

## РЕЦЕНЗИЈА

**НА ДОКТОРСКАТА ДИСЕРТАЦИЈА СО НАСЛОВ „АНАЛИЗА НА ФОРМИТЕ НА ФИНАНСИРАЊЕ НА КОРПОРАТИВНИОТ СЕКТОР И НИВНОТО ВЛИЈАНИЕ ВРЗ ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РЕПУБЛИКА СЕВЕРНА МАКЕДОНИЈА” ОД М-Р ЕЛМЕДИНА ШУАЈИБИ, ПРИЈАВЕНА НА ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ, УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ ВО ШТИП**

Наставно-научниот совет на докторски студии на Кампус 4 при Универзитет „Гоце Делчев” во Штип на својата 61. седница, одржана на 10.2.2023 год., донесе Одлука со која се формира Рецензентска комисија за оценка и одбрана на докторската дисертација со наслов „Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на Република Северна Македонија”, пријавена и изработена од кандидатката м-р Елмедина Шуајиби, во состав:

- проф. д-р Емилија Митева-Кацарски – претседател (Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев” - Штип);
- проф. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска – ментор и член (Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев” - Штип);
- проф. д-р Пеце Николовски – екстерен ментор и член (Економски факултет, Универзитет „Св.Климент Охридски” - Битола);
- проф. д-р Љупчо Давчев – член (Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев” - Штип);
- проф. д-р Весна Георгиева-Свртинов – член (Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев” - Штип).

Комисијата во наведениот состав, по прегледување на докторската дисертација, го поднесува следниов

## ИЗВЕШТАЈ

**Структура на трудот**

Докторската дисертација е презентирана на 131 страница и ги содржи следниве делови: Дел 1 – Предмет на истражување и методолошка рамка; Дел 2 – Теоретски основи на корпоративното финансирање; Дел 3 – Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор во Република Северна Македонија; Дел 4 – Емпириски дел на истражувањето; Заклучоци и препораки; Листа на графикони и табели; Користена литература. Докторскиот труд содржи 8 табели и 11 графикони и екстензивна листа на користени библиографски единици.

**Предмет и цели на истражувањето**

Предмет на истражување во оваа докторска дисертација 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.

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 една компанија, неопходна е правилна проценка на потребните финансиски средства, како и изворите од кои истите ќе бидат обезбедени. 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”.

Главната цел на докторската дисертација 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.

#### **Методологија на истражување**

За да се постигнат поставените цели на истражувањето, 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?

Тргувајќи од предметот, целите и задачите на истражувањето на оваа докторска дисертација, како и од фактот дека многу претходно спроведени студии покажуваат поврзаност на нивото на финансирање на корпоративниот сектор и економскиот раст на земјата, поставена е и 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.

Докторската дисертација ги 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.

#### **Анализа на одделните делови од докторската дисертација**

Првиот дел од докторската дисертација се однесува на формулација на предметот на истражување и дефинирање на методолошката рамка. 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.

Вториот дел ја содржи теоретската разработка на поимот 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.

Целта на модерното корпоративно финансирање често се дефинира како максимизирање 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.

Делот 3 ги анализира формите на финансирање на корпоративниот сектор 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. 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 резервите 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.

Во четвртиот дел, на почетокот од емпириското истражување, се анализираат деловните тенденции и индикаторите на доверба во корпоративниот сектор. 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. Овие податоци можат да се користат при донесување 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.

Во продолжение на емпириското истражување се истражуваат ефектите на кредитирањето на корпоративниот сектор врз економијата на Република Северна Македонија. Генерално, финансискиот систем во Македонија се карактеризира со сиромашна финансиска инфраструктура, слаба поврзаност меѓу одделните сегменти и отсуство на сложени финансиски инструменти и услуги. 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.

### **Заклучни согледувања и препораки**

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.

Генерално, финансискиот систем во Македонија се карактеризира со сиромашна финансиска инфраструктура, слаба поврзаност меѓу одделните сегменти и отсуство на сложени финансиски инструменти и услуги. Имено, банкарските институции имаат доминантно учество во финансискиот сектор, како што е утврдено во првиот дел од емпириското истражување, каде што се констатира дека вкупните активи на банките во периодот од 2010 до 2021 г. се во постојан раст, посебно од кредитирањето на корпоративниот сектор, иако овие издавања на кредити 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.

Согласно со заклучоците од анализата, главната хипотеза на овој труд X1: Системската 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.

На крајот од истражувањето се содржани препораки за подобро функционирање на системот на финансирање на компаниите во Република Северна Македонија.

#### **Научен придонес на истражувањето**

Преку теоретската и практична разработка на поставените цели на истражувањето, кандидатот презентира значајни сознанија за современото корпоративно финансирање, како основа за работењето и развојот на компаниите, посебно во делот на анализата на структурата на финансирање на компаниите во Македонија. Добиените резултати од емпириското истражување на кандидатот му помогнале во сублимирање на листа на препораки за осовременување и подобрување на финансирањето на корпоративниот сектор во нашата земја.

Докторската дисертација на кандидатката Елмедина Шуајиби има значаен придонес во разработка на современото корпоративно финансирање и во анализа на финансирањето на компаниите во Република Северна Македонија. Посебен придонес имаат препораките кои кандидатката ги извлекува како заклучок од спроведените емпириски истражувања, а чија примена би овозможила подобрување на финансирањето на компаниите во земјата, а со тоа и забрзување на економскиот развој.

#### **Исполнетост на законските услови за одбрана на докторската дисертација**

Кандидатката Елмедина Шуајиби ги има објавено следниве научноистражувачки трудови:

1. „Проблематичните (нефункционални кредити) и нивното влијание на економскиот раст на Република Северна Македонија”, The Herrytage, ISSN 1857-7482, International university Struga, 2022;
2. „Supporting small and medium enterprise and entrepreneurship-The case of North Macedonia”, International Journal of Scientific papers, Knowledge, ISSN 2545-4439, Vol. 35.5., Скопје, 2019 год.;
3. „Porter’s model of 5 forces: Porter’s model of the company Forma Nova”, Knowledge – International Journal of Scientific papers, Vol 31. No.5 (2019), ISSN 2545-4439;
4. „Methods and techniques for efficient strategic planning”, International Journal of Scientific papers, Knowledge, ISSN 2545-4439, Vol. 22.3. 2018;
5. „Состојба и перспективи на малите и средни претпријатија во Република Македонија“, The Herrytage, ISSN 1857-7482, International university Struga, 2018.

### ЗАКЛУЧОК И ПРЕДЛОГ

Комисијата за оценка и одбрана на докторската дисертација со наслов „Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на Република Северна Македонија”, изработена од кандидатката Елмедина Шуајиби, донесе заклучок дека истата претставува оригинално научно истражување, со значајни резултати и препораки.

Презентираниот материјал во докторската дисертација и спроведените практични истражувања и економетриски анализи, врз кои се темелат заклучните согледувања и препораки од кандидатката, претставуваат значаен придонес во научната литература која ја третира проблематиката на финансирањето на корпоративниот сектор во Република Северна Македонија.

**Врз основа на горенаведеното, Комисијата има чест да му предложи на Наставно-научниот совет на докторски студии на Кампус 4 да ја прифати позитивната рецензија на докторската дисертација со наслов „Анализа на формите на финансирање на корпоративниот сектор и нивното влијание врз економскиот развој, со посебен осврт на Република Северна Македонија”, изработена од м-р Елмедина Шуајиби и да одобри јавна одбрана на истата.**

### РЕЦЕНЗЕНТСКА КОМИСИЈА

**Проф. д-р Емилија Митева-Кацарски, претседател, с.р.  
Проф. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска, ментор и член, с.р.  
Проф. д-р Пеце Николовски, екстерен ментор и член, с.р.  
Проф. д-р Љупчо Давчев, член, с.р.  
Проф. д-р Весна Георгиева-Свртинов, член, с.р.**