. Тие притоа преземаат обврска за одржување (сервисирање) на опремата, а трошоците за тоа се содржани во надоместокот за лизинг. Карактеристично за овој тип лизинг е тоа што дадениот предмет под лизинг не мора да се амортизира (исплати) во целост во текот на времетраењето на аранжманот. Давателот на лизинг очекува вредноста на средството да ја покрие со дополнително давање под лизинг или продажба на истото. Друга карактеристика е постоење на клаузула за прекин на договорот или за замена на средството во случај на негова технолошка застареност.

Финансиски лизинг. Финансискиот лизинг се разликува од оперативниот лизинг по следното: давателот на лизинг не ја презема обврската за одржување на средството, не постои можност за прекинување на аранжманот и во периодот на лизинг средството треба во целост да биде амортизирано (исплатено).

Лизинг аранжманите им овозможуваат на компаниите да ја модернизираат својата опрема и со тоа да станат поефикасни и поконкурентни на пазарот. Лизингот

е особено погоден за малите и средни претпријатија, како и за новооснованите компании кои често не можат да сметаат на други можности за финансирање. Затоа и владите на многу земји го поддржуваат лизингот како важен метод за поттикнување на инвестициите.

Финансискиот лизинг, и воопшто лизингот, има одредени предности во однос на банкарските кредити, како за давателот, така и за корисникот на лизинг. Специфичностите на лизинг аранжманите и големиот интерес од корисниците им овозможува на лизинг компаниите да постигнат поголема ефикасност во работењето, што автоматски значи и пониски цени на овој вид финансиска услуга. Обезбедувањето од ризик кај лизингот е на високо ниво, бидејќи средството е во сопственост на лизинг компанијата, што овозможува побрза и поефикасна процедура на враќање на средството во случај на неисполнување на обврските од страна на корисникот.

### **2.7.2. Факторинг**

Бидејќи трговскиот кредит е доста често користен начин на финансирање од голем број компании, логично е да се претпостави дека исто така кај голем дел од компаниите се појавуваат финансиски средства врзани во форма на побарувања од купувачите. Во одредени случаи компаниите може да ги понудат овие побарувања како гаранција за подигање на кредит од финансиските институции. Друга можна опција за компаниите во ваква ситуација е факторингот, кој е доста употребен начин на финансирање во развиените економии (Спасов, 1997).

Факторингот е аранжман преку кој компанијата обезбедува потребни парични средства по пат на продажба на своите побарувања. Факторингот е севкупен финансиски пакет со кој се комбинираат: финансирање на обртни средства, заштита од кредитен ризик, финансиско известување за побарувања и услуги за наплата на побарувања.



Основна смисла на факторинг работите е на помалите и средни претпријатија веднаш да им се обезбедат потребни готови парични средства, бидејќи реализирањето на побарувањата по правило може да се оствари во релативно подолг временски период каде секогаш постои присутен ризик за неплативост, особено во надворешно-трговското работење. Факторингот во нашите специфични услови на стопанисување може многу да придонесе за ликвидноста и рентабилноста на субјектите во деловното работење (Николовски и Плавшиќ, 1998).

За разлика од кредитот, кога корисникот добива средства со обврска за отплата на главнината и однапред договорената камата, дефинирани со договорот за кредит, факторингот претставува купување на средства, односно побарувања, каде продавачот на побарувањето плаќа одредена провизија на факторинг компанијата, која ја претставува цената на извршената услуга.

Во реализацијата на факторинг аранжманот се вклучени три страни, од кои секоја остварува одредени користи: факторот, т.е. купувачот на побарувањето, клиентот или продавачот на побарувањето и должникот (купувачот на побарувањето на клиентот). Улогата на фактор најчесто ја вршат деловните банки или специјализирани финансиски институции кои ги извршуваат овие задачи како нивна основна или помошна активност, кои се финансиски и кадровски квалификувани да ги реализираат задачите што ги преземаат со договорите за факторинг. Клиенти кои влегуваат во факторинг аранжмани, се во најголем број случаи мали и средни компании кои имаат ненаплатени побарувања.

Факторингот е комплексен сет различни елементи, во кои главно место зазема договорот за факторинг, кој претставува инструмент за постигнување на целите на факторинг трансакциите. Факторингот овозможува остварување на голем број користи за бизнисите кои ги користат овие услуги. Пред сè, им дава можност на компаниите навремено да реагираат на промените што се случуваат на пазарите на кои работат, бидејќи им овозможува да ги наплатат заостанатите побарувања и на тој начин многу побрзо да реагираат на дејствијата кои ги преземаат нивните

конкуренти. Покрај тоа, факторингот во значителна мера ги намалува оперативните трошоци кои настануваат како резултат на активностите на наплата на побарувањата. Најважните придобивки што факторингот ги носи со себе можат да бидат (Arandžević, 2008):

1. Брзо и лесно прибирање на средства, што по правило не бара дополнителни инвестиции.

2. Со продажба на ненаплатените побарувања компаниите можат да ги добијат средствата кои им се потребни за тековното работење, без да мора да даваат различни форми на дополнително осигурување;

3. Факторингот им овозможува на компаниите ефикасно финансирање на работењето, без потреба од земање банкарски кредити и без навлегување во сложени банкарски процедури;

4. Овозможува ефикасно и економично трошење – самата компанија ја одредува динамиката според која ќе ги повлече средствата, во согласност со со склучениот договор за факторинг;

5. Со користење на факторинг на ненаплатените побарувања компанијата може да одлучи да ги исполни своите обврски кон добавувачите пред нивниот рок на доспевање, може да склучи договори за авансно плаќање со најважните добавувачи и сл;

6. Факторинг компаниите им обезбедуваат на своите клиенти различна експертиза и совети за начините на кои можат да го подобрат својот бизнис.

Покрај наведените позитивни страни, постојат и одредени недостатоци на факторингот, како што се: зголемување на цените на производите и услугите кои компанијата ги нуди на пазарот; инсистирање на одредени купувачи да не се вклучуваат трети лица во односот со добавувачите и сл. (Schwizer, 2006).

### **2.7.3. Форфетинг**

Форфетингот претставува облик на финансирање кој се користи кај меѓународните трговски трансакции и во случаи на инвестициони вложувања со големи вредности. Носители на овие активности се банките или посебни финансиски институции кои се занимаваат самостојно со форфетинг активности. Доколку форфетинг активностите ги врши банка, тогаш најчесто станува збор за посебен организационен дел на банката кој ги врши само овие активности.

Техниката на форфетинг опфаќа купување недоспеани долгорочни побарувања од странство, кои исполнуваат одредени услови во однос на видот и рочноста. На овој начин, компанијата има можност да го продаде на комерцијална банка или некоја друга специјализирана финансиска институција за форфетинг нејзиното надворешно трговско побарување, кое не е оптоварено со регресни побарувања на други лица кон купувачот на побарувањето, а кое е обезбедено со договорен колатерал. Со форфетинг трансакцијата компанијата ги елиминира можните загуби поради неликвидност, ризиците од раст на каматните стапки во иднина, ризиците врз основа на флукуирачките курсеви, ризиците врз основа на промените во кредитната способност и финансиската состојба на должникот, исто така ги елиминира административните проблеми и придружните трошоци поврзани со наплатата на побарувањата.

### **2.8. Други креативни начини на финансирање**

Како што беше и погоре нагласено, една од најтешките задачи на бизнисите во нивното работење е да обезбедат доволно финансиски средства за реализација на поставените цели. Меѓутоа, за вистинските претприемачи не постојат вистински пречки, затоа што тие секогаш ќе се изборат и ќе дојдат до она што им е потребно,

вклучително и финансиски средства. Следниве примери покажуваат како може да се дојде до средства на најразлични и креативни начини (Пендев, 2000):

- Купување на постоечки бизнис.
- Позајмување од купувачите – доколку одреден потенцијален купувач е особено заинтересиран за конкретен производ или услуга, тој може да се јави како финансиер на конкретниот проект. Притоа, купувачот може да побара и ексклузивно право на откуп, но и истиот да го гарантира.
- Поддоговарање (outsourcing) – во одредени случаи наместо да се инвестира во производство на одреден производ или услуга, истите може да се обезбедат од други добавувачи. Притоа се избегнува потребата од дополнителни финансии. Понекогаш обезбедувањето на услуги и производи од други фирми може да биде и поекономично отколку компанијата самата да инвестира. Таков е најчесто примерот со дистрибуцијата, каде што постојат специјализирани фирми коишто оваа услуга ја обезбедуваат многу поефикасно и по пониски цени. Во други случаи ваквата мерка може да биде од привремен карактер, сè додека не се обезбедат финансиски средства по поволни услови.
- Бартер – размената или бартерот (кај нас познат како компензација) е доста применуван начин како да се дојде до потребните производи или услуги, а притоа да не се плати со парични средства. Преку размената може да се подобри и асортиманот на производите, а со тоа и да се зголеми продажбата.
- Закупувачко учество – доколку се здружат повеќе мали бизниси преку закупувачко учество, може да обезбедат атрактивен деловен простор. Во овој случај не само што ќе ги поделат трошоците за закуп и некои други административни трошоци, фирмите ќе го покренат на повисоко ниво сопствениот имиџ и кредибилитет кај своите деловни соработници.

### **3. АНАЛИЗА НА ФОРМИТЕ НА ФИНАНСИРАЊЕ НА КОРПОРАТИВНИОТ СЕКТОР ВО РЕПУБЛИКА СЕВЕРНА МАКЕДОНИЈА**

#### **3.1. Накратко за банкарскиот систем во Република Северна Македонија**

Во отсуство на подетални статистички податоци за кредитите на малите и средни претпријатија, овој дел ги презентира податоците за кредитите одобрени од банките на севкупниот корпоративен сектор во Македонија, давајќи индикативна слика за случувањата во секторот за мали, средни и големи претпријатија.

Во согласност со податоците од Народна банка, банкарскиот систем во Македонија вклучува 14 деловни банки и една банка во државна сопственост (Македонска банка за поддршка на развојот). Во рамките на деловните банки функционираат пет големи банки, шест средни и три мали банки, при што пет најголеми банки претставуваат околу 75 % од вкупната актива во банкарскиот сектор. Во согласност со најновите податоци, учеството на странскиот капитал во вкупниот капитал на банкарскиот систем изнесува 71,9 %. Шест банки се подружници на странски банки, од кои четири се со седиште во еврозоната. Составот на кредитното портфолио на домашните банки се менувал во текот на годините. Пред дваесет години, претпријатијата биле доминантен сектор во кредитните портфолија на банките, кои сочинувале повеќе од 90 % од вкупните заеми. Со текот на годините, интересот за кредитите на населението континуирано се зголемувал, за да од септември 2018 година, домаќинствата и претпријатијата имаат слично учество во вкупните банкарски кредити (49,1 % и 50,4 %, соодветно).

Домашните банки се доминантни во делот на финансирање на корпоративниот сектор. Според податоците на НБРСМ зголемувањето на побарувачката за кредити од страна на претпријатијата главно била поттикната од нивната потреба за финансирање на залихите и инвестициите во останати обртни

средства, а во помала мерка за фиксни инвестиции и реструктурирање на долгот. Според овие податоци, претпријатијата се заинтересирани за долгорочни заеми и кредити во домашна валута.

Претпријатијата во Македонија, според најкористениот критериум за одредување на овој сектор – големината на компанијата, претставуваат 99,7 % од вкупните претпријатија, при што микросубјектите се доминантни. Овој сектор претставува две третини од вкупната додадена вредност во економијата и речиси три четвртини од вкупните вработени во приватниот сектор.

Најновиот Извештај за финансиската стабилност за Република Северна Македонија (2021) покажува пораст на корпоративниот долг кон домашните банки, по падот во претходната година. Овој раст е резултат на побрзиот раст на кредитите на домашниот корпоративен сектор од страна на банките, во споредба со скромниот раст на вкупните корпоративни депозити. Околу 80 % од вкупните кредити на нефинансиските друштва се поделени во три дејности: индустрија, трговија на големо и мало, градежништво и активности за недвижности.

Главниот предизвик во работењето на домашниот корпоративен сектор во изминатите 2 – 3 години се врзува со ризиците од пандемијата со новата вирусна инфекција Ковид-19 и последиците врз глобалните и домашните економски текови. Ризиците поврзани со финансиската стабилност главно зависеа од способноста на корпоративниот сектор да го надмине првичниот ликвидносен шок, истиот да не се пренесе во шок на солвентноста, што би довело до пренесување на кредитниот ризик во билансите на домашните банки. Мерките што Народната банка ги презеде како одговор на пандемијата, заедно со економските мерки на Владата, придонесоа за полесно надминување на финансиските тешкотии на компаниите и со тоа ублажување на овие ризици. Сепак, дали и во кој степен корона-кризата остави долгорочни последици врз работењето на домашниот корпоративен сектор, во голема мера зависи од динамиката на посткризното закрепнување, кое дополнето со тековната енергетска криза, е предмет на висока неизвесност, а со тоа и значаен фактор на ризик за севкупната финансиска стабилност во следниот период.

### **3.2. Кредитирањето како форма на финансирање на деловните субјекти во Република Северна Македонија**

Кредитот претставува отстапување на одреден износ на парични средства на корисникот од страна на банкарската институција, со обврска клиентот одобрените средства да ги врати во договорениот рок, со плаќање на камата, на начин и рокови предвидени со договорот за кредит. Банката го одобрува кредитот проценувајќи ја успешноста во работењето и кредитната способност на клиентот, степенот на ризик, економската оправданост на пласманот, како и обемот и нивото на деловна соработка на клиентот со банката.

Банките им одобруваат различни видови кредити на деловните субјекти, во зависност од нивните финансиски потреби, намена, рочност итн. Всушност, основен принцип во кредитирањето на деловните субјекти е дека кредитот треба да ја следи динамиката на финансиските потреби на клиентот, односно банкарските кредити треба да бидат усогласени со животниот век на проектот што се финансира, односно со циклусот на обртниот капитал на деловните субјекти. Во тој поглед, финансиските потреби на деловните субјекти можат да бидат привремени (за финансирање на сезонски залихи) или постојани (за стекнување градежни објекти, опрема, трајни обртни средства, итн.).

Според намената кредитите можат да бидат наменети за: обртни средства, финансирање на извозот, финансирање на тековната ликвидност, рефинансирање на обврските и кредитите од други банки, дозволено пречекорување на тековните сметки и инвестициски кредити. Според валутата, пак, кредитите се делат на: денарски кредити, денарски кредити со валутна клаузула и девизни кредити. Во зависност од тоа дали со кредитот се потпомага инвестирањето во основни или во обртни средства, кредитите се делат на: инвестициски кредити за основни средства и инвестициски кредити за трајни обртни средства, а во зависност пак, од тоа дали кредитите се даваат во стока или пари, се делат на стоковни и финансиски. Зависно од тоа дали кредитот се одобрува за финансирање на производството или

потрошувачката, разликуваме производствени и потрошувачки кредити. Банките одобруваат краткорочни кредити најчесто за задоволување на потребите на корисниците – деловни субјекти за обртни средства. Постојат повеќе видови краткорочни кредити, и тоа: кредити за сезонски залихи, кредитни линии, кредити за премостување, кредити со залог на обртни средства и др.

Едни од најчестите кредити што банките им ги одобруваат на претпријатијата се кредитите за финансирање на сезонскиот пораст на залихите. Овие кредити се одобруваат за набавка на материјали или трговски стоки. Овие кредити спаѓаат во краткорочни кредити и најчесто се одобруваат и се отплаќаат наеднаш, еднократно. Исто така, тие претежно се необезбедени, зошто ризикот кај нив е многу мал, што пак, произлегува од нивната самоликвидирачка природа. Се одобруваат за набавка на производи, со чија продажба автоматски се обезбедуваат парични приливи за нивна отплата. При кредитната анализа, кај овие кредити е многу важно кредитниот службеник правилно да ги процени висината на сезонските залихи и должината на циклусот на обртни средства, од што зависи и износот на финансиските потреби на клиентот. Кредитите за обртни средства најчесто се јавуваат во вид на кредитни линии, коишто се познати и како рамковни кредити (Mina, Lahr & Hughes, 2013).

Кредитната линија претставува договор за кредитирање со кој банката му става на располагање на клиентот одреден износ којшто може да се искористи во определен временски период. Кредитната линија најчесто се договара за период од шест месеца до една година, а потоа банката и клиентот се договараат за нејзино обновување, во зависност од финансиската состојба на деловниот субјект и од пазарните услови (OECD, 2013).

Кредитната линија е многу популарна форма на кредитирање на краткорочните финансиски потреби на претпријатијата, коишто на овој начин ги финансираат сезонските промени на обртните средства. Овие кредити се одликуваат со голема флексибилност, затоа што со нив се утврдува само максималниот износ на кредитот, меѓутоа клиентот нема обврска да го искористи



целиот одобрен износ. Предноста на овие кредити е тоа што должникот сам одлучува во кое време и колкав износ ќе позајми.

Кредитните линии се погодни за претпријатијата кои имаат потреба од финансирање, но не знаат точно колку пари ќе им бидат потребни во текот на определен временски период. Кредитните линии можат да бидат неформални или да бидат преточени во формални договори. Во првиот случај банката нема никаква законска обврска, односно кредитната линија претставува ветување дека банката ќе му излезе во пресрет на клиентот, кога истиот ќе има потреба од тоа. Во вториот случај, банката мора да ги почитува договорените услови, и може да ја повлече кредитната линија само ако се влоши финансиската положба на должникот или ако тој ги прекрши одредбите од договорот. Кај овие кредити кредитните анализи се вршат врз основа на проектираните месечни и тримесечни финансиски извештаи на клиентот, коишто треба да ги покажат максималните финансиски потреби во текот на еден циклус на обртниот капитал. Должникот каматата ја плаќа само на искористениот дел на кредитот, меѓутоа банките наплаќаат и провизија, изразена како процент од неискористениот дел или од целиот износ на кредитот. Должникот за време на ваквиот тип кредитирање е должен да одржува одредено салдо на средства на својата сметка кај банката.

Кредитите за премостување се краткорочни кредити наменети за подмирување на привремените финансиски потреби на клиентот, коишто траат до случувањето на некој настан. На пример, ако некое претпријатие започнало постапка за издавање на акции, тоа може временскиот период додека заврши издавањето и уплатата на акциите да го премости со банкарски кредит. Подоцна, кога акционерите ќе ги уплатат парите, претпријатието ќе го врати кредитот. Банките често им одобруваат вакви кредити на градежните претпријатија за финансирање на изградбата на некој објект, којшто потоа ќе биде продаден или финансиран од страна на некоја друга банка, со долгорочен кредит. Кај овие кредити клучно прашање во кредитната анализа е да се процени веројатноста за случување на настанот во предвидениот рок, како и оцена на финансиската состојба на клиентот. За заштита од ризикот, овие кредити се обезбедуваат со

хипотека на објектот што се финансира или со залог на хартиите од вредност коишто должникот ги откупува или ги издава.

Кредитите со залог на обртни средства претставуваат краткорочни кредити коишто банките ги одобруваат врз основа на заложување на залиха на материјали, готови производи или побарувања од купувачите. Овој вид кредит е најчесто застапен во развиените земји и со него најчесто се занимаваат друштвата за финансирање, но го применуваат и банките. Овие кредити се одобруваат во одреден процент од книговодствената вредност на обезбедувањето. Значајно за овие кредити е што во постапката за одобрување на овој кредит банката најголемо значење му придава на обезбедувањето на кредитот. Во земјите со развиени финансиски пазари, вообичаено е дилерите да го финансираат купувањето на хартии од вредност преку банкарски кредити. Овие кредити се одликуваат со низок ризик, зошто најчесто се обезбедени со првокласни хартии од вредност, коишто се многу ликвидни. Сепак, поради присутниот ризик од промена на пазарната цена на хартиите од вредност, кредитите се одобруваат само до одреден процент од вредноста на залогот (најмногу до 50 %). Инаку, тие се одликуваат со многу куци рокови на достасување, при што голем дел од нив се одобруваат од денес до утре, или со рок од неколку денови (Петрески, 2010).

За финансирање на постојаните потреби на деловните субјекти банките одобруваат долгорочни кредити. Долгорочните кредити, по правило, се одобруваат за финансирање на потребите на проширената репродукција (развој на бизнисот). Овие кредити се одобруваат со рок од неколку години, при што рокот на доспевање треба да биде усогласен со животниот век на средството кое што се финансира.

Долгорочните кредити спаѓаат во групата на обезбедени кредити и при нивното одобрување од клиентите се бара одредено учество во вкупната вредност на средството што се финансира, т.е. износот на кредитот да е помал од вредноста на обезбедувањето. На овој начин банките се заштитуваат од кредитниот ризик. Поради поголемиот ризик што со себе го носи подолгиот рок на доспевање,

вообичаено е овие кредити да имаат нешто повисока каматна стапка во споредба со кредитите со пократок рок на доспевање (Петрески, 2010).

Долгорочните кредити се одобруваат на два начини: одеднаш, во целост, или на рати, во согласност со финансиските потреби на клиентот. Начинот на користење на кредитот зависи од неговата намена, така, ако тој служи за набавка на машини, кредитот се исплаќа одеднаш, додека ако со него се финансираат градежни објекти или трајни обртни средства, тогаш кредитот се користи во повеќе рати. Исто така, отплатата на долгорочните кредити може да се врши одеднаш или во периодични рати (ануитети), што претставува најчест случај. Притоа, ратите обично се еднакви за време на целиот рок на отплата, меѓутоа, банките и деловните субјекти можат да договорат и поинаков тек на ратите (растечки или опаѓачки).

Најважни видови долгорочни кредити се: инвестициските кредити и хипотекарните кредити. Инвестициските кредити се долгорочни кредити коишто се одобруваат за финансирање на трајни вложувања во основни и трајни обртни средства (Mina, Lahr & Hughes, 2013). Инвестициските кредити се одобруваат врз основа на изготвен инвестициски елаборат, со којшто се докажува економската оправданост за изградба на објектот и неговата рентабилност. Овие кредити можат да бидат отворени и покриени. Инвестициските кредити се одобруваат во транши, бидејќи и изградбата е сукцесивна, а се враќаат во полугодишни или годишни ануитети. При изградба на некои капитални објекти користењето на инвестицискиот кредит може да трае две или три години, а отплатата отпочнува во оној момент кога ќе се одобри и искористи последната транша. Во овој случај каматата којашто се пресметува до ставањето на кредитот во отплата се нарекува интеркаларна камата и ваквото кредитирање има третман на основачко вложување.

Хипотекарните кредити се одобруваат за изградба на градежни објекти, како што се: административни и станбени згради, трговски центри и др. Овие кредити според рочноста можат да се јават како долгорочни и краткорочни. Ако деловниот субјект сака да изгради нова административна зграда којашто се одликува со долг рок на употреба, тогаш ќе земе хипотекарен кредит со рок на доспевање од повеќе

години. Од друга страна, ако деловниот субјект гради трговски центар, тогаш ќе користи краткорочен кредит за подмирување на финансиските потреби, до завршувањето на градбата. По завршувањето на изградбата на објектот, деловниот субјект ќе го врати кредитот со парите добиени од продажбата на становите или дуќаните. Овие кредити секогаш се обезбедени со градежниот објект којшто се финансира, така што износот на кредитот обично е помал од проценетата вредност на градежниот објект. Исплатата на хипотекарните кредити се остварува во повеќе рати, онака како што напредува изградбата на градежниот објект, при што банката ги префрла парите на сметката на градежното претпријатие кое што ја изведува градбата.

### **3.3. Извори на финансирање на деловните субјекти според Националната стратегија и програма за економски реформи на Република Северна Македонија**

#### **➤ Европска банка за обнова и развој**

Европската банка за обнова и развој е активна со следните програми за поддршка на развојот на активностите на деловните субјекти во Македонија:

- Програма за управување со организациски промени – ТАМ (се разменува менаџерски „know-how“ и се развиваат деловни способности),
- Програма за деловни советодавни услуги – БАС (се развива професионалниот капацитет на локалните консултанти кои ќе им обезбедуваат стручни совети за деловното извршување на малите и средни претпријатија),
- Заеднички виенски институт (спроведува семинари за менаџери во претпријатија, претприемачи и владини службеници),

Во сите свои активности банката постапува во согласност со своите корпоративни политики, процедури и стратегии, како што се: политиката на јавни информации, политиката за животна средина, независниот механизам за ресурси.

### ➤ Програма Хоризонт 2020

Програмата Хоризонт 2020 поддржува финансирање на проекти за истражување и иновации, мобилност на истражувачи, трансфер на нови технологии, стекнување на нови знаења и експертиза, како и кофинансирање на одредени активности поврзани со развој на нови производи и воведување на нови технолошки процеси.

Во рамките на програмата Хоризонт 2020 е Инструментот МСП наменет исклучиво за мали и средни претпријатија. Македонија, како асоцијативна земја членка во Програмата, учествува под еднакви услови и права како и земјите членки на ЕУ. Со цел успешно учество во програмата, Министерството за образование и наука во улога на координатор на програмата, формира мрежа на национални контакт-лица за поддршка на сите заинтересирани апликанти.

Хоризонт 2020 е отворена за учество на широк спектар на организации и индивидуални истражувачки центри, лаборатории, мултинационални компании, мали и средни претпријатија, невладини организации, јавна администрација, локална самоуправа.

Програмата е конципирана врз три столба: извонредност во науката, лидерство во индустријата и општествени предизвици, кои содржат бројни области за воспоставување и развој на интернационална соработка преку соодветни проекти, конференции, тренинг работилници, семинари, форуми, студиски посети и слично.

Користењето на овој финансиски инструмент е врз основа на аплицирање на предлог-проект на претходно објавен повик и изграден конзорциум – партнерство со субјекти од минимум 3 земји членки на ЕУ или асоцијативни земји кон Програмата.

➤ **Министерство за труд и социјална политика на Република Северна Македонија**

Министерството за труд и социјална политика на Република Северна Македонија нуди неколку програми за финансирање на малите бизниси. Една од тие програми е „Самовработување – промоција на одржливи вработувања и поддршка на Владата на РСМ во имплементацијата на оперативниот план за активен пазар на труд“, која Министерството ја реализира во партнерство со АВРСМ, со УНДП и со АПП. Оваа програма започна во 2007 година и предвидува советодавна и финансиска поддршка за остварување на одржливи вработувања, односно на самовработувања во мали оформени бизниси. Намената на оваа програма е активирање на пазарот на трудот и креирање работни места со стимулирање на побарувачката на пазарот на трудот, изедначување на неговата понуда и побарувачка во согласност со потребите, подобрување на овој пазар и намалување на сивата економија.

Програмата „Самовработување“ се имплементира преку неколку чекори и активности: објавување јавен оглас за аплицирање; давање информации од јавен карактер за можностите во врска со програмата; обука за развој на бизнис-идеи и за претприемачки вештини на првобитно избраните кандидати; поддршка за изработка на бизнис-план; изработка на критериуми, евалуација и селекција на изработените бизнис-планови и, најважното, асистенција при регистрација на компаниите и давање мали грантови на регистрираните фирми за снабдување со неопходната опрема и/или материјали. Целта на програмата е на заинтересираните невработени лица, активни баратели на работа, кои сакаат да

започнат сопствен бизнис, да им се овозможи поволен кредит со кој тие ќе се самовработат во областа на земјоделството, трговијата, преработувачката индустрија, градежништвото, услужните дејности итн.

Министерството го реализира и проектот за кредитирање на правни субјекти (микро и мали претпријатија) за отворање на нови работни места за лица до 29-годишна возраст, чија цел е да се стимулираат заинтересираните бизниси да отвораат нови работни места за млади лица до 29 години, за што се поддржани со кредит во одреден износ. Правниот субјект што ќе вработи невработено младо лице до 29 години со полно работно време, има обврска да го задржи на работа најмалку 36 месеци од денот на засновање на работниот однос. Рокот на враќање на кредитот е две години по завршувањето на грејс-периодот.

Сличен на овој е проектот за кредитирање на правни субјекти (микро и мали претпријатија) за отворање на нови работни места, чија цел е да се стимулираат заинтересираните бизниси да отвораат нови работни места, за што се поддржани со кредит во износ од 3.000 евра по лице. Бизнисите добиваат кредит во износ од 3.000 евра по лице (за максимум 3 лица или, вкупно, 9.000 евра) со грејс-период од една година и со каматна стапка од 1 %. Овде не постои возрасно ограничување на лицата што треба да се вработат. Рокот на враќање на кредитот е две години по завршувањето на грејс-периодот. И овие два проекта Министерството ги реализира преку Агенцијата за вработување на Република Северна Македонија. Покрај тоа, Министерството за труд и социјална политика, со цел да се зголеми информираноста на работодавачите за активните програми и мерки за вработување, да се дијагностицираат бариерите со кои се соочуваат работодавачите во креирање на работните места и да се зајакне социјалниот дијалог меѓу работодавачите, единиците на локална самоуправа и државните институции на локално ниво, формира форуми со работодавачи, кои се наменети, пред сè, за малите бизниси. Со овој проект е опфатена целата територија на Македонија и со непосреден контакт се информираат работодавачите за можностите за учество во активните програми и мерки за вработување и за финансирање.

➤ **Агенција за финансиска поддршка во земјоделството и руралниот развој**

Агенцијата за финансиска поддршка во земјоделството и руралниот развој (АФПЗРР) овозможува ефикасно управување со финансиските средства, како од Буџетот на Р Северна Македонија, така и со средствата од претпристапната помош на ЕУ наменети за руралниот развој. АФПЗРР ги вклучува следните сектори кои се директно поврзани со претпристапната помош на Европската Унија за рурален развој:

- Сектор за внатрешна ревизија;
- Секторот за одобрување на плаќања;
- Сектор за контрола;
- Сектор за финансиски прашања, и
- Сектор за општи и правни работи.

Надлежностите на Агенцијата за финансиска поддршка во земјоделството и руралниот развој вклучуваат:

- Извршување на мерките за директните плаќања во земјоделството;
- Интервенции на пазарот на земјоделски производи;
- Имплементација на производните квоти;
- Извршување на мерките за рурален развој;
- Реализација на средствата од претпристапната помош на Европската Унија за рурален развој;
- Спроведување на мерките на државна помош во земјоделството.



Во рамки на програмата за финансиска поддршка на земјоделството, се вршат директни плаќања (субвенции) за следните мерки:

- Мерки за поддршка на доходот на земјоделските стопанства (директни плаќања за растително и сточарско производство);
- Мерки за дополнителна поддршка за развојот на земјоделството.

Во рамки на програмата за финансиска поддршка на руралниот развој, постојат повеќе мерки:

- Помош за млади земјоделци за започнување на земјоделска дејност;
- Советодавни услуги во земјоделството;
- Инвестиции за модернизација на земјоделските стопанства;
- Инвестиции за зголемување на економската вредност на шумите;
- Инвестиции за преработка и маркетинг на земјоделски производи;
- Инвестиции во инфраструктура за развој на земјоделството и заштита од природни непогоди;
- Соработка за развој на нови производи, процеси и технологии;
- Економски здружување на земјоделски стопанства;
- Помош за вршење на земјоделска дејност во подрачја со ограничени можности;
- Помош за зачувување на руралните предели и нивните традиционални карактеристики;
- Органско производство;
- Подобрување на квалитетот на животот во руралните средини;
- Обнова и развој на селата;

- Зачувување и унапредување на традиционалните вредности во руралните подрачја;
- Воспоставување на локални акциони групи (ЛАГ);
- Реализација на стратегии за локален развој на руралните средини.

➤ **Швајцарска агенција за развој и соработка**

Швајцарската агенција за развој и соработка (SDC) и Државен секретаријат за економски работи (SECO) овозможуваат финансирање преку програмите за:

- Добро владеење, полови и трансверзални теми;
- Регионална соработка;
- Економски развој;
- Инфраструктура и животна средина;
- Организација и партнерство.

➤ **Министерство за финансии**

Секторот за централно финансирање и склучување договори (ЦФЦД) во рамките на Министерството за финансии на Република Северна Македонија е надлежен за стабилно финансиско управување на сите проекти кои се финансираат од страна на ИПА компонентите. ЦФЦД претставува водечко тело во рамките на оперативните структури за ИПА компонентите I, III и IV, како и надлежен орган кој врши склучување договори и кој е единствено одговорен за спроведување на тендерските постапки и плаќања поврзани со проекти финансирани од ЕУ. ЦФЦД ја

надгледува реализацијата на проектите, а ПАО/ХОС ја задржува целосната одговорност за реализација на истите и обезбедува ефективно надгледување за соодветна реализација на задачите делегирани од страна на СПО/ИПА координаторите.

➤ **Фонд за иновации и технолошки развој – ФИТР**

Мисијата на Фондот за иновации и технолошки развој е поттикнување и поддршка на иновациската дејност во микро, малите и средните претпријатија за остварување забрзан технолошки развој, базиран на трансфер на знаење, на истражување и развој и на иновации што придонесуваат за создавање нови работни места и за економски раст и развој, истовремено подобрувајќи ја бизнис-околината за развој на конкурентските способности на компаниите.

Фокусот на работењето на Фондот се однесува особено на:

(1) Кофинансирање микро, мали и средни претпријатија регистрирани во Република Северна Македонија, а со цел поттикнување на иновациската дејност, имплементација на иновативни решенија и на иновативни процеси, воведување иновации и трансфер на технологии кај компаниите, како и поддршка на компаниите што имаат висок потенцијал за раст.

(2) Финансирање на новоосновани, микро и мали претпријатија, регистрирани во Република Северна Македонија, фондации и акцелератори, а со цел поттикнување на иновативноста кај компаниите и пренесување на резултатите од научните истражувања во апликативни, односно комерцијални активности, преку формирање „спин-оф“ компании.

(3) Постигнување долгорочен позитивен придонес за развојот на националната економија, подобрување на конкурентноста преку технолошки и оперативни унапредувања и обезбедување нови работни места; поддршка на

формирањето на деловно-технолошки акцелератори, субјекти за давање инфраструктурна поддршка на иновациската дејност, со цел акцелерација на претприемништвото преку поддршка на физички лица што сакаат да основаат компанија, како и на веќе основани претпријатија во нивната почетна фаза (кои постојат максимум 6 години), преку обезбедување едукативна, логистичка и финансиска помош.

### ➤ **Развојна банка на Република Северна Македонија**

РБСМ е развојна и извозна банка чијашто стратешка цел е да го поддржува и поттикнува развојот на македонското стопанство, преку кредитирање на корпоративниот сектор. Банката работи во согласност со стратешките политики, цели и приоритети на РСМ под надзор на Министерството за финансии и во согласност со банкарската регулатива, под супервизија на Народната банка на РСМ. За своите обврски РБСМ одговара со целиот свој имот, а РСМ гарантира за обврските на Банката.

Активностите на РБСМ вклучуваат:

- финансирање на развојот на македонското стопанство,
- финансирање на инфраструктурата,
- поддршка на развојот на малите и средни претпријатија во РСМ,
- поттикнување на извозот,
- поттикнување на заштита на животната средина,
- осигурување на извозот на македонски производи и услуги од комерцијални и политички ризици,
- поддршка на регионалниот развој.

РБСМ ги нуди следните финансиски производи, во делот на кредитирањето:

- кредит за поддршка на извозот – обртни средства за подготовка на производство наменето за извоз и обртни средства за премостување на периодот од направениот извоз до наплатата на средствата од странскиот купувач;
- кредит за мали и средни претпријатија – трајни обртни средства и инвестиции од различни извори: ИКЛ-револвинг, РБСМ, ЕИБ, ЕИБ-револвинг;
- кредит за поддршка на земјоделството и агроиндустријата – примарно производство, преработка и извоз – преку комерцијалните банки или директно преку РБСМ;
- кредит за микрокомпаниии – микро и мали трговски друштва, индивидуални претприемачи, занаетчиски дуќани, приватни трговци, тезги на пазар и други микро и мали стопански субјекти;
- кредит за енергетика – енергетска ефикасност и обновливи извори на енергија;
- кредит за намалување на невработеноста – создавање и одржување на работни места и самовработување со кредитирање;
- кредит со гарантна шема – микро, мали и средни трговски друштва кои немаат доволно обезбедување при аплицирање кај деловните банки;
- кредит за сместувачки капацитети – инвестиции за микро, мали и средни претпријатија со седиште во РСМ за купување, изградба и адаптација на мали сместувачки капацитети до 70 легла со стандард не поголем од три ѕвезди;
- кредит за старечки домови и градинки – микро, мали и средни претпријатија со седиште во РСМ за изградба и опремување на установи за стари лица и детски градинки;

- кредит за општините во РСМ – за реализација на проекти од ИПА компонента за прекугранична соработка;
- бескаматни кредити за намалување на влијанието на Ковид-19 во економијата – микро, мали и средни трговски друштва.

Во областа на кредитното осигурување РБСМ нуди осигурување на:

- домашни побарувања (пред и по испорака) и
- извозни побарувања (пред и по испорака).

РБСМ нуди и факторинг услуги. Се работи за најнов производ кој е единствен на финансискиот пазар во РСМ, кој претставува услуга која овозможува продажба на производи и услуги на одложено плаќање, при што дел од средствата наведени во фактурата се добиваат веднаш.

#### ➤ **Министерство за економија**

Министерството за економија работи на создавање услови за развој на индустријата, на кластерингот и вклучување на македонските компании во мрежата на глобални добавувачки ланци, развиен претприемачки сектор, креирање и интеграција на единствен пазар во ЕУ, обезбедување енергетска стабилност и сигурност, истражување, експлоатација и одржливо искористување на минералните сировини, развој на туризмот со подобрување на стандардите на туристичката понуда.

Во делот поддршка и развој на малите и средни претпријатија, МЛС креира услови за:

- Поддршка на домашните претпријатија, пред сè на малите и средните претпријатија, отворање на нови работни места преку активните мерки за вработување и зголемување на нивото на платите во економијата;

- Зголемување и подобрување на можноста за раст на малите и средните претпријатија (МСП);
- Динамичен екосистем на претприемништво и иновации;
- Конкурентни мали и средни претпријатија, како двигатели на инклузивниот економски раст.

Во делот на развојот и подобрувањето на конкурентноста на македонската индустрија, МПС се грижи за:

- Зајакнат меѓуинституционален дијалог во функција на креирање на политики, мерки и активности за индустриската политика;
- Унапредување на капацитетот и конкурентноста на кластерите и нивните членки, нивно меѓународно поврзување, унапредување на знаењата базирани на високи технологии, истражување и развој, извозно ориентирани стратегии и модел базиран на индустријализација;
- Зголемување на економскиот раст и конкурентноста на индустријата на трајна основа;
- Унапредување на концептот и практиките за општествена одговорност.

## 4. ЕМПИРИСКИ ДЕЛ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО

### 4.1. Деловни тенденции и индикатори на доверба во корпоративниот сектор

Во методологијата на Државниот завод за статистика на РСМ, истражувањата за деловните тенденции по сектори (преработувачка индустрија, градежништво и трговија на мало) обезбедуваат важни информации за економски надзор, краткорочно предвидување и економски истражувања. Покрај тоа, тие се користат за откривање на пресвртни точки во економските циклуси. Затоа, анкетите се клучен додаток на официјалните статистики. Податоците од анкетите добиени во рамките на Заедничката хармонизирана програма на ЕУ за анкети за деловни субјекти и потрошувачи се посебно корисни за следење на економскиот развој на земјите членки и земјите кандидати, на ниво на ЕУ и еврозоната. Големата фреквенција, точноста и постојаната хармонизација се нивните најважни карактеристики.

Во овие методолошки истражувања се користат и т.н. индикатори на доверба (за горенаведените сектори). Индикаторите на доверба во анкетите за мислењето на потрошувачите се пресметуваат како аритметичка средина од балансите (изразени во процентни поени) на одговорите на прашањата за финансиската состојба на домаќинствата, општата економска состојба на државата, очекувањата за невработеноста и штедењето во следните 12 месеци.

Истражувањето за деловните тенденции во трговијата на мало е квалитативно истражување кое ја користи техниката на испитување на мислењата. Тоа обезбедува квалитативни, а не квантитативни (нумерички) податоци од раководителите (менаџери, директори или други членови на раководниот тим) на деловните субјекти. Тие, во своите одговори даваат оценка (добра, задоволителна,



лоша, зголемен, непроменет, намален и сл.) за тековната состојба на главните економски показатели во нивните деловни субјекти и ги искажуваат своите очекувања за движењата на тие показатели во блиска иднина.

Истражувањето за деловните тенденции во градежништвото, исто така, е квалитативно истражување кое ја користи техниката на испитување на мислењата. Тоа обезбедува квалитативни, а не квантитативни (нумерички) податоци од раководителите (менаџери, директори или други членови на раководниот тим) на деловните субјекти. Тие во своите одговори даваат оценка (добра, задоволителна, лоша, зголемен, непроменет, намален и сл.) за сегашната состојба на главните економски показатели во нивните деловни субјекти и ги искажуваат своите очекувања за движењата на тие показатели во блиска иднина.

Основната цел на истражувањето за деловните тенденции во преработувачката индустрија е да се добијат брзи податоци за тековната состојба и очекуваните движења на главните економски показатели во деловните субјекти, а со тоа и во посебните оддели на дејности и преработувачката индустрија во целина.

Овие податоци можат да се користат при донесувањето на краткорочните деловни одлуки на деловните субјекти, како и водењето на краткорочната економска политика на земјата. Статистичките серии што се добиваат од ова истражување се особено поволни за набљудување на деловниот циклус и за прогнозирање.

За потребите на нашето емпириско истражување во табела 1 се презентирани податоци за: стапката на кредити, број на деловни субјекти по големина, стапките на деловните тенденции, индикаторите на доверба и вкупната актива на банките, за периодот 2010 – 2021 год.

**Табела 1.** Стапки на кредити, деловни субјекти по број и големина, стапки на деловни тенденции и индикатор на доверба на деловните субјекти од 2010 до 2021 година

Год.	Кредити	Деловни субјекти	Микро	Мали	Средни	Големи	Деловни тенденции	Индикатор на	Деловни	Индикатор на	Деловни	Индикатор на	Вкупни Активи на банки
2010	7.0	75497	39999	34702	584	212	5.4	.0	-12.5	-2	24.1	12.5	305,290
2011	8.4	73118	46322	25984	607	205	17.3	.8	-10.2	3.5	22.8	14.5	331,176
2012	5.6	74424	53117	20341	631	335	12.2	2.7	3.5	6.4	24.1	14.6	352,886
2013	6.6	71290	49935	20241	683	431	12.8	2.0	10.0	5.0	27.3	12.9	369,505
2014	10.0	70659	49539	19937	724	459	11.5	4.8	11.2	6.1	27.2	14.0	400,281
2015	9.6	70139	48611	20313	725	490	21.2	12.8	14.0	8.1	29.6	15.1	423,668
2016	-1	71519	49364	20892	746	517	26.1	17.4	17.2	10.1	31.8	16.7	444,680
2017	5.4	71419	48577	21543	776	523	26.8	18.9	18.5	10.8	32.2	17.9	461,992
2018	7.3	72315	48778	22138	840	559	30.4	20.4	19.0	11.1	32.3	18.6	503,469
2019	6.0	75914	51800	22579	936	599	33.9	22.2	21.1	12.7	33.3	19.1	549,969
2020	4.7	73061	47859	23613	973	616	26.3	13.7	21.0	12.3	32.1	18.4	585,501

„Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на Република Северна Македонија“, Елмедина Шуајиб

2021	6.3	73002	46564	22456	970	611	28.0	14.7	19.9	11.5	31.0	18.1	593,005
------	-----	-------	-------	-------	-----	-----	------	------	------	------	------	------	---------

Извор: Завод за статистика и Народна банка на Република Северна Македонија (податоци од 15.11.2021 година)

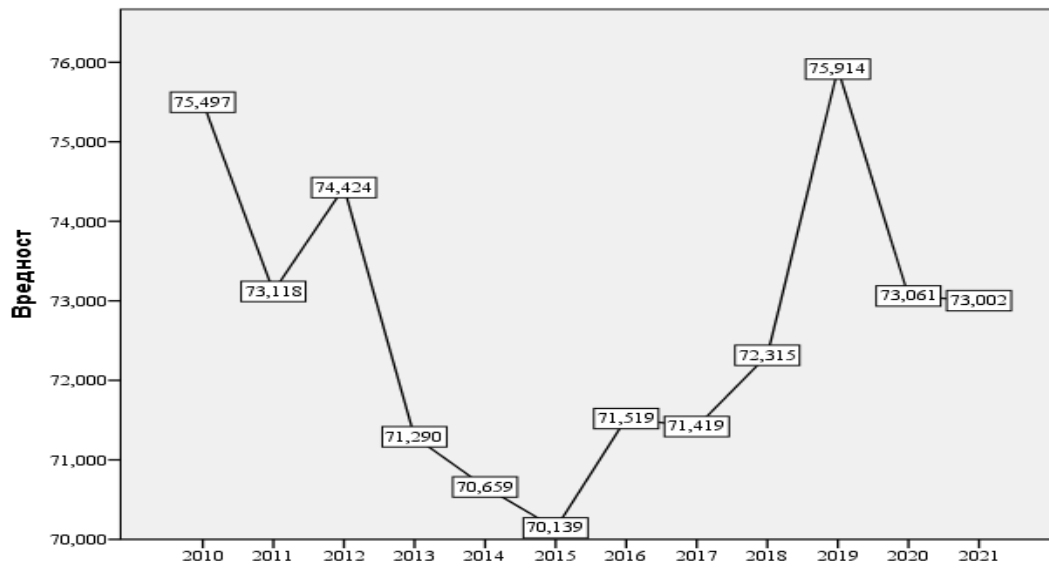
<http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/?rxid=46ee0f64-2992-4b45-a2d9-cb4e5f7ec5ef> и <https://www.nbrm.mk/ns-newsarticle-bank-financing-to-smes-in-the-republic-of-north-macedonia>

Стапките на кредитите треба да се анализираат и суштински да се компарираат со стапките на деловните тенденции и индикаторите на доверба за одделните сектори во Република Северна Македонија во еден подолг период, со цел да се изврши порелевантна и пообјективна анализа, поради што е земен период од 10 години (2010 – 2021). За оваа цел во табела 1 се прикажани:

- стапките на кредити (според Народна банка на РСМ),
- бројот на деловни субјекти според големина, и тоа микро, мали, средни и големи (според Државен завод за статистика),
- стапките на деловни тенденции (потенцијален економски перформанси) во секторите индустрија, градежништво и трговија на мало (Макстат, ДЗС);
- индикаторите на доверба (перцепција за економскиот успех на претпријатијата),
- вкупните активи на банките.

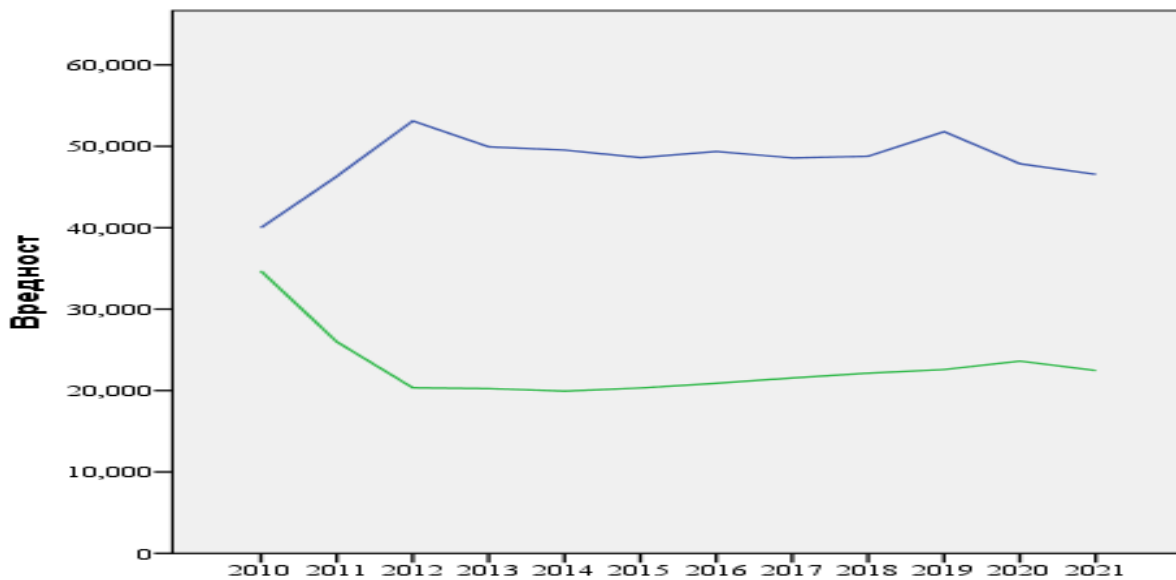
Во графиконот 1 подолу се прикажани варијациите во бројот на претпријатијата (вкупно: микро, мали, средни и големи) во Република Северна Македонија, во периодот 2010 – 2021 година. Според податоците може да констатираме дека во 2015 год. имало најмал број регистрирани претпријатија (70.139), во споредба со 2019 год. која се карактеризира со најголем број регистрирани претпријатија (75.914), по што во последните две години овој тренд бележи пад, пред сè како резултат на пандемијата со Ковид-19.

„Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на Република Северна Македонија“, Елмедина Шуајби



Графикон 1. Број на активни деловни субјекти според бројот на вработени, по региони, по години

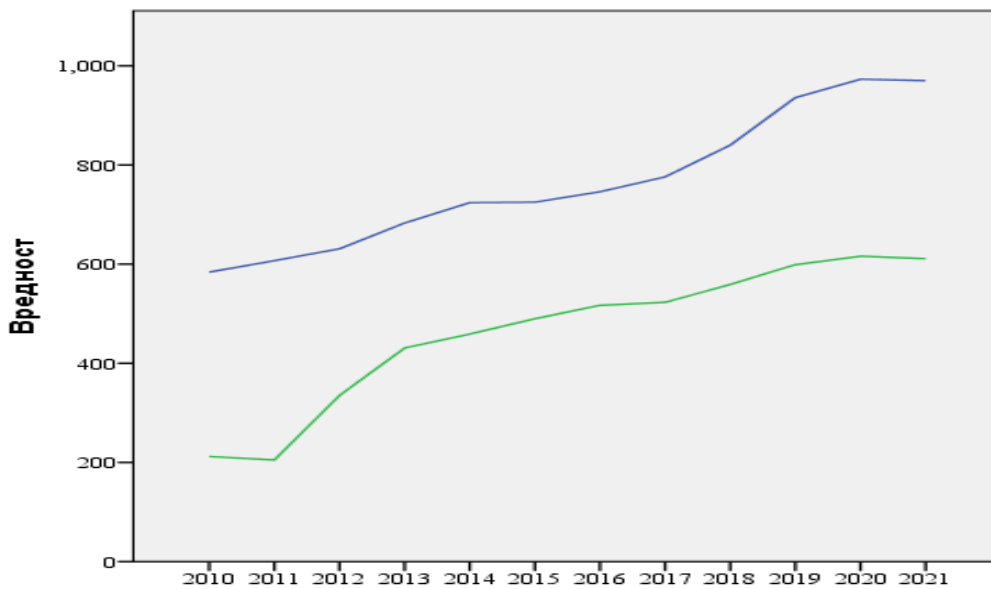
Доминацијата на микропретпријатијата (според бројот) во стопанството на Македонија е прикажана на графиконот 2, чиј тренд е означен со сина линија, наспроти зелената линија која ги означува малите претпријатија, кои според средната големина се речиси во два пати помал број.



Графикон 2. Број на активни деловни субјекти според големина МИКРО (плава) и МАЛИ (зелена)

Секторот на микро и мали претпријатија создава две третини од вкупната додадена вредност во економијата и вработува речиси три четвртини од вкупниот приватен сектор.

Од друга страна пак, во графикон 3 се прикажани трендовите на бројот на средните и големите претпријатија во корпоративниот сектор на Република Северна Македонија, кои во споредба со микро и малите претпријатија се во значителен помал број.



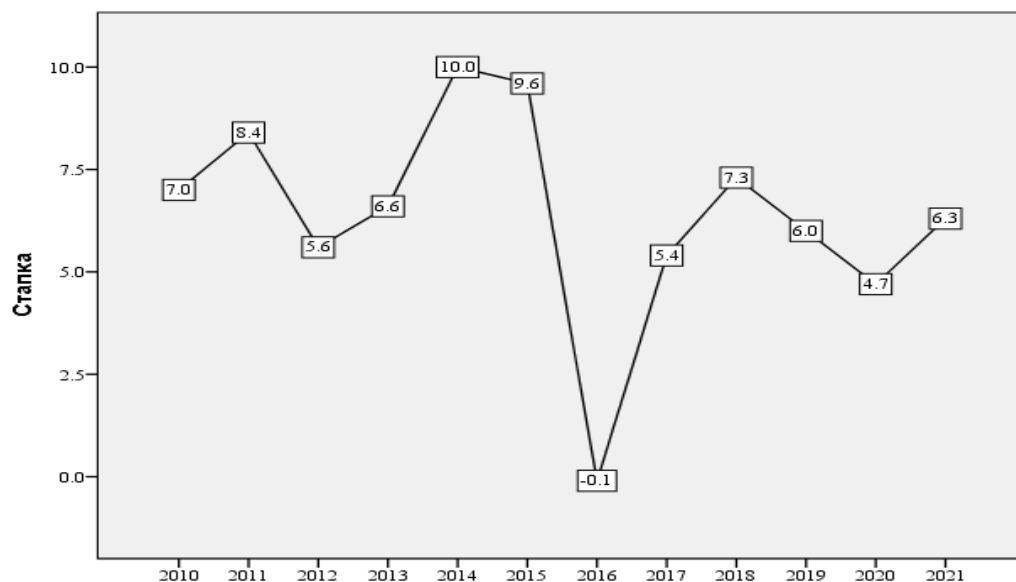
Графикон 3. Број на активни деловни субјекти според големина СРЕДНИ (плава) и ГОЛЕМИ (зелена)

За разлика од кривите на бројот на микро и мали претпријатија, кај средните и големите претпријатија се забележува статистички нагорен тренд, со мала стагнација во последните две години, поради пандемијата со Ковид-19, што генерално претставува добар знак за економијата на Република Северна Македонија.

Што се однесува до стапките на кредитирање на корпоративниот сектор, домашните банки се доминантни во финансирањето на овој сектор. Според Банката за кредитирање (НБРЗМ) во периодот 2010 – 2021 година зголемувањето

на побарувачката за кредити на претпријатијата главно била поттикната од нивната потреба за финансирање на залихите и инвестициите во обртни средства, а во помала мерка за фиксни инвестиции и реструктурирање на долгот. Според податоците на НБРСМ, претпријатијата се заинтересирани за долгорочни заеми и кредити во домашна валута.

Стапките на кредитирање (пресметани според посебна методологија на Народна банка на Република Северна Македонија) се прикажани во графикон 4, на кој може да се забележи дегресија на статистичкиот тренд во 2016 (-0,1), кога побарувачката на кредити во корпоративниот сектор е мала, а според извештаите на НБРСМ се должи на политичката криза која беше актуелна со промената на власта.

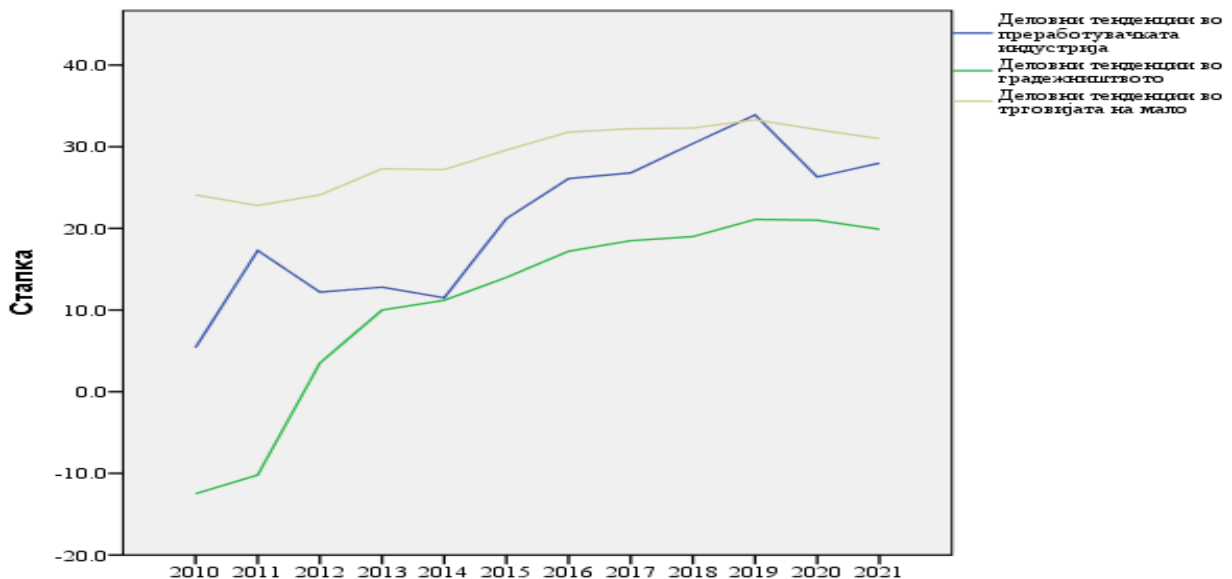


Графикон 4. Кредити на приватен сектор дадени од банки и штедилници (годишни стапки на промена во %)/5, 18

Како што беше наведено во предметот и методологијата на истражувањето, во статистичката анализа го прикажуваме и трендот на стапките на деловните тенденции на корпоративниот сектор, и тоа преку трите главни структурни нивоа (за кои постојат податоци од ДЗС): индустрија, градежништво и трговија на мало. Стапките на деловните тенденции на ДЗС обезбедуваат важни информации за економски надзор, краткорочно предвидување и економско истражување. Покрај

тоа, тие се користат за откривање на пресвртни точки во економските циклуси. Затоа, анкетите се клучен додаток на официјалните статистики, кои, за жал, најчесто се достапни со големи задоцнувања. Податоците од анкетите добиени во рамките на Заедничката хармонизирана програма на ЕУ за анкети за деловни субјекти и потрошувачи се посебно корисни за следење на економскиот развој на земјите членки и земјите кандидати, на ниво на ЕУ и еврозоната.

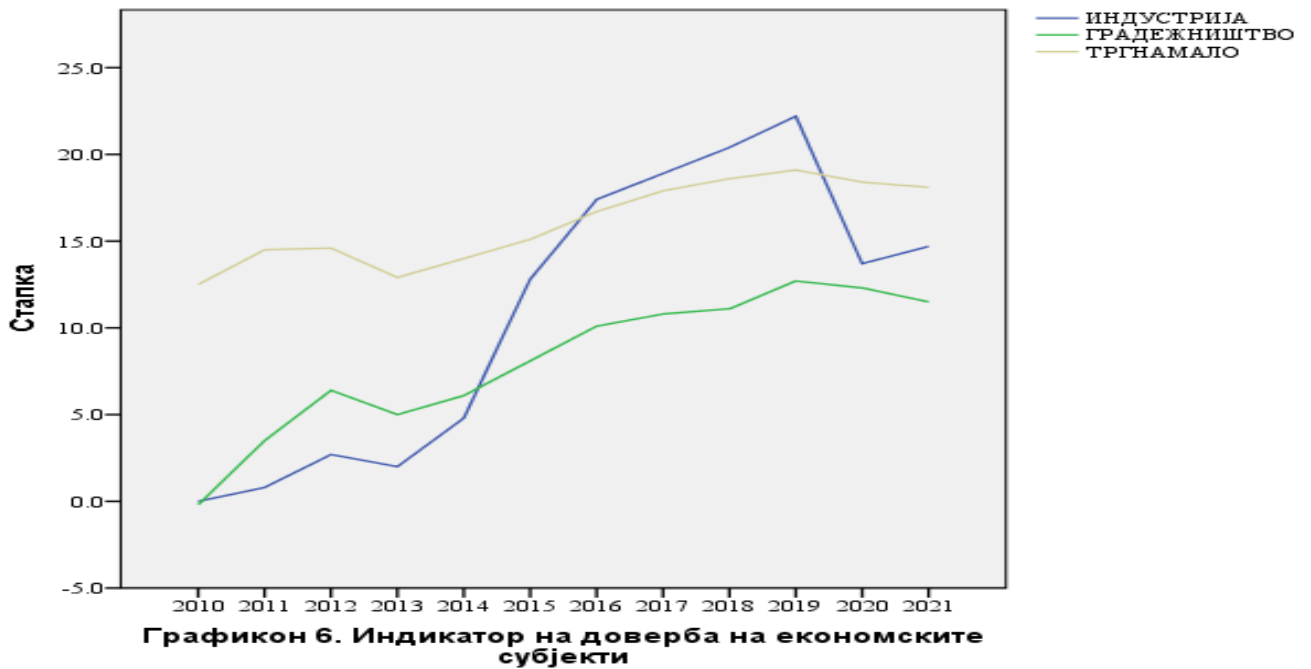
Според графикон 5, трите главни столба на корпоративниот сектор, претставени преку деловните тенденции во индустријата, градежништвото и трговијата на мало, имаат растечки статистички тренд од 2010 до 2021 година, при што последните две години се забележува еден благ пад.



**Графикон 5. Деловни тенденции на економските субјекти во индустрија, градежништво и трговија на мало**

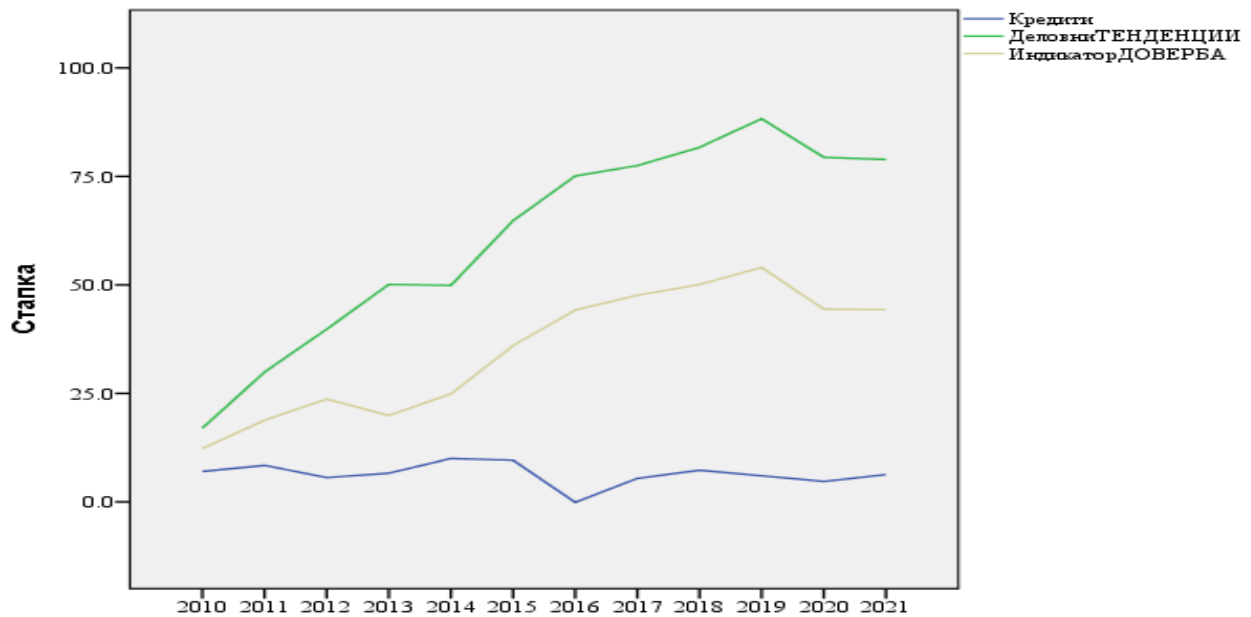
На графикон 6 се прикажани стапките на индикаторите на доверба за трите сектори, од кој исто така се гледа растечки статистички тренд за периодот 2010 – 2019 год., со пад последните две години, поради пандемијата со Ковид-19.

„Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на Република Северна Македонија“, Елмедина Шуајџи



За да се добие една првична слика за поврзаноста на стапките на кредитирање, деловните тенденции и индикаторите на доверба, статистичките трендови прикажани во претходните графикони, ги сублимираме во следниот графикон 7:





Графикон 7. Стапка на кредити, деловни тенденции и индикатор на доверба на економските субјекти од 2010-2021

➤ **Конклузивни статистики за поврзаноста и влијанието на анализираните варијабли**

Ако ги анализираме кривите на стапката на кредитирање, деловните тенденции и индикаторот на доверба до 2019 година, ќе видиме дека стапката на деловна тенденција и индикаторот на доверба имаат растечки тренд, наспроти стапката на кредитирање на корпоративниот сектор. За да добиеме една појасна конклузивна слика дали постои поврзаност помеѓу деловната тенденција и индикаторот на доверба со стапката на кредитирање во корпоративниот сектор, подолу во табела 2 ги прикажуваме коефициентите на корелација, кои ја претставуваат потенцијалната статистичка поврзаност на овие три варијабли.

**Табела 2.** Коефициенти на корелација за поврзаноста на стапката на кредити и деловните тенденции и индексите на доверба на деловните субјекти

---



---

Кредити

---

	Pearson	1				
	Correlation					
Кредити	Sig. (2-tailed)					
	N	12				
	Pearson					
	Correlation	<b>-.350</b>	1			
Деловни тенденции во индустрија	Sig. (2-tailed)	<b>.265</b>				
	N	12	12			
	Pearson					
	Correlation	<b>-.305</b>	<b>.792**</b>	1		
Деловни тенденции во градежништво	Sig. (2-tailed)	<b>.335</b>	<b>.002</b>			
	N	12	12	12		
	Pearson					
	Correlation	<b>-.389</b>	<b>.877**</b>	<b>.926**</b>	1	
Деловни тенденции во трговијата на мало	Sig. (2-tailed)	<b>.211</b>	<b>.000</b>	<b>.000</b>		
	N	12	12	12	12	
	Pearson					
	Correlation	<b>-.374</b>	<b>.939**</b>	<b>.841**</b>	<b>.949**</b>	1
Индикатор_на доверба_ИНДУСТР ИЈА	Sig. (2-tailed)	<b>.231</b>	<b>.000</b>	<b>.001</b>	<b>.000</b>	
	N	12	12	12	12	12

Индикатор_на_дов ерба_ ГРАДЕЖНИШТВО	Pearson Correlation	<b>-.372</b>	.923**	<b>.935**</b>	.909**	.904**	1	
	Sig. (2-tailed)	<b>.234</b>	.000	<b>.000</b>	.000	.000	.	
	N	12	12	12	12	12	12	
Индикатор_на_дов ерба_ТРГОВИЈА НА МАЛО	Pearson Correlation	<b>-.357</b>	.957**	.781**	<b>.855**</b>	.915**	.936**	1
	Sig. (2-tailed)	<b>.254</b>	.000	.003	<b>.000</b>	.000	.000	
	N	12	12	12	12	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Пресметаните коефициенти на корелација за потенцијалната поврзаност помеѓу деловната тенденција и индикаторот на доверба од една страна и стапката на кредитирање од друга страна (sig=.265 .335 .211 .231 .234 и .254 ( $p>0.05$ )), покажуваат дека не постои статистичка поврзаност. Од друга страна пак, коефициентите на корелација помеѓу деловната тенденција и индикаторот на доверба се силно поврзани помеѓу себе. Со други зборови, трендовите на деловната тенденција и индикаторот на доверба  $R=.939$  .935 .855 sig=.000 ( $p<0.01$ ), покажуваат дека со порастот на стапката на деловната тенденција расте и довербата на граѓаните во претпријатијата од анализираните сектори.

Следните табели ја прикажуваат факторијалната анализа со линеарна регресија, за влијанието на стапките на кредитирање на корпоративниот сектор врз деловните тенденции:

**Табела 3.** Линеарна регресија

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate
1	.352 <sup>a</sup>	.124	.036	22.7580

a. Predictors: (Constant), Кредити на приватен сектор дадени од банки и штедилници

b. Dependent Variable: ДеловниТЕНДЕНЦИИ

**Табела 4.** Значајност за линеарната регресија ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
	Regression	733.627	1	733.627	1.416	.261 <sup>b</sup>
1	Residual	5179.280	10	517.928		
	Total	5912.907	11			

a. Dependent Variable: ДеловниТЕНДЕНЦИИ

b. Predictors: (Constant), Кредити на приватен сектор дадени од банки и штедилници

Иако во табела 3 се гледа коефициент од  $R=.352$ , во табела 4 коефициентот на значајност  $\text{sig}=.261$  ( $p>0.05$ ), поради што се констатира дека кредитните стапки (кредитирањето) не влијаат на стапките на деловните тенденции во корпоративниот сектор на РСМ, во периодот 2010 – 2021 год.

Со следната факторијална анализа со линеарна регресија (табела 5 и табела 6 подолу) се добива коефициент од  $R=.381$  и коефициент на значајност  $\text{sig}=.222$  ( $p>0.05$ ), со што се констатира дека кредитните стапки (кредитирањето) не влијаат на стапките на индикаторот на доверба во корпоративниот сектор во РСМ за периодот 2010 – 2021 год.

**Табела 5.** Линеарна регресија

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate
1	.381 <sup>a</sup>	.145	.059	13.8520

a. Predictors: (Constant), Кредити на приватен сектор дадени од банки и штедилници

b. Dependent Variable: Индикатор ДОВЕРБА

**Табела 6.** Коефициент на значајност ANOVA<sup>a</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
-------	----------------	----	-------------	---	------

	Regression	324.920	1	324.920	1.693	.222 <sup>b</sup>
1	Residual	1918.776	10	191.878		
	Total	2243.697	11			

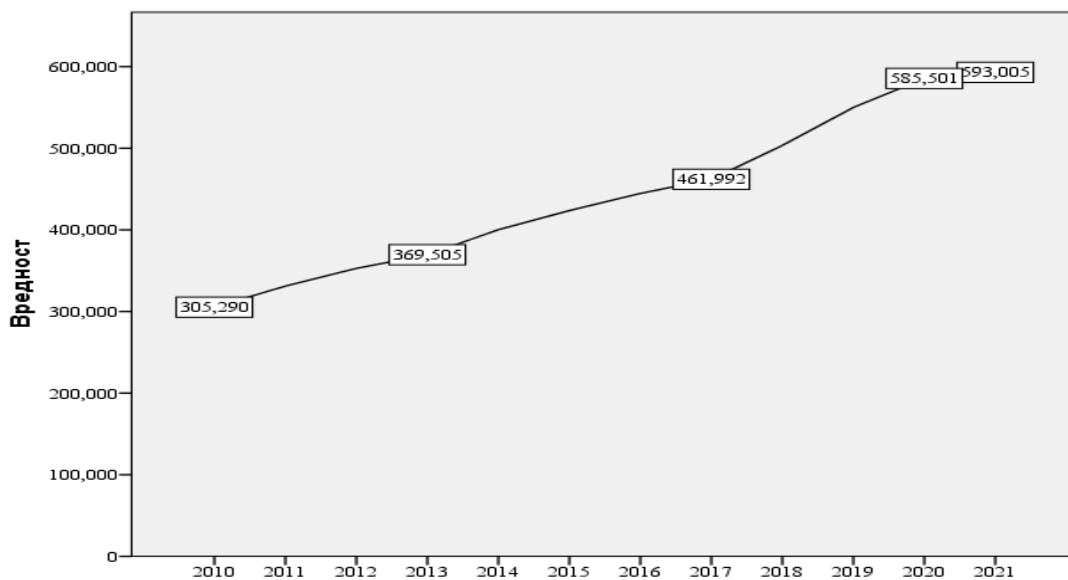
a. Dependent Variable: Индикатор ДОВЕРБА

b. Predictors: (Constant), Кредити на приватен сектор дадени од банки и штедилници

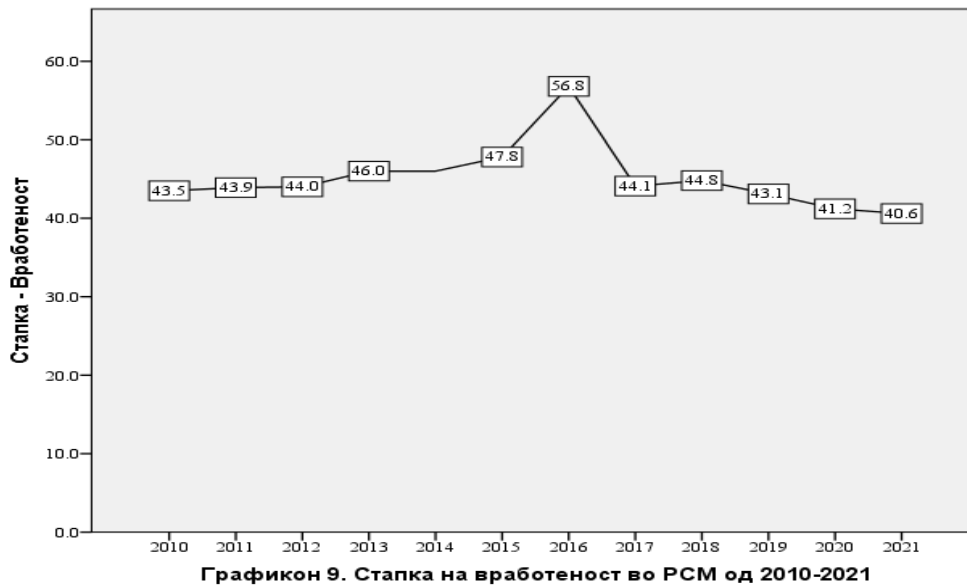
По овие констатации се поставува уште едно истражувачко прашање, а тоа е дали банките како посебен економски сектор бележат значаен раст на активата како резултат на кредитирањето на корпоративниот сектор во периодот 2010 – 2021 година (претходно заклучивме дека стапката на кредитирање нема економска значајност на порастот на деловната тенденција и индикаторот на доверба во претпријатијата).

Вкупна актива на банки	
Mean	443451.83
Median	434174.00
Mode	305290 <sup>a</sup>
Std. Deviation	97913.370
Minimum	305290
Maximum	593005

Според табела 6 и графикон 8 вкупните активи на банките во периодот од 2010 – 2021 година се во постојан раст, посебно од кредитирањето на корпоративниот сектор, иако овие кредити, според горните анализи, немаат значаен придонес за корпоративниот сектор во делот на деловните тенденции и индикаторот на доверба, како два значајни показатели на економскиот тренд на развитокот на овој сектор во Република Северна Македонија.



Графикон 8. Вкупната Актива на банки во РСМ од 2010-2021



Исто така, интересно е и тоа што иако деловната тенденција и индикаторт за доверба е во статистички раст од 2010 до 2021 година, сепак стапката на вработеност овие години останува во стагнација (графикон 9).

#### 4.2 Ефектите на кредитирањето на корпоративниот сектор врз економијата на Република Северна Македонија

Корпоративниот сектор во Македонија во последните 5 години се состоеше од 72.315 компании, во согласност со извештаите на Државниот завод за статистика (ДЗС). Мора да се напомене дека анализата на корпоративниот сектор во Македонија е ограничена, од повеќе причини. Една од нив е квалитетот и достапноста на годишни финансиски извештаи (особено за малите и микросубјекти). Поконкретно, малите и микросубјекти немаат законска обврска да изготват ревидирани финансиски извештаи и главно ги извршуваат своите сметководствени активности користејќи ги услугите на овластени сметководители. Исто така, тие не се обврзани да ги применуваат Меѓународните стандарди за



финансиско известување (МСФИ). Изготвувањето на финансиски извештаи за даночни цели или за потребите за исполнување на одредени законски барања се главните причини за нивното финансиско известување. Следствено на тоа, веродостојноста на податоците извлечени од нивните финансиски извештаи е дополнителна причина за претпазливост при анализата. Од овие 72.315 компании, само 53.669 доставиле финансиски извештаи во Централниот регистар, што претставува околу 75 проценти од сите компании. Анализата подолу се базира токму на тие компании. Со оглед на тоа што од литературата често се доаѓа до заклучок дека големината на компаниите може да биде важен фактор за нивната структура на капитал, подолу ја испитуваме структурата на македонскиот корпоративен сектор врз основа на компаративната важност на големината на компаниите.

Со повеќе од две третини од вкупната додадена вредност и три четвртини од вработеноста, уделот на ММСП во економијата на Македонија е далеку над соодветните просеци на ЕУ од 57 проценти и 66 проценти. Во периодот од 2008 до 2020 година, додадената вредност на ММСП се зголемила за 28 проценти, а вработеноста се зголемила за 24 проценти, што подразбира благ пораст во продуктивноста на трудот. Во 2018 година, ММСП во Северна Македонија вработувале 285.682 работници, во споредба со 93.055 вработени во големите компании. Генерирале додадена вредност што е приближно двојно поголема од додадената вредност на големите компании.

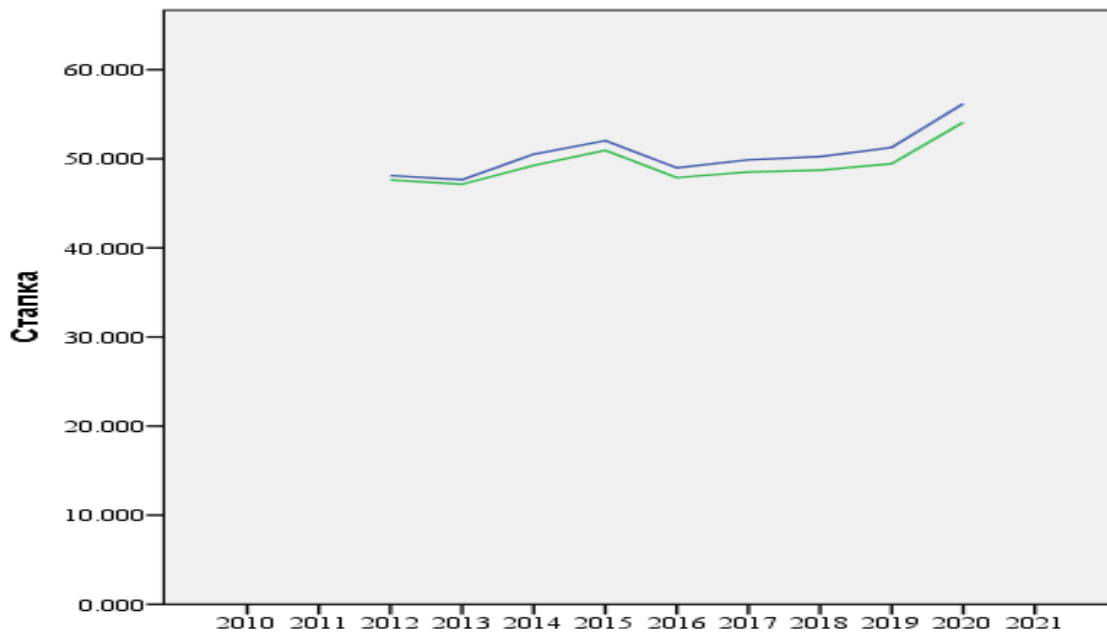
Во земјите од Западен Балкан, ММСП сочинуваат 99 проценти од сите фирми, генерираат околу 65 проценти од вкупната додадена вредност и сочинуваат 73 проценти од вкупното вработување во деловниот сектор, што е слично и на податоците за Македонија поединечно. Препознавајќи ги овие клучни придонеси на ММСП за националните економии, владите од целиот регион формираа посебни агенции и развија стратегии за поттикнување на конкурентноста на ММСП. Сепак, и понатаму има што да се стори со цел справување со предизвиците со кои се соочуваат ММСП и претприемачите во регионот, почнувајќи од пристап до финансиски средства, до учество во меѓународната трговија. Имајќи ја предвид

идната економска интеграција во Европската Унија (ЕУ), земјите од Западен Балкан треба да ги решат тие предизвици за да можат да се носат со конкурентскиот притисок во Унијата. ММСП сочинуваа околу 99 проценти од вкупниот број регистрирани нефинансиски корпорации во Македонија на крајот на 2018 година. И покрај тоа, тие учествуваат со околу половина (51 процент) во вкупната актива. Економските и финансиските перформанси на микро и малите компании се инфериорни во однос на средните и големите фирми. Тие остваруваат помали маргини на оперативна добивка и имаат повисок сооднос на долг.

Повеќето ММСП (46 проценти) работат во трговија, транспорт и туризам, проследени со 14 проценти кои работат во недвижности и финансиски услуги, додека 12 проценти од ММСП работат во индустрискиот сектор. Распределбата на ММСП по индустрии е слична на целокупната структура на економијата по сектори, со мали разлики. На пример, додека 56 проценти од сите компании во Македонија работат во секторот трговија, транспорт и туризам, тоа важи за 46 проценти од ММСП. Слично на тоа, индустријата е во помала мера застапена меѓу ММСП, во однос на вкупните компании.

Општо земено, структурната анализа на корпоративниот сектор во Македонија покажува дека микро, малите и средни претпријатија (ММСП) играат суштинска улога и се многу важни за економијата. Во Македонија повеќе од 99 проценти од сите компании се ММСП, кои обезбедуваат 75 проценти од вкупните работни места во земјата. Структурата на ММСП во Северна Македонија е слична како таа во земјите во Европската Унија според распределбата по големина, но не и според работните места и додадената вредност.

Генерално, финансискиот систем во Македонија се карактеризира со сиромашна финансиска инфраструктура, слаба поврзаност меѓу поделните сегменти и отсуство на сложени финансиски инструменти и услуги.



**Графикон 10. Вкупните домашни кредити за Корпоративниот сектор и Вкупните кредити од Банки за корпоративниот сектор во РСМ**

Имено, банкарските институции имаат доминантно учество во финансискиот сектор (графикон 10), како што се утврди и погоре во емпирискиот дел на истражувањето, каде што констатиравме дека вкупните активи на банките во периодот од 2010 до 2021 година се во постојан раст, посебно од кредитирањето на корпоративниот сектор и нефункционалните кредити, иако овие издавања на кредити, според горните анализи, немаат значаен придонес за економијата на корпоративниот сектор, во делот на деловните тенденции и индикаторот на доверба, како два значајни показатели на трендот на развојот на овој сектор во Македонија. Конкретно, последните години тие зафаќаат 87,6 % од вкупната актива на финансискиот сектор. Тоа значи дека стабилноста на банкарскиот сектор е најзначајниот фактор за одржување на стабилноста на останатите институционални сегменти и на целокупниот финансиски систем во земјата.

Недепозитните финансиски институции во последните години учествуваат со само 11,7 % во вкупните средства на финансискиот сектор, односно пензиските фондови учествуваат со 6,4 %, друштвата за осигурување со 3,3 %, лизинг друштвата со 1,4 %, инвестициските фондови со 0,2 %, финансиските друштва со

0,2 % и брокерските куќи со 0,1 % и со тоа нивното учество во финансирањето на деловните субјекти е незначително.

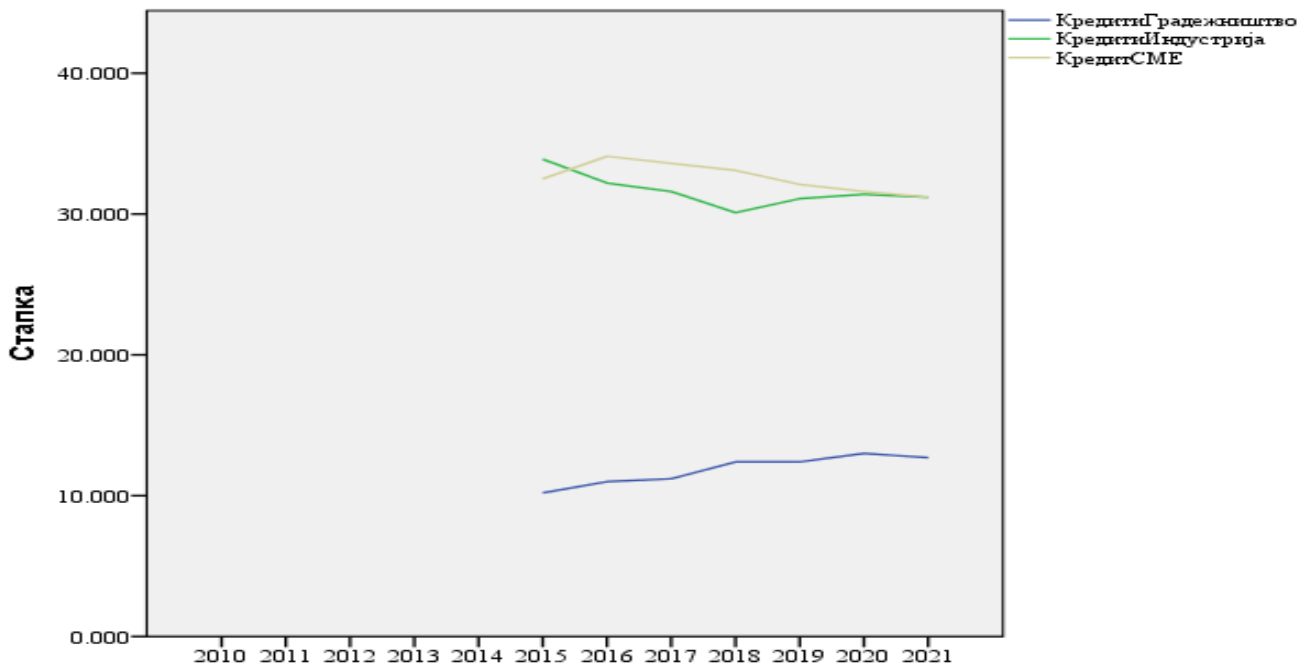
Според ова, констатираме дека близу 90 % од финансирањето на корпоративниот сектор во Македонија се одвива преку депозитните финансиски институции (банки во 95 % од случаите, наспроти мал процент од штедилниците), наспроти малиот процент на финансирање од недепозитните финансиски институции (друштва за осигурување, брокерски друштва, лизинг друштва, пензиски фондови, инвестициски фондови и други финансиски друштва).

**Табела 7.** Дескриптивни статистики за вкупната стапка на домашните кредити кон приватниот сектор, по сектори во РСМ од 2010 до 2021 година

	Домашни кредити за приватниот сектор	Домашни кредити за приватниот сектор од банки	Кредити Градежништ во	Кредити Индустрија	Кредити МСП
Средина	37.90590	44.46870	11.84286	31.64286	32.60000
Станд. девијац.	22.961049	14.219432	1.042205	1.178781	1.058301
Minimum	.000	.000	10.200	30.100	31.200
Maximum	56.189	54.103	13.000	33.900	34.100

Според висината на нивото на кредитирање во одделните сектори на корпоративниот сектор, како целина доминира нивото на кредитирање на малите и средните бизниси, со стапка 32,6, наспроти 31,6 во секторот на индустријата и

многу помало ниво, 11,8 на кредитирањето во секторот на градежништвото (Табела 7).



**Графикон 11. Стапка на кредити во Градежништвото, Индустијата и во Малите и Средните бизниси**

Банкарскиот систем во Македонија вклучува 14 комерцијални банки и една банка во државна сопственост (Македонска банка за поддршка на развојот). Во рамките на деловните банки има пет големи банки, шест средни и три мали банки. Петте најголеми банки претставуваат околу 75 % од вкупната актива во банкарскиот сектор. Според последните податоци, учеството на странскиот капитал во вкупниот капитал на банкарскиот систем изнесува 71,9 %. Шест банки се подружници на странски банки, од кои четири се со седиште во еврозоната. Составот на кредитното портфолио на домашните банки се менуваше во текот на годините. Пред 20 години претпријатијата беа доминантен сектор во кредитните портфолија на банките, со повеќе од 90 % од вкупните кредити. Со текот на годините, интересот за кредитите на населението континуирано се зголемуваше. Во последните две години слично учество во вкупните банкарски кредити имаа домаќинствата и претпријатијата (49,1 % и 50,4 %, соодветно).

Домашните банки се доминантни во финансирањето на корпоративниот сектор. Според Анкетата за заемите на банките (НБРСМ) во периодот 2006 – 2020 година, зголемувањето на побарувачката за кредити на претпријатијата главно беше поттикнато од нивната потреба за финансирање залихи и инвестиции во обртни средства, а во помала мерка за фиксни инвестиции и реструктурирање на долгот. Според податоците на НБРСМ, претпријатијата се заинтересирани за долгорочни заеми и кредити во домашна валута (75,7 % и 58,2 % од вкупните корпоративни кредити, соодветно на крајот 2020 година).

МСП во Република Северна Македонија, според најкористениот критериум за одредување на овој сектор – големината, претставуваат 99,7 % од вкупните претпријатија, а доминантни се микросубјектите. Овој сектор претставува две третини од вкупната додадена вредност во економијата и речиси три четвртини од вкупниот вработен приватен сектор.

Од друга страна пак, домашниот корпоративен сектор има релативно едноставна структура на изворите на финансирање, во која недостасува пазарното финансирање, отсуствува емисија на должнички хартии од вредност и долгот главно се состои од меѓукомпаниски обврски, вклучително и обврски кон добавувачите, обврски кон нерезидентите и кредитна поддршка од банкарскиот систем. Во структурата на долгот најважно место заземаат долгот кон нерезидентите (странските кредитори) со 55,8 % и долгот кон домашните банки со 42,7 %. Според податоците од НБРМ вкупната задолженост на деловните субјекти во последните 5 години изнесуваше околу 2/3 од БДП. Имено, вкупниот долг на деловните субјекти во последните 5 години се зголеми за 5,5 % на годишна основа, што претставува најмала годишна стапка на раст во изминатите пет години. Причини за ваквото забавување на растот на долгот се: постоечкото ниво на задолженост на деловните субјекти, скромниот обрт на средствата, како и претпазливоста на банките при одобрувањето кредити на деловните субјекти. Прогресивната нефункционална задолженост претставува јасен показател за намалената кредитоспособност на домашниот корпоративен сектор и намалениот капацитет на постоечките кредитокорисници за нова кредитна активност.

Пазарот на капитал во Македонија се карактеризира со мал број нисколиквидни, капитални финансиски инструменти коишто се издаваат и со коишто се тргува на Македонската берза. Во последните 5 години дополнително се намали и онака малиот обем на емисии на долгорочни хартии од вредност на примарниот пазар на капитал, а причините за тоа лежат во недоволната заинтересираност на деловните субјекти за финансирање на развојното работење преку издавање на долгорочни финансиски инструменти, отсуството на стручен кадар кој би ја познавал целокупната процедура за мобилизација на потребните финансиски средства на ваков начин, недоволната информираност на јавноста за придобивките од инвестирањето на слободните финансиски средства во финансиски инструменти на берзата и сл. Акционерските друштва во Македонија најчесто остваруваат емисии на хартии од вредност преку приватни понуди.

Лизингот е значаен извор на финансирање за деловните субјекти во РСМ бидејќи акумулацијата што тие ја остваруваат, не е доволна за обезбедување на зголемените потреби за обновување и реконструкција на постојната опрема. Лизингот им овозможува на деловните субјекти да дојдат до современа и софистицирана технологија, без ангажирање готови парични средства. Своите почетоци лизингот ги има во 2000 година со основањето на првата лизинг компанија, НЛБ Лизинг, со лиценца издадена од Министерството за финансии. Со донесувањето на Законот за лизинг во 2002 година, всушност, се создадоа институционални предуслови за унапредување на оваа дејност. Лизингот најмногу е застапен во туристичките и сервисните фирми, особено во облик на rent-a-car, а првата асоцијација, кога ќе се спомене за лизинг во нашата земја, упатува на лизингот на автомобили (пред сè, користен од страна на физичките лица). Областите на примена на лизингот како форма за финансирање се многу ограничени и, главно, се поврзуваат со лесните патнички возила, а помалку со превозните средства, товарните возила, додека опремата и машините, за жал, многу малку се застапени. Постојат бројни проблеми кои се јавуваат при користењето на лизингот како извор за финансирање на деловните субјекти во нашата земја, а кои произлегуваат, главно, од севкупната состојба во стопанството

и другите појави кои произлегоа од долгиот процес на транзиција, како што се, на пример, финансиската неликвидност, презадолженоста, недоволната искористеност на капацитетите и сл. Имено, голем дел од домашните лизинг компании се соочуваат со проблеми, особено при наплатата на побарувањата, поради неможноста должниците да ги сервисираат своите обврски. Сепак, во споредба со земјите од регионот, стапката на наплата во Македонија е повисока, што се должи на добрата проценка на потенцијалните клиенти, но и на фактот што пазарот за финансирање кај нас сè уште не е развиен како во другите земји.

Од 2020 година, работењето на домашниот корпоративен сектор беше под силно влијание на пандемијата со корона вирусот. Овој неочекуван двоен шок, што делуваше и на страната на побарувачката и на страната на понудата на стоки и услуги, ги погоди речиси сите дејности на секторот. Ефектите се почувствуваа преку пад на приходите, што во услови на структурно слаба ликвидносна позиција на домашниот корпоративен сектор, го зголеми ризикот од неисполнување на обврските, како и проблемите со отплатата на долгот на корпоративниот сектор. Од страна на главните економски и финансиски институции на државата се донесени сет регулаторни и монетарни мерки, насочени кон привремено олеснување на финансискиот товар на кредитокорисниците од домашните банки и продолжено одржување на поволни финансиски услови и на кредитниот циклус. Овие мерки, заедно со донесените антикризни фискални пакети, придонесоа за полесно надминување на првичниот ликвидносен шок поради пандемијата и ограничување на ризиците за солвентноста на корпоративниот сектор, со што се намали можноста за остварување на кредитниот ризик во билансите на домашните кредитори (главно банките).

Корпоративниот сектор ги завршува овие две последни години со стабилна ликвидносна (иако традиционално ниска) и солвентна позиција, што заедно со сè уште умереното ниво на задолженост, придонесува за релативна отпорност на секторот на шокови. Сепак, можни се одложени ефекти, особено ако се земе предвид влошениот финансиски резултат со последици врз способноста на секторот за редовно намиравање на обврските. Дополнителен ризик е



истекувањето на антикризните мерки, коишто придонесоа за финансиската одржливост на корпоративниот сектор во претходниот период, како и тековната енергетска криза, што би ја забавило динамиката на економското закрепнување. Ваквите состојби ја нагласуваат ранливоста на корпоративниот сектор за следниот период, чиешто евентуално остварување би можело да ги зголеми ризиците за финансиската стабилност.

Во табелата 8 во продолжение се претставени коефициентите на корелација за анализа на поврзаноста на стапката на кредитирање на корпоративниот сектор и макроекономските показатели во РСМ.

**Табела 8.** Коефициенти на корелација за поврзаноста на стапката на кредити на корпоративниот сектор со макроекономските показатели во РСМ

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
R	1									
1. Деловни тенденции		12								
R	-.167	1								
2. GDP_growth		.624								
		11	11							
R	.501	-.568	1							
3. Домашни кредити за приватниот сектор		.170	.110							

		9	9	9						
	R	.703*	-.554	.990**	1					
4. Домашни кредити од банки		.016	.077	.000						
		11	11	9	11					
	R	.776*	-.560	.501	.398	1				
5. Кредити Градежништво		.040	.248	.311	.435					
		7	6	6	6	7				
	R	-.861*	.192	.050	.159	-.810*	1			
6. Кредити Индустија		.013	.715	.925	.763	.027				
		7	6	6	6	7	7			
	R	-.209	.457	-.875	-.845	-.620	.124	1		
7. Кредити МСП		.652	.362	.052	.054	.138	.791			
		7	6	6	6	7	7	7		
	R	.109	-.924**	.562	.544	.548	-.234	-.522	1	
8. Вкупен долг на корпоративниот сектор		.816	.008	.246	.264	.203	.613	.229		
		7	6	6	6	7	7	7		
9. Стечајни постапки	R	-.641	.494	-.527	-.446	-.907**	.605	.646	-.588	1

	.121	.319	.283	.376	.005	.150	.117	.165	
	7	6	6	6	7	7	7	7	7
R	-.472	.434	.003	.063	-.823*	.855*	.260	-.505	.687
10. Вкупна продуктивност на економијата	.168	.244	.994	.871	.023	.014	.573	.247	.088
	10	9	9	9	7	7	7	7	7

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\*. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Од табела 8 може да се издвојат неколкуте значајни коефициенти на поврзаноста на стапката на кредитирање на корпоративниот сектор со макроекономските стапки на економијата на Република Северна Македонија (деловни тенденции, Бруто-домашен продукт, вкупниот долг на корпоративниот сектор, вкупната продуктивност на економијата). При тоа, високата позитивна корелација од  $R=.703$  ( $p<0.05$ ) помеѓу домашните кредити за приватниот сектор од банките и деловните тенденции покажува дека со порастот на стапката на кредитирање растат и деловните тенденции на корпоративниот сектор во РСМ последната декада. Исто така, уште еднаш се потврдува ставот дека над 90 % од кредитирањето на корпоративниот сектор во Македонија ги вршат банките, која констатација се заснова на високиот корелациски коефициент од  $R=.990$  ( $p<0.01$ ) помеѓу домашните кредити за приватниот сектор од банките и вкупните домашни кредити за приватниот сектор.

Од друга страна пак, се појавува значајна корелација помеѓу стапката на кредитирање на градежништвото со деловните тенденции  $R=.776$  ( $p<0.05$ ), што укажува на тоа дека кредитирањето на градежништвото позитивно влијае врз

вкупната деловна тенденција на корпоративниот сектор, но од друга страна пак, високата негативна корелација од  $R = -0.823$  ( $p < 0.05$ ) помеѓу кредитирањето на градежништвото и вкупната продуктивност на економијата укажува на тоа дека што повеќе се кредитира градежништвото, толку помала е продуктивноста на економијата (ова појава може да се поврзе со високата стапка на неликвидност во градежниот сектор и високата стапка на долг во овој сектор).

Ситуацијата е спротивна со кредитирањето во индустрискиот сектор, каде  $R = -0.861$  ( $p < 0.05$ ) и покажува негативна корелација со вкупната деловна тенденција, што значи дека кредитирањето на индустрискиот сектор ја намалува вкупната деловна тенденција на корпоративниот сектор (ова се должи на помалата стапка на кредитирањето на индустрискиот сектор наспроти другите сектори и на неразвиеноста и неконкурентноста на овој сектор), но од друга страна пак, со  $R = 0.855$  ( $p < 0.05$ ) позитивна корелација со вкупната продуктивност на економијата укажува дека кредитирањето на овој сектор значајно влијае врз вкупната продуктивност на економијата (значи треба да се кредитира што повеќе овој сектор, бидејќи има позитивно влијание врз економијата на земјата).

Еден многу значаен негативен корелациски коефициент од оваа анализа е негативната поврзаност помеѓу вкупниот долг на корпоративниот сектор и стапката на бруто-домашен производ на земјата (GDP) со  $R = -0.924$  ( $p < 0.01$ ), што покажува дека со порастот на вкупниот долг на корпоративниот сектор (последните две години изнесува 68,7 %) опаѓа стапката на бруто-домашниот производ, со други зборови иако без кредитирање нема развој на корпоративниот сектор, сепак поради неликвидноста и некои други фактори кои водат до раст на задолженоста на корпоративниот сектор, опаѓа развојот на економијата и бруто-домашниот производ.

Уште еден значаен негативен коефициент на корелација од  $R = -0.907$  ( $p < 0.01$ ) помеѓу кредитирањето во секторот на градежништвото и бројот на стечајните постапки во корпоративниот сектор укажува на сензибилноста на градежниот сектор, т.е. со порастот на кредитирањето на овој сектор се намалуваат стечајните

постапки, со други зборови овој сектор поради неликвидноста не е во состојба да генерира економска и финансиска стабилност и независност и дефинитивно претставува економски проблем во Македонија.

При вакви движења, вкупните приходи на корпоративниот сектор во последните две години се намалија, што следува по повеќегодишниот постојан раст. Падот во активноста повлече пад и кај расходите, главно во делот на трошоците за сировини и влезни материјали и за набавки на производи. Во рамки на финансиските расходи, трошоците за камати се намалија во услови на ниски каматни стапки и привремено одложување на наплатите на кредитите од страна на домашните банки. Од друга страна, трошоците за вработените лица продолжија да растат, при натамошен раст на платите во корпоративниот сектор, во услови кога бројот на вработени умерено се намали, за што поддршка обезбедија донесените антикризни мерки.

Во текот на 2021 година, домашниот корпоративен сектор го нормализира работењето и почна да закрепнува од последиците на пандемијата, што имаше силно влијание врз активностите на секторот во претходната година. (Извештај за финансиска стабилност во Република Северна Македонија во 2021 год.). Повторното отворање на економиите и олеснувањето на заштитните мерки, во услови на имунизација на населението и приспособување кон новите околности наметнати од пандемијата, се фактори коишто придонесоа за економското закрепнување и раст на активностите на корпоративниот сектор. Придонес имаа и преземените мерки за поддршка на економијата и олабавената монетарна политика на Народната банка, што овозможи континуирано кредитирање на корпоративниот сектор и олеснување на финансиските услови. Во вакви услови, закрепнаа активностите кај речиси сите субјекти од корпоративниот сектор, иако со различен интензитет, во зависност од обемот на претрпени загуби, спецификите на работењето и опфатеноста со заштитните мерки, како и можноста за приспособување на активностите на условите на пандемијата.

Закрепнувањето е поспоро кај најмногу погодената, угостителската дејност, којашто и покрај тоа што оствари највисок раст на продажбите, сепак не успеа да се врати на патеката на профитабилно работење. Микросубјектите и натаму остануваат најранливата група субјекти со најголема изложеност на ризици од работењето. Корпоративниот сектор, во целина, ја заврши годината со подобрена профитабилност, умерен обем на задолженост и релативно стабилна, иако традиционално ниска, ликвидносна позиција.

Долгот на корпоративниот сектор се зголеми во 2021 година, но неговата задолженост мерена преку учеството во БДП е стабилна и е под изведениот праг на ранливост. Секторот на нерезидентите останува главниот доверител на домашниот корпоративен сектор, а раст забележа и задолженоста кон домашните банки. Значителен дел од долгот на компаниите е со валутна компонента и со променливи каматни стапки, што ја нагласува изложеноста на валутниот ризик, којшто е ограничен заради стратегијата на таргетирање на девизниот курс и на каматниот ризик, кој особено станува сè позначаен во тековните услови на промена на циклусот на каматни стапки.

Неизвесното окружување создава ризици за работењето на корпоративниот сектор во следниот период. Војната во Украина дополнително ги продлабочи веќе присутните нерамнотежи на глобалниот пазар под влијание на пандемијата, што доведе до раст на цените на енергенсите и на репроматеријалите и генерално, засилување на инфлацијата во глобални рамки. При реакции на монетарните власти преку затегнување на монетарната политика, глобалните финансиски пазари веќе укажуваат на заострување на условите за финансирање и се очекува период на низок глобален раст, па дури и глобална рецесија според попесимистичките сценарија. Сето ова може да доведе до значително влошен амбиент за работењето на домашниот корпоративен сектор, проследен и со зголемени трошоци за финансирање, што во крајна линија може да влијае и за поголемо остварување на кредитниот ризик кај домашните банки. Ваквите ризици се најприсутни кај оние субјекти коишто во моментот имаат високо ниво на

должнички товар, не остваруваат задоволителен обем на оперативен паричен тек од работењето или работат со ниски профитни маргини.

Во услови на влошен финансиски резултат, показателите за способноста за намирување на обврските на корпоративниот сектор умерено се влошија, но тие и натаму се одржуваат на прифатливо ниво, над десетгодишниот просек. Намалувањето на неизвесноста и отпочнувањето на процесот на економско закрепнување може да даде позитивен импулс за раздолжување кај финансиски здравите компании, со позитивни ефекти врз севкупната финансиска стабилност на корпоративниот сектор. Од друга страна, евентуалното продолжено траење на кризата (кризата продолжува со војната во Украина) може да се одрази и веќе се одразува преку позначително влошување на финансискиот резултат, особено кај финансиски најранливите и високозадолжените субјекти. Ризиците се особено нагласени во однос на групата на микросубјектите коишто бележат највисок раст на задолженост во последните две години од веќе постојното повисоко ниво, при влошени стапки на ликвидност и остварен негативен финансиски резултат.

Сепак, во услови на пад на бруто-домашниот производ, стапката на задолженост на корпоративниот сектор се зголеми и изнесуваше 68,7 %, наспроти 66,1 % во претходната година. Нивото на долгот на корпоративниот сектор (мерено преку учеството во БДП) и натаму е под изведениот праг на ранливост, но го надмина просекот на задолженоста во изминатиот десетгодишен период. Доколку долгот на домашниот корпоративен сектор се претстави без краткорочните трговски кредити, како инструмент за одложено бескаматно финансирање на трговската размена со странство, тогаш учеството на вкупниот долг на домашниот корпоративен сектор во БДП е пониско и изнесува 55 %. Во последните две години, главен носител на растот на вкупната задолженост на корпоративниот сектор беше долгот кон домашните банки.

Небанкарските финансиски институции и натаму имаат скромна улога во финансирањето на домашниот корпоративен сектор, а отсутствува и должничкото финансирање преку домашниот пазар на капитал.

### **4.3. Пречки и ограничувања на финансирањето на компаниите во Република Северна Македонија**

На крајот, од направената анализа може да се извлечат одредени констатации за пречките и ограничувањата во економскиот систем на земјата кои го отежнуваат или блокираат финансирањето на корпоративниот сектор, а врз основа на спроведени студии, како што се:

➤ **Административни оптоварувања – долги и сложени постапки**

Неколку студии покажуваат дека должината и сложеноста на постапката за аплицирање за кредит е важна пречка за пристап до финансии во Македонија. Истражувањето за деловното мислење, на пример, нуди информации за ограничувањата на компаниите при аплицирање за кредити во банките. Истражувањето покажува дека административниот товар претставува проблем за компаниите во Македонија. Во просек, неопходни се 15 дена за да се одобри кредит во земјите на ЈИЕ во 2020 година, додека во Македонија компаниите информираат дека постапката за добивање кредит трае во просек 25 дена. Македонија најслабо котира меѓу земјите од ЈИЕ, додека постапките за вадење кредит се најефикасни во Косово (11 дена), Црна Гора (12 дена) и Србија (12 дена).

➤ **Каматни стапки**

Каматниот распон во Македонија се стеснува од 2005 година, што е делумно резултат на зголемената конкуренција во рамките на секторот. Сепак, многу меѓународни студии и споредби покажуваат дека каматните стапки во Македонија се релативно високи или компаниите ги сметаат за високи. Поновата студија на ЕЦБ (2017 – 2020) покажува дека за речиси 75 проценти од компаниите во регионот на Западен Балкан, високите каматни стапки се главното ограничување во кредитирањето. Поконкретно, во Македонија 58,2 проценти од компаниите кои не



аплицирале за кредит, изјавиле дека главната пречка за аплицирање им биле неповолните каматни стапки (ЕЦБ, 2017 – 2020).

➤ Залог

Барањата за залог исто така може да делуваат како ограничување во пристапот до финансии. Неколку достапни компаративни студии дошле до заклучок дека барањата за голем залог во Македонија делуваат како бариера на пристапот до финансиски средства (ЕИБ, 2016; ЕЦБ, 2017; ММФ, 2020). Во Анкетата на претпријатијата, македонските фирми изјавиле дека за околу 76 проценти од кредитите потребен е залог. Овој процент се зголемува со големината на компанијата (а веројатно и големината на побараниот кредит), па тој изнесува: 72 проценти за малите фирми, 83 проценти за средните и 87 проценти за големите фирми. Залогот потребен за кредитот е околу 172 проценти од износот на кредитот, како за малите, така и за средните фирми. Ваквите барања за залог се споредливи со оние во регионот на ЕЦА и во светот. Сепак, залогот е многу поголем за големите фирми (241 од кредитот,) далеку над просекот во регионот на ЕЦА и светскиот просек. Барањата за висок залог може да се поврзани со слабото владеење на правото и корупцијата, па оттука негативно влијаат и врз финансиските средства достапни на компаниите.

➤ Карактеристики на компаниите

Карактеристиките на компанијата (микрониво) може исто така да играат важна улога во пристапноста и достапноста на надворешното финансирање. Компаративната студија на ЕЦБ (2017 – 2020) за регионот на Западен Балкан покажува дека одредени карактеристики на една компанија можат или да ѝ го олеснат или да ѝ го отежнат пристапот до финансии. Во регионот на Западен Балкан големината на компанијата е најважниот индикатор на микрониво што влијае на пристапот до финансии. Поголема е веројатноста малите и средни компании да бидат ограничени во пристапот до финансии во однос на големите фирми.

➤ Одбивање на кредитното барање

Достапните податоци покажуваат релативно ниска стапка на одбивање кај компаниите кои аплицираат за кредит во Македонија. Анкетите за претпријатијата покажуваат дека 8 проценти од компаниите во Македонија во 2019 – 2020 година биле одбиени кога аплицирале за кредити, што е помал процент на фирми отколку просекот во регионот ЕЦА и светскиот просек. Анкетата покажува дека поголема е веројатноста да бидат одбиени малите фирми (12 проценти), а потоа опаѓа со големината на компанијата, приближувајќи се до нула за големите фирми. Последниот податок може да има поврзаност со значителниот залог што треба да го обезбедат големите компании за да добијат кредит. ЕЦБ (2017 – 2020) открива дека само 4,5 проценти од апликациите за кредит на компаниите биле одбиени во Македонија, што е пониско отколку во сличните земји од Западен Балкан.

➤ Нефункционални кредити

Нефункционалните кредити (НФК) може да се една од причините зошто банките поретко позајмуваат на фирми, особено на понови и ризични фирми без кредитна историја. Како и на други места, НФК на компаниите во Македонија значително се зголемија по глобалната финансиска криза, додека нивото на НФК кај домаќинствата по првичниот пораст, преминаа во надолно движење. Во споредбена перспектива, НФК во Македонија се пониски отколку во регионот на Западен Балкан и евро-зоната, иако се малку повисоки отколку во новите земји членки (ЕЦБ, 2017 – 2020).

➤ Структурни и институционални показатели на економијата

Некои структурни и институционални индикатори исто така можат да влијаат/создадат пречки во пристапот до финансиски средства за компаниите. ЕЦБ (2017 – 2020) ги користи Светските показатели за владеењето на Светска банка, за да ги процени потенцијалните односи помеѓу институциите и пристапот до финансии. Земјите од Западен Балкан релативно лошо котираат според показателите за владеењето (како што се контролата на корупцијата, политичката стабилност, владеењето на правото, итн.) во однос на новите земји членки и земјите од еврозоната, што може неповолно да влијае на пристапот до финансиски

средства на макроекономско ниво. На пример, корупцијата и ниското ниво на владеење на правото може негативно да влијаат врз подготвеноста на банките за кредитирање, бидејќи во таква ситуација активирањето на договорниот залог може да биде тешко, скапо и поризично, што води до високи трошоци за кредитирање со цел да се надополни ризикот.

#### **4.4. Препораки за подобро функционирање на системот на финансирање на компаниите во Република Северна Македонија**

##### **Препораки за регулаторите**

- Потребно е да се размисли за преглед на постојната шема за кредитни гаранции на Развојната банка

Ова е потребно со цел да се олабави притисокот врз корпоративниот сектор за обезбедување на залог, затоа што и покрај достапноста на шемата за кредитна гаранција, искористеноста е многу мала. Шемата за кредитна гаранција исто така може да им помогне на компаниите да ги исполнат барањата за залог и да го ублажат проблемот со недоволниот залог. Најсоодветна опција може да биде ревитализирањето на постојната шема на кредитни гаранции за Развојната банка, што е истовремено една од целите на Националната стратегија за конкурентност.

- Преземање мерки за поддршка на продлабочувањето на финансиското посредување

Длабочината на финансиското посредување во Македонија е релативно ниска. Зголемувањето на длабочината ќе бара активности како од страната на понудата, така и од страната на побарувачката. Можни решенија во овој дел, се: 1) подобрување на рамката за неликвидност и права на доверители, во комбинација со 2) поддршка за деловно планирање на корпоративниот сектор. Поопшто земено,

Меѓународните стандарди за финансиско известување за деловните субјекти треба да се надградат, за да овозможат подобри прегледи на кредитниот ризик и транспарентноста на пазарот. Воспоставувањето на сеопфатна регулаторна рамка за финансиска заштита на потрошувачите ќе помогне во разрешувањето на неправедните деловни практики и ќе ја зголеми довербата во користењето финансиски услуги.

- Подобрување на пристапот до регистрите за хартии од вредност

Системот треба да обезбеди интернет-пристап до регистарот и лесна достапност. Треба да обезбеди веродостојни и ажурирани информации за да се поттикне кредитирањето врз основа на таквиот тип **з**алог. Ова може да помогне да се разреши една од пречките во пристапот до финансиски средства, т.е. барањето за залог.

- Изготвување конкретна правна рамка за факторинг

Ова може да го зголеми обртниот капитал на корпоративниот сектор и да го подобри нивниот прилив на готовина. Иако понудата на факторинг е релативно добра со многу финансиски институции кои го нудат овој производ, искористеноста е многу мала. Ниската искористеност на факторингот е резултат на немањето соодветна правна рамка, како и немањето познавања или знаења за овој финансиски инструмент. Неколку проекти, вклучително и тековен проект на УСАИД, се обидуваат да воспостават добра квалитетна правна рамка за факторинг, но процесот е сè уште во тек. Следствено, ова исто така треба да биде во фокусот на владините институции (во партнерство со давателите и потенцијалните корисници на факторинг) за претстојниот период. Свеста и знаењето за факторингот ќе бидат адресирани со мерките за обука за финансиска писменост и подигнување на свеста за достапните финансиски инструменти.

- Олеснување на законските барања и постапките за основање и работење на финансиските институции кои нудат алтернативни финансиски инструменти

Користењето на алтернативни инструменти за финансирање во Македонија е многу ниско, што исто така дополнително го влошува ограничениот пристап до финансии. Лизингот е еден таков пример, како и факторингот, бизнис-ангелите, итн. Финансиските институции кои обезбедуваат алтернативни финансиски инструменти, исто така се соочуваат со голема конкуренција од банките. Одговорните владини институции треба да ги земат предвид можните промени во регулативата за да се намалат законските барања и постапките за основање и работење на финансиските институции, користејќи примери од најдобрите практики на земјите во подем (главно, новите земји членки на ЕУ). Ова исто така го вклучува секторот/компаниите од финтек (финансиска технологија), кои сè уште се во фаза на зародиш.

➤ Понатамошно подобрување на главните структурни слабости на банките

Регулаторите (главно Министерството за финансии) треба да соработуваат со Народната банка на Република Северна Македонија, за да се подобрат некои од најголемите структурни слабости на банките, како што се: 1) индиректните кредитни ризици, поради големите девизна изложеност кон потенцијално незаштитени должници, 2) голема зависност од кредити со прилагодлива и варијабилна каматна стапка, како и 3) високи концентрации на корпоративно портфолио. Ова треба да биде долгорочна цел, но е и едно од главните постигнувања на патот кон развиен и реномиран банкарски сектор.

### **Препораки за ММСП (микро, малите и средните претпријатија)**

➤ Советодавни услуги на ММСП за финансиска писменост, корпоративно известување и деловно планирање

Националните и меѓународните студии откриваат дека финансиската писменост на населението воопшто, а и на претставниците на ММСП е многу мала. Иако постојат некои програми и напори за подобрување на финансиската

писменост, тие главно се насочени кон деца на училишна возраст и адолесценти. Ниската финансиска писменост го нарушува пристапот до финансиски средства (главно кредити од банки), но исто така и го намалува искористувањето на алтернативните, современи форми на финансирање, како што се бизнис-ангелите, претприемачкиот (ризичниот) капитал, итн. Зголемената финансиска писменост исто така може да доведе до продлабочување на финансиското посредување. Оваа мерка може да се води или преку организациите на работодавачи (што може да доведе до поголема искористеност) или од некоја владина институција (како што е Развојната банка на Северна Македонија или Агенцијата за поддршка на претприемништвото).

Може да се изготви програма за обуки која ќе се состои од неколку модули и да се спроведе со ММСП. Има простор за подобрување на вештините за корпоративно известување и деловно планирање кај македонските компании и директори, што исто така може позитивно да влијае врз пристапот до финансии. Корпоративното известување исто така може да се вклучи во програмата за финансиска писменост. Надворешната ревизија докажано ги намалува пречките за пристап до финансии кај ММСП. Бидејќи компаниите донекаде имаат отпор кон ангажирање надворешна ревизија, владата може да изготви одредени програми или субвенции, за да ги мотивира и да им даде поддршка на компаниите да извршат надворешна ревизија.

- Да се зголеми свеста за различните инструменти за финансирање

Оваа мерка е поврзана со финансиската писменост, но е повеќе од информативна природа. Подобрувањето на протокот на информации за достапните финансиски инструменти до ММСП може да доведе до поголема побарувачка и преземање на небанкарско финансирање.

## Препораки за банкарскиот сектор

- Подобрување на вештините на банките за проценка на корпоративниот сектор

Проценката на ризикот на компаниите е тешка како резултат на недоволните, а понекогаш и несигурни информации поднесени од компаниите, како и високата неформалност во земјата. Ова го зголемува ризикот и трошоците за позајмување на банките. Следствено на тоа, постои простор за подобрување на вештините на вработените во банките за проценка на корпоративниот сектор. Македонската банкарска асоцијација може да биде најсоодветната институција за изготвување и спроведување на таква обука.

- Поедноставување на процесот на аплицирање за кредит и нивно одобрување

Еден од главните проблеми во пристапот до финансии (кога станува збор за банкарски кредити) е долгата и сложена постапка за апликација и одобрување на кредит. Тука спаѓа и неопходната обемна документација (според компаниите), како и фактот дека постапката не може да биде целосно завршена по електронски пат. Може да се започне дијалог помеѓу претставници на корпоративниот сектор и претставници на македонски банки (или Македонската банкарска асоцијација) за да се бараат опции за рационализирање на постапката за добивање кредит. Министерството за финансии исто така треба да биде вклучено во процесот. Банките, исто така, можат да ги преиспитаат барањата што им ги поставуваат на корпоративниот сектор во однос на изминатото работење и показателите за идно работење (како што се барање за зголемување на продажбата или извозот за одреден процент, или одржување ист број вработени, итн., кои понекогаш ги обесхрабруваат компаниите со добри инвестициски проекти и модерните компании насочени кон технологија).

- Барање опции за дополнително намалување на каматните стапки

Висината на каматните стапки се рангирани како една од главните пречки за поголема побарувачка за кредити од страна на компаниите во Македонија. И покрај континуираното намалување на каматните стапки, каматниот распон сè уште е релативно висок. Иако политиката за каматни стапки е предмет на внатрешното работење на банките, и исто така подлежи на пазарната конкуренција, има простор за намалување на каматните стапки. Особено доколку се подобри делотворноста на банките и/или се подобри корпоративното известување и деловното планирање на компаниите, ќе се отвори простор за понатамошно намалување на каматните стапки.



## 5. Заклучок

Интересот на деловните субјекти за оптимализација на изворите на финансирање произлегува од нивното влијание врз ликвидноста и профитабилноста на работењето. Деловните субјекти не можат да го финансираат својот раст и развој исклучиво од сопствени извори. Имено, тие често се потпираат и на позајмените извори на финансирање, односно на кредитите од банките и другите финансиски институции, емисијата на хартии од вредност, специфичните облици на финансирање, како што се: факторинг финансирањето, форфетинг финансирањето, лизингот и финансирањето со франшиза. При донесувањето одлука за избор на соодветен извор на финансирање, деловниот субјект треба да има предвид определени фактори, од кои позначајни се следниве: актуелните услови на пазарот на капитал, степенот на задолженост на деловниот субјект, цената на акциите, даночната политика, степенот на развој на деловниот субјект.

Финансирањето на корпоративниот сектор не подразбира само активности на обезбедување на финансиски средства, туку и на финансиско планирање, финансиска евиденција, финансиска анализа и контрола. За да се постигнат дефинираните цели на работењето на деловниот субјект, потребно е правилна проценка на потребните финансиски средства, како и изворите од кои истите ќе бидат обезбедени. Износот на потребните финансиски средства се добива како резултат на проценка на целокупниот потфат кој треба да се реализира. Проценката покрај тоа што треба да ги опфати планираните финансиски средства, треба да ги вклучи и непредвидливите трошоци на работењето. Овој битен сегмент треба да го разработат и анализираат експерти, кои ќе дадат прецизни анализи, како во поглед на потребниот финансиски износ, така и за потенцијалните извори, кои ќе бидат анализирани од повеќе аспекти, со сите позитивни и негативни страни. Притоа, бизнис-опкружувањето е неопходно добро да се познава, бидејќи тоа е примарен чекор за да може деловниот субјект да ги убеди банките и останатите потенцијални финансиери, кои треба да го поддржат.

Главната цел на докторската теза е да се опише, анализира и оцени структурата на корпоративниот сектор во Македонија, формите и облиците на финансирање на истиот, како и причинско-последичната врска помеѓу нивото на финансирање на овој сектор и економскиот раст на земјата. Практичното истражување започнува со анализа на стапките и нивото на финансирање на корпоративниот сектор преку различни форми на финансирање (интерни и екстерни), како што се програмите и стратегиите на државата за финансирање на корпоративниот сектор, продолжува со анализа на ефикасноста и пристапноста на корпоративниот сектор до овие извори на финансирање, за да на крајот се направи обид за оценка на нивното влијание врз економскиот раст на земјата.

Тргувајќи од предметот, целите и задачите на истражувањето на овој докторски труд, како и од фактот дека многу претходно спроведени студии покажуваат поврзаност на нивото на финансирање на корпоративниот сектор и економскиот раст на земјата, ја поставивме следната хипотеза на истражувањето:

X1: Системската и структурна поставеност на системот на финансирање на корпоративниот сектор, преку достапноста на различните форми и облици на финансирање, значително влијае врз развојот на овој сектор, а со тоа директно и врз економскиот раст во Република Македонија.

Корпоративното финансирање во основа се сведува на инвестирање и донесување финансиски одлуки во компаниите. Финансиските менаџери во компаниите работат заедно со другите менаџери за да се идентификуваат можностите за инвестирање, вршат анализа и евалуација (проценка) и исто така одлучуваат дали и до кој степен ќе се инвестира. За да може една компанија да биде успешна во својот бизнис, очигледно е дека мора да произведува и продава квалитетни производи или да обезбедува квалитетни услуги, кои се јадрото на основната дејност на компанијата.

Современото корпоративно финансирање опфаќа три области: 1) финансирање, т.е. обезбедување на потребниот капитал за непречено одвивање на дејноста на компанијата, 2) инвестирање, т.е. распределба на расположливиот

капитал за алтернативни намени и 3) управување со капиталот. Со цел креирање и одржување на вредноста на компанијата, односно остварување на задоволителна големина и сигурност на готовински тек, од финансиските менаџери на компаниите се бара соодветен пристап во донесувањето инвестициски и финансиски одлуки. Наместо краткорочните финансиски категории, како што се добивката, стапката на принос, коефициентите на обртот или заработувачката по акција, корпоративните финансии се занимаваат со проблемите поврзани со инвестициите и финансиското одлучување и нивното влијание врз диференцијалниот нето-готовински тек, односно долгорочната вредност на компанијата, мерена преку дисконтираниот нето-готовински тек.

Целта на модерното корпоративно финансирање често се дефинира како максимирање на вредноста (профитабилноста) на компанијата, со одржување на задоволително ниво на тековна ликвидност. Во овој поглед, од суштинско значење е сите оперативни цели, стратегии, процеси, аналитички техники, пристапи за мерење на перформансите, организациско однесување и култура во компанијата, да бидат подредени на таа цел.

Структурата на капиталот на компанијата е од клучно значење за максимирање на вредноста на бизнисот. Неговата структура може да биде комбинација од долгорочен и краткорочен долг и/или обичен акционерски и преференцијален капитал. Односот помеѓу обврските на компанијата и нејзиниот капитал често е основа за одредување колку е добро избалансирано или ризично капиталното финансирање на компанијата.

Сопствените влогови ги претставуваат средствата што ги вложуваат сопствениците во форма на основачки влог, при основање на компанијата. Во оваа група спаѓа капиталот на сопственикот на компанијата. Секој што сака да основа и да води одреден бизнис, мора да обезбеди финансиски средства во обем и структура што ќе одговараат на дејноста и на големината на компанијата. Иницијалните финансиски средства на сопственикот можат да потекнуваат од следните извори: лични заштеди, пари добиени од наследство, пари добиени по

пат на продажба на сопствен недвижен имот, пари добиени по пат на продажба на сопствени хартии од вредност, заштеди, подарок, донации и др. Компаниите што се основани од повеќе основачи, почнуваат со работа користејќи ги влоговите на основачите.

Интерно генерираното финансирање ги претставува средствата што се создаваат со работењето на компанијата преку амортизација на постојаните средства, преку долгорочни резервирања, акумулирање на добивката, ревалоризација на средствата и сл. Во зависност од тоа како компанијата ги создава овие извори, тие се јавуваат во неколку видови, за кои следи кратко објаснување во продолжение.

Значајна категорија за финансирање на претпријатијата е по пат на должнички капитал, т.е. по пат на кредитирање. Како извори на должнички капитал може да се јават: комерцијални банки, осигурителни компании, други финансиски институции, приватни лица, роднини и пријатели, добавувачи, како и одредени владини и локални институции.

Најголем извор на сопственички капитал претставуваат јавните пазари на капитал или берзите на долгорочни хартии од вредност. До финансиски средства од пазарите за капитал се доаѓа преку емисија и продажба на акции. Како купувачи на акции на пазарите на капитал може да се јават разни фирми, банки, инвестициски и пензиски фондови, ризико фирми, граѓани и сл., односно сите оние коишто се спремни своите слободни парични средства да ги инвестираат во форма на акционерски капитал. Се смета дека ризико капиталот поради своите специфики, е различна форма на финансирање од финансирањето по пат на емисија на акции. Ризико капиталот најчесто е во форма на акции, но тој може да се јави и во форма на удели. Исто така, инвестиционите фондови и ризико компаниите се значаен сегмент од пазарот. Акционерите очекуваат да остварат профит од инвестирањето преку наплата на дивиденда или евентуална продажба на акциите по повисока цена од набавната. За да може ефикасно да се настапи на пазарите на капитал, т.е. да се привлечат потенцијалните инвеститори, компаниите мора да имаат одредена

историја на успешно функционирање, што е најчесто и проблем за малите и новоосновани претпријатија.

Еден од најзначајните и најчестите облици на капитално финансирање во светот е финансирањето преку т.н. ризико капитал (Venture capital). Суштината на ризико капиталот се состои во тоа што инвеститорот учествува во сопственоста, т.е. откупува дел од акциите на компанијата. Инвеститорот своите средства очекува да ги поврати и оплоди преку учество во добивката на компанијата и финалната продажба на своите акции. Бидејќи, како што и самиот термин укажува, се работи за вложување со висок ризик, инвеститорите сакаат тој ризик да го компензираат и со високи добивки.

Инвестиционите фондови за разлика од компаниите за ризико капитал се формирани од институционални средства и нивна основна намена е да го помагаат развојот на малите и средните претпријатија. Нив најчесто ги формираат влади или владини институции, со цел да помогнат во развојот на одредени региони или држави. Принципите на кои функционираат овие фондови се исти како и кај ризико компаниите, со таа разлика што крајна цел не е профитот, туку економскиот развој.

Бизнис-ангели (или приватни инвеститори) се нарекуваат богатите поединци коишто сакаат своите слободни парични средства да ги инвестираат во претприемачки идеи по пат на ризико капитал. Најчесто станува збор за пензионирани менаџери или докажани претприемачи и менаџери коишто повеќе не се активни во бизнисот.

Преку лизингот може да се финансира набавката на постојани средства како што се возила, опрема, постројки, машини, земјиште, хали, магацини, деловен простор и сл. По својата суштина лизингот е многу сличен со осигуран долгорочен кредит. Разликата е од формално правна природа, што воедно на лизингот му дава одредени предности во однос на кредитот. Имено, кај лизингот средството што е предмет на набавка останува во сопственост на давателот на лизинг, додека корисникот го задржува правото да го користи средството. Лизингот може да се

дефинира како писмен договор меѓу две страни, лизинг компанија (давател на лизинг) и корисник на опремата (корисник на лизингот).

Бидејќи трговскиот кредит е доста често користен начин на финансирање од голем број компании, логично е да се претпостави дека исто така кај голем дел од компаниите се појавуваат финансиски средства врзани во форма на побарувања од купувачите. Во одредени случаи компаниите може да ги понудат овие побарувања како гаранција за подигање на кредит од финансиските институции. Друга можна опција за компаниите во ваква ситуација е факторингот, кој е доста употребван начин на финансирање во развиените економии.

Форфетингот претставува облик на финансирање кој се користи кај меѓународните трговски трансакции, и во случаи на инвестициони вложувања со големи вредности. Носители на овие активности се банките или посебни финансиски институции кои се занимаваат самостојно со форфетинг активности. Доколку форфетинг активностите ги врши банка, тогаш најчесто станува збор за посебен организационен дел на банката кој ги врши само овие активности.

Во емпирискиот дел од истражувањето се анализирани стапките на кредитите кои и нивната поврзаност со стапките на деловните тенденции и индикаторите на доверба за одделните сектори во Република Северна Македонија за период од 10 години (2010 – 2021 год.). За оваа цел анализирана е корелацијата на стапките на кредити (според Народна банка на РСМ, бројот на деловни субјекти според големина, и тоа микро, мали, средни и големи (според Државен завод за статистика), стапките на деловни тенденции (потенцијален економски перформанси) во секторите индустрија, градежништво и трговија на мало (Макстат, ДЗС), индикаторите на доверба (перцепција за економскиот успех на претпријатијата) и вкупните активи на банките. Анализата покажува дека во стопанството на Македонија доминираат микропретпријатијата, а по нив малите претпријатија, кои се речиси во два пати помал број. Што се однесува до стапките на кредитирање на корпоративниот сектор, домашните банки се доминантни во финансирањето на овој сектор. Според Банката за кредитирање (НБРЗМ) во

периодот 2010 – 2021 година зголемувањето на побарувачката за кредити на претпријатијата главно било поттикнато од нивната потреба за финансирање на залихите и инвестициите во обртни средства, а во помала мерка за фиксни инвестиции и реструктурирање на долгот. Според податоците на НБРСМ, претпријатијата се заинтересирани за долгорочни заеми и кредити во домашна валута. Според графикон 5, трите главни столба на корпоративниот сектор, претставени преку деловните тенденции во индустријата, градежништвото и трговијата на мало, имаат растечки статистички тренд од 2010 до 2021 година, при што последните две години се забележува еден благ пад. \*\*. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Пресметаните коефициенти на корелација за потенцијалната поврзаност помеѓу деловната тенденција и индикаторот на доверба од една страна и стапката на кредитирање од друга страна (sig=.265 .335 .211 .231 .234 и .254 ( $p > 0.05$ )), покажуваат дека не постои статистичка поврзаност. Од друга страна пак, коефициентите на корелација помеѓу деловната тенденција и индикаторот на доверба се силно поврзани помеѓу себе. Вкупните активи на банките во периодот од 2010 до 2021 година се во постојан раст, посебно од кредитирањето на корпоративниот сектор, иако овие кредити, според горните анализи, немаат значаен придонес за корпоративниот сектор во делот на деловните тенденции и индикаторот на доверба, како два значајни показатели на економскиот тренд на развитокот на овој сектор во Република Северна Македонија.

Во вториот дел од емпириското истражување се анализирани ефектите на кредитирањето на корпоративниот сектор врз економијата на Република Северна Македонија. Општо земено, структурната анализа на корпоративниот сектор во Македонија покажува дека микро, малите и средни претпријатија (ММСП) играат суштинска улога и се многу важни за економијата. Во Македонија повеќе од 99 проценти од сите компании се ММСП, кои обезбедуваат 75 проценти од вкупните работни места во земјата. Структурата на ММСП во Северна Македонија е слична како таа во земјите во Европската Унија според распределбата по големина, но не и според работните места и додадената вредност.

Генерално, финансискиот систем во Македонија се карактеризира со сиромашна финансиска инфраструктура, слаба поврзаност меѓу поделните сегменти и отсуство на сложени финансиски инструменти и услуги. Имено, банкарските институции имаат доминантно учество во финансискиот сектор, како што се утврди и во првиот дел од емпириското истражување, каде што се констатира дека вкупните активи на банките во периодот од 2010 до 2021 година се во постојан раст, посебно од кредитирањето на корпоративниот сектор и нефункционалните кредити, иако овие издавања на кредити, според претходните анализи, немаат значаен придонес за економијата на корпоративниот сектор, во делот на деловните тенденции и индикаторот на доверба, како два значајни показатели на трендот на развојот на овој сектор во Македонија.

Според висината на нивото на кредитирање во одделните сектори на корпоративниот сектор како целина доминира нивото на кредитирање на малите и средните бизниси, со стапка 32,6, наспроти 31,6 во секторот на индустријата и многу помало ниво, 11,8 на кредитирањето во секторот на градежништвото.

Од друга страна пак, домашниот корпоративен сектор има релативно едноставна структура на изворите на финансирање, во која недостасува пазарното финансирање, отсуствува емисија на должнички хартии од вредност и долгот главно се состои од меѓукомпаниски обврски, вклучително и обврски кон добавувачите, обврски кон нерезидентите и кредитна поддршка од банкарскиот систем.

Пазарот на капитал во Македонија се карактеризира со мал број нисколиквидни, капитални финансиски инструменти коишто се издаваат и со коишто се тргува на Македонската берза. Во последните 5 години дополнително се намали и онака малиот обем на емисии на долгорочни хартии од вредност на примарниот пазар на капитал, а причините за тоа лежат во недоволната заинтересираност на деловните субјекти за финансирање на развојното работење преку издавање на долгорочни финансиски инструменти, отсуството на стручен кадар кој би ја познавал целокупната процедура за мобилизација на потребните



финансиски средства на ваков начин, недоволната информираност на јавноста за придобивките од инвестирањето на слободните финансиски средства во финансиски инструменти на берзата и сл. Акционерските друштва во Македонија најчесто остваруваат емисии на хартии од вредност преку приватни понуди.

Корпоративниот сектор ги завршува овие две последни години со стабилна ликвидносна (иако традиционално ниска) и солвентна позиција, што заедно со сè уште умереното ниво на задолженост, придонесува за релативна отпорност на секторот на шокови. Сепак, можни се одложени ефекти, особено ако се земе предвид влошениот финансиски резултат со последици врз способноста на секторот за редовно намиравање на обврските. Дополнителен ризик е истекувањето на антикризните мерки, коишто придонесоа за финансиската одржливост на корпоративниот сектор во претходниот период, како и тековната енергетска криза, што би ја забавило динамиката на економското закрепнување.

Во согласност со заклучоците од анализата, главната хипотеза на овој труд X1: Самата системска и структурна поставеност за пристапноста на формите и облиците на финансирање во корпоративниот сектор значително влијае врз развојот на овој сектор и со тоа директно влијае врз економскиот раст во Република Северна Македонија, се потврди делумно, што значи дека системската и структурна поставеност на пристапноста на корпоративниот сектор до различните облици на финансирање делумно влијае врз економскиот раст на Република Северна Македонија.

## Користена литература

- Altman I. Edwar: Handbook for Banking Strategy, Edited by: Richard C. Aspinwalt and Robert A. Eisenbeis, John Wiley and sons, New York, 1985.
- Alexander J. Gordon and William F. Sharpe: Analiza obveznice, Beograd, 1991 god. br. 11.
- Andersen Arthur and Co: New Dimensions in Banking: Managing the Strategic Position, Bank Administration Institute, Chicago, 1983. god.
- Арсовски Д., Ризици во банкарското работење, Скопје, 1998.
- Aragon G. A., Financial Managament, Allyn and Bacon, Boston, 1989.
- Арсовски Д., Ризици во банкарското работење, Economy Press, Скопје, 1998 43.  
Трајкоска Г., Финансиската структура и профитабилноста на претпријатијата, Економски факултет, Прилеп, 1998.
- Ристеска А., Влијанието на малите и средни претпријатија врз економскиот развој со посебен осврт на Република Македонија, докторска дисертација, Економски факултет Прилеп, 2011.
- Andrew H van de Ven, Marshall Scott Poole, 1995, Explaining Development and Change in Organizations, Academy of Management Review, Vol. 20, No.3.
- Beim U. David: Why Are Banks Dunig: The Columbia Journal of World Busines, Spring 1992 god.
- Bandin dr Jelena: Uticaj metoda obračunavanja po standardnim varijabilnim troškovima na efikasnost poslovnog odlučivanja u uslovima različitih tipova proizvodnje, Ekonomski fakultet, Subotica, 1983 god.
- Beck N. Robert: Strategic Management of Humna Resources, u knjizi: The Finanical Services Handbook – Executive Insights and Solutions, Editors: Eilleen M. Friars and Robert N. Gogel, John Wiley & sons, New York 1987 god.

Beston J. George: Universal Banking, Journal of Economic Perspectives, 1994 god.

Brosura za finansiranje na inovacii – Mir fondacija, 2017.

Brown, J. R. and B. C. Petersen (2009), “Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply?”

Berger A., I. Hasan and L. Klapper (2004), “Further evidence on the link between finance and growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance”, Journal of Financial Services Research, Vol. 25, n. 2/3, 169–202.

Bagehot, Walter (1873), Lombard Street. R.D. Irwin. Homewood, Illinois: 1962.

Бобек Шуклев, Менаџмент на малиот бизнис, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“, Економски факултет, Скопје, 2006.

Berger A., I. Hasan and L. Klapper (2004), “Further evidence on the link between finance and growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance”, Journal of Financial Services Research, Vol. 25, n. 2/3, 169–202.

Balabanov, I.T., Osnovi finansovog menadzmenta, Москва, 2000

Блок Б. Стенли и Харт А. Џефри, Основи на финансиски менаџмент, Глобал комуникации, Скопје, 2008

Bodojević – Arsić V., Tržište hartija od vrednosti, Fakultet organizacionih nauka, Beograd 2004

Becht Marco, Patric Bolton and Alisa Roel, „Corporate Governance and Control“, NBER (National Bureau of Economic Research) Working Paper Series, Working Paper 9371, December 2000

Бела книга за корпоративно управување во Југоисточна Европа, цитирано издание, 2003, преземена дефиниција од Принципи за корпоративни управување на ОЕЦД, Преамбула, (OECD Principles of Corporate Governance Preamble) 1999

Becht Marco, Patrick Bolton, „Corporate Governance and Control“, цитирано издание

B. Barney, 1990, How firm`s capabilities affect boundary decisions, Sloan Management Review, 40 (3):137–145; J. B. Barney, 1991, Firm resources and sustained competitive advantage, Journal of Management, 17: 99–120

Витанова Гордана, Финансиски пазари и институции, Економски факултет Прилеп, 2003

Велеска Драгица, Долгорочните извори на финансирање и цената на капиталот во функција на оптимализација на финансиската структура на трговските друштва, Економски факултет Прилеп, 2006

Витанова Г., Пазарот на капитал во современата теорија и пракса и неговите функции во финансирањето на претпријатијата, докторска дисертација, Економски факултет, Прилеп, 1999

Витез М., Берзе хартија од вредности и берзански послови – теорија и пракса, Економски факултет Суботица, 2000

Vunjak N., Finansijski menadzment, Ekonomski fakultet Subotica, 1999.

VAN Horne, James C., Financijsko upravljanje i politika, Prevod: MATE, Zagreb 1993.

Ćirović dr Milutin: Monetarno kreditni sistem, Savremena administracija, Beograd, 1975 god.

Ćirović dr Milutin: Bankarski menadžment, Ekonomski institute, Beograd, 1995 god.

Ćirović N. dr Uroš: Bankarski portfolio menadžment, Novi Sad, 2002 god.

Ćirović N. dr Uroš: Strategijsko planiranje u bankarstvu –oblikovanje uspešne profitne strategije banke, Feljton, Novi Sad, 1999 god.

Ćirović N. dr Uroš: Upravljanje rastom i performansama banke, Novi Sad, 2003 god.

Ćirović N. dr Uroš: Marketing poslovne banke, Udruženje banaka u Beogradu i Beogradski eskontni centar – Beograd, 1992 god.

- Compton N. Eric: Inside Commercial Banks, Second Edition, John Wiley & sons, New York, 1983 god.
- Cole P. Leonard: Cost Analysis Control in Banks, Bankers Publishing Company, Boston, 1985 god.
- Copleand S. Timothy: Aspects to Consider in Developing a Loan Pricing Microcomputer Model, The Magazine of Administration, August 1983. god. 238
- Caruth L. Donald: Work Measurement in Banking, Second Edition, Bankers Publishing Company, Boston, 1984 god. 18. Channon Derek: Global Banking Strategy, New York, John Wiley 1988. god.
- Cosh, A., D. Cumming and A. Hughes (2009), 'Outside Entrepreneurial Capital,' Economic Journal, 119(540), 1494–1533.
- Carpenter, R. E., S. M. Fazzari and B. C. Petersen (1998), 'Financing constraints and inventory investment: A comparative study with high-frequency panel data,' The Review of Economics and Statistics.
- Cressey R. (2006), "Venture capital", in M. Casson, B. Young, A. Basu and N. Wadeson, The Oxford Handbook of Entrepreneurship, pp. 353–383, Oxford University Press.
- Cerulli, G. (2008), "Modeling and measuring the effects of public subsidies on business R&D: Theoretical and econometric issues", Ceris-Cnr, W.P. No. 3/2008.
- Cosić Branislav, Jorgić Branislav, Pujić Dragan, Berza hartija od vrednosti berzansko poslovanje, Beograd, 1991
- Dedović dr Mihailo: Monetarne i javne finansije, 2004 god.
- Duane B. Graddy and Austin H. Spencer: Managing Commercial Banks Community, Regional and Global, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1990 god.
- David Durand: Risk Elements in Consumer Installment Lending, National Bureau of Economy Resarch, New York, 1941 god.

- Donelly H. Jones, Jr. Steven J. Skinner: The New Banker – Developing Leadership in a Dinamic Era, Dow Jones – Irwin illinois.
- Duane B. Graddy and Austin H. Spencer: Managin Commercial Banks Community, Regional and Global, Prentice – Hall, Englwood Cliffs, New Jerey, 1990 god.
- Danton Graeme: Quarterly Bullten, Bank of Eglan, 1992 god.
- Ђуриќин Драган, Јаношевиќ Стево: Menadžment i strategija, Beograd, 2006. god.
- Димков Димо, Менаџерска економија, Економски факултет Прилеп, 2004
- David F.Scott, Jr. John D.Martin J.William Petty Arthur J. Keown, Basic Financial Management, eighth edition
- Димков Димо, Принципите на економијата во претпријатијата, Економски факултет, Прилеп, 2002
- Debelak, John W.Sons, “Bringing your product to market”, Santa Monica, California, 1997
- Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhard: Financial Management, Theory and Practice, Tenth Edition, South, Western, 2002 god.
- Eckhardt, J. T., S. Shane and F. Delmar (2006), ‘Multistage selection and the financing of new ventures,’ Management Science, 52(2), 220–232.
- Eric Dejan, Finansijska tržišta i instrumenti, Beograd, 1997
- Economy Press (Месечно списание за економија) „Лизинг – Купи денес, плати за три години“ стр. 24–27 број 260, август 2004, Скопје
- Економија и Бизнис (месечно списание) „Македонска берза АД Скопје – Ехо на деловниот свет“ стр. 9–10, број 72, декември 2003, Скопје
- Frederic S. Mishkin: Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006. god.
- Flannery Mark: Portfolio View on Loan Selection and Pricing, New York, John Wiley, 1985. god.

Fitch Thomas: Dictionary of Banking Terms, Barrous Bussines Guide, New York, 1999. god.

Freel M. (2007), “Are small firm innovators credit rationed?”, Small Business Economics, Vol.28.

Freel M. (2007), “Are small firm innovators credit rationed?”, Small Business Economics, Vol. 28.

Фотов Ристо, Финансиски менаџмент, Универзитет „Гоце Делчев“ Штип, Економски факултет Штип, 2008

Фити Таки, Претприемништво, Таки Фити, Верица Хаџи Василева, Милфорд Беитмен, Економски Факултет, Скопје 1999

Gorton, Gary, and Andrew Metrick, “Securitized Banking and the Run on Repo”, Yale ICF Working Paper No. 09–14, November 2010.

Greenbaum, Stuart I. and Anjan V. Thakor, Contemporary Financial Intermediation, Elsevier, 2007.

Glen Arnold, Corporate Financial Management, second edition, Prentice Hall, London, 2002

Golijanin dr Milan: Bankarstvo Jugoslavije – Teorija, organizacija, poslovanje, Treće dopunjeno i izmenjeno izdanje, Privredni pregled, Beograd, 1983 god.

Glenn G. Munnand and F.L. Garcia: Encyclopedia of Banking and Finance, Revised and Expanded, Bankers Publishing Company, Boston, 1983. god.

Ѓорѓиева м-р Благица, Лизинг, прирачник, Космо иновативен центар, Скопје, 2003

Hale H. Roger: Credit Analysis – A Complete Guide, John Wiley & sons, New York, 1983 god.

Hoffland I. David: Model Investment Policy, Finanical Analysis, Journal maj – jun, 1978 god.

Hoffman H. Douglas: Risk Management: The Bankers Handbook, Third Edition, Edited by William H. Baugh, Tomas i Storrs and Charls E.Walker, Dow Jones – Irwin, Homewood illinois, 1988 god.

Harrington R.: Asset and Liability Management by Banks, Paris, OECD, 1987 god. 239

Hall B. H, Lerner J. (2009) The Financing of R&D and Innovation. NBER Working Paper No

Hall B. H, Lerner J. (2009) The Financing of R&D and Innovation. NBER Working Paper No. 15325

Higgins James M., Julian W. Vincze: Strategic management and Organizational Policy: Text and Cases, The Dryden Press, Chicago, 1986

Ivanović mr Periša: Zaštita od rizika deviznog kursa – hedžing na deviznom tržištu, Account Novi Sad, 1994 god.

Ingo Walter and Roy C. Smith: Global Capital Markets and Banking, London, 1992 god.

Јованоски Тихомир, Финансиски пазар, Економски центар, Екопрес, Скопје, 1994

James C.Van Horne I John M.Wachowicz, Osnove finansijskog menadzmenta, Zagreb, 2002

Jović Srboљjub, Bankarstvo, Beograd, 1990

J.B, Momcilo Z., Ana L., Dobrinka V., „Preduzetnistvo“, Beograd, 2004. str. 128–138  
29Don

Jović dr Srboљjub: Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990 god.

Jovanović dr Miodrag: Banke i štedionice na finansijskom tržištu, Ekonomski institut, Beograd, 1993 god.

Jelić dr Milan: Menadžment poslovnih sistema, M.Power, Banja Luka, 2005. god.

Komazec dr Slobodan, Živković dr Aleksandar, Ristić dr Žarko: Bankarstvo, Beograd, 2001 god.



- Krasulja dr Dragan, Ivanišević dr Milorad: Poslovne finansije, Beograd, 2005 god.
- Knežević dr Milan: Banka – organizacija i poslovanje, Školska knjiga, Zagreb, 1984 god.
- Korošić dr Marijan: Jugoslovenska kriza, Naprijed, Zagreb, 1988 god.
- Kukoleča S.: Organizacioni poslovni leksikon, Rad, Beograd, 1986 god.
- Kotler Philip: Marketing Analysis, Planing and Control, Fourth Edition, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1980 god.
- Krasulja dr Dragan, Milorad dr Ivanišević: Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999 god.
- Krstić Ž. dr Borko: Bankarstvo, Ekonomski fakultet, Niš, 1996 god.
- Kovač dr Oskar: Platni bilans i međunarodne finansije, Beograd, 1994 god.
- Kanerva, M. and H. Hollanders (2009), “The impact of the economic crisis on innovation, analysis based on the innobarometer 2009 survey”, InnoMetrics.
- Коевски д-р Горан, Водич за алтернативните извори на финансирање, USAID, Скопје, септември 2008
- Коевски Горан, „Компаративно управување“, цитирано издание, 2005,
- K. M. Eisenhardt & S. L. Brown, 1999, Patching: Restitching business portfolios in dynamics markets, Harvard Business Review, 77 (3): 72–84: D. J. Collis & C. A. Montgomery, 1995, Competing on resources: Strategy in the 1990s, Harvard Business Review, 73
- Lowell Bryan: Structured Securitised A. Superior Tehnology for Lending, Edition: Donald Chewa Cambridge Massachusetts, Basil Blackwell, 1991 god.
- Leroy Roger and David van Hosse: Moderni novac i bankarstvo, Treće izdanje, Zagreb, 1997 god.
- Levine, Ross, “Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth”, in International Financial

Lerner, J. (1999), “The government as a venture capitalist: The long-run impact of the SBIR program”, *Journal of Business*, 72(3), pp. 285–318

Ljutić Ž. dr Branko: Kolaps trgovačke banke, Barings Brothers Securites CO, Financing br. 5, 1995 god.

Marwick Me Lintoc Peat: Banking in the UK, London, 1988. god.

Milosavljević dr Momičilo: Marketing, Ekonomski fakultet, Tanjug, 1979 god.

Mary Ann Pezzulo: Marketing for Bankers, American Bankers 240 Association, Washington D.C. 1982 god.

Mikarević dr Dragan: Strateški finansijski menadžment, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2002 god.

Mina A, Lahr H. and Alan Hughes A. (2013) The demand and supply of external finance for innovative firms. *Industrial and Corporate Change*, Volume 22, Number 4, pp. 869–901.

Murray, G. (1999), “Early Stage Venture Capital Funds, Scale Economies and Public Support”, paper presented at the Conference “Funding Gap Controversies”, Warwick University.

Mason, C. M. and Harrison, R. T. (2008), “Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: A review of potential data sources,” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*.

Mayle, D. (2006), *Managing Innovation and Change*. London, Sage Publications, 3rd edition.

Markets: Harmonization versus Competition, ed., Claude E. Barfield, Washington, D.C.: The AEI Press, 1996.

Mian, Atif and Amir Sufi, “Household Leverage and the Recession of 2007 and 2009,” *IMF Economic Review* 58-1, August 2010, pp. 74–117.

Meyendorff, Anna and Anjan V. Thakor, *Designing Financial Systems in Transition Economies: Strategies for*

Мирко Кулиќ, Финансиски менаџмент, „Мегатренд“ Универзитет на применети науки, Белград, 2003

Mina A, Lahr H. and Alan Hughes A. (2013) The demand and supply of external finance for innovative firms. *Industrial and Corporate Change*, Volume 22, Number 4, pp. 869–901.

Mason, C. M. and Harrison, R. T. (2008), “Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: A review of potential data sources,” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*.

Mayle, D. (2006), *Managing Innovation and Change*. London, Sage Publications, 3rd edition.

Михајловски Жарко, Финансиски лизинг списание на Рафајловски консалтинг, бр. 6, јуни 2008

Monks, RAD and Monow, N., „Corporate“, Blackwell Business, Oxford, 1995.

Marshall Scott Poole and Andrew H. Van de Ven (eds.), (2004) “*Handbook of Organizational Change and Innovation*”, (New York: Oxford University Press)

Најдески Сашо, Договор за лизинг, магистерски труд, Скопје, 2011

Nenad Penzić, “Upravljanje razvojem malih preduzeca”, Beograd, 1998, str. 125-28

Николовски Александар И Плавшиќ Снежана, Право на меѓународната трговија, 1998 Скопје

Николовски Александар, Трговско право, Скопје 2000

OECD (2010), *The OECD Innovation Strategy: Getting a Head Start on Tomorrow*, OECD Publishing.

OECD (2013), “Access to finance: Venture capital”, in Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing.

OECD (2011), “Financing high growth firms: The role of angel investors”, OECD, Paris.

OECD (2012), OECD Science, Technology and Industry Outlook 2012, OECD Publishing, Paris.

OECD (2011). Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors. OECD Publishing.

OECD (2010), The OECD Innovation Strategy: Getting a Head Start on Tomorrow, OECD Publishing. - Murray, G. (1999), “Early Stage Venture Capital Funds, Scale Economies and Public Support”, paper presented at the Conference “Funding Gap Controversies”, Warwick University.

OECD (2013), “Access to finance: Venture capital”, in Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing. – OECD (2011), “Financing high growth firms: The role of angel investors”, OECD, Paris.

OECD (2012), OECD Science, Technology and Industry Outlook 2012, OECD Publishing, Paris. – Brown, J. R. and B. C. Petersen (2009), ‘Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and equity market developments,’ Journal of Banking & Finance.

OECD (2011). Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors. OECD Publishing.

OECD (2013), The Missing Entrepreneurs, chapter 5: “Policies for Financing”, OECD Publishing, Paris.

Оцаклиеска Драгица, Пазарот на капитал во функција на ефикасен портфолио менаџмент докторска дисертација, Економски факултет Прилеп, 2010

Pelević dr Branislav: Uvod u međunarodnu ekonomiju, Beograd, 2006 god.

Pušara dr Kostadin: Međunarodne finansije, Beograd, 2003 god.

Pušara dr Kostadin: Menadžment u poslovnim finansijama, Beograd, Naučna knjiga, 1994. god.

Pušara dr Kostadin: Bankarstvo i sistem plaćanja, Novi Sad, VEKŠ, 1993 god.

Pohlman Jerry: Handbook for Banking Strategy, New York, John Wiley, 1985. god.

Peter M. Senge, (1990) The Fifth Discipline: „The art and practice of the learning organization“, Does your organization have a learning disability: The parable of the boiled frog, p. 22–23

Pottet G. Howard, Starting Up Your Own Business, Liberty Hall Press 1991

Porras J & Robertson P., (1987), Organization Development Theory: A Typology and Evaluation, Research in Organization Change and Development, vol. 1, pp. 1–57

Pendlebery J., Grouard B., Meston F., (1995), Successful Change Management, New York: Wiley, исто така Dunphy D., Benn S., (2003), Organizational Change for Corporate Sustainability, London: Routledge

Петковски М., Финансиски пазари и институции, Економски факултет Скопје, 2004

Плавшиќ Снежана, Рафајловска Вера, Лизингот како посебен облик на финансирање на стопанските субјекти, Економско-правен советник, Центар за економско правен консалтинг В&Ф Скопје, бр.3/1993

Пендев Дејан, Водич за претприемништво и мал бизнис, Економски институт, Скопје 2000

Rising R&D and equity market developments,' Journal of Banking & Finance.

Reform in Central and Eastern Europe, MIT Press, 2002.

Rodic Jovan, Poslovne finansije, Beograd, 1991

R. Coff, 1999, When competitive advantage doesn't lead to performance. The resource-baset view and stakeholder bargaining power, Organization Science, 10:

Robert M. Grant: „The Resource – Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation“, California Management Review, Vol. 33, No. 3, Spring 1991,

Rose S. Peter, Sylvia C. Hudgins: Bankarski menadžment i finansijske usluge, Beograd, 2005. god.

Rose S. Peter: The Channing Structure of American Banking, New York, 1987 god.

Rose S. Peter: The Economist of the Banking Firm, u knjizi: The Bankers Handbook, Third Edition, Edited by: William H. Baughn, Tomas I. Stors and Charls E. Walker, Dow Jones – Irwin, Homewood illinois, 1998 god.

Rose S. Peter: The Bankers Handbook, Third Edition, Dow Jones – Irwin Homewood illinois, 1988 god.

Rose S. Peter: Commercial Banking Management, Third Edition irwin, 1995 god.

Reed W. Edward and Edward K. Gill: Commercial Bank, Fourth Edition, Prentice – Hall inc, Englewood Cliffs, New Jersey, 1989 god.

Rankovič dr Jovan: Upravljanje finansijama, R.O. Zavod za savremenu oganizaciju poslovanja, Beograd, 1975 god.

Ranković dr Jovan: Specijalni bilansi, Pronikon, Beograd, 1996 god.

Rodić dr Jovan: Poslovne finansije, Ekonomika, Beograd, 1991 god.

Rodić dr Jovan: Poslovne finansije, Privredni pregled, Beograd, 1996 god.

Ristić dr Života: Tržište novca (teorija i praksa), Privredni pregled, Beogra, 1996. god.

Reed Edward: Commercial Banking, Englwood Cliffs, Prentice – Hall, 1990 god.

Ronssakins N. Emmanuel: Commercial Banking in a Era of Deregulation, Preager, New York 1984 god.

Somary dr Felix: Bankpolitik, Tübingen, 1934 god. 241

Simpson T.D. : Money, Banking and Economic Analysis, 1976 god.

- Sinkey F. Joseph, Jr.: Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry. Third Edition, Mac Millian Publishing Company, 1989 god.
- Sherman J. Maisel: Risk and Capital Adequacy in Commercial Banks, the University of Chicago, Press – Chicago and London, 1985 god.
- Saunders Anthony: Financial Institutions Management – A Modern Perspective Irwin, 1994 god.
- Song, Fenghua, and Anjan V. Thakor, “Financial System Architecture and the Co Evolution of Bank and Markets,” The Economic Journal 120–547, September 2010, pp. 1021–12.
- Сашо Арсов, Финансиски менаџмент, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“, Економски факултет – Скопје, 2008
- Stiglitz, J. and A. Weiss (1981) “Credit Rationing in Markets with Incomplete Information”, American Economic Review, vol. 71, No. 3, pp. 393–410.
- Спасов Синиша, Арсов Сашо, Финансиски менаџмент, Економски факултет Скопје, 2004
- Спасов С, Финансиски менаџмент, Унија, Скопје, 1997
- Стојков М; Развој на економската мисла, Економски факултет Скопје, 2008
- Šoškić D. B., Hartije od vrednosti: upravljanje portfolijom I investicioni fondovi, Ekonomski fakultet, Beograd, 2001
- Славица К. В., Зоран З., Поим и суштина на финансирањето на малиот бизнис, Скопје, 2007, стр. 45–48
- Славица К. Велкова, Зоран Златковски, „Поим и суштина на финансирањето на малиот бизнис“, Скопје, 2007, стр. 23–25
- Sahlman William A. And Stevenson Howard H., The entrepreneurial venture, Harvard Business School, Boston 1991

Siropolis Nicholas C., Small Business Management – A Guide to Entrepreneurship, noughton Mufflin Company, Boston

Šabović dr Šerif: Potpokrizis, Damad, Novi Pazar, 1993 god.

Šabović dr Šerif: Neusklađenost strukture izvora, časopis SDK, 141–189, Beograd, 1989 god.

Šabović dr Šerif: Blagovremeno otkrivanje poremećaja nastalih usledne usklađenosti strukture izvora sredstava, Knjigovodstvo broj 3 - 1990, Beograd, 1990 god.

Šabović dr Šerif: Važan factor uspostavljanja dinamičke ravnoteže, Beograd, 1989. god.

Thornhill T. William: Risk Management for Financial Institutions Applying Cost Effective Controls and Procedures, Bankers Publishing Company, Rolling Meadows illinois, 1990 god.

Трајкоски Бранко, Деловни финансии со финансиски менаџмент, Економски факултет Прилеп, 1997

Таки Фити, Економија, Основи на економијата, прво издание, Скопје 2006

Таки Фити, Филипоски Владимир, Основи на микроекономијата, Економски факултет Скопје, 1999

Трајкоски Бранко, Трајкоска Гордана, Управување со обртните средства, Економски факултет Прилеп, 1999

Трпески Љ., Пари и банкарство, Economy press, Скопје, 2003

Т.Фити, В.Марковска, М.Бејтмен, „Претприемништво“, Скопје, 1999

Tricker, R, „Internatioanl Corporate Governmance, Readings and Cases“ Prentice Hall International, Singapore, 1994.

Tregoe B. dr Benjamin, Tobia M dr Peter and John W. Zimmerman: Strategy and Resource Allocation: The Bankers, Handbook, Third Edition, Edited by: William H.



Baughn, Thomas I. Stors and Charls E.Walker, Dow – Jones, Homewood illinois, 1988. god.

Vunjak dr Nenad: Finansijki menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 1994 god.

Vunjak dr Nenad, Kovačević D. dr Ljubomir: Bankarstvo, Subotica, 2006. god.

Vunjak dr Nenad, Kovačević D. dr Ljubomir: Finansijsko tržište, berze i brokeri (savremeni finansijski trendovi), Proleter, Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2003. god.

Vunjak dr Nenad, Kovačević D. dr Ljubomir: Poslovno bankarstvo (savremeni trendovi), Proleter, Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2002 god.

Vunjak dr Nenad: Finansijski menadžment (Knjiga 5 – Poslovne finansije), Proleter, Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2005. god. Vasiljević dr Branko: Rizici u bankarskom poslovanju, Fokus, 1990.god.

Vasiljević dr Branko: Problemi efikasnosti, racionalnosti i rentabilnostiu poslovanju banaka, Niš, 1994. god. 242

Vasiljević dr Kosta: Teorija i analiza bilansa, Savremena administracija, Beograd, 1961. god.

White V. William: Strategic Planing for Bankers, American Association, Whashigton D.C. 1984. god.

## **База на податоци за истражувањето**

### **➤ Домашни податоци**

Државен завод за статистика (широкопојасни сетови од податоци за македонската економија, со исклучок на монетарни и финансиски податоци)

Народна банка на Република Македонија (широкопојасни сетови од податоци за македонската економија – монетарни, банкарски и надворешно-економски податоци)

Министерство за финансии (податоци за буџетот и јавниот долг)

Агенција за супервизија на осигурувањето (податоци за осигурителниот сектор)

Агенција за супервизија на капитално-финансирано пензиско осигурување (податоци за пензискиот систем)

➤ **Меѓународни податоци**

Меѓународен монетарен фонд (широкопојасни сетови од макроекономски податоци за сите економии во светот)

Светска банка – Светски развојни индикатори (широкопојасни сетови од макроекономски податоци за сите економии во светот)

Светска банка – Светски индикатори за владеењето (сетови од податоци за владеењето и институциите)

Светска банка – Анкети на претпријатија (сетови од микроекономски податоци)

Светска банка – База на сиромаштија и нееднаквост (сетови од развојни индикатори)

Светска банка – Статистика на образование (сетови од податоци во областа на образованието)

Еуростат (широкопојасни сетови од податоци, главно за европските економии)

ОЕЦД (широкопојасни сетови од податоци, главно за економиите членки на ОЕЦД)

Банка за меѓународни порамнувања (податоци за глобалниот финансиски систем)

УНКТАД (широкопојасни податоци за меѓународната трговија и странските директни инвестиции)

Режими на девизниот курс (де-факто класификација на девизните режими, Рајнхарт и Рогоф, 2004)

Мигрантските дознаки во Западниот Балкан (микро-сетови од податоци за дознаките во Западниот Балкан)