



**УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“**  
**ВО СКОПЈЕ**  
**ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ – СКОПЈЕ**



**Кандидат: м-р Маја Павловиќ**

**ВРЕДНОСТА НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ И**  
**ЗАКАНАТА ЗА КОРПОРАТИВНАТА РЕПУТАЦИЈА**  
**(докторска дисертација)**

***МЕНТОР:***

***Проф. д-р Бобек Шуклев***

**СКОПЈЕ, ФЕВРУАРИ 2015**



**Членови на комисијата:**

**1. Проф. д-р Бобек Шуклев  
Економски Факултет – Скопје**

**2. Проф. д-р Љубомир Дракулевски  
Економски Факултет - Скопје**

**3. Проф. д-р Сашо Арсов  
Економски Факултет - Скопје**

4. \_\_\_\_\_  
**Економски Факултет – Скопје**

5. \_\_\_\_\_  
**Економски Факултет – Скопје**

Датум на одбрана: \_\_\_\_\_

Датум на промоција: \_\_\_\_\_

# ВРЕДНОСТА НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ И ЗАКАНАТА ЗА КОРПОРАТИВНАТА РЕПУТАЦИЈА

## Апстракт

Докторската дисертација ја обработува комплексноста на вредноста на корпоративното управување, како и ризикот од заканата на корпоративната репутација. Вредноста на секој правен субјект тешко се создава, а може да се сруши преку ноќ. Потребни се вештини, знаење, мудрост за да се опстане во турбулентното економско, законодавно, технолошко и општествено окружување. Во рамките на ова истражување се бараат одговори на поголем број прашања кои се елаборираат во повеќе сегменти.

Првиот сегмент се однесува на вредноста на доброто корпоративно управување која се мери преку премијата која институционалните инвеститори би им ја платиле на претпријатијата. Транспарентноста и обелоденувањето на податоците и резултатите се суштината на добро корпоративно управување. Вториот сегмент се однесува на релацијата помеѓу корпоративното управување и вредноста на претпријатието. Подоброто управуваните претпријатија имаат посупериорни финансиски резултати. Доминантните акционери имаат голема концентрација на контрола, а малцинските акционери се на удар на експропријацијата. Фамилијарната сопственост креира вредност само кога основачот има функција на главен извршен директор. Претпријатието ја зголемува својата вредност откако ќе се воведат односи со инвеститори. Можноста да се даде гаранција го намалува трошокот од надворешното финансирање. Корпоративното управување во етичка рамка се образложува во третиот сегмент. Етичките лидери се активни учесници. Неетичкото однесување, како и проблемите со производите и услугите се најчести фактори на деструкција на корпоративната репутација. Менаџерите кои ги игнорираат потребите на вработените и потрошувачите доведуваат до слаба продуктивност. Сè уште постојат многу проблеми на правата на акционерите, кои се анализираат во четвртиот сегмент. Растот на институционалните инвеститори му даде нова тежина и димензија на корпоративното управување. Корпоративно лидерство значително е загрижено за природата на својата репутација, а скандалите за корпоративното управување се многубројни и се меѓу факторите кои ја нагрizuваат репутацијата на претпријатието. Оттука, претпријатието треба добро да ги исполнува очекувањата на стеикхолдерите и да изгради долг пат за да го врати здравјето на репутацијата.

**Клучни зборови:** *акционер, вредност, главен извршен директо, етика, корпоративно управување, корпоративна репутација, одбор на директори, односи со инвеститори, фамилијарен бизнис.*

## THE VALUE OF CORPORATE GOVERNANCE AND THREAT OF THE CORPORATE REPUTATION

### Abstract

This doctorate's thesis elaborates the complexity of the corporate governance value, and the threat of the corporate reputation, as well. Building the value of the legal entity is a hard work, but it could be knocked down throughout the night. Skills, knowledge, wisdom are prerequisites for the company to survive in the turbulent economic, legal, technological and social environment. This research addresses the current issues identified in several segments.

The first segment addresses the value of the good corporate governance that is measured by the premium institutional investors are willing to pay. The transparency and financial data disclosure are necessary for good corporate governance. The second segment looks at the link between the firm value and its corporate governance. Better governed firms have more superior financial results. Major shareholders have more intensive concentration of the control, but the minor shareholders have been threaten by the expropriation of their shareholders' rights. Family ownership creates the value only when the founder have the function of the chief executive office or chairman. The firm increase its own value upon the introduction of the investor relations. The possibility to provide the guarantee decrease the cost of external financing. The corporate governance in the ethical framework is analyzed in the third segment. Ethical leaders are active participants. Unethical behavior, as well products and services failures are the common factors of corporate reputation erosion. Managers who ignore the needs of employees and consumers, lead to lower productivity. The fourth segment addresses many problems in the shareholders' rights area. The rise of the institutional investors adds new weight and dimension to the corporate governance. Finally, the corporate leadership is substantially worried for the nature of their reputation, and the scandals of corporate governance are numerous, that are damaging the corporate reputation. Thus, the firm should meet stakeholders' expectations and build the long road back to reputational health.

**Key Words:** Board of Directors, Chief Executive Officer, Corporate Governance, Corporate Reputation, Ethics, Family Business, Investor Relations, Shareholder, Value.

## Список на табели

|     |   |     |
|-----|---|-----|
| 1.1 | Алтернативни дефиниции на корпоративно управување .....   | 27  |
| 1.2 | Механизми за корпоративно управување.....   | 37  |
| 1.3 | Структура на порталот односи со инвеститори .....   | 53  |
| 1.4 | Рангирање на државите во 2000 година.....   | 58  |
| 2.1 | Исплата на надомест со капитал .....  | 98  |
| 2.2 | Создавање вредност.....   | 110 |
| 2.3 | Практики за оценување на квалитетот и поддршка во тргувањето .....  | 111 |
| 2.4 | <b>САЕЛ</b> рангирање врз основа на обработка на податоци од ревизорските<br>финансиски извештаи од 31.12.2006 година ..... | 112 |
| 2.5 | Стапка на адекватност на капиталот.....   | 113 |
| 3.1 | Примери за влијанието на глобализацијата врз различните групи на стејкхолдери.....  | 130 |
| 3.2 | Ранг на корпоративна општествена одговорност .....  | 141 |
| 4.1 | Структура на акционерска сопственост во Велика Британија 1963-2004 .....  | 153 |
| 4.2 | Очекуван готовински прилив .....  | 163 |
| 4.3 | Мерење на вредноста.....  | 169 |
| 4.4 | Додадена економска вредност на Македонски телеком АД Скопје пресметана со<br>ефективна даночна стапка .....                 | 171 |
| 4.5 | Пресметка на додадената економска вредност на Македонски телеком АД Скопје .....  | 182 |
| 4.6 | Препорака за платите во Швајцарија – 12 претпријатија кои котираат .....  | 184 |
| 5.1 | Преглед на модерните корпоративни комуникации.....  | 199 |
| 5.2 | Класификација на првите 20 претпријатија според нивото на репутација во<br>Италија .....                                    | 205 |
| 5.3 | Разбирањето за претпријатието се зголемува .....  | 206 |
| 5.4 | Најдобри одбори на директори.....   | 210 |
| 5.5 | Кршење на доверителски обврски на членовите на одбор на директори и<br>извршните директори .....                            | 213 |
| 5.6 | Важни карактеристики на ефективен одбор на директори.....   | 215 |
| 5.7 | Што прават претпријатијата за да управуваат со заканата по корпоративната<br>репутација.....                                | 220 |
| 5.8 | Закани за корпоративната репутација.....  | 222 |

## Список на слики

|      |   |     |
|------|---|-----|
| 1.1  | Структура на корпоративно управување.....   | 33  |
| 1.2  | Информација, контрола и менаџмент-системи.....  | 48  |
| 1.3  | Вредноста на добро корпоративно управување.....   | 54  |
| 1.4  | Степенот на попречување на непријателските преземања.....                               | 57  |
| 1.5  | Акционерска структура на Македонски Телеком АД Скопје.....                              | 62  |
| 2.1  | Модел на влијание на главниот извршен директор врз резултатите на претпријатието.....   | 90  |
| 2.2  | Лидерско однесување – мажи и жени.....  | 91  |
| 3.1  | Процес на етичко одлучување.....  | 133 |
| 3.2  | Компоненти на управувањето со деловната етика.....                                      | 134 |
| 3.3  | Пирамида на корпоративната општествена одговорност на Carroll.....                      | 145 |
| 4.1  | Односи на застапување.....  | 148 |
| 4.2  | Двојна улога на главниот извршен директор.....  | 161 |
| 4.3  | Примерот на CalPERS, најголем пензиски фонд во САД.....                                 | 182 |
| 4.4  | Тактики на активизам.....   | 185 |
| 4.5  | Успешни отворени и затворени фондови во период 1988 – 2003.....                         | 187 |
| 4.6  | Активизам на фондови за заштита од ризик во период 2005– 2011.....                      | 188 |
| 5.1  | Главниот извршен директор на Monte Dei Paschi.....                                      | 194 |
| 5.2  | Ново тркало на корпоративни комуникации.....  | 201 |
| 5.3  | Финансиски директор на Европскиот фонд за финансиска стабилност Christophe Frankel..... | 203 |
| 5.4  | Рангирање на репутацијата на главните извршни менаџери во Италија.....                  | 204 |
| 5.5  | Основни одговорности на директорите.....  | 208 |
| 5.6  | Што ѝ се заканува на корпоративната репутација?.....                                    | 223 |
| 5.7  | Корпоративна комуникација.....  | 225 |
| 5.8  | Традиционален менаџмент-модел.....  | 230 |
| 5.9  | Модел на стеикхолдер.....   | 231 |
| 5.10 | Модел на мрежа на стеикхолдери.....   | 232 |
| 5.11 | Влијанието на намалувањето на човечките ресурси врз корпоративната репутација.....      | 238 |

## СОДРЖИНА

|  |           |
|--|-----------|
| Вовед .....  | 8         |
| 1. Актуелност на проблематиката.....   | 9         |
| 2. Предмет, цели и задачи на истражувањето.....  | 10        |
| 3. План за презентирање на истражувањето .....   | 12        |
| 4. Методи на истражување на проблематиката .....   | 21        |
| <br>   |           |
| <b>ГЛАВА I. ВРЕДНОСТА НА ДОБРОТО КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ .....</b>   | <b>25</b> |
| 1.1. Основни концепции на корпоративното управување .....  | 25        |
| 1.2. Одвоеност на сопственоста од контролата во претпријатието .....   | 29        |
| 1.3. Внатрешни и надворешни фактори на корпоративното управување.....  | 32        |
| 1.4. Најдобрите практики на корпоративно управување и создавањето<br>дополнителна вредност на претпријатието.....              | 40        |
| 1.5. Карактеристики на доброто корпоративно управување.....  | 47        |
| 1.6. Важноста на доброто корпоративно управување .....   | 51        |
| 1.7. Обелоденување финансиски податоци и информации и вредноста на<br>корпоративното управување .....                          | 60        |
| 1.8. Транспарентноста и сметководството и вредноста на корпоративното<br>управување.....                                       | 73        |
| <br>   |           |
| <b>ГЛАВА II. КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ И ВРЕДНОСТА НА<br/>ПРЕТПРИЈАТИЕТО .....</b>   | <b>77</b> |
| 2.1. Корпоративно управување и трошокот на капиталот.....  | 77        |
| 2.2. Корпоративното управување и резултатите на претпријатието .....   | 81        |
| 2.3. Агенции за оценување на ризикот .....   | 84        |
| 2.4. Мандат, оставка на главниот извршен директор и вредноста на<br>претпријатието .....                                       | 87        |
| 2.5. Контролата во фамилијарните претпријатија: влијание на другите<br>акционери и одраз врз вредноста на претпријатието ..... | 92        |
| 2.6. Претпријатија со добро корпоративно управување и котирање во услови<br>на рецесија .....                                  | 101       |
| 2.7. Односи со инвеститори како алатка за зголемување на капиталот .....   | 105       |



|   |     |
|---|-----|
| ГЛАВА III. ЕТИКАТА И КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ.....   | 114 |
| 3.1. Етиката во корпоративното управување .....   | 114 |
| 3.2. Етичко лидерство.....  | 116 |
| 3.3. Етиката и технологијата.....   | 121 |
| 3.4. Етиката и глобализацијата .....  | 124 |
| 3.5. Механизмите за управување и етичкото однесување .....  | 131 |
| 3.6. Управување со корпоративната одговорност .....   | 137 |
| 3.7. Иднината на корпоративната одговорност.....  | 143 |
| <br>  |     |
| ГЛАВА IV. ЗГОЛЕМУВАЊЕ НА ВРЕДНОСТА НА АКЦИОНЕРИТЕ.....  | 147 |
| 4.1. Права на акционерите.....  | 147 |
| 4.2. Корпоративно управување и институционални инвеститори .....  | 153 |
| 4.3. Корпоративно управување и финансиски резултати .....   | 160 |
| 4.4. Мерење на зголемувањето на вредноста на корпорацијата.....   | 163 |
| 4.5. Зголемување на капиталот и трошокот на надворешното финансирање.....                                   | 173 |
| 4.6. Потенцијални препреки за ефективно активно акционерство .....  | 179 |
| <br>  |     |
| ГЛАВА V. ЗАКАНАТА ЗА КОРПОРАТИВНАТА РЕПУТАЦИЈА.....   | 190 |
| 5.1. Репутацијата на главниот извршен директор .....  | 190 |
| 5.2. Управување со репутацијата на претпријатието преку односи со јавноста<br>и односи со инвеститори ..... | 198 |
| 5.3. Улогата на Одборот на директорите во зачувување на репутацијата на<br>претпријатието.....              | 206 |
| 5.4. Што ѝ се заканува на корпоративната репутација? .....  | 218 |
| 5.5. Градење на репутација преку управување со стејкхолдери.....  | 229 |
| 5.6. Намалување на човечките ресурси и одраз врз корпоративната<br>репутација .....                         | 234 |
| <br>  |     |
| ЗАКЛУЧОЦИ .....   | 241 |
| РЕФЕРЕНЦИ.....  | 250 |
| ПРИЛОГ .....  | 272 |

## ВРЕДНОСТА НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ И ЗАКАНАТА ЗА КОРПОРАТИВНАТА РЕПУТАЦИЈА

### ВОВЕД

Во докторската дисертација се анализираат различни аспекти каде што се потенцира вредноста на корпоративното управување, елаборирајќи што може да ја загрози корпоративната репутација. Во екот на сите корпоративни скандали и во текот на периодот на финансиската криза треба да се одржи вредноста на претпријатието. Трошокот на капитал е скап, а ликвидноста се намалува. Преку правилно корпоративно управување, етаблирање солиден бизнис план и поврзување на сите стеикхолдери етички, можно е корпоративниот брод да исплива неоштетен. Во текот на својата пловидба може да се соочува со невреме во однос на заканата на неговата репутација. За да се зачува репутацијата треба да се има добра стратегија за комуникација во услови на кризи.

Корпоративното управување овозможува стеикхолдерите да ги стават своите испреплетени интереси во поширок и разумен контекст. Корпоративното управување ги опфаќа сите аспекти поврзани со одборот на директорите, главниот извршен директор, врвниот менаџмент, акционерите и другите стеикхолдери. Доброто корпоративно управување е значајно за сите нации. Секоја земја настојува претпријатијата да просперираат во земјата, да бележат развој и да растат на тој начин што ќе им обезбедат вработување, богатство и сатисфакција на луѓето, не само за да се подобрат стандардите за живот, туку и за да се подобри социјалната кохезија. Овие аспирации не можат да се остварат доколку претпријатијата не се конкурентни на меѓународна сцена, а за овие среднорочни и долгорочни перспективи вредноста на доброто корпоративно управување е витална. Корпоративната репутација ги сумира нашите очекувања за идните активности на претпријатието. Корпоративната репутација претставува нето-резултат на интеракцијата на сите искуства, импресии, уверувања, чувства и знаења кои ги имаат лицата за претпријатието. Во трката за подобра корпоративна репутација, една од заканите за претпријатијата е да влезат во „игра на илузија“, каде што претпријатијата се подготвени да се претстават лажно.

## **1. АКТУЕЛНОСТ НА ПРОБЛЕМАТИКАТА**

Корпоративното управување е нова, а исто така и зголемена реалност. Сегашноста се карактеризира со економските, политичките и општествените кризи, со што се поткопува сигурноста на сите нас. Оттука, актуелноста на управувањето на сите фронтови од економската, политичката и општествената сфера е исклучително важно во последната деценија. Предизвик за корпоративната репутација се последните корпоративни скандали и контроверзии. При тоа е важно да се разјасни како да се управува со репутацијата проактивно и систематично. Истовремено, треба да се изгради култура во претпријатијата за одвојување средства за изградба на репутацијата.

Постои зголемен континуиран притисок врз претпријатијата да се подобрат структурите за управување и одговорноста. Вредноста на корпоративното управување е предмет од големо академско и практично значење во бизнисот. Имено се анализираат односите меѓу корпоративното управување и вредноста на претпријатието во развиените и неразвиените пазари на капитал. Понатаму, корпоративното управување претставува интегративна рамка за управување на капиталот и создавање на вредноста во претпријатијата. Притоа се дефинирани критериумите и правилата за да се развие корпоративната политика и за да се зголеми вредноста на акционерите. Доброто корпоративно управување овозможува заштита на интересите на сите стеикхолдери кои се засегнати од резултатите на претпријатијата, не само на акционерите.

Последните две децении ја потенцираа важноста на корпоративното управување кое доживува револуција. Потребна е поголема транспарентност на акционерската структура, како и откривање на доминантната сопственост со што ќе се придонесе во развојот на акционерската демократија. Важно е да се постигне рамнотежа на моќта во корпоративните одбори. Проактивно акционерство доведува до подобар надзор на извршниот менаџмент. Репутацијата на извршниот менаџмент во лицето на главниот извршен директор има севкупна одговорност за однесувањето и резултатите на претпријатијата кои се ревидирани од страна на ревизорите. Важноста на корпоративното управување се огледа во фактот на обезбедување дополнителна вредност преку формулирање стратегија, надгледување и контролирање имплементација на стратегијата, како и оценување и избор на лидерството во претпријатието.

Вредноста на корпоративното управување го достигнува својот зенит на актуелноста. Исто така, од 2000 година, значењето на репутација се зголеми за 88% во врвните глобални медиуми. Специјалистите за репутација денес се многу барани.

Бројките покажуваат дека „експертите за репутација“ бележат над 25 милиони барања во алатките за пребарување на Интернет во споредба со периодот пред десет години кога можеа да се избројат на една рака. Заканите за корпоративната репутација се сериозни, поради што рехабилитацијата за корпоративната репутација станува сè попопуларна. За ерозијата на корпоративната репутација придонесоа постапките на поранешниот главен извршен директор на Merrill Lynch, John Thain, со доделувањето на речиси 4 милијарди долари во бонуси на поранешните колеги и преку олеснување на својата канцеларија за 1,2 милиони долари. Понатаму, Richard Fuld, главен извршен директор на банкротираниот финансиски џин Lehman Brothers, напушти без да се извини, а разрешницата на финансискиот скандал на Bernie Madoff остана без надеж. Поранешните врвни менаџери на *Royal Bank of Scotland* признаа дека преземањето на *ABN Amro* беше „голема грешка“. Ваквите постапки ја зголемуваат тежината на истражувањето во оваа област.

Сите овие прашања ја оправдуваат потребата од јакнење на свеста за корпоративно управување и потребата од понатамошни истражувања во овој сегмент, како во Република Македонија, така и во глобални размери. Со докторската дисертација е поставена основа од каде што можат да се набљудуваат понатамошните промени. Истражувањето треба да биде од корист за секој инвеститор, законодавец или менаџер. Она што сè уште не е разјаснето е со кое темпо на апсорпција за корпоративно управување ќе бидат воспоставени некои светски практики како вообичаени практики во Република Македонија и кои ќе бидат ефектите од нивната реализација.

## 2. ПРЕДМЕТ, ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО

**ПРЕДМЕТОТ** на истражувањето во докторската дисертација се однесува на креирање на вредноста на корпоративното управување, како и на потенцијалните замки кои влијаат на корпоративната репутација.

**ЦЕЛТА** на истражувањето се фокусира на меѓународните искуства за креирањето вредност на корпоративно управување преку намалување на ризикот, подобрување на финансиските резултати, полесно пристапување на капиталот на пазарот, подобрување на вредноста на капиталот, како и основа за разбирање и градење на концептот на корпоративната репутација.

Целта на истражувањето во докторската дисертација е остварено преку следните

### **ЗАДАЧИ:**

- ▶ Објаснување на основните концепции, внатрешните и надворешните фактори, најдобрите практики и карактеристики на корпоративното управување;
- ▶ Утврдување паралела помеѓу обелоденувањето на финансиските податоци и информации и вредноста на корпоративното управување, како и помеѓу транспарентноста и сметководството и вредноста на корпоративното управување;
- ▶ Проучување на поврзаноста на корпоративното управување и трошокот на капитал, како и поврзаноста на корпоративното управување и резултатите на претпријатието;
- ▶ Елаборирање на рангирањето на корпоративното управување и различните агенции за оценување на ризикот;
- ▶ Истражување на поврзаноста на мандатот, оставката на главниот извршен директор, влијанието на другите акционери и вредноста на претпријатието;
- ▶ Анализирање на предизвиците во корпоративното управување преку етичко лидерство, управување со стеикхолдери, ревизија на резултатите и поставување на основите за корпоративната одговорност, како и унапредување на функцијата на односите со инвеститорите и со јавноста во услови на турбуленции на пазарот на капитал и скандалите за корпоративното управување;
- ▶ Утврдување паралела помеѓу етиката и технологијата, како и помеѓу етиката и глобализацијата;
- ▶ Елаборирање на правата на акционерите, активноста на институционалните инвеститори и потенцијалните препреки за ефективно акционерство;
- ▶ Проучување на вреднувањето на претпријатието, собирањето капитал и трошокот на надворешното финансирање;
- ▶ Објаснување на улогата на главниот извршен директор и одборот на директорите при зачувување на репутацијата на претпријатието;
- ▶ Истражување и презентирање како намалувањето на човечките ресурси влијае на репутацијата на претпријатието.

Создавањето „интелектуална база“ во сегментот на корпоративното управување и управување со корпоративната репутација има исто толкава важност колкава што е и важноста на акционерите. Потребни се 70 години „за да се промени начинот на размислување“. Колку години ќе бидат потребни за да се промени свеста за вредноста

на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација најдобро ќе покаже времето.

### 3. ПЛАН НА ПРЕЗЕНТИРАЊЕ НА ИСТРАЖУВАЊЕТО

Материјата во докторската дисертација *вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација* е систематизирано во вовед, пет глави, заклучок, референци и прилог.

Во **воведот** е елаборирана актуелноста на истражувањето на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација, дефинирани се предметот, целта и задачите на истражувањето, планот на презентација на истражувањето на споменатата проблематика и методологијата на истражување.

Во првата глава во докторската дисертација со наслов **ВРЕДНОСТА НА ДОБРОТО КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ**, *образложени се основните концепции на корпоративното управување, како и одвоеноста на сопственоста од контролата во претпријатието*. Корпоративното управување претставува сооднос меѓу менаџментот на претпријатието, одборот, акционерите и другите стеикхолдери. Корпоративното управување е исклучително важно од аспект на стратегискиот менаџмент-процес. *Истовремено, дефинирани се внатрешните и надворешните фактори на корпоративното управување*. Внатрешните фактори (главниот извршен директор, одборот на директорите на претпријатието, како и претседателот на одборот) се директно одговорни за определување на стратегијата, како и за креирање на иднината на претпријатието. Пазарот за контрола – во литературата познат како „надворешен механизам за управување“ – претставува институција која ги дисциплинира менаџерите, но е надвор од претпријатието. *Исто така, разработени се најдобрите практики на корпоративното управување и создавање дополнителна вредност на претпријатието*. Според Меѓународната финансиска корпорација, најдобрата практика е претпријатијата навреме да ги објавуваат сите материјални информации на колку што е можно појасен и поразбирлив начин. Од аспект на комисиите кај јавните претпријатија, најдобрата практика кај јавните претпријатија е јавните претпријатија да основаат ефективна процедура за акционерите да бидат во можност да комуницираат со одборот на директорите. *Понатаму, утврдени се карактеристиките и важноста на доброто корпоративно управување*. Имено, секоја земја ги охрабрува претпријатијата кои дејствуваат во рамките на нејзините граници, да бележат раст и да обезбедуваат

вработеност, богатство и сатисфакција, не само да го подобрат животниот стандард, туку и да овозможат социјална благосостојба. Проактивните акционери обично се „општествено одговорни“, зголемувајќи ги двата вида вредности од економска природа, зачувување на животната средина и општествена одговорност. Успешното корпоративно управување придонесува претпријатието да работи попрофитабилно, го овозможува неговиот раст и го подобрува неговиот пристап до средствата за финансирање однадвор, било тие да се домашни или странски, односно јавни или приватни фондови. На крајот од оваа глава е направена паралела помеѓу обелоденувањето на финансиските податоци и информации и вредноста на корпоративното управување, како и помеѓу транспарентноста и сметководството и вредноста на корпоративното управување. Финансиското известување претставува процес на собирање, обработка и обелоденување на економската активност на претпријатието. Во тој контекст, истражувани и идентификувани се главните акционери на повеќето претпријатија во Европа. *Roche* во Швајцарија има главен акционер – фамилијарни членови со удел од 50,01%, додека *Novartis* има удел од 33% – повеќе од 55% со капитална сопственост. *Sanofi-Aventis* во Франција е контролирана од два акционери – *L'Oréal* и *Total* со удели од 17,4% и 19,5%, соодветно. Во Германија, *Siemens* има главни фамилијарни акционери, меѓутоа нивниот удел во претпријатијата изнесува по 6%. Во *BASF*, ситуацијата е слична, не постојат акционери со поголем удел од 5%. Акционерската структура на италијанското претпријатие *Assicurazioni Generali* се состои од банки како *Mediobanca* и *Unicredit* кои имаат околу 30% од вкупниот процент акции во претпријатието. Претпријатието *ENI* има нетипични акционери, и тоа: Министерството за финансии со 20% и Банката за штедење со 10% од акционерскиот капитал. Понатаму, како резултат на скандалозните измами во сферата на корпоративното управување како увертира беше усвоен законот на Sarbanes-Oxley во 2002 година од кого произлезе ново правило дека главниот извршен директор и главниот финансиски директор сега мора да верификуваат дека нивните финансиски извештаи даваат фер слика за финансиската кондиција на претпријатието, а не само дека се во согласност со општоприфатените сметководствени принципи. Во практиката се покажале искуства кои укажуваат дека новите правила, со цел да се подобри обелоденувањето на финансиските податоци и извештаи, ги чинат претпријатијата повеќе од аспект на пари и време. Транспарентноста при управувањето се дефинира како расположливост и степен на објавување на извештаите кои се потребни за управување. Во овој случај, внатрешните ревизори честопати служат како филтри на

грешките при обелоденување податоци и информации, кои ги исфрлаат ненамерните грешки како резултат на слабостите на системот на внатрешна контрола, а ги идентификуваат и намерните грешки како резултат на измами.

Во втората глава во докторската дисертација со наслов **КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ И ВРЕДНОСТА НА ПРЕТПРИЈАТИЕТО**, истражена е корелацијата помеѓу корпоративното управување и трошокот на капиталот, како и помеѓу корпоративното управување и резултатите на претпријатието. Истражувањето се фокусира на проучување на корпоративното управување кои има влијание врз економските перформанси на претпријатието. Во овие рамки се истражува примерок од 348 претпријатија кои укажуваат дека послните права на акционерите и зголеменото ниво на обелоденување на финансиските податоци и информации го намалува трошокот на капитал. Сепак, важни се перцепциите на инвеститорите за кредибилитетот на финансиското известување преку пресметката на вкупните надоместоци (ревизорски и неревизорски) кои се исплаќаат на ревизорите. Ризикот на информацијата зависи од квалитетот на обелоденување на податоците и информациите, квалитетот на приходот и квалитетот на корпоративното управување. Нивото на корпоративното управување во претпријатието и заштитата на акционерите доколку се заменат се намалува и трошокот на капиталот. Па така, истражувањето на примерок од 1.207 претпријатија од 9 азиски и 13 западноевропски земји од страна на научниците укажува дека е поголем трошокот на капиталот со зголемување на прекумерната контрола. *Подобро управуваните претпријатија имаат посупериорни финансиски резултати.* Имено, се спроведува внимателен и систематски пристап за да се пронајде врската помеѓу управувањето и финансиските резултати. За спроведување на оценувањето на влијанието на корпоративното управување врз финансиските резултати се елаборираат неколку витални аспекти: 1. нивото на транспарентност на обелоденувањето на практиките на корпоративното управување, 2. проценување на ефикасноста на корпоративното управување (ефикасноста на главниот извршен директор, поединечниот удел во одборот, и ефикасноста на одборот во целина), 3. одредување на индексите за корпоративно управување и резултатите, 4. статистичка поврзаност помеѓу корпоративното и резултатите, и 5. заканите за превземање и вредноста на претпријатието. Заканите за превземање претставуваат притисок да се подобри ефикасноста на корпоративното управување. Доброто корпоративно управување обезбедува директна економска корисност на претпријатието. Јавните претпријатија со независни членови во одборот на претпријатија имаат поголеми приноси во капиталот,



поголеми и профитни стапки, поголеми дивиденди и поголем откуп на акциите. Истовремено се елаборирани рангирањето на корпоративното управување и различните агенции за оценување на ризикот. Позначајни агенции за оценување на ризикот се: *Standard & Poor's*, *Fortune*, *Fitch Ratings* и др. Комерцијалните рангирања не го предвидуваат корпоративното управување. Имено, има мала, односно никаква поврзаност помеѓу рангирањата на управувањето со препораките за гласање или реализираните гласања врз основа на предлозите што ги изготвува *Risk Metrix*. *Institutional Shareholder Services (ISS)* преку 64 влезни големини за управување го рангира претпријатието, односно ја определува врската со вредноста на претпријатието. Потребно е да се укаже дека овие анализи се на ниво на претпријатие. Рангирањата на ниво на индустрија се омилените индекси за управување преку системот на пондери, т.н. *CLSA Weighted Governance Index* и индексот на глобалното богатство, односно *Fortune Global*, како и просечните рангирања на агенцијата *Prox Invest rating* и *Deminor Ratings*. Прелиминарно, е разработена методологијата за рангирање според *Deminor Ratings*. Во рамките на таа методологија се врши анализа на следните четири критериуми: 1. правата и должностите на акционерите, 2. посветеноста на акционерската вредност, 3. обелоденување на корпоративното управување и 4. функционирање и структурата на одборот на директори. Исто, така разработен е мандатот, оставката на главниот извршен директор и вредноста на претпријатието. Влијанието на главниот извршен директор врз вредноста на претпријатието се утврдува преку трите меѓусебно поврзани фактори: 1. националните вредности, 2. сопственичката структура, и 3. практиките на одборот на директори. Главниот извршен директор влијае врз одборот на директори кога мандатот на главниот извршен директор е подолг. Мандатот претставува одговор на прашањето: Колку долго генералниот извршен директор е на оваа позиција во претпријатието? Имено, мандатот е еден од трите извори на моќ на главниот извршен директор, покрај двојната улога, и контролата на состаноците на одборот на директори. Во овие рамки се спроведува истражување и анализа со кои што се утврдува просечниот мандат на главниот извршен директор, како во Република Македонија, така и на глобално ниво, односно Северна Америка, Азиско-пацифичкиот регион и Европа. Врз основа на теоријата на застапништво и теоријата за човечкиот капитал, се истакнува дека оставката на новиот главен извршен директор претставува корекција на избор на несоодветен главен извршен директор. Оставката на главниот извршен директор може да биде: 1. присилна, 2. самоиницијативна, или 3. испланирана од аспект на поделба на моќта при сукцесија. Потеклото на новиот главен извршен

директор и карактеристиките на одборот на директори во времето на сукцесија имаат значително значење врз веројатноста на оставката на новиот главен извршен директор. Внимателно подготвената сукцесија и успехот на сукцесијата дејствуваат врз одржливоста на фамилијарните претпријатија. Во однос на контролата во фамилијарните претпријатија, образложено е влијанието на другите акционери и одразот врз вредноста на претпријатието. Во овие рамки се пресметуваат трошоците за застапување на малцинските акционери кои имаат контрола врз гласачкото тело на претпријатието, додека, пак, поседуваат мало право на паричните текови. Фамилијарните малцински акционери со контролен пакет не се наградени со сопственост како дел од компензациониот пакет. Нов момент кој е обработен е котирање во услови на рецесија на претпријатијата со добро корпоративно управување. Во текот на времињата на рецесија, обожавани се оние претпријатија кои своите вработени ги третираат како највредните средства. Фокусот на овие претпријатија е долгорочен со минимални отпуштања на својата работна сила, во споредба со нивната конкуренција. Интересен е фактот дека едни од најуспешните претпријатија од типот на *Johnson & Johnson*, *Caterpillar*, *McDonald's* и *Walt Disney*, се формирани во текот на рецесијата. На крајот од втората глава, акцентот е ставен на влијанието на односите со инвеститорите во процесот на зголемување на капиталот на претпријатието. Банкарите треба да размислуваат да ја заменат реактивната програма на односите со инвеститори со проактивен „стратегиски финансиски маркетинг“ кој ги спојува односите со инвеститори со брендот на капиталот и перцептивниот маркетинг за да се комуницира пораката во инвеститорската околина.

Третата глава од докторската дисертација со наслов **ЕТИКАТА И КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ** е фокусирана на етиката во корпоративното управување, која е најдобра долгорочна стратегија на корпоративното управување. Секоја друга стратегија претставува одење по тенок мраз на етиката. Повеќе придобивки добиени од деловната етика претставуваат цели на корпоративното управување. Етиката силно влијае врз корпоративното управување и реализацијата на деловната етика осигурува добро корпоративно управување. Етиката е однесување, не е филозофија. Во услови на соочување на претпријатието со предизвици од типот на глобализацијата и одржливоста, етиката зазема посебно место во глобалната арена. За да може да се увиди вредноста на етиката, најпрво треба да се анализираат корпоративните измами во САД и во Европа, и како неетичките практики и глобализацијата ги зголемиле консеквенциите. Етиката е новата парадигма која го оформува меѓународ-

ниот систем. Еден од етичките промени на Wall Street се случи со елиминирањето на бонусите, промена која беше незамисливо порано да се оствари. *Понатаму, за ваквите промени, потребно е етичкото лидерство.* Пример за етичко лидерство е Jawaharlal Nehru. Преку псевдоним, Nehru се критикувал себеси објавувајќи статии во индиските списанија. Во рамките на неговите мандати извлечени се три лекции: 1. етичките лидери не се кријат од дебата, односно претпријатијата каде што членовите брзо донесуваат консензуси, се љубезни, цивилни имаат послаби резултати, отколку инвестиционите одлуки како резултат на жолчната дебата. 2. етичките лидери се активни учесници, односно најголемите внатрешни процеси немаат вредност доколку во нив не учествува лидерот, и 3. институционалната одржливост е на прво место. Имено, лидерот е најетичен и пожртвуван кога дејствува, меѓутоа неговата моќ е ограничена преку институционалните аранжмани и критиката која е резултат на засилената јавна контрола. *Исто така, важна е и технолошката одржливост, во рамките на етиката.* Технологијата ги содржи сите оние методи, процеси и алатки кои ги откриле луѓето за да манипулираат со животната средина. Информатичките технологии покренала тешки етички прашања за природата на правото на имот односно информацијата. Исто така, технологиите овозможиле поединците да соберат детална и потенцијална опасна информација, прекршувајќи го правото на приватност. Понатаму, информатичката технологија ги направи бизнис-претпријатијата помали, нехиерархиски и поедноставни. Посебно е истражуван развојот на биотехнологијата, односно можноста да се креираат нови животни форми, како и генетичкото инженерство кое се однесува на голем дел нови техники кои ќе овозможат да се променат гените на клетките на луѓето, животните и растенијата, како етички дилеми. Претпријатијата го користат генетичкото инженерство да создадат и да пласираат нови видови зеленчук, овци, крави, зајаци, бактерии, вируси и многу други организми. *Во понатамошниот тек на истражувањето се анализира етиката во контекст на глобализацијата.* Имено, се анализира „глобализацијата“ за да се дојде до попрецизна дефиниција и за да се разбере карактерот и евентуалните импликации врз деловната етика. „Глобализацијата“ е прогресивно еродирање на релевантноста на територијалната основа за општествени, економски и политички активности, процеси и односи. Имено, се анализира глобализацијата како интернационализација, глобализацијата како либерализација, и како универзалност. *Истовремено, објаснети се механизми за управување и етичкото однесување.* Управувањето, односно механизмот на управување на деловната етика е директен обид на формален или неформален начин да се управува со етичките

работи и проблеми преку соодветни политики, практики и програми. Компоненти на управувањето со деловната етика се: (1) мисијата или вредностите; (2) кодовите на етика; (3) извештаи/каналите на ревизија; (4) менаџерите, раководителите, комитетите за етика; (5) консултантите за етика; (6) образованието и обуката за етика; (7) консултација со стеикхолдерите итн. Етичкиот модел за донесување одлуки се состои од три основни чекори, и тоа: морално сознание, морално расудување и етичко однесување. *На крајот од третата глава е даден осврт на управувањето со корпоративната одговорност, како и иднината на корпоративната одговорност.* Корпоративната општествена одговорност е концепт кој опфаќа етички третман на стеикхолдерите на претпријатието или, пак, однесување кон нив на одговорен начин. Пошироката цел на општествената одговорност е да се создаде повисок животен стандард на луѓето во и надвор од претпријатието, покрај зачувувањето на профитабилноста на претпријатието. Howard Bowen се смета за татко на корпоративната општествена одговорност кој ја промовирал идејата за претпријатијата кои имаат одговорност кон општеството и претпријатијата кои треба да бидат одговорни за нивните активности покрај фокусот на позитивен биланс на успехот.

Четвртата глава во докторската дисертација под наслов **ЗГОЛЕМУВАЊЕ НА ВРЕДНОСТА НА АКЦИОНЕРИТЕ** е посветена на акционерите. Првенствено се разработени правата на акционерите, како и теоријата на застапување која како гранка на економијата го разработува однесувањето на акционерите и врвниот менаџмент. Имено, националниот идентитет на корпоративните менаџери влијае врз нивното однесување кон ликвидноста, покрај ефектите на корпоративното управување и развојот на финансискиот пазар во секоја држава. Исто така, се анализира како системите за осигурување на депозитите и сопственоста на банките влијаат врз пазарната дисциплина кога банките го превземаат ризикот. Тековната финансиска криза го обелодени дефектот на одборите на директорите и нивната неспособност да ги заштитат акционерите. Сè уште постојат многу проблеми во основата на правата на акционерите на многу котирали претпријатија на американската берза, бидејќи честопати акционерите имаат ограничено право, да не се каже никакво право врз изборот на директори. Акционерските права и во најразвиените земји не се заштитени, што го потврдува случајот на *Wachovia*, кој е коруптивен. Правната структура, поткопувајќи ги темелите на американското корпоративно управување ги издаде акционерите, како и во случајот на *Enron* и *Lehman Brothers*. И судот во Канада има поголема моќ да ги задуши правата на акционерите. *Растот на институционалните*

инвеститори даде нова тежина на правата на акционерите и димензија на корпоративното управување. Секој очекува институционалните инвеститори да бидат одговорни инвеститори и да инвестираат на долг рок за да ја вратат стабилноста на пазарот. Во понатамошниот тек на истражувањето се анализира промената на сопственичката структура на сопствеништво во Велика Британија во 1963 и 2004 година. Институционални сопственици имаат уникатна позиција и претставуваат значаен глас во развојот на глобалните стандарди за корпоративно управување, поради своите долгорочните финансиски интереси. Кодексот на Cadbury содржи доброволни начела за развој на дијалогот помеѓу институционалните инвеститори и претпријатијата за да се подобрат долгорочно приходите на акционерите. Во рамките на реформата на корпоративното управување, институционалните инвеститори доведоа до промена на стандардната практика на оценување на менаџерите, намалување на посредниците и зголемување на експертизата, подобрување инвестициски практики, рационализирање на портфолиото, како и перспектива за промената. *Откако е елабориран односот на корпоративното управување и финансиските резултати, истражено е мерењето на зголемување на вредноста на претпријатијата.* Големите акционери, меѓу кои спаѓаат осигурителните претпријатија, инвестициските фондови, пензиските фондови, банките, и заедничките фондови, имаат доволно ударна сила за да го набљудуваат менаџментот, па дури и да ги преземаат претпријатијата, со што би се зголемила вредноста на претпријатието. Доколку нешто не се измери, со него не може да се управува. Сегашната вредност на очекуваните готовински приливи плус сегашната вредност на идната вредност претставува „вредност на претпријатието“ – вкупната вредност на бизнисот, вклучувајќи го долгот и капиталот. Заемите и соодветните обврски се одземаат за да се определи вредноста на капиталот на претпријатието. *Понатаму, разработено е зголемувањето на капиталот и трошокот на надворешното финансирање.* Теориите за финансиските спогодби се согласуваат дека повеќе ликвидни средства го намалуваат очекуваниот трошок на надворешното финансирање, со што го прават лизингот поатрактивен и го намалуваат приносот на субјектот кој дава лизинг. Во присуство на несовершен пазар на капитал, управувањето со ризикот на претпријатието посочува на тенденцијата да се зголеми вредноста на претпријатието и неговите акционери со намалувањето на трошоците на застапување, трошоците на надворешното финансирање, финансискиот стрес и товарот на даноците. *На крајот од четвртата глава се објаснети потенцијалните препреки за ефективно активно акционерство.* Во овие рамки се истражуваат тактики на ефективно активно акционерство, и тоа: 1.

комуникација со менаџери; 2. претставник во одборот на директорите; 3. јавно обелоденување; 4. заплашување од конкуренција; 5. протест преку свој застапник; 6. правно гонење; 7. преземање. Посебен осврт е направен на фактот дека поголемиот принос на средствата во однос на објавувањето на активизмот е околу 7%, со одржување на истото ниво во текот на следната година според податоците собрани мануелно од 2001 година до 2006 година.

Во рамките на последната, петта глава од докторската дисертација, образложена е **ЗАКАНАТА ЗА КОРПОРАТИВНАТА РЕПУТАЦИЈА**. Во оваа глава посебно внимание е посветено на репутацијата на главниот извршен директор. Главниот извршен директор има организациска позиција со одговорност да ги извршува стратешките планови и политиките кои ги формулира одборот на директорите. Една научна студија покажува дека повеќе од една третина главни извршни директори назначени од 369 доминантни претпријатија во САД во 90-тите се надворешни лица. Од аспект на корпоративната репутација, несомнено, Alfred Sloan беше еден од најоригиналните главни извршни директори и организациски мислители на XX век. Од друга страна, Bernard Madoff, поранешниот претседател на NASDAQ и главен извршен директор на консултантска куќа, е еден од оние со најлоша светска репутација откако изби скандалот каде што се оштетени инвеститорите за сума од 50 милијарди долари. *Секако, од големо значење е управувањето со репутацијата на претпријатието кое е разгледано низ перспективата на односи со јавноста и односи со инвеститорите.* Доколку корпоративната репутација претставува како претпријатието се огледа себеси, тогаш управувањето со репутацијата претставува вкупно оценување на конституентите за тоа колку добро претпријатието ги исполнува своите очекувања. Новото тркало на корпоративните комуникации формирано од страна на Balmer и Greyser дава рамка за рангирање на групите на стеикхолдерите при што се земаат предвид другите важни фактори како корпоративниот бренд, земјата на потекло и индустрискиот имиџ. Инаку, емпириско истражување за 500 претпријатија во 2001 година образложува дека „управувањето со репутацијата“ добива своја цена и е водечка филозофија за корпоративните односи со јавноста. *Откако е даден осврт на улогата на одборот на директорите во зачувување на репутацијата на претпријатието, објаснето е што ѝ се заканува на корпоративната репутација.* Одборите на директорите имаат поголема самодоверба во своето познавање на претпријатијата и постратешки се насочени во 2013 година отколку во 2011 година. Што прават претпријатијата за да управуваат со заканата по корпоративната репутација? Повеќе од половината претпријатија во Нов Зеланд испитани во 2005

година имаат план за управување со кризите (61%), дискутираат на одборот на директори (61%) и создаваат добри односи со групите на активистите и критичарите (57%). На крајот, посебен акцент е ставен на градењето репутација преку управување со стејкхолдерите, како и намалувањето на човечките ресурси и одразот врз корпоративната репутација. Во однос на етиката, се истакнува дека теоријата на стејкхолдерите дава една добра почетна основа бидејќи се базира врз плурализмот на вредности и моралноста на различни нивоа. За да се обезбеди подобро објаснување, се применуваат два принципи, и тоа: (1) принцип на корпоративните права; (2) принцип на корпоративниот ефект. Важно е да се запомни дека во процесот на управување со стејкхолдерите, тие имаат обврски и одговорности кон својот сет стејкхолдери и кон другите стејкхолдери на претпријатието, со што градењето на репутацијата станува комплексен процес. Во обид да се обезбеди подобро разбирање за тоа како влијае намалувањето на човечките ресурси врз корпоративна репутација, се образложува како може да влијае намалувањето на човечките ресурси врз секоја димензија која го определува индексот за корпоративна репутација. Сепак, поголема е веројатноста намалувањето на човечките ресурси да биде неуспешна стратегија и да се намали корпоративната репутација, и покрај нејзиното интензивно користење од страна на менаџментот.

Составен дел на докторската дисертација се **заклучоците** кои го сублимираат истражувањето на вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација.

На крајот од докторската дисертација се **референците** во кои се наведени 263 библиографски единици од еминентни автори и институции од областа на менаџментот, и 16 интернет страници, главно во Бразил, Гана, Германија, Италија, Кина, Норвешка, Република Македонија, САД, Тајван, Франција, и Швајцарија, како и практиката добиена за заканата за корпоративната репутација, главно во Италија и нејзиното влијание врз претпријатијата.

Интегрален дел на докторската дисертација е **прилогот** во кој се приложени: изјава за плагијатизам, изјави за лектурирана докторска дисертација од лекторот, и копија од уверението за положен испит за лектор.

#### 4. МЕТОДИ ЗА ИСТРАЖУВАЊЕ НА ПРОБЛЕМАТИКАТА

Планирањето, прибирањето, категоризирањето, анализирањето, проценувањето и претставувањето на релевантните податоци и информации за докторската дисертација



под наслов **Вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација** е извршено со употреба на логично оправдан и научно базиран пристап. Прелиминарно формулирани се целта, предметот и задачите на докторската дисертација, проценети се можностите, опфатот на докторската дисертација, но предвидени се, односно препознаени се и евентуалните пречки.

Истражувањето на проблематиката е спроведено со квантитативни и квалитативни методи. **Квантитативните научни методи** кои се употребени се статистичките методи на истражување. Методологијата потребна за изведба на статистичката обработка на податоци се усовршуваше на Финансискиот институт во Лугано. Во рамките на овие методи е применет методот на **CAEL**. Со помош на **CAEL** методата се оценети резултатите во банкарскиот сектор како проверка на одржливоста на економските активности на економијата. Големите банки треба да се придржуваат кон постулатите на **BASEL III** за следните стрес-тестови на банките, односно еден вид на методата на **CAEL**. Разликата помеѓу методите на **CAEL** и **CAMEL** е во тоа што кај **CAMEL**, покрај адекватноста на капиталот, средствата, ликвидноста, се анализира и менаџментот. **CAEL** е метод заснован врз основа на финансиски показатели за да се оценат финансиските резултати на банките. Методот **CAEL** претставува инструмент за оценување и рангирање на банките.

Најчеста квантитативна техника за оценување на финансиските резултати на банките е истражувањето. Истражувањето е најопшта техника за собирање на податоци. Истражувањето **CAEL** претставува научно описно истражување со употреба на аналитички пристап при дизајнот на истражувањето. Определен е примерок од банки во Република Македонија, за кои се собрани годишните финансиски извештаи на банките. Дополнителните податоци кои недостасуваат од типот на адекватност на капиталот се собрани преку телефон. Околу дваесет финансиски показатели се пресметани за да се оценат финансиските резултати на банките.

Следниот квантитативен метод е употребен во системот на мерење на резултатите преку **додадената економска вредност**. Финансиските показатели се пресметуваат според податоците од бизнис-плановите доколку се предвидува додадената економска вредност во иднина. Преку финансиски резултати кои се одобрени, односно се измерени ефективните резултати од тековната година, или претходните години се пресметуваат реалните додадени економски вредности, односно **стапката за приносот на вложениот капитал**. Определен примерок е претпријатие од



Република Македонија, за кое се собрани податоците и информациите од бизнис плановите, како и билансот на состојба и билансот на успех.

Како **квалитативни научни методи** во изработката на докторската дисертација се користени следните методи: методите на анализа и синтеза, методите на индукција и дедукција, методот на компаративна анализа, методата на набљудување, методот на интервју, како и рецептивните методи.

Преку **методот на анализа и синтеза** на странската и домашната литература, светските списанија, мрежа на известувања од типот ANSA во Италија итн. е истражувано и систематизирано расположивото научно знаење за карактерот, ефикасноста, важноста, и вредноста на корпоративното управување, менување на фокусот на инвеститорите во врска со корпоративното управување, користа и предностите од инситуционалните инвеститори во корпоративното управување, методите и техниките за оценување на мандатот на главниот извршен директор, како и влијанието на акционерскиот активизам. Анализата на документите, сегашни или историски, преставува атрактивна техника за мерење на вредноста на корпоративното управување. Прегледот на клучните документи содржи записници од состаноците на менаџментот, одборот на директори, правилници, прирачници, финансиски извештаи, анализите на севкупните побарувања и доверителски односи, документите за преносот на средствата, структурата на профитот, природа на трансакциите во претпријатието земено како примерок.

Преку **методите на индукција**, систематизирани се податоците и информациите од различните извори, креирани се системи и потсистеми за претставување на информациите. Преку кодирање и анализа на податоците тие се трансформирани во информации корисни за одлучување. Како збирни решенија во организацискиот пристап, користено е дефинирање на темата, елаборација на темата, како и резонирање за причините и ефектите. На крајот, преку **дедуктивните методи**, изведени се заклучоци за вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација и разработени се студии на случај.

Со помош на **методот на компаративна анализа** направено е споредување на сознанијата и заклучоците до кои се дојде со спроведеното истражување во рамките на оваа докторската дисертација со оние што се општопознати и прифатени во литературата за корпоративно управување.

**Набљудувањето** како метод за оценување се применува кога истражувачот ги набљудува учесниците во канцеларијата за состаноци. Прибрани се податоци преку однесувањето на директорите, активностите и подрачјата на интерес на одделни

прашања во Република Македонија и Италија. Методот за набљудување се користи за собирање податоци за она што се случува навистина и е ослободен од предрасуди.

**Методот на интервју** се употребени во последниот дел на дисертацијата, кој е посветен и насочен на истражувањата поврзани со заканата на корпоративната репутација во Велика Британија, Италија, Ирска, Португалија, САД, и Швајцарија. Интервјуто е одлична техника која овозможува изразување на перцепцијата на директорите, односно менаџерите и вработените. Во ова истражување е спроведено поединечно интервју со консултантите и експертите во областа на корпоративно управување од *Светска Банка, IFC, International Monetary Fund, УСАИД, European Union, Swiss Confederation, Swiss Financial Institute, Harvard Kennedy School, Florida State University, Barry University, Florida A&M University, University of Lugano*. Имено, спроведени се интервјуа со главни извршни директори, како на пример со *NOESIS Srl* во Милано, *American Express* во Рим, менаџери на позначајни претпријатија, како на пример *Syngenta, Novartis, eBay* во Швајцарија, *Grayling Ltd.* во Велика Британија, *APCOR* во Португалија, *BordBia* во Ирска, и *Hotels.com & Hilton* во САД, телефонски разговори со вработени во различни претпријатија, како на пример *Македонски телеком АД Скопје*, банки како *USB, Banca Popolare di Sondrio (Suisse)* итн. во Швајцарија, *INTESA Banca, BPM* итн. во Италија.

Преку водење детален разговор добиена е повратна врска во однос на предностите и слабостите на елаборираните аспекти од областа на вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација. **Рецептивните методи**, исто така, наоѓаат своја примена во ова истражување.

Со **интегрираните и комбинирани методи** коригирани се некои пропусти како во текстот, така и во графичката и табеларната обработка на податоците и информациите. Резултатите од истражувањето се презентирани во форма на табели и слики.

# ГЛАВА I. ВРЕДНОСТА НА ДОБРОТО КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ

## 1.1 ОСНОВНИ КОНЦЕПЦИИ НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

Во современите претпријатија можат да се идентификуваат 3 меѓусебно поврзани улоги на одборот на директорите, и тоа: услужна улога, стратегиска улога и контролна улога.<sup>1</sup> Според типологијата, одборот е статутарен, грижлив, партиципативен, проактивен, каде што се рефлектира вистинската моќ.

Во корпоративниот сектор, корпоративното управување е старо колку што е стара цивилизацијата и е составен дел од менаџментот.<sup>2</sup> Постои суштинска разлика помеѓу менаџментот и управувањето, која поголемиот дел од јавноста не ја воочува. Според John Carver, управувањето може да биде набљудувано како менаџмент одоздола нагоре. Од причина што власта на управување е во групата, одборите никогаш не можат да делегираат, да надгледуваат, да водат или да ги проценуваат своите подредени на начин како што тоа го извршува менаџментот. Претседателот на одборот на директори и менаџмент-лидерот се две многу различни улоги. Власта на претседателот на одборот, групата што му ја дава е во граници на моќта. Соодветно, тој е повеќе лидер отколку авторитативен лидер. За разлика од него, главниот извршен директор има моќ над подредените, која не е предмет на добивање или одземање. Одборот игра улога на шеф во отсуство, додека, пак, менаџерите ги играат своите улоги секојдневно. Технологијата на менаџментот е поразвиена од технологијата за управување.



---

<sup>1</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 41.

<sup>2</sup> Hindle, T. (2008), *Guide to Management Ideas and Gurus*, Profile Books Ltd., London, p. 43.

---

Од европска перспектива се случува трансформација на корпоративното управување во Европа. Истражувањето ги анализира ефектите од притисоците на конкуренцијата, либерализацијата и интеграцијата на финансиските пазари, зголемената улога на меѓународните субјекти врз корпоративното управување. Тие се осврнуваат врз трите критични области од корпоративното управување, пред сè, аспектот на изедначеност на моќта помеѓу стеикхолдерите и акционерите, односот помеѓу „јавното“ и „приватното“ добро, како и рамнотежата помеѓу капиталот и трудот во поврзаните системи (на пример, германскиот и швајцарскиот систем). Според истражувањето, се констатира дека и покрај вообичаените притисоци, разликите помеѓу националните системи ќе бидат модифицирани во пазарно-либерарна насока, не доведувајќи до конвергенција на системите за корпоративно управување. Овие заклучоци се извлечени поради фактот што во домашни рамки, елитите нема да ги промовираат промените до тој степен што ќе си ги загрозат моќта и позицијата.<sup>3</sup>

**Корпоративното управување** може да се дефинира како власт во претпријатијата применувана од одборот на директори и одговорност на менаџерите кон стеикхолдерите.<sup>4</sup> Корпоративното управување претставува структура во која се определуваат целите на претпријатието, начините за нивно остварување, како и механизмите за надзор во нивното остварување.

Оваа дефиниција упатува на тоа дека централно место имаат акционерите, пристап кој беше прифатен и од страна на другите претпријатија со интерес да го промовираат овој пристап во однос на дефинирањето на корпоративното управување. На пример, Меѓународната мрежа на корпоративно управување при коментирањето на принципите на OECD ја потврдува позицијата дека одборот на директорите е одговорен пред акционерите и е одговорен за успешно менаџирање, како и за одржување продуктивна соработка со „стеикхолдерите“.



<sup>3</sup> Rhodes, M. and Van Apeldoorn, B. (1998), „Capital unbound? The transformation of European corporate governance“, *Journal of European Public Policy* 5, No. 3, pp. 406-427.

<sup>4</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 339.

Алтернативни дефиниции на корпоративното управување се прикажани во табела 1.1.

| Табела 1.1 Алтернативни дефиниции на корпоративно управување  |  |
|---|--|
| Stephen R. Robbins,<br>David A. De Cenzo  | Механизми кои се користат за „управување“ на менаџерите и кои убедуваат дека акциите што ги преземаат се конзистентни со интересите на клучните групи стеикхолдери. Одборот на директори е многу важен механизам на корпоративното уредување. (2001, р.            |
| John R. Schermerhorn,<br>Jr.  | Корпоративното управување претставува систем на контрола и набљудување на перформансите од страна на врвниот менаџмент. (2002, р. 221)   |
| Solomon & Solomon   | Корпоративното управување е систем на интерна и екстерна контрола и рамнотежа која обезбедува дека претпријатието ја извршува својата одговорност во однос на сите стеикхолдери и дејствува на општествено одговорен начин во сите подрачја на деловното работење. |
| Czinkota, Michael R.,<br>Ilkka A. Ronkainen and<br>Michael H. Moffett.                                  | Корпоративното управување означува однос меѓу акционерите, кои преку своите механизми ја определуваат и ја контролираат стратегијата, како и резултатите на претпријатијата. (2005, р. 592)  |
| Alex Berg   | Корпоративното управување е систем со кој претпријатието е насочувано и контролирано. Системот содржи контроли и рамнотежи на надгледување и соодветен влез во менаџментот на претпријатието, кое е водено од неговите главни извршни директори. (2006, р. 3)      |
| Извор: Шуклев, Б. (2011), <i>Корпоративно управување</i> , Економски факултет-Скопје, Скопје, стр. 4-5. |  |

Корпоративното управување е во насока на отворање на хоризонтите на општествената одговорност на претпријатието преку создавањето на акционерската вредност. Ова е доминантно размислување на многу лидери во бизнис-окружувањето, а исто така има основно значење во правното толкување на целите на претпријатието и доверителските обврски.

Имено, од неодамна се обновува мислењето дека претпријатијата имаат поголеми обврски кон поголема група стеикхолдери, не само кон акционерите. Нема сомневање во фактот дека постојат академски стручни соработници кои претпоставуваат дека е доволно да се менаџираат групите на стеикхолдерите, додека другите веруваат дека претпријатијата се одговорни за нив и покрај тоа што тие немаат никаков финансиски интерес за претпријатието.

Одговорноста на стеикхолдерите е значителна и нивната позиција во корпоративната одговорност е анализирана, меѓутоа за да се разбере како добија прво место во структурите на корпоративното управување, треба прво да се разберат настаните кои алармираа дека се потребни реформи во корпоративното управување во последните две декади.

Општо кажано, корпоративно управување се однесува на севкупната контрола на активностите на претпријатието.<sup>5</sup> Според концепциската поставеност, корпоративното управување опфаќа идентификација на контролни механизми кои ќе овозможат стратегиските одлуки да се донесуваат ефективно. Во современите претпријатија, особено оние во САД и во Велика Британија, основна цел е да осигурат дека интересите на врвните менаџери се поклопуваат со интересите на акционерите. Важен аспект на корпоративното управување е контролата во сферата каде што сопствениците, менаџерите и членовите на одборот на директорите се соочуваат со конфликт на интереси. Најчесто од посебен интерес за јавноста се изборот на директори, генералниот надзор на надоместокот на главниот извршен директор, како и целосната структура и стратегиската политика на претпријатието.



<sup>5</sup> Post, J. E., Lawrence, A. T. and Weber, J. (2002), *Business and Society: Corporate Strategy, Public Policy, Ethics*, 10<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, p. 334.

## 1.2 ОДВОЕНОСТ НА СОПСТВЕНОСТА ОД КОНТРОЛАТА ВО ПРЕТПРИЈАТИЕТО

Одвоеноста на сопственоста од контролата во претпријатието е пресвртница на многу значителни односи кои се креираат како, на пример, кај теоријата на застапување. Во минатото, сопствениците-основачи и нивните наследници управувале со претпријатијата во САД.<sup>6</sup> Следствено, корпоративната сопственост и контролата се наоѓале во рацете на истото лице. Со зголемувањето на претпријатието, „менаџмент-револуцијата“ доведе до одвојување на сопственоста од контролата во повеќето големи претпријатија, каде што контролата во претпријатието се пренесува од претприемачите на професионалните менаџери, додека сопственоста е дисперзирана меѓу илјадници акционери кои не работат и управуваат во претпријатието. Овие промени, кои го создадоа современото јавно претпријатие, се засноваат на ефикасното одвојување на сопственоста од менаџерската контрола. Примарната цел на дејноста на претпријатието би требало да биде зголемувањето на профитот на претпријатието и финансиските приходи на сопствениците, односно акционерите, што е важно од правна гледна точка за ефикасно одвојување.

Во малите претпријатија, менаџерите често се сопственици, каде што практично не постои одвоеност на сопственоста од контролата во претпријатието, меѓутоа со растот на претпријатието и комплексноста со која се соочуваат сопствениците/менаџерите, постои можност да се ангажираат специјалисти за менаџмент преку менаџерски договори. Овие менаџери го надгледуваат донесувањето на одлуките на сопствениците на претпријатието и добиваат надоместок врз основа на нивната компетенција при донесувањето на одлуките. Овие лица се застапници на сопствениците на претпријатијата. По основа на стратегискиот менаџмент-процес, се очекува менаџерите да ја формулираат стратегиската намера на претпријатието и стратегиската мисија, а потоа да ги формулираат и да ги реализираат стратегиите. Следствено, во современото јавно претпријатие, извршниот менаџмент, особено главниот извршен директор, има првенствена одговорност да иницира и да реализира спектар стратегиски одлуки.

Одвојувањето на сопственоста од контролата им овозможува на акционерите да купуваат акции, кои им обезбедуваат принос од дејноста на претпријатијата откако ќе се исплатат сите трошоци. Ова право претставува и обврска трошоците на претприја-

---

<sup>6</sup> Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7<sup>th</sup> Edition, South-Western, Mason, p. 597.



тието да ги надминат приходите неговите приходи. За да се управува со овој ризик при инвестирањето, акционерите пристапуваат кон диверзификација на своето портфолио со инвестирање во неколку претпријатија за да го намалат ризикот.

Преку прераспределувањето на своите инвестиции во повеќе претпријатија, акционерите го намалуваат ризикот. Практично, слабите резултати или пропаѓањето на едно претпријатие во кое инвестирале нема поголем ефект врз нив. Негативниот ефект е голем доколку се случи „да се стават сите јајца во една кошница“. Оттука, акционерите се специјализираат во управување со својот инвестициски ризик, додека менаџерите се специјализираат во донесувањето одлуки. Лицата кои по природа се нерешителни не би требало да бидат во сферата на менаџментот бидејќи го кочат процесот и многу често го губат моментумот, што исто така го покажало искуството. Друга сфера на анализирање е тоа дали нерешителноста се заснова на недостиг на знаење и информации. Може да се заклучи дека без менаџмент-специјализација во донесувањето одлуки и специјализација на сопствениците во преземање на ризикот, сопствениците нема да можат да управуваат и да донесуваат ефективни стратегиски одлуки, а тоа веројатно претставува хендикеп за претпријатието. Од теоретска гледна точка, одвоеноста и специјализирањето на сопственоста (преземање на ризикот) од менаџерската контрола (донесување одлуки) економски е ефикасно.

Во истражувањето од 2006 година се проучува влијанието на сопственичката структура врз финансиските резултати на претпријатието-преземач. Поголемиот дел од јавните претпријатија во Канада имаат мнозински акционери (фамилии) кои честопати вршат контрола преку своите гласачки права, а поседуваат мал процент од правата за проток на готовината. Ова се постигнува преку повеќекратна употреба на акции со две класи за гласање и пирамиди од акции. Повеќето од стручната јавност препорачуваат дека овие структури на сопственост повлекуваат поголеми трошоци за застапување отколку трошоците кај дисперзираните структури на сопственост и дека ги разводнуваат инвестициските одлуки од типот на спојувањата. Не е најдена поврзаност дека одвоеноста на сопственоста од контролата има негативно влијание врз финансиските резултати во претпријатието.<sup>7</sup>



<sup>7</sup> Walid, B.-A. and André P. (2006) „Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada“, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, No. 3/4, pp. 517-543.



Едно од суштествените права е правото да се трансферира сопственоста на друго лице.<sup>8</sup> Сопствениците на обични акции во поголемиот дел од овој век ја ставаат трансферабилноста како приоритет пред другите права на сопственост од кои би можеле да се откажат. Со цел да се постигне трансферабилноста кај акциите, акционерите треба да имаат ограничена одговорност, а акциите да се тргуваат по значително мала вредност. Двата предуслови доведоа до ослабување на врската меѓу сопственоста и контролата. Акционерите мора да се откажат од контролата на речиси сите основни корпоративни одлуки за да имаат ограничена одговорност. Тргувањето на акциите по значително ниски цени акционерите го постигнуваат со дозволата претпријатието да издаде милиони акции, овозможувајќи му речиси на секој инвеститор да има значителна сопственост, со што се обезбедува ликвидноста. Резултатот беше „правилото на *Wall Street*“. Ова правило доведе инвеститорите „да се согласуваат со менаџментот или да ги продадат своите акции“, бидејќи правото на трансферабилност беше единственото право на акционерите. Теоретското образложение е дека акционерите би можеле да пратат моќна порака до менаџментот на претпријатието, да ги продадат акциите преку блок-трансакции, намалувајќи ја вредноста на акцијата. Следствено, цената на акцијата ќе падне на толку ниско ниво, со што претпријатието станува атрактивна цел за преземање. Овој ризик практично би ги дисциплинирал менаџерите да дејствуваат во интерес на акционерите. Оваа теорија би се реализирала во практиката само доколку акционерите можат да ги продадат своите акции евентуално на инвеститор кој има моќ да го преземе претпријатието – и да го отпушти одборот на директорите.



<sup>8</sup> Hitt, A. M., Duane, I. A. and Hoskisson, E. R. (2007), *Strategic Management Competitiveness & Globalization: Concept & Cases*, 7<sup>th</sup> Ed. Thomson South-Western, Thomson Learning Inc., Thomson Higher Education, Mason, p. 305.

### 1.3 ВНАТРЕШНИ И НАДВОРЕШНИ ФАКТОРИ НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

Корпоративното управување е исклучително важно од аспект на стратегискиот менаџмент-процес.<sup>9</sup> Доколку одборот донесе погрешна одлука во изборот на стратегискиот лидер на претпријатието, главниот извршен директор, претпријатието, гледано во целина, ќе биде жртва на оваа одлука, исто како и акционерите. **Внатрешните сили** (главниот извршен директор, одборот на директорите на претпријатието, како и претседателот на одборот) се директно одговорни за определување на стратегијата, како и за креирање на иднината на претпријатието. Меѓутоа, тие не функционираат во вакуум, туку се предмет на „будните очи“ на **надворешните сили** кои ја проверуваат валидноста и исправноста на нивните одлуки и резултати. Овде спаѓаат пазарите на капитал каде што се тргува со акциите, мрежата на аналитичари кои ги оценуваат инвестициските понуди за хартии од вредност со соодветна ризичност, кредиторите и кредитните агенции кои им зајмуваат пари, ревизорите кои сведочат за фер и правилно известување, како и многубројните надлежни органи кои ги ревидираат нивните дејства за да ги заштитат јавните инвестиции.



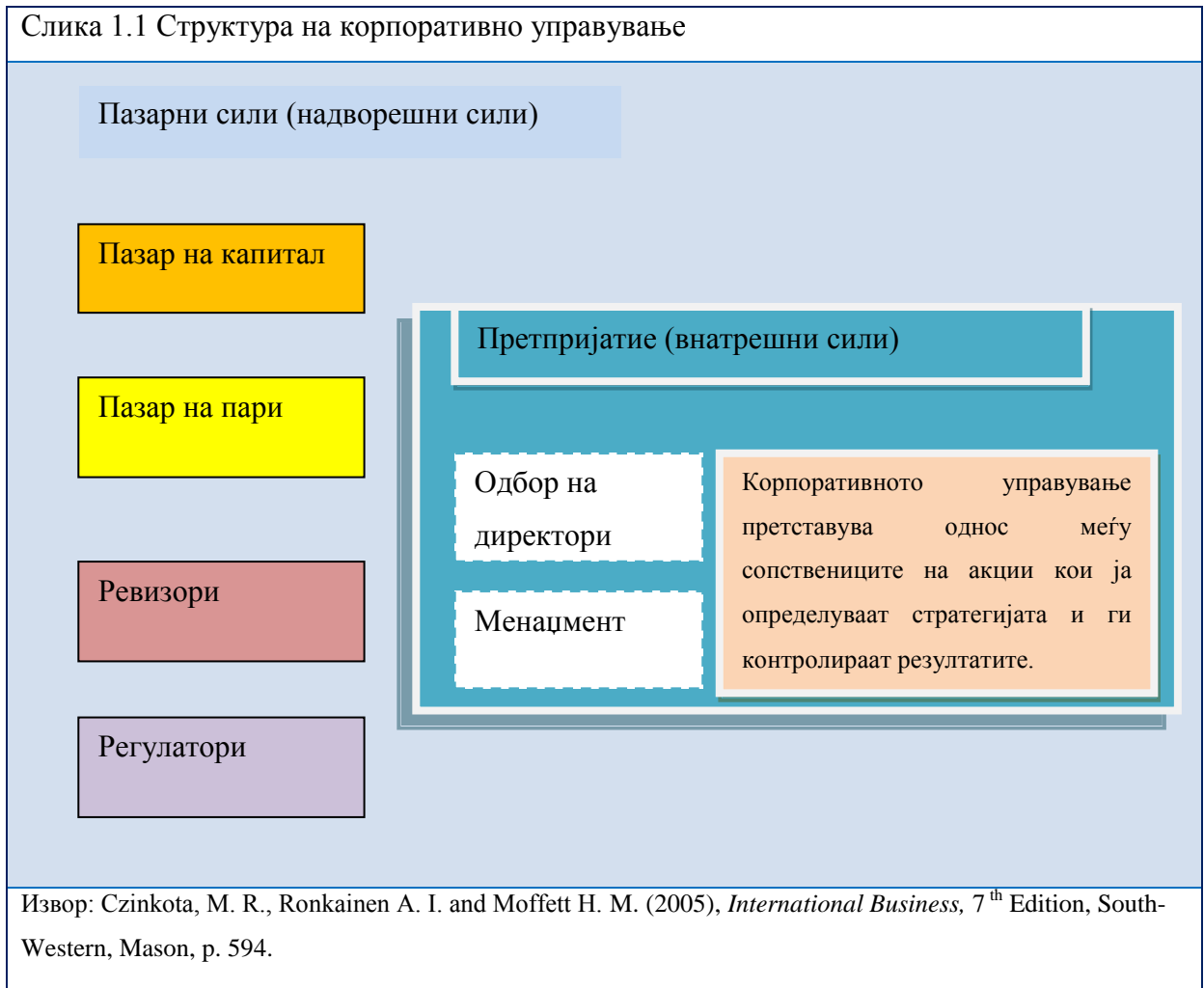
Значајно е да се запознае конјуктурата на корпоративното управување. Прв предизвик е да се разбере изразот „корпоративно управување“.<sup>10</sup> Современото претпријатие е комплексен организам кој живее во комплексно окружување. Неговите активности и однесување се водени и контролирани од внатрешни и надворешни сили.

<sup>9</sup> Hitt, A. M., Duane, I. A. and Hoskisson, E. R. (2007), *Strategic Management Competitiveness & Globalization: Concept & Cases*, 7<sup>th</sup> Ed. Thomson South-Western, Thomson Learning Inc., Thomson Higher Education, Mason, p. 6.

<sup>10</sup> Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7th Edition, South-Western, Mason, p. 593.

На слика 1.1 се презентира преглед на различните институции и нивните одговорности во управувањето со современото претпријатие.

Слика 1.1 Структура на корпоративно управување



Извор: Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7<sup>th</sup> Edition, South-Western, Mason, p. 594.

**Пазар на капитал.** Претпријатијата се отвораат за широката јавност преку тргувањето со нивните акции на берза, без разлика во која земја се наоѓа нејзиниот домицил, а се под високо влијание од промената на мислењето на берзанската арена. Пазарот на капитал, без разлика дали е во прашање Њујоршката берза, Лондонската берза или Мексиканската берза *Болса*, треба да ги надгледува ветувањата и можностите со остварувањата на претпријатијата. Аналитичарите се самостојни лица од водечките школи кои се вработени во претпријатијата кои овозможуваат инвестициско банкарство со чишто хартии од вредност се тргува јавно. Од нив се очекува (понекогаш ова е наивно) навреме да ги вреднуваат стратегиите, плановите за реализација на стратегиите и на финансиските остварувања на претпријатијата. Аналитичарите ги обработуваат финансиските извештаи и другите јавни обелоденувања на претпријатието на нивните информации.

**Пазар на пари.** Пазарот на пари (банките кои обезбедуваат кредити и различни видови обезбеден кредит како корпоративни обврзници) не е особено заинтересиран за зголемувањето на вредноста на акционерите, туку е заинтересиран, пред сè, за финансиското здравје на претпријатието. Нивниот интерес е особено во доменот на способноста на претпријатието да го плаќа својот долг навреме и ефикасно. Овие пазари, како и пазарот на капитал, мора да се потпираат на финансиските известувања и другите обелоденувања податоци и информации за приватните, односно јавните претпријатија со кои соработуваат.



**Ревизори.** Ревизорите се одговорни за обезбедување надворешно професионално мислење за фер и точни корпоративни финансиски извештаи. Во овој процес, нивната цел е да се определи дали финансиските извештаи за претпријатието и практиката се во согласност со т.н. генерално прифатените сметководствени принципи по основа на сметководствените процедури. Голем е парадоксот што ревизорите им изигруваат полицајци на своите претпоставени, односно претпријатијата кои ги плаќаат за да ги ревидираат своите финансиски извештаи. Дополнителна тешкотија која се случува во последните години е проширувањето на ревизорските куќи во сегментот на консултантските услуги, што често е причина за судир на интереси. Ревизорот кој не му поднесува „чист“ извештај на својот клиент, во блиска иднина не би можел да очекува многу договори за консултантски услуги со висок надоместок од истите претпријатија.

**Регулатори.** Во САД, претпријатијата со чии хартии од вредност се тргува јавно се регулирани од владините организации – Комисија за хартии од вредност, и од невладините организации – Одборот за стандарди за финансиско сметководство.<sup>11</sup>

Комисијата за хартии од вредност ја регулира формата и содржината на финансиските извештаи на претпријатијата преку нејзината регулатива S-X. Комисијата за хартии од вредност функционира како многу ефикасен законодавен механизам за стандарди кои се однесуваат на приватниот сектор. Комисијата за хартии од вредност и другите надзорни органи бараат редовно и тековно обелоденување на корпоративните резултати за да можат инвеститорите да ја проценат инвестициската вредност со соодветни, точни и фер податоци и информации.

<sup>11</sup> White, I. G., Ashinapul, C. S. and Fried, D. (2003), *The Analysis and Use of Financial Statements*, 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons Inc., New York, p. 6.

Ревидираните финансиски извештаи, соодветните фусноти и дополнителните податоци се презентираат во годишниот извештај што е наменет за акционерите и во формуларите пополнети во согласност со барањата на Комисијата за хартии од вредност. Овие формулари често содржат други вредни информации кои не се презентирани во извештаите што се наменети за акционерите. Кварталните финансиски извештаи и формуларите 10-Q на Комисијата за хартии од вредност, што содржат скратени финансиски извештаи, можат да бидат прегледани од ревизорите, но ретко се ревидираат. Надзорната функција е фокусирана на времето и на содржината на информацијата од страна на претпријатијата и целната група. Постапките на претпријатијата чии хартии од вредност јавно се котираат во САД исто така се предмет на прописите и на берзата и/или берзите на кои котираат.



**Одбор за стандарди за финансиско сметководство.** Одборот за стандарди за финансиско сметководство е невладино тело со седум постојани члена. Одборот формира сметководствени стандарди за сите претпријатија што издаваат ревидирани финансиски извештаи.<sup>12</sup> Одборот за стандарди за финансиско сметководство е независно тело од чиито членови се бара да ги прекинат сите врски со претходните работодавци. Процесот на подготвувањето на правилата – обврска на одборот, бара проширување на неговиот делокруг на работа.



<sup>12</sup> White, I. G., Ashinapul, C. S. and Fried, D. (2003), *The Analysis and Use of Financial Statements*, 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons Inc., New York, p. 7.

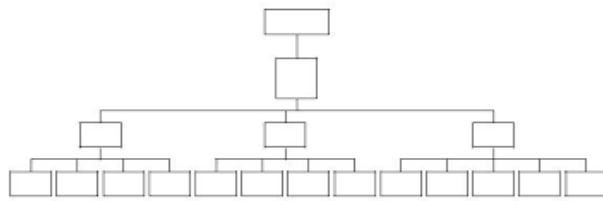
**Внатрешните механизми на корпоративното управување се:** одборот на директорите, акционерските состаноци и гласањето, како и наградувањето на главниот извршен директор.<sup>13</sup>

**Директорите** кои не се работници на претпријатието (независни или надворешни директори), од повеќето аналитичари и институционалните инвеститори се проценуваат како значајна алка во механизмот за корпоративно управување што ги надгледува менаџерите.<sup>14</sup>

**Акционерите** кои поседуваат значителен блок акции честопати се третираат како механизам на корпоративното управување.

Последната значајна компонента на внатрешното корпоративно управување на претпријатијата е **наградувањето на главниот извршен директор**, кој сè повеќе се набљудува од власта и од јавноста. Постојат модели на бенефициите за да се постигне рамнотежа меѓу дејствата на менаџерите и интересите на акционерите преку наградувањето, односно преку сопственоста на акции и во форма на значителни договори за опции.<sup>15</sup>

Институтите на акционерската сопственичка структура, одборот на директорите, власта и учесниците на пазарот имаат фундаментално значење за претпријатието.<sup>16</sup>



<sup>13</sup> Bhagat, S., Bolton, B. and Romano, R. (2008), "The promise and peril of corporate governance indices", *Columbia Law Review*, Vol. 108, No. 8, pp. 1803-1881.

<sup>14</sup> Shleifer A. and Vishny W. R. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, Vol. 94, No. 3, Part 1, pp. 461-488.

<sup>15</sup> Bengt, H. (1982), "Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective", pp. 221-225 in *Essays in Economics and Management in Honour of Lars Wahlbeck*, Swedish School of Economics, Helsinki.

<sup>16</sup> Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7<sup>th</sup> Edition, South-Western, Mason, p. 594.



Погоре наведената перспектива се поистоветува со четирите иницијални механизми на управување и еден надворешен кој е користен во современото претпријатие прикажани на табела 1.2, и тоа:<sup>17</sup>

1. Концентрација на акционерската сопственичка структура, односно распоред на акциите и иницијативите за надзор на менаџерите;
2. Одбор на директорите;
3. Наградување на извршните директори;
4. Мултидимензионална, т.н. „М-форма“ на организациска структура.

Табела 1.2 Механизми за корпоративно управување

### **Внатрешни механизми за управување**

#### *Концентрација на акционерската сопственичка структура*

- Сооднос меѓу акциите во сопственост на физичките лица и институционалните инвеститори;

#### *Одборот на директорите*

- Лица одговорни за застапување на сопствениците на претпријатието преку надзорот на стратегиските одлуки донесени од страна на извршните директори;

#### *Наградување на извршните директори*

- Добивање плата, бонуси и останати примања за да се хармонизираат интересите на менаџерите и акционерите;

#### *Мултидимензионална структура*

- Формирање посебни деловни сектори кои директно ги надгледуваат стратегиските одлуки на извршните директори.

### **Надворешни механизми за управување**

#### *Пазар на корпоративна контрола*

- Преземање на претпријатието кое, во споредба со своите ривали во индустријата, заостанува со цел да се подобри стратегиската конкурентност.

Извор: Hitt, A. M., Duane, I. A. and Hoskisson, E. R. (2007), *Strategic Management Competitiveness & Globalization: Concept & Cases*, 7<sup>th</sup> Ed. Thomson South-Western, Thomson Learning Inc., Thomson Higher Education, Mason, p. 355.

<sup>17</sup> Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7<sup>th</sup> Edition, South-Western, Mason, p. 593.

Покрај улогата на надзор над одлуките на менаџерите, мултидимензионалната организациска структура е потребна за успешно да се реализираат стратегиите на диверзификација, хоризонтална или вертикална. Следното што се анализира е пазарот на корпоративна контрола како надворешен корпоративен механизам.

**Пазарот за контрола** – познат како „надворешен механизам за управување“ – претставува институција која ги дисциплинира менаџерите, но е надвор од претпријатието за разлика од внатрешните механизми како, на пример, одборот на директорите. Пред сè, пазарот за корпоративна контрола опфаќа неколку потенцијални сопственици кои бараат потценети претпријатија за да се здобијат со прекумерни приноси на нивните инвестиции преку отпуштање на неефективниот извршен менаџерски тим.

Резултатите од истражувањата покажуваат дека механизмите на корпоративното управување влијаат позитивно при раководењето со современото претпријатие. Фактите се важни од тој аспект што современото претпријатие го популаризира овој облик на раководење каде што одговорноста и авторитетот се во рацете на извршните менаџери. За почеток, понекогаш навистина е тешко да се прифати концептот дека е многу полесно да се има контрола врз работниот процес отколку да се води работа во која се вклучени повеќе луѓе. Најнеефективните менаџери имаат самодоверба и доволно се мотивирани, се чувствуваат одговорни за резултатите на претпријатието и позитивно реагираат на предизвиците на механизмите за корпоративно управување. Понатаму, соодветната употреба на различни механизми резултира со ефективно управување со претпријатието. Сопствениците на претпријатието не можат да очекуваат дека еден механизам на корпоративно управување успешно ќе се справува со ефективноста на претпријатието со текот на времето. Ефективноста се случува преку правилна употреба на повеќе механизми кои го водат претпријатието кон остварување максимална стратегиска конкурентност и зголемување на финансиската вредност на нивното претпријатие.

Во 2006 година се анализирале претпријатијата кои продаваат средства за да определи дали механизмите за корпоративно управување се ефективни во контролирање на проблемот за застапување. Нивните факти покажуваат дека оние претпријатија во кои менаџерите поседуваат помалку акции имаат повеќе predispositions да се вклучат во неповрзани спојувања, сигнализирајќи слаба внатрешна контрола. Анализата на активноста за „инсајдерско“ тргување покажува дека, во просек, нето-купувањето се зголемува пред продажбата на средствата и акционерите профитираат кога се случува тоа. Резултатите покажуваат дека како што



менаџерите достигнуваат соодветно ниво на сопственост, така повеќе се информира за нивоата на наградувањето, а не само за нивото на сопственост. Нивните резултати, исто така, ја потенцираат динамичката природа на корпоративното реструктурирање со преземањето, а подоцна и со продажбата на истите средства.<sup>18</sup>

Друго интересно истражување ги анализира способноста на капиталната и сопственичката структура да бидат механизми на контрола на менаџерите во намалувањето на нивната дискрециска моќ на примерок од претпријатија во Чиле. Преку менаџментот на приходите и преголемите ненаплатени побарувања како индикатори на дискрециското однесување, резултатите покажуваат дека концентрацијата на задолженост и сопственост го намалува дискрециското однесување на менаџерите. Ова е особено важно за земјите во кои има ниско ниво на заштита на правата на инвеститорите. Меѓу другото, се забележува дека менаџирањето со приходите се зацврстува со влегување на институционалните инвеститори во сопственичката структура.<sup>19</sup>

Третото истражување во 2005 година ја анализира улогата на внатрешната структура на управување на претпријатието во ограничување на менаџирањето со приходите. Првата хипотеза е дека практиката на менаџирање на приходите е систематски поврзана со силата на внатрешните механизми за корпоративно управување, вклучувајќи го одборот на директорите, комисијата за ревизија, внатрешната функција за ревизија и изборот на надворешен ревизор. Преку меѓусекторската анализа на примерок од 434 котирали претпријатија во Австралија, заклучно со завршетокот на финансиската година во 2000 година, поголемиот дел од неизвршните директори во одборот и во комисијата за ревизијата се манифестираат со недоволно управување со приходите, мерено преку апсолутното ниво на дискрециски ненаплатени побарувања. Доброволното основање на внатрешната функција за ревизија и изборот за ревизор не се значително поврзани со намалувањето на нивото на дискрециските ненаплатени побарувања.<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> Hanson, R. C., and Moon H. S. (2006), "Corporate Governance and Asset Sales: The Effect of Internal and External Control Mechanisms", *Financial Review*, Vol. 41, No. 3, pp. 361-386.

<sup>19</sup> Félix, J. L. and Hoffmann, P. S. (2005), "Earnings management and internal mechanisms of corporate governance: empirical evidence from Chilean firms", *Corporate ownership & control*, Vol. 3, No. 1, pp. 17-29.

<sup>20</sup> Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. and Kent, P. (2005), "Internal governance structures and earnings management", *Accounting & Finance*, Vol. 45, No. 2, pp. 241-267.

#### 1.4 НАЈДОБРИТЕ ПРАКТИКИ НА КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ И СОЗДАВАЊЕТО ДОПОЛНИТЕЛНА ВРЕДНОСТ НА ПРЕТПРИЈАТИЕТО

Корпоративното управување е засновано на принципи.<sup>21</sup> Најшироко прифатени и најпознати принципи од страна на повеќе домашни и странски автори се предложени од страна на OECD во 1999 година.<sup>22</sup> Принципите за корпоративно управување се ревидирани во 2004 година, откако владите се фокусираа на тоа да се унапредат практиките за управување за да соодветствуваат со настаните проследени со корпоративни скандали. Имено, овие практики станаа своевиден стандард кој активно се користи од владите, регулаторите, инвеститорите, претпријатијата, како во земјите на OECD, така и надвор од границите на оваа институција. Овој стандард беше усвоен од страна на форумот за финансиска стабилност како еден од дванаесетте клучни стандарди за стабилни финансиски системи.<sup>23</sup>

Принципите на OECD ги опфаќаат следниве области:

- ▶ **Правата на акционерите.** Основната концепциска рамка за корпоративно управување треба да ги заштитува правата на акционерите.
- ▶ **Непристрасен третман на акционерите.** Основната концепциска рамка за корпоративно управување треба да обезбеди непристрасен третман за сите акционери, без разлика дали тие се малцински акционери или, пак, странски. Сите акционери треба да имаат можност да добијат ефективен надоместок за повредата на нивните права.
- ▶ **Улогата на акционерите во корпоративното управување.** Корпоративното управување, во основата, треба да ги препознае правата на стеикхолдерите утврдени во законот и да ги охрабри на активна соработка меѓу претпријатијата и стеикхолдерите во создавањето на богатството, работните места, како и во одржувањето финансиски здраво претпријатие.
- ▶ **Обелоденување и транспарентност.** Корпоративното управување, во основата, треба да обезбеди стратегиско водење на претпријатието, ефективна контрола на менаџментот од страна на одборот и одговорност на одборот кон претпријатието и кон акционерите.

<sup>21</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 9.

<sup>22</sup> Шуклев, Б. (2013), *Менаџмент, 8е*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 339-340.

<sup>23</sup> Jesover, F., and Kirkpatrick, G. (2005), “The Revised OECD Principles of Corporate Governance and their Relevance to Non-OECD Countries”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 2, pp. 127-136.

► **Одговорност на одборот.** Корпоративното управување треба да обезбеди стратегиско водство на претпријатието, ефективна контрола на менаџментот од страна на одборот и одговорност на одборот кон претпријатието и кон акционерите.

Во практиката се среќаваат различни девијации од принципите како, на пример: за една акција – еден глас, или одбор кој е управуван ефективно од менаџерите на претпријатието или од малцински акционер. Принципитите на OECD претставуваат компромис за голем број аспекти од корпоративното управување. Со принципите се настојува да се зголемат правата на акционерите, зашто малцинските и странските акционери заслужуваат подобар третман отколку порано. Во принципите се споменати и кредиторите како неакционерски стејкхолдери во претпријатијата во кои се нагласува важноста на правата на кредиторите кои произлегуваат од соодветните принципи и институции на корпоративно управување.<sup>24</sup>

Најдобрата практика според Меѓународната финансиска корпорација е претпријатијата навреме да ги објавуваат сите материјални информации на колку што е можно појасен и поразбирлив начин. Обелоденувањето не подразбира само „суво“ и таксативно изнесување на оние податоци за кои постои обврска за објавување според законот, туку податоците и информациите треба да се прикажат на начин кој треба да ја покаже намерата на претпријатието да се однесува во духот на законот во целина и да покаже дека тоа ја препознава потребата за постигнување висок степен на транспарентност.<sup>25</sup>

Од аспект на комисиите кај јавните претпријатија, најдобрата практика е *јавните претпријатија да основаат ефективна процедура за акционерите да бидат во можност да комуницираат со одборот на директорите или со една од нивните комисии како, на пример, комисијата за номинирање, односно корпоративно управување.* Деловните кворуми предлагаат одборот на директорите кај јавното претпријатие да обезбеди механизам за комуникација на акционерите со одборот за да се земат предвид грижите и мислењата на акционерите. Претседателот на комисијата за номинирање, односно корпоративно управување, е идеален кандидат за извршување на оваа улога.

<sup>24</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 10.

<sup>25</sup> Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва, (2007), IFC, Скопје, стр. 92.

Поголем број претпријатија од различни земји имаат најразлични практики за корпоративно управување, кои заедно со правните механизми претставуваат солидна основа за создавање дополнителна вредност на претпријатијата. Претпријатијата кои се зависни од надворешното финансирање треба да имаат практики за добро корпоративно управување. Преку добрите практики се овозможува ефективен надзор на претпријатието и заштита на акционерите.<sup>26</sup>

*Една од клучните работи на членовите на одборот на директорите е да се определи кои информации им се потребни за да се надгледуваат остварувањата на извршните директори. Членовите на одборот на директорите мора да бидат проактивни во намерата да ја издвојат информацијата која им е потребна, да ја ревидираат и одвреме-навреме критички да ја проценат одлуката која ја донеле, доколку е потребно. Членовите на одборот на директорите не можат да си дозволат пасивност, дозволувајќи му на менаџментот да процени која информација да им се пласира на членовите.*

*Членовите на одборот на директорите треба да определат индикатори кои ќе им служат за да го надгледуваат остварувањето на менаџментот и за да ги ревидираат индикаторите одвреме-навреме со цел да се определи нивната ефикасност. Ова е составен дел од нивната улога за надзор. Не постои универзална скала за мерење што е апликативна за сите претпријатијата. Од тие причини, членовите ќе мора да изберат соодветни алатки за мерење и ревидирање одвреме-навреме. Постои честа практика странскиот инвеститор, по ревидирањето на организациската структура, да воведо систем за оценување на резултатите, меѓутоа не е свесен дека нашата култура пронаоѓа механизми да го изманипулира истиот систем, со што се оспорува целисходноста на системот.*

*Членовите на одборот на директорите треба да одвојат доволно време за важните акти на претпријатието и да воспостават практика на истражување на пазарот. Во трансакциите во кои се можни судири на интереси треба да се создаде посебна комисија која е комплетно составена од независни членови. Овие посебни комисии мора да воспостават практика на истражување на пазарот за да бидат испочитувани нивните одлуки од страна на судовите. Членовите на одборот на директорите мора да издвојат доволно време за да ги надгледуваат сите важни аспекти од претпријатието. На пример, доколку претпријатието предвидува да направи*

---

<sup>26</sup> Bruno, V. G. and Claessens, S. (2007), "Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?" World Bank Research Working Paper 4140, World Bank, Washington, pp. 1-49.

спојување или продажба, членовите на одборот на директорите мора да имаат искуство во истражувањето на пазарот. Судот комплетно ќе ги ревидира актите на членовите на одборот на директорите. Во судската практика во САД, во случајот „Smith vs. Can Gorkom“, кога членовите на одборот на директорите не пристапиле одговорно во процесот на продажба на претпријатието, беа принудени на договор од 23,5 милиони американски долари во корист на акционерите.

Во практиката, многу е важно да се избалансираат односите помеѓу внатрешните и надворешните членови на одборот на директорите. Покрај поставувањето рамнотежа меѓу внатрешните и надворешните членови на одборот на директорите, постојат и други области за дебата, и тоа:

- ▶ Награди на членови на одборот на директорите за нивните одлуки; и
- ▶ Реалната способност на одборот на директорите соодветно да вршат надзор и да управуваат со претпријатието кога членовите на одборот на директорите понекогаш учествуваат помалку од пет дена годишно во активности на одборот на директорите.<sup>27</sup>

Надворешните членови, често сегашни и пензионирани главни извршни директори, можат да донесат здрава свест и независност која дава објективен поглед на работите и настаните во претпријатието. Сепак, во составот на одборот на директорите со скепса се прифаќа поранешниот главен извршен директор да остане поради тоа што тој може да не биде ефективен член на одборот на директорите.<sup>28</sup> Пензионираниот главен извршен директор, кој доминира во одборот на директорите, воопшто не треба да биде член на одборот. Sir Adrian Cadbury истакнува дека улогата на поранешниот главен извршен директор може да се сведе само на консултантска улога доколку тоа го иницира тековниот извршен директор. „Никој не сака да ти гледа преку рамо“, слично како во машко-женските односи.<sup>29</sup>

Најдобрата практика е да се избераат независни членови на одборот на директорите кои се посветени и се во можност да им посветат неопходно време на нивните директорски должности и, по можност, лица кои имаат компетенции да му

---

<sup>27</sup> Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7<sup>th</sup> Edition, South-Western, Mason, p. 593-596.

<sup>28</sup> Monks, R. A. G. and Minow, N. (2012), *Corporate Governance*, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex, p. 253.

<sup>29</sup> Cadbury, A. (2002), *“Corporate Governance and chairmanship. A personal view”*, Oxford University Press, Oxford, p. 112.

помогнат на претпријатието и да ги дополнуваат компетенциите на другите членови од претпријатието. Независните директори кои се наоѓаат во повеќе одбори на директорите не би можеле да имаат доволно време да му се посветат на претпријатието. Ова треба отворено да се дискутира со потенцијалниот кандидат за член на одборот на директорите. Процесот на оценување на биографијата на потенцијалниот кандидат би требало да се изврши за да се процени дали соодветните компетенции се во интерес на претпријатието и дали ги дополнуваат компетенциите на другите членови. Различните профили се добар почеток за претпријатието.

Според истражувањето на Korn/Ferry од 2001 година, 91% од претпријатијата опфатени во „Fortune“ како член во одборот на директорите имаат пензиониран извршен директор, 83% имаат извршен директор од друго претпријатие, 56% имаат академско лице и 52% имаат поранешен владин службеник. Во однос на полот и расата, соодносот се подобрува. Во одборот на директорите, 74% имаат жена, 65% имаат член со етничка припадност, а африкански Американци се членови во 41% од одборот на директорите.

Членовите мора да имаат свои канали за добивање податоци и информации за претпријатието, одделно од информациите добиени од менаџментот и независните ревизори, за да можат да ги исполнат своите доверителски должности. Оваа функција може да ја врши внатрешен ревизор кој го информира одборот на директорите или, пак, нивната комисија за ревизија. Одборот на директорите не смее да се држи предолго во мрак. Повеќе корпоративни скандали се случуваат бидејќи одборот на директорите се базираше исклучиво на податоците и информациите од менаџментот и независниот ревизор. Токму поради тие причини, менаџментот не може да биде ексклузивен извор на податоци и информации.

Со исклучок на приватните претпријатија, претседателот на одборот на директорите би требало да биде независен член на одборот на директорите, а независните членови би требало да се состануваат годишно, без присуство на менаџментот. Доколку претседателот не е независен член, член што ужива висок професионален углед и највисок интегритет кој е независен, треба да се назначи за претседавач на одборот на директорите. Претседателот на одборот на директорите има важна позиција. Претседателот го утврдува дневниот ред, се грижи за навремено доставување на потребните материјали за состаноците, ја иницира постапката за проценување на работењето на одборот на директорите итн.<sup>30</sup> Погубна би била практиката главниот

<sup>30</sup> Член 378-381 (2004), Закон за трговските друштва, Скопје.

извршен директор и претседателот да биде едно исто лице (со исклучок кај приватните претпријатија). Најмалку едно истражување докажало дека претпријатијата кои имаат различни лица на позициите главен извршен директор и претседател на одборот на директорите имаат подобри резултати од претпријатијата каде што овие функции ги извршува едно исто лице. Истражувањето на Spencer Stuart за „Standard & Poor 500“ во 2005 година покажува дека 96% од претпријатијата кои немаат јасна поделеност меѓу позициите на моќ, односно едно исто лице е и главен извршен директор и претседател, имаат претседавач. Преку неформалните спонтани состанувања на независните членови барем еднаш годишно, без присуство на менаџментот, се развива искрена дискусија за менаџментот и претпријатието.<sup>31</sup>

Истражувањето во 2010 година ги анализира практиките на корпоративното управување на јавните претпријатија во Бразил. Тие ги идентификуваат областите каде што управувањето е релативно силно или слабо. Повеќе претпријатија имаат мали одбори на директори кои се составени, речиси во целина, од претставници на членовите на контролирачката фамилија или, пак, група. Некои поголеми претпријатија дури и немаат независни директори. Формалните процеси на одборот на директорите се ограничени. Комисијата за ревизија е застапена, меѓутоа повеќето претпријатија имаат фискален одбор на директори каде што не е обврзувачко претпријатието да има независни директори. Обелоденувањето на финансиските податоци и информации е разновидно. Некои претпријатија доброволно објавуваат на англиски јазик, меѓутоа повеќе не објавуваат извештаи за паричните текови или консолидирани квартални финансиски извештаи. Законот за трговските друштва во Бразил често дава ограничена заштита за малцинските акционери, меѓутоа Бразилската берза *Bovespa* дава можност за права на управување кои се над обврзувачките правни минимуми. Овие права кои се употребуваат по потреба ја зголемија својата популарност кај бразилските претпријатија.<sup>32</sup>

Потребно е лидерство во процесот на сукцесија на главниот извршен директор, доколку не е вистинскиот човек на таа позиција. За да се дојде до тој заклучок треба постојано да се контролира дали главниот извршен директор се фокусира на вистинските



<sup>31</sup> Lipman, F. D. and Lipman, L. K. (2006), *Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private, and Not-For-Profit Organizations*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, p. 11.

<sup>32</sup> Black, B. S., de Carvalho, A. G. and Gorga, E. (2010), “Corporate governance in Brazil”, *Emerging Markets Review*, Vol. 11, No. 1, pp. 21-38.



работи. Дали се справува со вистинските предизвици и дали успешно ги решава проблемите. Dotlich и Cairо потенцираат дека „претпријатијата често се соочуваат со сериозни препреки кога цела група луѓе, односно членови на одборот на директорите игнорираат, т.е. не сакаат да ги видат или, пак, да управуваат и покрај негативните тенденции кои се појавуваат кај главниот извршен директор“. Сепак, во овој дел треба цврсто лидерство. Потребна е проактивна улога од страна на одборот на директорите во утврдувањето на потенцијалните неостварувања на резултатите од страна на главниот извршен директор. Одборот на директорите мора критички да гледа на ситуацијата на неисполнување на транзициската мисија на главниот извршен директор, да очекува серија успеси, да се разјаснат идеите на одборот на директорите, да се дозволи одборот на директорите да направи оценување на стратегиските предлози и да се дозволи одборот на директорите да биде дел од создавањето на критичките акции. Во сите овие процеси, одборот на директорите треба да има лидерска позиција, а пред сè, треба критички да ги анализира остварувањата на главниот извршен директор.

Оттука, најдобрата практика за да се избегнат недоразбирањата меѓу членовите на одборот на директорите или, пак, да му се постават тешки прашања на извршниот менаџмент, односно главниот извршен директор на состаноците на одборот на директорите, освен фактот дека треба да се вклучуваат во конструктивни критики, директорите треба да ги водат дискусиите во колегијален дух и треба да се постигне консензус. На состаноците на одборот на директорите, членовите на одборот на директорите треба да избегнуваат ситуации на деградирање на менаџерите или на други членови од одборот на директорите. Ова, сепак, не значи членовите на одборот на директорите да избегнуваат комплексни прашања и да бидат подготвени да имаат различни ставови.<sup>33</sup> Членовите треба да бидат вклучени во конструктивни критики и треба да бидат скептични, но треба да имаат конструктивно однесување. Покрај тоа што недоразбирањата се прифатливи, не е прифатливо да бидеш недоразбран. Дискусиите треба да бидат колегијални со цел да се постигне консензус.

Фамилијарните претпријатија кои се адаптираат на поотворен, флексибилен свет и соработуваат, имаат потенцијал да создадат голема дополнителна вредност. Добро дизајнираните корпоративни практики се основни за ефикасноста на корпоративното

---

<sup>33</sup> Lipman, F. D. and Lipman, L. K. (2006), *Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private, and Not-For-Profit Organizations*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, p. 16.

управување на фамилијарното претпријатие. Најважни корпоративни практики во областа на одборот на директорите во фамилијарните претпријатија се:<sup>34</sup>

- ▶ *Фамилијарните претпријатија можат да имаат придобивки од користењето на независните директори или, алтернативно, независен одбор на советници, односно фамилијарен совет.*
- ▶ *Кога претпријатието се наоѓа во својот „вител на неликвидност“, независните директори би требало да вработат свои сопствени независни советници кои ќе помагаат во извршувањето на нивните потенцијални доверителски обврски со кредиторите.*
- ▶ *Механизмите за разрешување на конфликтите во статутот на фамилијарните претпријатија се ефективни автоматски по умирањето на основачот или, пак, по неговото пензионирање.*

## 1.5 КАРАКТЕРИСТИКИ НА ДОБРОТО КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ

Доброто корпоративно управување на современите претпријатија е под лупа на здруженијата за заштита на акционерските права, бизнисмените, академиците и новинарите. Една од причините за овој интерес е убедувањето дека некои од механизмите на корпоративното управување крахирале во својата функција соодветно да ги надгледуваат и да ги контролираат стратегиските одлуки на врвните менаџери.

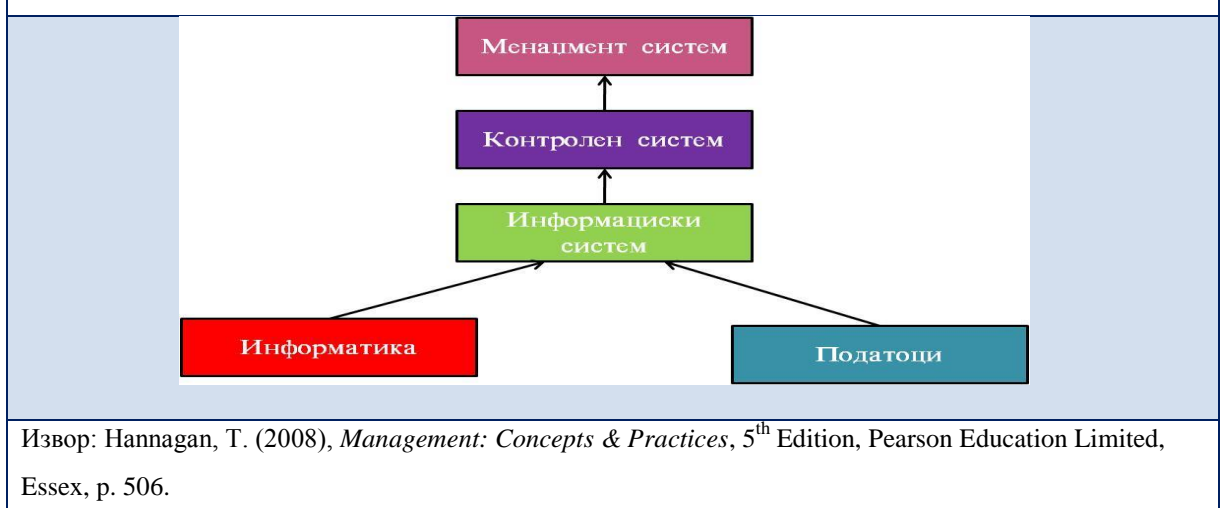
Доброто корпоративно управување е од големо значење за една економија. Како што е истакнато од страна на Czinkota, Ronkainen и Moffett, „секоја земја ги охрабрува претпријатијата кои дејствуваат во рамките на нејзините граници, да бележат раст и да обезбедуваат вработеност, богатство и сатисфакција, не само да го подобрат животниот стандард, туку и да овозможат општествена благосостојба“.

Во повеќе земји како, на пример, во САД и во Велика Британија, се смета дека основната цел на секое претпријатие е да ја максимизира својата вкупна пазарна вредност. Системот на корпоративното управување се состои од два столба: транспарентност и отчет кон акционерите, со цел долгорочно да се максимизира вредноста на акционерите. Истовремено вклучува воспоставување една рамнотежа на моќта и интересите со што се овозможува еден солиден и силен развој на претпријатието.

<sup>34</sup> Blowfield, M. and Murray, A. (2008), “Corporate responsibility: a critical introduction“, Oxford University Press, Oxford, p. 220.

Корпоративното управување е систем преку кој претпријатието се управува и се контролира.<sup>35</sup> Значењето на зборот „систем“ се состои од следниве карактеристики: менаџмент, контрола и информација.<sup>36</sup> Фактички, информативната и комуникациска технологија никогаш не контролирале ништо. Контролата претставува инкорпорирање на информацијата и технологијата на комуникации во претпријатијата како целокупен систем. Човекот го применува системот. На сликата 1.2 е прикажан соодносот меѓу информацијата, контролата и менаџмент-системот. Во однос на хиерархиската структура, информацискиот систем може да се набљудува како потсистем на контролните системи, а контролниот систем како потсистем на менаџмент-системот.

Слика 1.2 Информација, контрола и менаџмент-системи



Извор: Hannagan, T. (2008), *Management: Concepts & Practices*, 5<sup>th</sup> Edition, Pearson Education Limited, Essex, p. 506.

Една од главните причини е да се дозволи издавање акции за да се дојде до капитал, при што се проширува инвестициската основа, а со тоа е полесно да се акумулира поголемо количество пари.<sup>37</sup> За возврат, инвеститорот, без разлика дали е физичко лице или правен субјект, односно институција, на пример, банка или пензиски фонд, очекува неговите фондови да бидат менаџирани на таков начин со особено внимание за да донесат принос од таа инвестиција во определена временска инстанца.

Крајниот позитивен ефект на корпоративното управување на различни стејкхолдери е засилена економија, а соодветно на тоа, доброто корпоративно управување е алатка за општествено-економскиот развој. Активното учество на акционерите е императив за добро корпоративно управување. Доброто корпоративно управување е важен

<sup>35</sup> Jolly, A. (2002), *The European Business handbook*, Kogan Page Ltd., London, pp. 43-44.

<sup>36</sup> Hannagan, T. (2008), *Management: Concepts & Practices*, 5<sup>th</sup> Edition, Pearson Education Limited, Essex, p. 506.

<sup>37</sup> Blowfield, M. and Murray, A. (2008), „*Corporate responsibility: a critical introduction*“, Oxford University Press, Oxford, p. 22.

чекор во креирањето доверба на пазарот и во охрабрувањето за постабилен, долгорочен проток на домашни и меѓународни инвестиции. Претпријатието е многу важно за создавање на богатството. Оваа цел ќе ја постигне доколку претпријатието егзистира во своите рамки, фокусирана на своите резултати и ќе има одговорност за своите дејства.<sup>38</sup>

Активниот пристап на одборот на директорите се одржува преку активна, а не преку пасивна улога на акционерите. Акционерите ги предводат процесите за да се зголеми капиталот и за да се создаде богатство. Знаењето ги надмина машините како водечка сила во светската економија. На претпријатијата им стана јасно дека подобри производи се создаваат со комплетно ментално посветување на вработените во производниот процес. Денес, инвеститорите сметаат дека учеството на акционерите води кон создавање дополнителна вредност на претпријатието.

Доброто корпоративно управување гледа на акционерите не само како на донатори на капитал, туку и како на иницијатори на идеи и насоки, своевидна мониторинг-агенција. Токму поради ова е важно акционерите да учествуваат активно во дискусиите на состаноците. Истражувачите открија дека „претпријатијата со активно акционерство имаат поголема вредност, поголеми профити и поголем раст на продажбата, пониски капитални трошоци и помалку корпоративни спојувања“.

Движењето кон подемократски форми на корпоративното управување преку активен ангажман на сопствениците е важен аспект за создавање на богатството, проникнува во способноста да се одржиме како слободно и демократско општеството. Според Monks и Minow, „претпријатијата го определуваат квалитетот на воздухот што го дишаме, квалитетот на водата што ја пијаме, а и каде живееме, и тоа многу повеќе од која било друга институција“. Сепак, тие не се одговорни пред никого.

Според зборовите на Nell Minow, „членовите на одборот на директорите поинаку се однесуваат кога се набљудувани“. Проактивните акционери обично се „општествено одговорни“, зголемувајќи ги трите вида вредности од економска природа, зачувување на животната средина и општествената одговорност. Проактивните сопственици имаат повеќе можности да пронајдат решенија на многу корпоративни предизвици како што е последната финансиска криза, глобализацијата, конкурентноста. Истото однесување го има кај децата, односно кај возрасните, кога се под строга контрола, се однесуваат на еден начин, а кога ќе им се даде слобода, тие се

---

<sup>38</sup> Sapovadia, V. K. (2003), *Good Corporate Governance: An Instrument for Wealth Maximisation*, MBA Department of Saurashtra University Conference, Rajkot.

однесуваат како што сакаат. Доколку никој не контролира, ќе се роди втор *Enron*. Оттука, не само солидни директори, туку, исто така, и владата, ревизорите, банките, лобистите за животна средина и добрите граѓани се во можност управувањето со претпријатијата да го доведат до рамката на добро корпоративно управување.

Се случува да се сруши моќта на големите бизниси во правната рамка на големата влада. Во денешно време се забележува дека владината законска рамка, покрај фактот што е неопходна, исто така е неефикасна кога не е предводена од култура на спроведување на политиката. Проценето е дека самите ние сме најдобри лидери доколку се разберат петте димензии на лидерство, односно доколку нашите стравови се претворат во можности, се преземат ризици, но и доколку се комуницира со своите подредени на сите нивоа, донесувајќи го сопствениот стил на водење до едно повисоко ниво на квалитет. Исто така, владата треба самата да иницира политики и да има отворен дијалог со своите подредени субјекти за да ги увиди промените навреме.

Управувањето врз основа на сопственоста има изгледи да ги намали коруптивните практики. Потребно е да се вметне поширок систем на одговорност во структурите на управување со претпријатието. Институционалните инвеститори ги користат човечките ресурси за да го создадат богатството со употреба на своите вештини и своето искуство преку зголемување на слободата во демократски трансформирани претпријатија.

Корпоративното набљудување е нов систем за да влијае врз корпоративниот менаџмент кој е одговорен пред своите сопственици. Пред сè, целта е да се зголемат приносите на акциите, да се контролира наградувањето на главниот извршен директор и да се урамнотежат целите на профит со општествените цели.

Постои долгорочна дебата за доброто корпоративно управување и можеби никогаш нема да се дојде до консензус за доброто корпоративно управување, меѓутоа доброто корпоративно управување претставува инструмент за максимизирање на богатството на сите стеикхолдери.

Претпријатијата кои усвојуваат мерки за да ги релаксираат контролните механизми се претпријатија со лошо корпоративно управување. Менаџерите на овие претпријатија не се дисциплинирани преку стравот од насилно преземање. Отсуството на интересот за насилно преземање е карактеристичен за претпријатијата со добро корпоративно управување.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> Bhagat, S., Bolton, B. and Romano, R. (2008), „The promise and peril of corporate governance indices“ *Columbia Law Review*, Vol. 108, No. 8, pp. 1803-1881.

## 1.6 ВАЖНОСТА НА ДОБРОТО КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ

Аналитичарите кои се заинтересирани да ги идентификуваат факторите што се важни за доброто корпоративно управување не треба да го анализираат секој фактор поединечно во изолација без да ги контролираат другите фактори кои влијаат врз вредноста на претпријатието. Од овие причини, општоприфатена практика е да се анализираат сите фактори заедно.

Германскиот корпоративен систем е банкарски ориентиран систем со двостепен систем на корпоративното управување: менаџмент и контрола, како и систем ориентиран кон стеикхолдерите. Германскиот корпоративен систем е универзален банкарски систем, а јапонскиот е главен банкарски систем. Банкарски ориентираниот систем укажува на тоа дека банките играат клучна улога во финансирањето на претпријатијата, и поради тоа можат да имаат контрола преку структурата на одборот (на пример, претставници на банките се членови на надзорниот одбор во претпријатијата во Германија).<sup>40</sup> Промената на големите универзални банки во финансиската структура во претпријатието наметнува промени во управувањето, односно се менуваат членовите на надзорниот одбор во претпријатијата, а се поткопува стабилноста на корпоративниот систем во Германија. Растурањето на традиционалниот модел може да доведе до контролен вакуум.<sup>41</sup>

Успешното корпоративно управување придонесува претпријатието да работи попрофитабилно, го овозможува неговиот раст и го подобрува неговиот пристап до средствата за финансирање однадвор, било да се тие домашни или странски, односно јавни или приватни. Корпоративното управување е значаен сегмент од успешната политика за односи со инвеститорите. Речиси секое современо претпријатие има свој сегмент – односи со инвестирање на порталот на претпријатието. За одржувањето на истиот портал потребно е да се формира рамка, да се избегне поставување ригидна структура кон која прибегнуваат бирократските структури. Во САД и во другите земји, функционирањето на портал



<sup>40</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 22.

<sup>41</sup> Hackethal, A., Schmidt, R. H. & Tyrell M. (2005), “Banks and German Corporate Governance: on the way to a capital market based system?” *Corporate Governance An International Review*, Blackwell Publishing Limited, Vol. 13, pp. 397-407.

се изведува под раководство на лице одговорно за односи со инвеститорите кое има свој тим во кој се распределени задачите. Поинаку кажано, не постојат директиви кои служат, повеќе или помалку, за поставување авторитет и моќ кога се нема капацитет и знаење. За солиден портал за односи со инвеститорите е потребно искуство, знаење и основи на маркетинг, односно веб-маркетинг. Значајни елементи се флексибилноста, интерактивноста и технологијата на порталот. Меѓу другото, потребна е поддршка од извршниот менаџмент, како и исклучителна координираност за подготвување на податоците и информациите кои треба да бидат транспарентни и атрактивно спакувани.

Кај секое јавно поседувано претпријатие постои потреба од структуриран, навремен и редовен проток на информации до акционерите/инвеститорите, а особено за подобрување на односите со инвеститорите од страна на претпријатието. Секој извештај за односите со инвеститорите треба да содржи сублимирани податоци и информации за: инвеститорите, аналитичарите; предвидувањата на аналитичарите; котирањата на аналитичарите во последниот квартал, полугодие или година; селектирани вести и настани за секторот и за регионот во кој работи претпријатието; преглед за тргувањето на акцијата, волуменот на тргувања; релативни компаративни резултати со претпријатијата-ривали во секторот; релевантни настани во месецот, односно календар за односи со инвеститори итн. Од аспект на содржината и структурата при анализата на многу сегменти од различни меѓународни и домашни претпријатија, имајќи ги предвид ограничувањата и сензитивноста на нашата култура, како и техничките можности, презентирана е структурата на порталот – односи со инвеститорите во табела 1.3.

Постои склоност на менаџментот во последните години да им обелоденува повеќе информации отколку порано на акционерите и на другите заинтересирани лица.<sup>42</sup> Акционерите можат да се запознаат со приходите од продажбата, средствата, капиталните трошоци, амортизацијата, деталите за работењето во странство и со многу други финансиски податоци. Претпријатијата, исто така, се обврзани да обелоденат детални податоци за наградувањето на извршниот менаџмент и на членовите на одборот на директорите, односно надзорниот одбор. Дополнително, доброволно претпријатијата почнаа да известуваат за нивните општествени активности, како и за активностите поврзани со заштитата на животната средина, покрај финансиските резултати.<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> Berk, J. and DeMarzo, P. (2007), *Corporate Finance*, Pearson Education Inc., Boston, pp. 903-911.

<sup>43</sup> Post, J. E., Lawrence, A. T. and Weber, J. (2002), *Business and Society: Corporate Strategy, Public Policy, Ethics*, 10<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, p. 344.



| Табела 1.3 Структура на порталот односи со инвеститори                  |  |  |                     |
|---|--|--|---------------------|
| Акционерски капитал на претпријатието                                   | Објави                                     | Корпоративно управување                    | Календар на настани |
| Преглед на тргување со акцијата   | Соопштение за јавноста                     | Структура на претпријатието                | Седници на Собрание |
| Основни податоци  | Јавен повик                                | Собрание                                   | Финансиски настани  |
| Структура на акционери  | Годишни извештаи                           | Одбор на директори                         |                     |
| Дивиденден календар   | Извештаи за Комисија за хартии од вредност | Главен извршен директор                    |                     |
|   |  | Статут                                     |                     |
|   |  | Деловник за работа на одборот на директори |                     |
|   |  | Управување со ризици                       |                     |
|   |  | Ревизори                                   |                     |
| Извор: Сопствена структура заснована на истражување портали и искуство. |  |  |                     |

**Дали се вреднува успешното корпоративно управување?** Ова е тешко прашање, и реалниот одговор, историски гледано, зависи од резултатите.<sup>44</sup> На пример, сè додека цената на акцијата на *Enron* продолжувала драматично да расте во текот на 90-тите години, прашањата во однос на транспарентноста, сметководствените практики, финансиските факти, стеикхолдерите на претпријатието во голема мера ги игнорираа. Игнорирањето на овие прашања доведе до измама и злоупотреба на практиките за корпоративно управување што резултира со банкрот на претпријатието, уништувајќи го не само богатството на инвеститорите, туку и кариерите, приходите, заштедите на многу скромни стеикхолдери – вработените во претпријатието. Од тие причини, успешното корпоративно управување е многу важно и води до успешна политика за односи со инвеститорите.

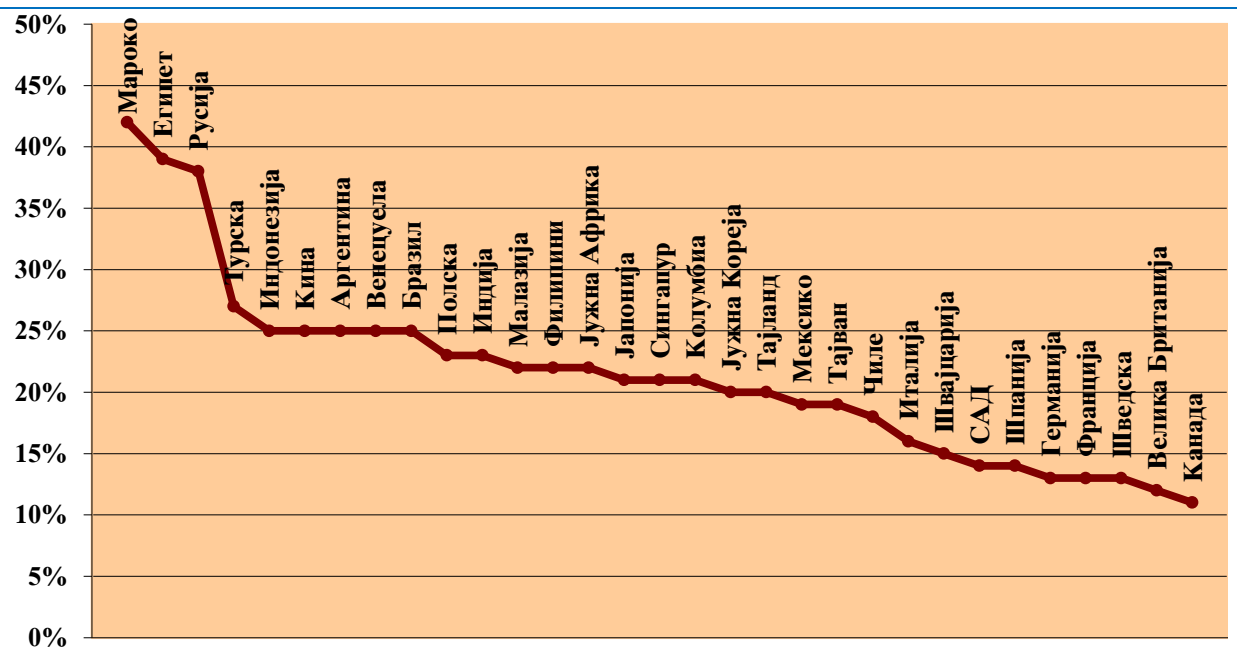
Нема награда за долгорочниот раст... Никој не се грижи за долгорочен одржлив развој надвор од претпријатието. Ова е една од потешките лекции за учење на

<sup>44</sup> Ingley, C. and Van der Walt, N. (2002), "Boards Dynamics and the Politics of Appraisal", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, pp. 163-174.

бизнисот. Зошто е ова така? Ова не е така поради фактот што е лошо за луѓето. Инвеститорите се наградени врз основа на тоа колку оствариле добивка и колку се зголемило нивното портфолио. Меѓутоа, малку му се дава значење на тоа дали нешто ќе трае 300 години.

Вториот начин на вреднување на корпоративното управување е преку следење на однесувањата и тенденциите на големите глобални институционални инвеститори кои ги донесуваат најважните одлуки, т.е. каде ќе се прераспреди капиталот. Истражувањето на McKinsey покажува дека повеќе од 200 институционални инвеститори ставаат посебен акцент и му даваат вредност на успешното корпоративно управување. Според резултатите од истражувањето, презентирани на слика 1.3, се мери успешноста на корпоративното управување преку премијата која институционалните инвеститори би ја платиле за претпријатијата со успешно корпоративно управување во одредени пазари во соодветната земја.

Слика 1.3 Вредноста на добро корпоративно управување



Извор: Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7<sup>th</sup> Edition, South-Western, Mason, p. 599 во *McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, (2002), McKinsey & Company, July.

Истражувањата не даваат експлицитен одговор за тоа кој има „добро“, а кој има „лошо“ корпоративно управување; но, сепак, даваат една платформа во кои земји институционалните инвеститори ја гледаат неопходноста од корпоративното управување. Важно е да се потенцира дека и во денешно време повеќето од новосоздадените земји имаат релативно мал број јавно тргувани претпријатија.

Корпоративното управување е важно. Резултатите од истражувањата на 1.500 претпријатија покажуваат дека „постои премија поврзана со добро управување, имајќи ги предвид сите ограничувања при нејзиното мерење“.<sup>45</sup> Во друго истражување, на 3.220 глобални претпријатија, од страна на **Governance Metrics International** е измерена ефективноста на корпоративното управување, каде што 1% од претпријатијата кои беа најдобро рангирани имаат, исто така, и супериорни финансиски резултати.

Доброто корпоративно управување помага да се спречат корпоративните скандали, измамите и можните прекршочни и кривични пријави за претпријатието.<sup>46</sup> Ова претставува и добар бизнис. Зошто? Имицот на доброто корпоративно управување ја засилува репутацијата на претпријатието и станува поинтересно за клиентите, инвеститорите, добавувачите, а во случај на непрофитните организации, и за донаторите.

Постојат докази дека доброто корпоративно управување обезбедува директна економска корист за претпријатието. Истражување спроведено од страна на *Georgia State University* во декември 2004 година покажува дека јавните претпријатија со независни членови во одборот на директорите имаат поголеми приноси во капиталот, поголеми профитни стапки, поголеми дивиденди и поголемо откупување на акциите. Ова истражување ги потврди резултатите од проучувањето на 250 претпријатија, изведено од страна на *MIT Sloan School of Management*, кои покажуваат дека, во просек, претпријатијата со супериорна информатичка технологија и добро корпоративно управување имаат 25% поголем профит од претпријатијата со слабо управување, а исти стратески цели.

Приватните претпријатија кои планираат да бараат капитал од финансиските институции и институционалните инвеститори треба да внимаваат на својот имиц за корпоративно управување, бидејќи тој е важен фактор во одлуката за одобрување капитал за претпријатието.

**Концептот на рангирање.** *Deminor Ratings*, агенцијата за рангирање на корпоративното управување, обезбедува независно, издржано и компаративно истражување за практиките за корпоративно управување во европските претпријатија.

---

<sup>45</sup> Werther Jr., B. W. and Chandler, D. B. (2011), *Strategic Corporate Social Responsibility: Stakeholders in a Global Environment*, 2<sup>nd</sup> Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks, p. 138.

<sup>46</sup> Lipman, F. D. and Lipman, L. K. (2006), *Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private, and Not-For-Profit Organizations*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, p. 3.

Од 1993 година, матрицата на над 300 индикатори за корпоративно управување постојано се ажурира и се развива во соработка на институционалните инвеститори во оваа област. Индикаторите се класифицирани во 4 основни категории, и тоа: права и должности кон акционерите; степен на одбрана од преземањата; обелоденување податоци и информации; и структура и функционирање на одборот. Системот за рангирање го опфаќа индексот FTSE Eurotop 300 составен од претпријатија од 17 европски земји. Секое рангирање, опфаќа ниво и степен до кој претпријатието го прифатило и е во согласност со „најдобрите практики на корпоративното управување“. Секое рангирање е на скала од 5 до 1 демиор, каде што 5 претставува најдобра практика, а додека 1 демиор се претпријатија кои или пропуштаат да обелоденат важни информации или објавуваат минимум пропишани информации, т.н. дискутабилни стандарди. Рангирањето на земјите претставува централна точка за рангирањето на претпријатието на ниво на секоја земја.

**Права и должности кон акционерите.** Инвеститорите преферираат стандард на една акција – еден глас, со кој се овозможува најдобро разбирање на распределбата на моќта на акционерот во претпријатието. Инвеститорите, исто така, препорачуваат доволно време за да се преброи гласот.

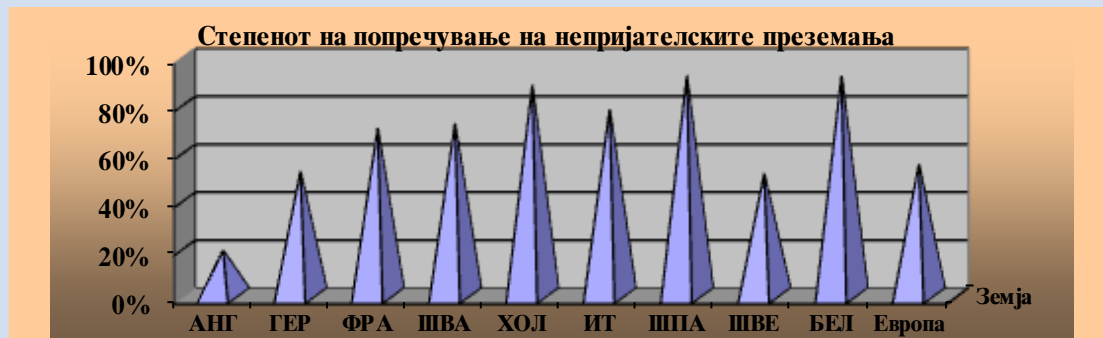
**Степенот на преземање и спојување претпријатија.** Поголемиот број континентални европски претпријатија имаат некој вид одбрана против непријателски преземања за да не се случат непријателските преземања кои во некои случаи не се оправдани. Најпознати мерки против преземање се т.н. „отровни апчиња“ и „бел витез“.

Апсолутната заштита од непријателски преземања, составена од: присуството на доминантниот акционер, институтот на максимална сопственост, воведување златна акција и приоритетни акции, и дебела заштита на менаџерите се застапени во сите земји. Во помал степен е присутна во Шведска, Швајцарија, Германија, како и во Велика Британија, каде што нема доминантни акционери, односно има дисперзирана акционерска структура, додека, пак, во Шпанија, Франција, Белгија, Италија, а посебно во Холандија се комплетно заштитени од апсолутни преземања.

Степенот на попречување на непријателските преземања, слика 1.4, е веројатноста со која претпријатието (неговиот менаџмент, неговите доминантни или повеќето акционери) се одбранува од непријателските преземања. За секоја земја, степенот на попречување на непријателските преземања за претпријатието претставува централна точка на сите мерки за заштита. Шпанија, Белгија и Холандија бележат највисок степен на попречување на непријателските преземања. Единствениот степен

на попречување на непријателските преземања кој е прифатлив за меѓународните акционери се наоѓа во Велика Британија.

Слика 1.4 Степенот на попречување на непријателските преземања



Извор: Приспособено според *Corporate governance rating & Investor report* (2005), „Deminor Corporate Governance Rating Services“, p. 198.

**Обелоденувањето на корпоративното управување** го проценува нивото на транспарентност на корпоративното управување на претпријатието. Таа опфаќа:

- ▶ Општи информации за обелоденување,
- ▶ Капитална и акционерска структура,
- ▶ Информација за одборот на претпријатието,
- ▶ Информација за комисиите на претпријатието,
- ▶ Информација за долгорочните планови.<sup>47</sup>

**Структурата и функционирањето на одборот** ја проценува одговорноста, независноста и функционирањето на телата на управување. Таа опфаќа:

- ▶ Избор на членови на одборот,
- ▶ Состав на одборот,
- ▶ Функционирање на одборот,
- ▶ Награди на членовите на одборот,
- ▶ Комисии на одборот.<sup>48</sup>

Според последните согледувања на *Governance Metrics International*<sup>49</sup>, корпоративното управување во Велика Британија е оценето како најдобро меѓу 23 земји. Најслабо оценети се Јапонија и Грција, а Канада, САД, Австралија и Ирска се

<sup>47</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, стр. 191-192.

<sup>48</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, стр. 191-192.

<sup>49</sup> Corporate Governance Network. Corporate Governance Network. 5 December 2008 <http://www.corpgov.net> (accessed 13 August, 2013).

наоѓаат од третото до шестото место. Како што се гледа, првопласираните претпријатија доаѓаат исклучиво од земји со англо-американски модел на корпоративно управување.

| Табела 1.4 Рангирање на државите во 2000 година |                                   |                                       |               |                      |
|---|-----------------------------------|---------------------------------------|---------------|----------------------|
| Држава  | Права и должности кон акционерите | Спречување на непријателско преземање | Обелоденување | Структура на одборот |
| Велика Британија                                | 4                                 | 4                                     | 5             | 5                    |
| Германија                                       | 4                                 | 3                                     | 2             | 1                    |
| Франција  | 3                                 | 1                                     | 3             | 3                    |
| Швајцарија                                      | 2                                 | 1                                     | 1             | 1                    |
| Холандија                                       | 1                                 | 1                                     | 3             | 2                    |
| Италија   | 4                                 | 1                                     | 3             | 2                    |
| Шпанија   | 2                                 | 1                                     | 2             | 3                    |
| Шведска   | 2                                 | 3                                     | 2             | 2                    |
| Белгија   | 3                                 | 1                                     | 3             | 3                    |

Извор: Jolly, A. (2002), *The European Business handbook*, Kogan Page Ltd., London, во Deminor Corporate Governance Rating Services, p. 200.

Според податоците презентирани во табела 1.4, претпријатијата во Велика Британија и во Германија се најдобри по основа на практиките за застапување на правата и должностите кон акционерите поради развојот на пазарот на капитал каде што доминираат институционалните инвеститори. Во Германија, во претпријатијата вклучени во јавна понуда на хартии од вредност постои доминантен акционер.<sup>50</sup> Рестрикции на гласачките права не се вообичаени, а акционерите имаат минимум 20 дена да го дадат својот глас. Велика Британија заостанува по основа на собирањето на гласовите во Собрание на акционерите, бидејќи без разлика на бројот на акциите што ги поседува еден акционер, задржано е традиционалното гласање со „кревање рака“.



<sup>50</sup> Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7<sup>th</sup> Edition, South-Western, Mason, pp. 593-596.

Со најмногу резерви се прифаќа стандардот на дисперзирана сопственост кој е присутен во Холандија. Над 80% од холандските претпријатија поседуваат акции со повеќе гласачки права (главно им се издаваат на лица блиски до професионалните директори и/или менаџери во претпријатијата), златни акции, односно приоритетни акции без право на глас (на акционерите им се одзема можноста за контрола, особено при изборот на директори) и депонирање на акциите со право на глас во посебни отворени фондови, а банката во која е отворен фондот ги презема гласачките права (на акционерите им се издаваат сертификати за депозит во таквите фондови).<sup>51</sup>

Вториот важен критериум за процена на правата и должностите кон акционерите се нивните гласачки права, односно изборот на директори од страна на акционерите. Трендовите да се избира со глас преку пошта во Швајцарија ќе бидат забранети, додека за гласање преку интернет условите сè уште не се созрени. Изборот на директор се случува на Собрание на акционерите. Сепак, постојат 5 исклучоци од ова правило, и тоа:

1. Директори избрани од страна на вработените (50% во Германија, Франција и Шведска);
2. Директори избрани од сопствениците на златни акции, односно приоритетни акции или од државните претставници (сите анализирани земји, со исклучок на Белгија, Шпанија и Германија). Тука спаѓа и Македонија, иако не е предмет на оваа анализа;
3. Директори избрани од сопствениците на посебни акции поради широка акционерска дисперзија во Велика Британија;<sup>52</sup>
4. Директори избрани од доминантните акционери во Германија.<sup>53</sup> Тука се појавува проблем на престога законска заштита на менаџерите и на директорите, особено кога има потреба од нивно разрешување поради блиските односи и врски на доминантниот акционер со директорите.<sup>54</sup>
5. Директори избрани преку косопственост или обврзувачки предлози.

---

<sup>51</sup> Coffee J. Jr. (2001), "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control", *Yale Law Journal*, No.1, p. 111.

<sup>52</sup> Roe, M. J. (2003), *Book Review of Political Determinants of Corporate Governance: Political context, Corporate Impact*, Oxford University Press, New York, p. 245.

<sup>53</sup> Jeffrey, G. N. (2003), "An International Relations Perspective in the Convergence of Corporate governance: German Shareholder Capitalism and the EU, 1990-2000", *Law Working Paper*, p. 6.

<sup>54</sup> Harald, B. (2005), "Change of Governance in Historic Perspective: The German Experience", *European Corporate Governance Institute*, March, p. 126.



Последниот критериум е присуството на акционерите на Собранието на акционерите и особено присуството на јавна понуда на хартии од вредност. Во повеќето земји, процентот на присуство на акционерите воопшто не се обелоденува (Шведска, Белгија, Велика Британија, Шпанија), или, пак, обелоденет е од неколку претпријатија (Швајцарија, Франција, Германија и Холандија). Сепак, во некои земји, учеството е обелоденето јавно како, на пример, во Италија каде што го имаат објавено 80% од претпријатијата. Во речиси сите земји, учеството на претставниците на мали акционери во Собрание на акционерите е прилично мало. Од оваа причина, гласачката моќ на доминантните акционери на Собрание на акционерите често е поголема од нивното реално учество.

### 1.7 ОБЕЛОДЕНУВАЊЕ ФИНАНСИСКИ ПОДАТОЦИ И ИНФОРМАЦИИ И ВРЕДНОСТА НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

**Финансиското известување** се дефинира како процес на собирање, обработка и обелоденување на економската активност на претпријатието според Lawrence A. Poppo.<sup>55</sup> Според *International Finance Corporation*, обелоденување податоци и информации се подразбира кога во јавноста се изнесуваат такви податоци и информации за претпријатијата што имаат посебно значење за инвеститорите кои се заинтересирани да вложат во тие претпријатија.

Суштината на обелоденувањето е во тоа податоците да станат јавно достапни, односно да дојдат до оние за кои се наменети. Самото објавување не значи дека се обелоденети. Необелоденувањето на фактичката состојба резултираше со серија корпоративни скандали кои трескавично ги одбележаа почетните години на XXI век. Основната суштина на основањето на корпоративното управување – создавање систем за надзор на менаџерите и нивните дејства, ги изманипулира лицата кои требаше да ги заштити: сопствениците на претпријатијата, односно акционерите.

57% од германските и 84% од јапонските инвеститори потврдуваат дека англо-американскиот модел на корпоративно управување е соодветен за нивните земји.

<sup>55</sup> The Blackwell Encyclopedia of Management (2005), in Werhane P. H. and Freeman, E. R. (Ed.), *Business Ethics*, Blackwell Publishing, Malden, p. 202.

Примарен интерес на акционерите е акционерската структура. Во повеќето случаи во Европа, анализираниите претпријатија ги обелоденуваат акционерските структури. Сепак, подеталните информации (како, на пример, акционерската структура, уделот на вработените, односите на вкрстено акционерство со друго претпријатие) ретко се обелоденуваат.

Според истражувањето на Lustenberger, се идентификуваат главните акционери на повеќето претпријатија во Европа. *Roche* во Швајцарија има главен акционер – фамилијарни членови со удел од 50,01%, додека *Novartis* има удел од 33% – повеќе од 55% со капитална сопственост. *Sanofi-Aventis* во Франција е контролирана од два акционери – *L'Oréal* и *Total* со удели од 17,4% и 19,5%, соодветно. Во Германија, *Siemens* има главни фамилијарни акционери, меѓутоа нивниот удел во претпријатието изнесува по 6%. Во *BASF* ситуацијата е слична, не постојат акционери со поголем удел од 5%. Акционерската структура на италијанското претпријатие *Assicurazioni Generali* се состои од банки како *Mediobanca* и *Unicredit* кои имаат околу 30% од вкупниот процент акции во претпријатието. Претпријатието *ENI* има нетипични акционери, и тоа: Министерството за финансии со 20% и Банката за штедење со 10% од акционерскиот капитал. Во Холандија, *Fortis* има само еден акционер кој има 5,5%, т.н. *Striching VSF Funds. Ahold*, како холандско претпријатие, известува дека има 3 главни инвестициски фондови кои држат околу 35% од нејзиниот вкупен акционерски капитал. Во Шпанија, *Endesa* има два главни акционери, и тоа: шпанската банка *Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona* и *AXA* која има околу 15% од вкупното портфолио акции. При анализирањето на акционерските структури на овие претпријатија се констатира дека не постои цврста корелација меѓу акционерската структура и нејзината ефективна политика за управување со даноците.<sup>56</sup>

Експертската јавност има стекнато сличен впечаток за обелоденување на составот на одборот. И покрај именувањето на членовите на одборот (на пример: академската биографија на членовите на одборот, идентификација на независните членови, бројот на другите извршни и/или надзорни функции и бројот на акции во сопственост), ретко се наоѓаат подетални информации.

Со исклучок на Велика Британија, обелоденувањето на акционерската сопственост на вработените е недоволна

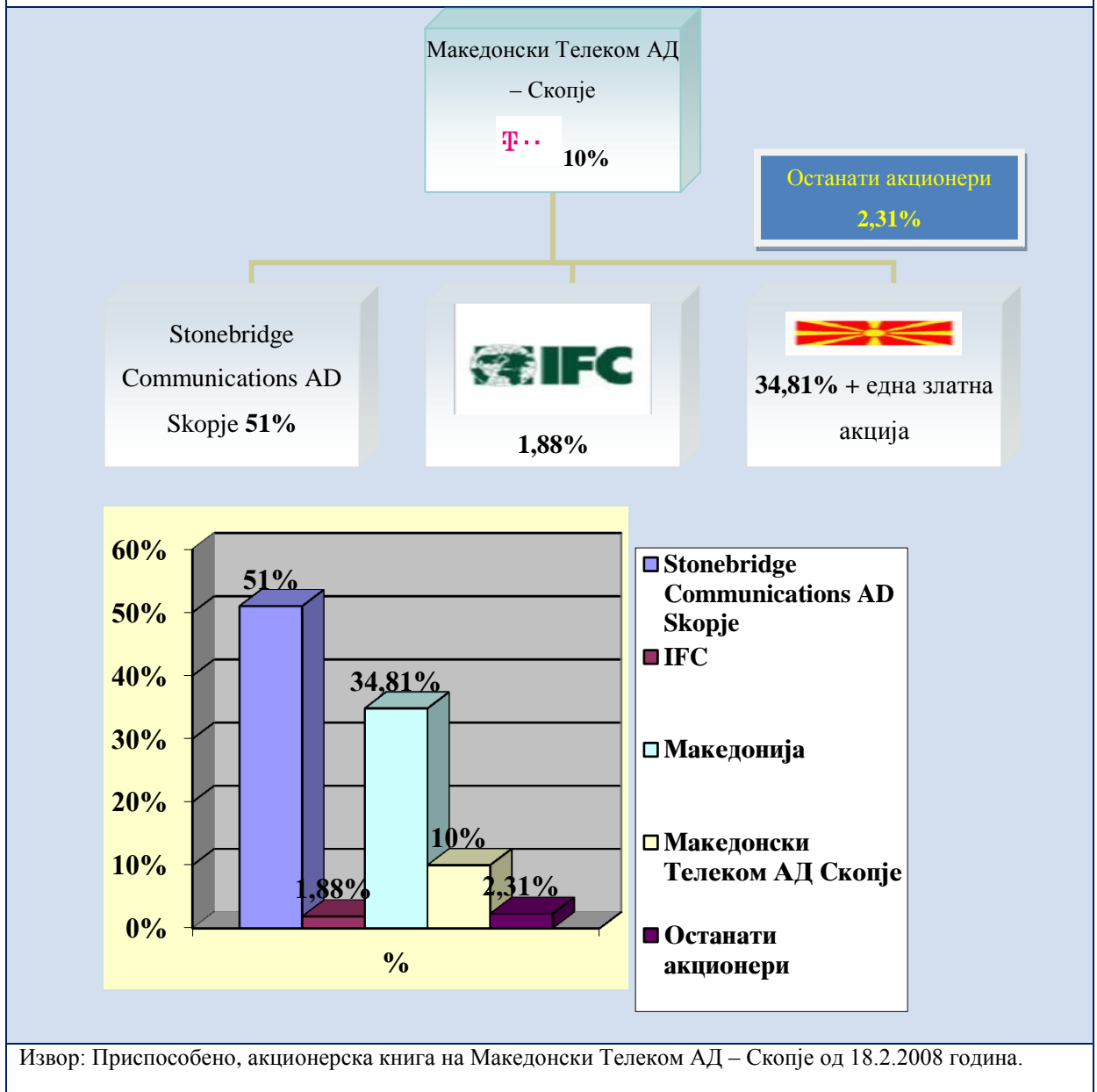


<sup>56</sup> Lustenberger, M. (2006), “Value Enhancement Potential through Achievable Corporate Taxes”, University of Zurich, Zurich, August.

и не ги покрива аспектите кои им се важни на акционерите: бројот на издадени акции, политиката на издавање акции итн. Податоците покажуваат дека недостасува стандардизирање на обелоденувањето на плановите за акционерска сопственост.

Според обработката на акционерската книга на АД Македонски Телеком од 2008 година, на слика 1.5 прикажана е акционерската структура на АД Македонски Телеком.

Слика 1.5 Акционерска структура на Македонски Телеком АД Скопје



Давањето опширни и квалитетни информации на стеикхолдерите е еден од најдобрите начини да се зачуваат нивните интереси.<sup>57</sup> По сето ова, сè повеќе теории го поддржуваат потегот за поголемо обелоденување информации на стеикхолдерите како

<sup>57</sup> Post, J. E., Lawrence, A. T. and Weber, J. (2002), *Business and Society: Corporate Strategy, Public Policy, Ethics*, 10<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, p 8.

инвеститори. Поради тоа, за да се донесе помалку ризична инвестиција, потребна е информираност. Според законските решенија во англо-американскиот модел, сопствениците на акции имаат право да знаат за случувањата во претпријатието кое го поседуваат. Акционерите кои учествуваат на Собрание на акционерите се информирани за претходните остварувања и идните цели од говорите на извршните директори и информациите од годишниот извештај на претпријатието, додека оние кои се пасивни зависат од информациите и податоците од годишниот извештај и од мислењето на независните финансиски ревизори и финансиски аналитичари.

Основните податоци и информации за да се направат инвестициските анализи се наоѓаат во годишниот извештај, статутот на претпријатието и агендата на последното Собрание на акционерите, по можност на англиски јазик. Гледано од глобална перспектива, обелоденувањето на сите податоци и информации е добра практика, иако само годишниот извештај е единствената информација која е достапна на англиски јазик. Во поглед на ова прашање, истражувањата сугерираат дека Велика Британија и САД, од очигледни причини, и Швајцарија и Шведска се четирите најдобри земји по основа на обелоденување податоци и информации на англиски јазик. Оние кои најмногу заостануваат во овој поглед се претпријатијата од Франција и од Шпанија.<sup>58</sup>

Резултатите од истражувањето објаснето подолу се засноваат на претпријатија кои имаат поддршка на веб-страниците на англиски јазик. Меѓународната инвестициска заедница, како и лоби-групата на *Deminor*, ги користат општоприфатените **меѓународни стандарди за финансиско известување** порано познати како *меѓународни сметководствени стандарди* креирани и објавени од страна на комисијата за меѓународни сметководствени стандарди кои се замени во 2001 година со **меѓународен одбор за сметководствени стандарди**. Во САД, во сила се *генерално прифатени сметководствени принципи* кои се во процес на усогласување со меѓународните стандарди за финансиско известување. Анализите покажуваат дека сè уште повеќе од 40% од претпријатијата ги користат локалните сметководствени принципи. Mabe Jr., William ги анализира податоците за опсегот на обелоденување на финансиските податоци и информации во 21 OECD земји-членки.<sup>59</sup> Од друга страна, Fox, Merritt B. ги анализира ефектите од обврските за обелоденување на корпора-

---

<sup>58</sup> Jolly, A. (2002), *The European Business handbook*, Kogan Page Ltd., London, pp. 43-44.

<sup>59</sup> Mabe Jr. W. F. (2004), "Globalization and Corporate Governance: The Effect of Capital Mobility on Financial Disclosure Laws in Developed Countries", *Conference Papers - American Political Science Association*, pp. 1-38.

тивното управување во САД.<sup>60</sup> На пример, Ramsted, Evan, Hae Won Choi и Seah Park се фокусираат на *Samsung Electronics Co.* со седиште во Јужна Кореја, каде што се противат да го променат корпоративното управување во претпријатието. Статистичките податоци укажуваат на растот на *Samsung* во светски рамки како забележителен бренд за апаратите за домаќинството и електрониката. Една фамилија која има малцински пакет го контролира *Samsung*. Поради тоа, инвеститорите се внимателни при инвестирањето во *Samsung*, а тоа е резултат на политиката на претпријатието по основа на обелоденувањето на финансиските податоци и информации.<sup>61</sup> Во Бразил има различни резултати за јавните претпријатија и нивното обелоденување финансиски податоци и информации. Одреден број претпријатија доброволно ги објавуваат финансиските податоци и информации, меѓутоа голем број исто така не објавуваат извештај за паричниот тек или за консолидираните тримесечни финансиски извештаи.<sup>62</sup>

Solomon, Deborah и Cassell Bryan-Low во 2004 година ги анализираат жалбите на претпријатијата во САД кои укажуваат дека новите правила, со цел да се подобри обелоденувањето на финансиските податоци и извештаи, ги чинат повеќе од аспект на пари и време. Целите на новите правила, пред сè, произлегуваат од законот на Sarbanes-Oxley од 2002 година, откако претпријатијата од типот на *Enron* направија малверзации во сметководството и со финансиските податоци и резултати. Овие правила се донесоа за да се спречи инвеститорите да ја изгубат довербата и да се зајакне интегритетот на процесот на финансиското известување. Сепак, со новите правила настрадаа и невините претпријатија како *General Motors Corp.*, според зборовите на Peter Bible, главниот извршен директор за сметководство, значително се зголемија трошоците за да се известува според новите стандарди.<sup>63</sup>

Според истражувањето во 2007 година, се анализира односот помеѓу обелоденувањето на резултатите на претпријатието на интернет и однесувањето на финансиските аналитичари во различни режими на корпоративно управување. Притоа,

---

<sup>60</sup> Fox, M. B. (1999), "Required disclosure and corporate governance", *Law & Contemporary Problems*, Vol. 62, No. 3, p. 113.

<sup>61</sup> Ramsted, E., Choi, H. W. and Park, S. (2005), "Despite Pressure, Samsung Resists Changing Its Ways", *Wall Street Journal - Eastern Edition*, March 16, pp. A1-A6.

<sup>62</sup> Black, B. S., de Carvalho, A. G. and Gorga, E. (2010), "Corporate governance in Brazil", *Emerging Markets Review*, Vol. 11, No. 1, pp. 21-38.

<sup>63</sup> Solomon, D. and Bryan-Low, C. (2004), "Companies Complain About Cost Of Corporate-Governance Rules", *Wall Street Journal - Eastern Edition*, pp. A1-A4, February 10.

истражувачите потенцираат дека определбата како да се комуницираат резултатите на претпријатието и работата на финансиските аналитичари за предвидување на приходите се два поврзани процеси. Ендогеноста во информирањето за капиталните пазари е под влијание на режимот на управување на земјата. Резултатите од статистичката регресија на податоците покажуваат меѓусебна поврзаност помеѓу активностите на финансиските аналитичари и транспарентноста при обелоденување на податоците и информациите за претпријатијата од Северна Америка. Впрочем, аналитичкото следење на обелоденувањето на финансиските податоци и информации на претпријатието влијае врз намалувањето на разликите во аналитичките предвидувања на приходите. За разлика од Америка, динамиката на информирање за пазарите на капитал за претпријатијата од континентална Европа е послаба.<sup>64</sup>

**Предизвиците за корпоративното управување како резултат на финансиските иновации и адекватно обелоденување податоци и информации.** Во Северна Америка сè уште е присутна загриженоста за квалитетот на сметководството, ревизијата и практиките за обелоденување на финансиските податоци и информации. Во суштината на овие проблеми е непрофесионалноста на независните ревизори. Ревизорите беа фокусирани на продажбата на своите услуги, па заборавија дека нивната основна функција е верификување на квалитетот на финансиското известување, квалитет кој го донесуваат на пазарот на капитал. Клиенти на ревизорите се инвеститорите и кредиторите. Недостигот на лидерство во професијата ја наметнува потребата за вистинска реформа за да се поврати довербата на пазарот. Тежината на регулаторната реформа е во рацете на Комисијата за хартии од вредност и новосоздаденото тело во САД, јавна институција за контрола на одборот за сметководство, која треба да се поддржи за да се промени културата на индустријата.

Независноста на ревизорите е елаборирана соодветно. Токму поради тоа ќе се анализираат факторите кои долгорочно влијаат врз сметководството и корпоративното управување. Доколку случаите на измама ги анализираме поединечно, се наметнува еден фундаментален проблем, а тоа е: како што претпријатијата ја зголемија својата големина и својата дејност, иновативните финансиски техники направија надворешните инвеститори потешко да ги разберат поединечниот профил на ризик на претпријатието и резултатите од неговото дејствување во различните сегменти. Стандардите на

<sup>64</sup> Aerts, W., Cormier, D., and Magnan M.. (2007), “The Association Between ,Web-Based Corporate Performance Disclosure and Financial Analyst Behaviour Under Different Governance Regimes”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 6, pp. 1301-1329.

традиционалното сметководство не се развиваа паралелно со развојот на техниките за ризик кои се инкорпорирани во софистицираните претпријатија. Оттука, обелоденувањето на ризичноста и менаџментот, како и стратегијата се витални во унапредувањето на корпоративната транспарентност за учесниците на пазарот.

Следниот фокус е на резултатот кој произлезе од финансиската иновација, а тоа е значењето на институционалните инвеститори во кои спаѓаат пензиските фондови, заедничките фондови, банките, осигурителните друштва, инвестициските фондови на пазарот на капитал. Акционерите имаат главна улога во корпоративното управување, меѓутоа појавата на институционалните инвеститори како значајни сопственици на корпоративниот капитал влијае врз корпоративното управување.

Неопходен одговор на скорашниот бран финансиски иновации е комбинацијата на зголемена транспарентност и зголемување на пазарната дисциплина која треба да ја спроведат кредиторите, правните субјекти, како и инвеститорите – вклучувајќи ги институционалните инвеститори кои поседуваат значителен дел од корпоративниот капитал. Заедно, овие напори би требало да го постават темелот за поефективно корпоративно управување.<sup>65</sup>

**Комплексните претпријатија се неразбирливи.** Финансиските иновации го забрзаа одвојувањето и реалокацијата на ризикот на правните субјекти кои се во можност да го поднесат. Во XXI век, деловните субјекти се во можност да искористат неограничени комбинации на производи и услуги, како и софистицирани финансиски структури. Како нуспојава на овој развој е тоа што акционерите ќе имаат тешкотии да го разберат инкорпорираниот ризик во многу големи, комплексни претпријатија, а традиционалниот начин на известување – кој претставува слика во соодветен момент – ќе има сè помало значење од она што го има денес.

Планираните или, пак, неочекуваните последици на неразбирливоста која доаѓа со комплексноста претставуваат сериозно прашање за иднината на финансиското известување и корпоративното управување. Ефективното управување наметнува инвеститорите и кредиторите да ги држат претпријатијата одговорни за своите одлуки. Меѓутоа, неопходен услов е да се поседува информација за да се разберат ризиците на претпријатието, како и оние ризици кои се трансферирани на другите правни субјекти.

Со веродостојни, релевантни и навремени информации, учесниците на пазарот се во можност да го проценат ризичниот профил на претпријатието и да ја адаптираат

---

<sup>65</sup> Bies, S. S. (2002), "Adequate Financial Disclosure", *Vital Speeches of the Day*, Vol. 69, No. 1, p. 2.



расположливоста и цената на фондовите за да се подобри алокацијата на финансиските ресурси. Банките и инвеститорите имаат посебен интерес за навремено проценување на ризичноста и менаџментот на претпријатието, трендот на идните приходи и парични текови, како и нивниот потенцијал за создавање приходи. Во овој аспект, транспарентноста е основна за да се обезбеди информација на учесниците на пазарот со цел да се примени пазарната дисциплина.

Претпријатијата кои се солидни и кои управуваат добро имаат корист доколку потранспарентното обелоденување податоци и информации им овозможи да обезбедат фондови по премии на ризик кои поточно го отсликуваат нивниот низок ризичен профил. Без транспарентното обелоденување, претпријатијата кои се добри ќе се казнат доколку учесниците на пазарот не можат да ја проценат нивната фундаментална финансиска сила и веродостојните практики на ризикот и на менаџментот. Обновената пазарна дисциплина има ефекти врз претпријатијата во трката да ги придобијат инвеститорите за да ја подобрат транспарентноста на корпоративното известување.<sup>66</sup>

**Унапредување на сметководството и обелоденувањето податоци и информации во претпријатијата.** Повеќето претпријатија и учесници на пазарот претпочитаат добри сметководствени стандарди и разумно обелоденување на податоците и информациите, меѓутоа некои претпријатија не биле комплетно транспарентни во примената на сметководствените стандарди и стандардите за обелоденување специфични трансакции. Во ваквите ситуации, финансиските извештаи не ја рефлектирале вистинската слика за начинот на кој дејствувале претпријатијата, ниту, пак, вистинскиот ризик што го прифатиле.

Ревизорите заборавиле некои основни критериуми со самиот факт што повеќе се фокусирале на формата отколку на суштината на извештаите кога ги анализирале активностите за трансфер на ризикот и пропуштиле да ја одржат својата независност кон клиентот. Меѓутоа, проблемите се многу подлабоки во споредба со прекршувањето на основните сметководствени правила.

Како резултат на воочените кршења на правилата за сметководство, ревизија, како и обелоденувањето податоци и информации, пазарот не е во можност соодветно да ги дисциплинира активностите на навремено преземање на ризикот на овие претпријатија, бидејќи инвеститорите ја немале информацијата од финансиските извештаи што треба да се обелоденат. Без разлика колкав е бројот на прекршителите, постои консензус дека сметководствените стандарди треба да се променат и да се приспособат на настанатите промени и на нивната примена. Најголемиот вакуум се случува со т.н.

---

<sup>66</sup> Bies, S. S. (2002), "Adequate Financial Disclosure", *Vital Speeches of the Day*, Vol. 69, No. 1, p. 4.

поврзани правни субјекти или сестрински претпријатија. Овие правни субјекти се резултат на галопирачкиот развој на пазарот на хартии од вредност и неразбирливоста на нивното евидентирање при финансиското известување.<sup>67</sup>

**Најнови промени на регулативата поврзана со објавување податоци.** Во моменталната светска ситуација, каде што зависноста и комплексноста се важни чинители, при соочувањето со проблемите за обезбедување одржливост на претпријатијата на глобално и локално ниво, треба да се преземаат заеднички одговорности. Во САД, познатиот закон на Sarbanes-Oxley е донесен во 2002 година.

Конгресот на САД го усвои законот Sarbanes-Oxley во јули 2002 година. Во него се содржат 3 (три) главни одредби: 1) главниот извршен директор на јавно поседувани претпријатија со посебни обврски на известување мора да гарантира за веродостојноста на финансиските извештаи на претпријатијата што се обелоденуваат; 2) корпоративните одбори мора да имаат комисии за ревизија составени од независните (надворешни) директори; и 3) на претпријатијата им е забрането да им даваат заеми на извршните директори. Првата одредба, т.н. клаузула на потпис – веќе има ефект на начинот на кој претпријатијата ги подготвуваат своите финансиски извештаи. Одредбата има намера да инкорпорира чувство на одговорност и на отчет кај врвниот менаџмент (а со тоа и помало алиби дека ревизорите ги потпишале финансиските извештаи). Претпријатијата притиснаа таа процедура правилно да се спроведува одгоре надолу по вертикалната линија, барајќи од менаџерите на областа и од директорите на секторите да ги потпишат своите извештаи.

Sarbanes-Oxley е контроверзен во меѓународни рамки, бидејќи има судир на интереси со поголем број постојни одредби за корпоративно управување во пазарите кои претендираат да го задржат приматот на добро корпоративно управувани претпријатија во споредба со САД. Странско претпријатие кое сака да котира или да продолжи со котација на своите акции на берзата на САД мора да биде во согласност со Законот. Некои претпријатија, како што е *Porsche*, се откажаа од своите планови за котација особено поради спротивставените ставови со Sarbanes-Oxley. Сепак, повеќето од најголемите меѓународни претпријатија кои котираат на берзите во САД како што се, на пример, *Unilever*, *Siemens* и *ST Microelectronics*, доколку најдат компромиси меѓу законите на САД и принципите и одредбите за корпоративното управување, имаат желба да бидат во согласност со Sarbanes-Oxley.

Извор: Приспособено според Werther Jr., B. W. and Chandler, D. B. (2011), *Strategic Corporate Social Responsibility: Stakeholders in a Global Environment*, 2<sup>nd</sup> Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks, p. 599.

<sup>67</sup> Bies, S. S. (2002), "Adequate Financial Disclosure", *Vital Speeches of the Day*, Vol. 69, No. 1, p. 8.

Законот на Sarbanes-Oxley содржи поголем број одредби за унапредување на сметководството и обелоденување на податоците и информациите. Главниот извршен директор и главниот финансиски директор сега мора да верификуваат дека нивните финансиски извештаи даваат фер слика за финансиската кондиција на претпријатието, а не само дека се во согласност со општоприфатените сметководствени принципи.

Sarbanes-Oxley налага комисијата за хартии од вредност да издаде нови правила за обелоденување на податоците и информациите од вонбилансните трансакции. Ова е вториот вакуум-простор кој успешно го користеа претпријатијата. Со тоа се зајакнува улогата на корпоративната комисија за ревизија и налага комисиите за ревизија да бидат составени исклучиво од независни директори. За да се зајакне независноста на надворешните ревизори, Sarbanes-Oxley забранува нивна вмешаност во давањето соодветни внатрешни ревизии за претпријатието или, пак, други консултантски услуги на своите клиенти. Една од одредбите се однесува на формирање нов правен субјект кој е независен од сметководителите, некој вид инспекторат кој ќе ги регулира ревизиите на јавните претпријатија. Сите овие промени се во насока на напредок во оваа сфера.

Меѓутоа, паралелно со подобрувањето на стандардите за сметководство и ревизија, потребно е да се ревидираат принципите и стандардите за да се утврди дали финансиските извештаи јасно и веродостојно ја отсликуваат економската суштина на деловните трансакции. Пред сè, треба да се инсистира на повисоки професионални стандарди. Сметководствените стандарди се претпочитаат врз основа на принципи отколку да се базираат на сметководствените стандарди врз основа на правила, бидејќи правилата вообичаено застаруваат пред налетот на иновацијата во пазарот. Стандардите треба да наметнат претпријатијата да имаат слух за долгорочните ризици, а истовремено да се наградат сопствениците на вложените средства за преземениот ризик што е отсликан во финансиските извештаи.

Покрај примената на добри сметководствени практики, менаџерите на претпријатието мора да се залагаат за јавно обелоденување податоци и информации и јасно да ја идентификуваат комплетната изложеност на претпријатието на ризик, без разлика дали тој ризик е вклучен во билансот на состојба или е вонбилансно евидентиран, како и истото влијание врз финансиските резултати, паричните текови и потенцијалот за идни приходи. Врз основа на издавањето хартии од вредност, деривати и други иновативни инструменти за трансфер на ризикот, традиционалното обелоденување податоци



и информации во билансот на состојба на претпријатието во соодветен временски период не е доволен за да го отслика комплетното влијание врз идните финансиски потенцијали на претпријатието.

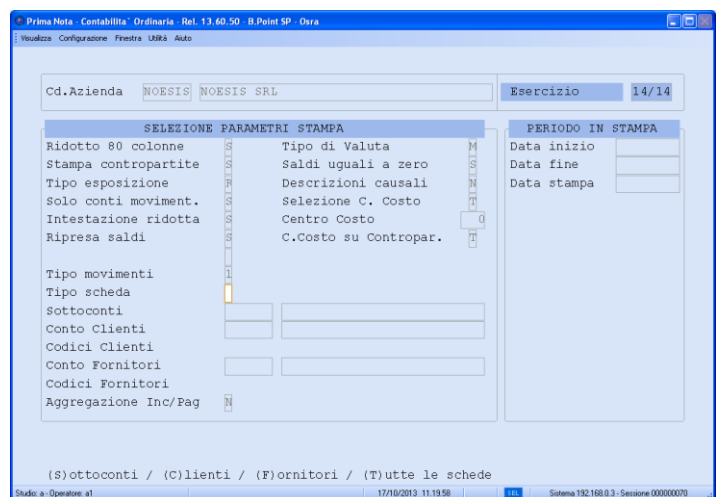
За управување на корпоративниот ризик, извршните директори подготвуваат различни видови извештаи со преглед на податоци и информации за нивото на вкупниот приход во соодветниот период за соодветниот деловен сегмент и наградувањето за нивото на целокупниот ризик. На ниво на претпријатието, од извештајот треба да се увиди дали соодветниот ризик на еден деловен сегмент од претпријатието може да се намали преку ризикот на другите деловни сегменти кои имаат помала изложеност на ризик. На пример, приходите на *Apple* од продажбата на компјутери учествуваат со 30% во вкупните приходи, а ризикот е голем во зависност од иновациите кои се нудат од страна на другите ривали. Токму поради ова се гледа алтернативно кој деловен сегмент, на пример, создавањето на *iPod*, би можел да го намали комплетниот ризик.

Комплексните претпријатија треба да продолжат со подобрување на управувањето со ризици, како и со известување за нив. Кога претпријатијата се задоволни со веродостојноста и конзистентноста на информациите во овие извештаи, тие треба да почнат да ги обелоденуваат на пазарот, дури и во кратка форма, при што се запазува и доверливоста на деловните податоци. Ова обелоденување на податоците и информациите не само што ќе овозможи поквантитативна и поквалитетна информација за тековниот ризик на претпријатието, туку и ќе помогне пазарот да го процени квалитетот на ризикот, евентуалното пропуштање на ризикот, како и намерата на претпријатието.

Системот за добро управување со ризикот во комплексно претпријатие треба континуирано да ги надгледува сите видови ризици – вклучувајќи го кредитниот, пазарниот, ризикот на ликвидност, оперативниот, како и ризикот на репутацијата. Ризикот на репутацијата, кој според последните настани покажа дека може да го создаде претпријатието или, пак, да го сруши, тешко се управува особено кога вонбилансните активности кои ги извршува поврзаниот правен субјект може да влијае врз нарушувањето на репутацијата на претпријатието. За сите овие ризици, обелоденувањето кое е усогласено со информациите на менаџерите кои управуваат со ризикот може да биде корисно за учесниците на пазарот. На претпријатијата треба да им биде јасно дека не само што треба да се исполнат пишаните стандарди, туку исто така, финансиските извештаи и други информации кои се обелоденуваат треба да ја отсликуваат вистинската слика, со што им се помага на инвеститорите и на другите учесници на пазарот да го разберат деловното функционирање на претпријатието.

По оваа основа, новиот правен субјект *Financial Accounting Standards Board* ја пропушти својата можност во својот предлог да ги вметне промените за сметководственото водење на овие поврзани правни субјекти. Предлогот се фокусира само на изборот на консолидирани или неконсолидирани финансиски податоци за поврзаните правни субјекти, меѓутоа не се фокусира на обелоденување на податоците и информациите. Доколку целта е да овозможи финансиското известување на претпријатијата да биде поинформативно, обелоденувањето на ефектот на поврзаните правни субјекти врз претпријатието е еднакво неопходно. На пример, доколку претпријатието ги претвори своите обврски во инструменти за задолжување и доколку ги префрли на поврзаните правни субјекти, овие обврски повеќе нема да бидат евидентирани на билансите на претпријатието со тековните сметководствени стандарди. Сепак, застарувањето на обврските е клучен показател за инвеститорите и банките кои го користат за да се процени квалитетот на продажбата и дејноста. Доколку обврските се отстранат од билансот на состојба, информацијата за застарувањето на обврските треба да остане како дел од податоците и информациите на претпријатието кои се обелоденуваат. Понатаму, во податоците и информациите кои се обелоденуваат треба да се вклучи личната процена на претпријатието за тоа на кој начин влијае дејствувањето со поврзаните правни субјекти врз промената на нивниот ризик.

Особено е важно тоа што обелоденувањето на податоците и информациите не треба да биде во стандардните рамки на сметководството ниту, пак, треба да биде сосема исто за сите претпријатија. Наместо ваквата практика, треба да се инсистира секој правен субјект да обелодени информација на своите заинтересирани субјекти која ќе биде доволна за да се процени ризикот на претпријатието. Претпријатијата, пред сè, треба да внимаваат на составот и на видот на податоците кои ги обелоденуваат, наместо да се фокусираат на начинот на нивното обелоденување. Впрочем, обелоденување податоци и информации без контекст нема никаква цел. Овој напредок во транспарентноста е одговор на многубројните корпоративни скандали кои овозможува да се зајакне корпоративното управување во следниот период.



Корпоративното управување вклучува различни активности кои ги намалуваат трошоците на застапништво. Истражувањето покажува дека степенот на менаџерскиот удел и другите механизми на управување влијаат врз нивото и врз видот на обелоденувањето на корпоративните податоци и информации. Овие фактори, доколку се комбинираат, укажуваат на комплексна и интерактивна структура на корпоративно управување. Дополнително, претпријатијата со поголем процент надворешни директори почесто ги обелоденуваат податоците за одборот на директорите и информациите за менаџерските процеси, но не и другите видови дискрециски информации. Претпријатијата во индустриите во кои има чести спојувања и консолидирања и во кои менаџерите имаат 5% или повеќе удел во капиталот почесто ја обелоденуваат сопственичката структура и податоците за односите со инвеститори.<sup>68</sup>

Истражувањето во 2007 година користи коефициенти за обелоденување за да ги оцени практиките за корпоративно управување на претпријатијата што котираат на берзата во Гана. Ова истражување е иницирано поради недостиг од литература од доменот на практиките за корпоративно управување, иако постои заинтересираност како за развиените земји, така и за земјите во развој. Податоците се собрани од 22 котираани претпријатија на берзата за хартии од вредност во Гана (кои претставуваат 95% од пазарниот капитал на берзата на Гана). Според истражувањето се анализира нивото до кое факторите од типот на сопственичката структура, дисперзираноста на акционерството, големината на претпријатието и финансиската избалансираност влијаат врз практиките за обелоденување на податоците и информациите. Резултатите се конзистентни со резултатите од истражувањата од другите земји во развој кои покажуваат дека нивото на обелоденување податоци и информации во Гана е ниско. Понатаму, сопственичката структура, дисперзираноста на акционерството, големината на претпријатието (мерено преку вкупните средства и пазарната капитализација) имаат значително влијание врз обелоденувањето на податоците и информациите. Меѓутоа, корелацијата помеѓу обелоденувањето и финансиската избалансираност е незначителна.<sup>69</sup>

Следното истражување спроведено во Кина има цел да се анализира влијанието врз корпоративното управување врз доброволното обелоденување податоци и

---

<sup>68</sup> Baek, H. Y., Johnson, D. R. and Joungh W. K. (2009), "Managerial Ownership, Corporate Governance, and Voluntary Disclosure", *Journal of Business & Economic Studies*, Vol. 15, No. 2, pp. 44-61.

<sup>69</sup> Tsamenyi, M., Enninful-Adu E., and Onumah, J. (2007), "Disclosure and corporate governance in developing countries: evidence from Ghana", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22, No. 3, pp. 319-334.

информации на котираните претпријатија во Кина. Како основа на истражувањето е искористена теоретска рамка на соодносот помеѓу обелоденувањето и формите на управување. Понатаму е изработен список на проверка на корпоративното обелоденување преку користење релевантни коефициенти за корпоративно управување и анализите се спроведени врз основа на финансиските извештаи на 120 котирани кинески претпријатија во 2003 година. Притоа, направена е анализа на шест области од доброволното обелоденување на избраните претпријатија во примерокот. Тие области се: структурата на одборот и функционирањето, прашањата поврзани со вработените, платата на директорот, комисијата за ревизија, трансакциите на поврзаните правни субјекти и интересот на заинтересираните субјекти. Резултатите наведуваат дека со промената на културните и општествените норми во Кина се променува свеста доброволно да се обелоденат информациите, покрај моралните обелоденувања кај кинеските претпријатија кои котираат. Информацијата која се однесува на интересот на заинтересираните субјекти и вработените почесто е обелоденета од страна на котираните претпријатија отколку од претпријатијата во кои овие податоци се сметаат за строга тајна. Соодветно, ова истражување е камен-темелник на следните истражувања кои треба да изнесат поконкретни докази за промената на свеста за промена на корпоративното обелоденување податоци и информации во Кина. Ограниченоста на ова истражување е тоа што резултатите се едногодишни, а со тоа постои и ограниченост во интерпретацијата на резултатите.<sup>70</sup>

## **1.8 ТРАНСПАРЕНТНОСТА И СМЕТКОВОДСТВОТО И ВРЕДНОСТА НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ**

Транспарентноста е клучен концепт на нашето време. Потребата за транспарентност рутинирано се јавува во различни области, како што се заштита на човековите права, монетарните политики, безбедноста, како и заштитата на животната средина. Транспарентноста е морален и политички императив кој се однесува на целите, како што се одговорност, комплетност, легитимност и демократичност при управувањето. Сепак, и покрај фактот што некои од овие начела се под лупата на јавноста, необјасливо е од кои причини концептот на транспарентност е малку анализиран.

---

<sup>70</sup> Wen, Q. and Leung P. (2006), "Cultural impact on Chinese corporate disclosure? A corporate governance perspective", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 21, No. 3, pp. 241-264.



Транспарентноста претставува непосреден пристап на инвеститорите до податоците за работење на претпријатијата, а тие мора да бидат навремени, точни и целосни. Транспарентноста, меѓу другото, е предуслов за добро корпоративно управување и е многу важна за едно претпријатие. Преку транспарентното работење има можност за проценка на ризик и корист од инвестирањето за создавање атрактивна инвестициска клима, односно привлекување домашни и странски инвеститори, а тоа е одличен начин за промоција на претпријатието. Транспарентноста претставува основен двигател на пазарот на капитал. Многупати во нашата култура, транспарентноста се доживува како исклучително сензитивна работа, а постои и отпор поради тоа што преку приливот на странски капитал и откуп од малцинските акционери може значително да се измени капиталната структура на претпријатието.

Информирањето на акционерите е еден од најважните аспекти на корпоративното управување, бидејќи го отсликува степенот на транспарентност и обелоденувањето на информациите на претпријатието кон своите акционери.<sup>71</sup>

Транспарентноста и обелоденувањето станаа „алфа и омега“ на ефективното корпоративно управување, а меѓу другото, и витална нишка на ефективната политика за општествена одговорност.<sup>72</sup>

Стариот концепт на транспарентност се карактеризира со пасивна позиција на претпријатието, односно обелоденувањето се случува кога се појавува интерес од страна на заинтересираните страни. Новата транспарентност бара еден проактивен однос на претпријатието, односно претпријатието треба да им обрне повеќе внимание на стеикхолдерите за она што се случува во него, наместо интересот да се иницира од заинтересираните страни. Со развојот на медиумите како седма сила, тие станаа активни учесници

*Со цел да се подобрат стандардите за корпоративно управување и нивото на доверба во финансиското известување и ревизија, треба јасно да се определат одговорностите на лицата кои се инволвирани и да им се појасни што се очекува од нив. Adrian Cadbury*



<sup>71</sup> Jolly, A. (2002), *The European Business handbook*, Kogan Page Ltd., London, pp. 43-44.

<sup>72</sup> Werther Jr., B. W. and Chandler, D. B. (2011), *Strategic Corporate Social Responsibility: Stakeholders in a Global Environment*, 2<sup>nd</sup> Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks, p. 139.

во обелоденувањето податоци и информации за претпријатијата. Меѓу другото, во последната декада сè повеќе се потенцира моментот на стандардизација на финансиското известување во меѓународни рамки како резултат на глобализацијата на претпријатијата.

Постои иницијатива да се прошири извештајот за внатрешна ревизија за да се зголеми транспарентноста на надворешните заинтересирани субјекти за дејствувањето на претпријатието. Поради тоа што функцијата на внатрешната ревизија е важен и единствен механизам за управување, надворешните заинтересирани субјекти имаат недостиг од информации кои им се достапни на внатрешните субјекти преку другите механизми за управување (менаџментот, комисиите за ревизија и надворешниот ревизор). Оваа нерамномерна распределба на информациите не е конзистентна со тековните цели за управување, транспарентност и одговорност во ерата на Sarbanes и Oxley.<sup>73</sup>

Литературата за сметководство и корпоративно управување ја потенцира вредноста на обелоденување на внатрешниот извештај за ревизија. Како што истакнува Mercer во 2004 година, внатрешните ревизори честопати служат како филтри на грешките при обелоденувањето податоци и информации, понатаму ги исфрлуваат ненамерните грешки како резултат на слабостите на системот на внатрешна контрола, а исто така ги идентификуваат намерните грешки како резултат на измами. Оттука, доколку инвеститорите можат да го оценат квалитетот на одделот на внатрешна ревизија, тогаш претпријатијата со силни оддели за внатрешна ревизија можат да се здобијат со поголем кредибилитет при обелоденувањето на податоците и информациите.

Bushman et al (2004) ја дефинира транспарентноста при управувањето како расположливост и степен на објавување на извештаите кои се потребни за управување. Аргументот кој му оди во прилог на обелоденувањето на извештајот на внатрешната ревизија на надворешните заинтересирани субјекти произлегува од потребата да се подобри транспарентноста на управувањето и



<sup>73</sup> Archambeault, D. D., Todd De Z. F., and Holt, P. T. (2008), "The Need for an Internal Auditor Report to External Stakeholders to Improve Governance Transparency", *American Accounting Association: American Horizons*, Vol. 22, No. 4, pp. 375-388.

потребата да се намалат трошоците за нерамномерно распределените информации. Дефиницијата на Bushman го разделува поимот на транспарентноста при управувањето од поимот на финансиската транспарентност (т.е. расположливоста и содржината на обелоденување на финансиските податоци и информации, кои се компоненти на корпоративната транспарентност). Во овој контекст, транспарентноста при управувањето е важна состојка за заинтересираните субјекти кои се потпираат на деталните податоци за претпријатието во насока на зголемување на нивната доверба и нивно полесно одлучување за инвестициите во соодветното претпријатие.

Како резултат на бранот на глобални коруптивни скандали, обврската за корпоративно управување и одговорноста добија свое значење. Потребата за добивање финансиска и сметководствена информација во секое време, концептите кои се појавија, а пред сè, потребата од последователно ревидирање, станаа центар на интерес. Последователното ревидирање се постигнува преку автоматизирање на процесот на ревизија. Информатичката технологија за ревизија е збир од процеси кои се повторуваат и се соочуваат со различни видови предизвици, а оттука, следењето на постапките претставува добар предлог за супстанцијата на автоматизација на ревизијата што ќе овозможи последователна ревизија.<sup>74</sup>



<sup>74</sup> Kearney, B. and Tryfonas, T. (2008), "Security Patterns for Automated Continuous Auditing", *Information Security Journal: A Global Perspective*, Vol. 17, No. 1, pp. 13-25.

## ГЛАВА II. КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ И ВРЕДНОСТА НА ПРЕТПРИЈАТИЕТО

### 2.1 КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ И ТРОШОКОТ НА КАПИТАЛОТ

Во услови на пазарна ориентација на претпријатието, трошокот на капитал е важен дел за корпоративното управување на претпријатието. Трошокот на капитал има влијание врз економските перформанси на претпријатието. Проблемот на трошокот на капитал емпириски е истражуван од неколку аспекти како, на пример: од аспект на влијанието на нивото на финансии и правата на акционерите, од аспект на раздвојување на сопственоста од правото за контрола, од аспект на ефектот на нивото на корпоративното управување на претпријатието, од аспект на перцепциите на инвеститорите за кредибилитетот на финансиското известување, од аспект на содржината и квалитетот на информацијата и др.

Според истражувањето, се анализира аспектот на влијанието на *нивото на финансии* во претпријатието и правата на акционерите врз трошокот на капитал. Анализата користи примерок од 348 претпријатија. Истражувањето покажува дека посилените права на акционерите и зголеменото ниво на обелоденување на финансиските податоци и информации го намалува трошокот на капитал што е конзистентно со резултатите на останатото истражување.<sup>1</sup>

Според *регионалната перспектива*, се истражува дали раздвојувањето на сопственоста од правото за контрола доведува до поголеми трошоци за главните акционери и претпријатија од аспект на трошокот на капитал. Со користење на процените за трошокот на капитал од страна на аналитичарите кои ги предвидуваат приходите и стапката за раст на примерок за 1.207 претпријатија од девет азиски и 13 западноевропски земји, се доаѓа до силни докази дека е поголем трошокот на капитал со зголемување на прекумерната контрола, додека под контрола се сите други карактеристики на ниво на претпријатието. Овој резултат останува и кога ќе се земат предвид другите правни и институционални варијабли.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Cheng, A., Collins, D. and Huang, H. (2007), "Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital", *CFA Digest*, Vol. 37, No. 1, pp. 3-5.

<sup>2</sup> Guedhami, O., and Mishra, D. (2009), "Excess Control, Corporate Governance and Implied Cost of Equity: International Evidence", *Financial Review*, Vol. 44, No. 4, pp. 489-524.

Истражувањата за големината на трошокот на капитал во новите пазари од аспект на *ефектот на нивото на корпоративното управување* на претпријатието и како влијае врз овој ефект правната заштита на инвеститорите во земјата се спроведени во Кина. Имено, во новите пазари, нивото на корпоративното управување во претпријатието и заштитата на акционерите во земјата можат да се заменат еден со друг при што се намалува трошокот на капитал. Овие резултати се конзистентни со истражувањата на McKinsey, во кои се образложува дека институционалните инвеститори се подготвени да платат поголеми премии за акциите од претпријатијата со добро корпоративно управување, пред сè, кога се работи за претпријатија од земји каде што е слаба правната заштита на инвеститорите.<sup>3</sup>

Истражувањето од аспект на *перцепциите на инвеститорите* за кредибилитетот на финансиското известување уидува дали финансиското известување на петте големи ревизори е поврзано со економската зависност на ревизорите од клиентот преку мерење на неревизорските, како и вкупните (ревизорски и неревизорски) надоместоци исплатени на ревизорот. Преку користење на специфичниот трошок на капитал „*ex ante*“ за клиентот, како фактор на замена за перцепцијата на инвеститорот за кредибилитетот на финансиското известување, се проценуваат ревизорските надоместоци со стапката на приходи на претпријатието за ревизија преку кое е извршена ревизијата. Резултатите покажуваат дека неревизорските надоместоци и вкупните надоместоци имаат негативна конотација кај инвеститорите – практично, колку се повисоки трошоците што му се исплатени на ревизорот, толку е поголема опасноста по независноста на ревизорот, а помал е кредибилитетот на 5 големи ревизори за финансиското известување. Понатаму, резултатите во голема мера не се поврзани со корпоративното управување: инвеститорите не ги гледаат ревизорите како компензирачки фактор за слабото управување. Имено, една анегдота покажува дека со опаѓањето на приходите од неревизорските услуги – како резултат на поновите регулаторни ограничувања – загубите се елиминирани со значителните зголемувања на ревизорските надоместоци. Доколку другите фактори се еднакви, зголемувањето на ревизорските надоместоци доведува до зголемување на профитните стапки за ревизорските услуги. Имено, сè додека инвеститорите имаат негативна конотација за надоместоците за ревизија, скорашните иницијативи на регулаторите да ги ограничат неревизорските

---

<sup>3</sup> Chen, K., Chen, Z. and Wei, J. (2009), “Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3, pp. 273-289.

надоместоци можеби на неадекватен начин ја решиле перципираната, ако не и реална закана по независноста на ревизорите преку надоместоците.<sup>4</sup>

Од историска перспектива, истражувањата спроведени во 2005 година дава преглед на литературата за врската помеѓу квалитетот на информацијата и трошокот на капитал. Истражувањето ги образложува теоретските основи за ефектот на улогата на информацијата во трошокот на капитал и го опишува начинот за процена на трошокот на капитал. Научното истражување го опишува емпирискиот доказ за врската помеѓу квалитетот на информацијата и трошокот на капитал. Литературата за емпириски докази го анализира ризикот на информацијата кој произлегува од обелоденување на податоците и информациите, квалитетот на приходите и корпоративното управување. Овие емпириски истражувања се спроведени на примерок од 269 претпријатија кои го употребуваат факторот за додадена економска вредност (EVA) во своите податоци и информации кои ги обелоденуваат. Главните резултати од овие емпириски истражувања се следниве<sup>5</sup>:

- ▶ користењето на факторот за додадена економска вредност во вкрстена анализа на индустриите;
- ▶ најмногу користениот извор за обелоденување е факторот за замена;
- ▶ повеќето претпријатија го користат факторот за додадена економска вредност поединечно отколку истиот фактор во комбинација со традиционалните фактори;
- ▶ поголемиот дел од претпријатијата од примерокот го користат факторот за додадена економска вредност само на корпоративно ниво;
- ▶ три четвртини од претпријатијата во примерокот го користат факторот за додадена економска вредност како алатка за мотивација при исплата на надоместоците;
- ▶ повеќето претпријатија го користат факторот за додадена економска вредност и другите фактори само на извршно ниво за оценување на резултатите и исплата на надоместоците; и
- ▶ два најчести модули за наградување преку користење на факторот за додадена економска вредност е преку определувањето бонус-планови и опции во акции.

<sup>4</sup> Khurana, I. K., and Raman, K. K. (2006), "Do Investors Care about the Auditor's Economic Dependence on the Client?" *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23, No. 4, pp. 977-1016.

<sup>5</sup> Ghani, W. I., Tezel, A., Ragan, J. M. and Stagliano, A. J. (2005), "Disclosure Of EVA Use In Corporate Financial Reports: A Descriptive Analysis", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 21, No. 1, pp. 81-92.

Резултатите од ова истражување покажуваат дека претпријатијата во голема мера го усвојуваат факторот за додадена економска вредност како една компонента во системот на верига за процена на вредноста. Во соодветниот контекст, при донесувањето одлуки, инвеститорите го проценуваат трошокот на капитал за да дојдат до предвидената вредност на претпријатието. Претпријатијата можат да помогнат на инвеститорите да ги намалат грешките при процени, преку известување на своите процени на трошокот на капитал, со што, за возврат, се намалува грешката за вреднување.

Ова научно истражување ја анализира улогата на либерализација на пазарот како фактор на економскиот раст. Истражувањето покажува дека пазарната либерализација на капиталот доведе до 1% пораст на просечната реална годишна стапка на раст. Финансиската либерализација на капиталните пазари низ целиот свет им дава можност на странските инвеститори да инвестираат во домашните хартии од вредност, а на домашните инвеститори им дава права да ги извршат трансакциите на странските хартии од вредност. Истражувањето предлага да се подобри распределбата на ризикот по либерализацијата која би требало да го намали трошокот на капитал и да ја зголеми инвестицијата. Истражувањата, исто така, потврдуваат дека либерализацијата на пазарот ги намалува финансиските ограничувања со тоа што има повеќе проток на странски капитал. Имено, тие укажуваат на тоа дека подобреното корпоративно управување и заштитата на инвеститорите овозможуваат поголем финансиски развој, а оттука и раст. Авторите образложуваат дека ефектот на пазарната либерализација влијае врз макроекономските и други регулативни реформи и образложуваат зошто стапките за раст се различни низ земјите како резултат на финансиската либерализација.<sup>6</sup>



<sup>6</sup> Bekaert, G., Campbell R. H. and Lundblad C. (2003), "Does Financial Liberalization Spur Growth?" *Working Papers - Duke Fuqua School of Business*, pp. 1-50.



## 2.2 КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ И РЕЗУЛТАТИТЕ НА ПРЕТПРИЈАТИЕТО

Новите пристапи на корпоративно управување се посебно актуелни во последната деценија кога се случува значајни промени во управувањето со претпријатијата. Во практиката се среќаваат класични и современи начини на наградување. Современите начини на наградување на членовите на одборот на директори поаѓаат од финансиските резултати на претпријатието.<sup>7</sup> Финансиските резултати, исто така, влијаат врз наградувањето на главниот извршен директор кој е одговорен за успешно работење на претпријатието. Оценувањето на влијанието на корпоративното управување врз резултатите на претпријатијата е сложена и комплексна активност. Тоа опфаќа неколку витални аспекти како, на пример: нивото на транспарентност при обелоденување на практиките за корпоративно управување, проценување на ефективноста на корпоративното управување, одредување на индексите за корпоративното управување и резултатите, како и статистичката поврзаност помеѓу корпоративното управување и резултатите, заканите за преземање и вредноста на претпријатието врз основа на резултатите и слично.

Квалитетот на нивото на транспарентност на претпријатијата и обелоденувањето на практиките за корпоративно управување влијае врз резултатите на претпријатијата. Истражувањето образложува дека во согласност со инцијативите на тајванските законодавни тела, практиките на солидното корпоративно обелоденување податоци и информации имаат значителна функција при создавањето на резултатите на претпријатието. Истовремено, резултатите покажуваат дека пристапот на т.н. „нервно поврзување“, односно „тивка пропаганда“ може успешно да се реализира во прогнозирањето на пазарните финансиски резултати на претпријатието.<sup>8</sup>

Доброто корпоративно управување му обезбедува директна економска корист на претпријатието. Истражувањето на *Georgia State University* во 2004 година, покажува дека јавните претпријатија со независни членови во одборот на директорите имаат поголеми приноси во капиталот, поголеми профитни стапки, поголеми дивиденди и поголем откуп на акциите.

---

<sup>7</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 52.

<sup>8</sup> Chi, L. C. (2009), “Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market”, *Expert Systems with Applications*, Vol. 36, No. 8, pp. 11198-11203.

Анализата на индексите за корпоративно управување честопати покажува дека подобро управуваните претпријатија имаат поголеми оперативни резултати. Според истражувањето, се користат податоци за детално корпоративно управување од т.н. Институција за акционерски услуги кои вклучуваат 51 фактори што се поделени на осум категории и го формираат заедничкиот индекс на специфичното управување на претпријатието „Gov-Score“ што означува „резултат за управување“. Овој индекс се однесува на оперативните резултати, вреднувањето и паричните исплати за 2.327 претпријатија. Истражувањето потврдува дека слабо управуваните претпријатија (односно тие со ниски резултати за управување) имаат пониски оперативни резултати, пониски вреднувања и помал износ парични исплати на своите акционери, додека подобро управуваните претпријатија имаат повисоки оперативни резултати, поголеми вреднувања и им исплатуваат повеќе пари на своите акционери.<sup>9</sup>

Имено, иницијалното истражување на Gompers, Ishii и Metrick во 2003 година го формираат резултатот на управување кој покажува дека подобро управуваните претпријатија имаат посупериорни финансиски резултати.

За да се добие целосна претстава за влијанието на корпоративното управување врз резултатите, најпрво треба да се пронајде врската помеѓу управувањето и резултатите. Според истражувањето во 2009 година, пронаоѓањето врска помеѓу управувањето и резултатите е тешка задача од техничка гледна точка. Двете варијабли, управувањето и резултатите, во голема мера се ендогени варијабли, што подразбира дека нивната врска е двонасочна, наместо еднонасочна. Дополнително, доколку се користат тековните индекси, може да дојде до зголемување на проблемот, бидејќи нивната конструкција се заснова на две практично погрешни претпоставки: (1) дека компонентите на корпоративното управување не се различни во разните претпријатија; и (2) истите компоненти секогаш може да се заменат или да се комплементираат. Заклучокот води во насока дека нема постојана врска помеѓу индексите за корпоративно управување и мерките за корпоративно управување со резултатите на претпријатието. Накратко кажано, не постои „најдобра“ мерка за корпоративното управување: најефективната институција за корпоративно управување зависи од специфичните услови во кои дејствува претпријатието. Токму поради ова, за индексот или за која било варијабла е тешко да се земат предвид критичните примеси што се неопходни за да се донесат инвестициски одлуки засновани на добра информираност за

---

<sup>9</sup> Brown, G. D. and Marcus, C. L. (2004), “Corporate Governance and Firm Performance”, *Georgia State University*, pp. 1-52.

законодавството, како и одлуките за гласање преку застапување. Како резултат на тоа, тие образложуваат дека корпоративните индекси во голема мера не се перфектни и дека инвеститорите и изготвачите на политиките мора да бидат претпазливи при извлекувањето заклучоци за квалитетот на претпријатието или за идните перформанси на акциите на пазарот врз основа на нивното рангирање или преку соодветни мерки. Оттука, се истражуваат врските помеѓу рангирањата и последователните непосакувани резултати (сметководствените предуслови и аукцијата на акционерите), како и идните оперативни резултати, приносот на акциите и трошокот на заемот. Резултатите покажуваат дека комерцијалните рангирања не го предвидуваат управувањето – односно соодветните резултати со прецизност или со доволно силни аргументи за да се поддржи тезата што ја застапуваат повеќе рангирањата за управувањето. Имено, има мала, односно никаква поврзаност помеѓу рангирањата на управувањето со препораките за гласање или реализираните гласања на акционерите врз основа на предлозите што ги изготвува *Risk Metrix*.<sup>10</sup>

Од практично значење за оваа студија е да се напоми дека не е извршена компаративна анализа на трите главни комерцијални рангирања. Од овие причини, се наметнува потребата за идно истражување за осмислување издржана и валидна компаративна анализа за „корпоративното управување“.

Во последните години се истражуваат врските помеѓу корпоративното управување и резултатите на претпријатието. Позначајни емпириски истражувања кои ги истражуваат врските помеѓу корпоративно управување и резултатите на претпријатието се:

- ▶ Aggarwal и Williamson во 2006 година ги користат податоците на ISS за да ја истражат врската помеѓу вредноста на претпријатието и 64 влезни големини за управување за рангирањето;
- ▶ Koehn и Ueng во 2005 година анализираат примерок од 106 големи американски претпријатија и не наоѓаат значајна статистичка поврзаност помеѓу корпоративното управување и резултатите на претпријатието според меѓународната ревизија;
- ▶ Daines и Klausner во 2001 година ги анализираат одбраните за преземање;
- ▶ Larcker, Richardson и Tuna во 2007 година ги анализираат варијаблите за преземање;

---

<sup>10</sup> Daines, R., Ian G. and Larcker, D. (2009), “Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings?” *Law & Economics Research Paper Series No. 360*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Palo Alto.

Заканите за преземање на претпријатието претставуваат притисок да се подобри ефективностa на корпоративното управување. Тенденцијата не е веќе насочена кон оценување на ефективностa само на главниот извршен директор, туку и оценување на индивидуалниот придонес во работата на одборот, како и оценување на ефективностa и перформансите на одборот во целина.<sup>11</sup>

Истражувањата во 2006 година ги анализираат ефектите од заканите за преземање врз акционерите и вредноста на претпријатието. Имено, се продолжува истражувањето на Aghion и Tirole од 1997 година преку проучувањето на улогата на заканите за преземање како корпоративен контролен механизам во формалните и реалните авторитети во претпријатијата моделирани од страна на Aghion и Tirole. Акционерите не ги надгледуваат активностите на менаџерите поради тоа што има широка дисперзираност на сопственоста. Корпоративниот крадец може да ги надгледува дејствувањата на менаџерот и да го преземе претпријатието кога ќе создава профит. Во новиот модел, заканата од преземање го намалува ангажманот на менаџерот и може да ја зголеми вредноста на акциите. Имено, исто така, се истражува и нивото на одбраните од преземање како омилени дејства на индивидуалните акционери и институционалните инвеститори.<sup>12</sup>

Покрај распространетото убедување за важноста од механизмите за управување во решавањето на проблемите за застапување, литературата од емпириска природа за ефектот на поединечните механизми за корпоративно управување врз корпоративните резултати не успеала систематски да ги идентификува позитивните ефекти, а во најмала мера не успеала да ги комплетира.<sup>13</sup>

### 2.3 АГЕНЦИИ ЗА ОЦЕНУВАЊЕ НА РИЗИКОТ

Во последните декади од XX век се случија драматични промени во финансиското инженерство, финансиските иновации и практиките за управување со ризикот. Во овој период, претпријатијата се здобија со нови ефективни алатки за управување на

---

<sup>11</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 209.

<sup>12</sup> Naan, M. A., and Riyanto, Y. (2006), “The effects of takeover threats on shareholders and firm value”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 59, No. 1, pp. 45-68.

<sup>13</sup> Bhagat, S., Bolton, B. and Romano, R. (2008), “The promise and peril of corporate governance indices”, *Columbia Law Review*, Vol. 108, No. 8, pp. 1803-1881.

финансискиот ризик, а една од тие алатки беше конверзијата на ризикот во хартии од вредност. Повеќе средства од билансот на состојба на претпријатието, како што се побарувањата, сега можат да се конвертираат во хартии од вредност – односно да се групираат во групи и да им се продадат на надворешните инвеститори. Преку конверзијата на побарувањата во хартии од вредност, претпријатието управува со ризикот од концентрирана внатрешна изложеност на ризик во диверзификација на ризичната изложеност надвор од претпријатието. Преку групирањето на диверзифицирани групи средства и користењето хартии од вредност на пазарот, претпријатието се здобива со ликвидност и ги намалува трошоците за финансирање. Меѓутоа, трансферот на средствата надвор од билансот на состојба во правни субјекти со специјална намена исто така има свои ризици. Позначајни агенции за оценување на ризикот се: *Standard & Poor's*, *Fortune*, *Fitch Ratings* и др. Критериумите за рангирање на корпоративното управување се многубројни и различни во секој систем за оценување на ризикот. Бројот на претпријатија кои ги опфаќаат исто така се различни.

Конверзијата на ризикот е во рапиден пораст во последната декада. Хартиите од вредност, кои се во подем се комерцијалните записи, осигурени преку залог на средства, се зголемија од 16 милијарди американски долари во 1989 година на повеќе од 700 милијарди американски долари кон крајот од вториот квартал на 2002 година. Доларската сума на останатите хартии од вредност осигурени преку комерцијални и мултифамилијарни хипотеки се зголеми од 36 милијарди американски долари кон крајот на 1989 година на 400 милијарди американски долари кон крајот на јуни 2002 година. Имено, комерцијалните банки и финансиските претпријатија ги отпишаа своите деловни заеми од своите биланси преку креирање обврски за заеми осигурени со хипотеки. Деловните заеми осигурени со хартиите од вредност изнесуваат 125 милијарди американски долари во вториот квартал од 2002 година, од 2 милијарди американски долари во 1989 година.

Деривативите се друга значајна алатка која ја користат претпријатијата за да управуваат со ризикот. Во текот на своето дејствување, претпријатијата се изложени на кредитен ризик и ризик од промена на цените на курсот на националната валута, на суровините, на енергијата, како и каматните стапки на пазарот. На пример, кога авиокомпанија ги продава авионските карти неколку месеци пред летот, авиокомпанијата е изложена на ризик од промена на цената на бензинот за авионот. Повисоките цени на бензинот за авионот директно се одразуваат на помали профити и можеби поголем ризик на банкротство. Претпријатијата сега може да ги користат

деривативите – опциите, идните акции, фјучерсите, договорите за реализирање во иднина итн. како алатки – за да ја намалат својата изложеност на ваквите ризици. Ризикот може да се трансферира на друг правен субјект кој е заинтересиран да управува со ризикот. Во овој случај, авиокомпанијата може да купи договор кој ќе се реализира во иднина или опција на повик за бензинот на авионот со цел да се одбрани од ризикот и соодветно да ја зголеми финансиската стабилност.

Користењето на деривативите, како хартии од вредност, последните години е во значителен пораст. Статистиката на Банката за меѓународни договори укажува дека хипотетичкиот износ на деривативите од секундарниот пазар изнесува 111 милијарди американски долари во декември 2001 година, зголемен од 80 милијарди американски долари во 1998 година. Хипотетичките вредности на деривативите кои се тргуваат се зголемија од 14 милијарди американски долари на 24 милијарди американски долари.

Според истражувањето во 2009 година, се утврдува дали достапните комерцијални рангирања се корисни за акционерите.<sup>14</sup> Потребно е да се укаже на тоа дека овие анализи се на ниво на претпријатие. Покрај оценување на ризикот на претпријатие или т.н. ниво „de facto“, постојат повеќе нивоа, како што се и нивото на индустрија и нивото на земја, т.н. ниво „de jure“.<sup>15</sup> Czinkota ги образложи рангирањата на земјите од аспект на индексите за управување. Рангирањата на ниво на индустрија се омилените индекси за управување преку системот на пондери, т.н. *CLSA Weighted Governance Index* и индексот на глобалното богатство, односно *Fortune Global*, како и просечните рангирања на агенцијата *Prox Invest rating* и *Deminor Ratings*. Според методологијата *Deminor Ratings* се врши анализа на следните четири критериуми:

1. Правата и должностите на акционерите,
2. Посветеноста на акционерската вредност,
3. Обелоденување на корпоративното управување и
4. Функционирање и структурата на одборот на директори.



<sup>14</sup> Daines, R., Ian G. and Larcker, D. (2009), “Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings?” *Law & Economics Research Paper Series*, No. 360, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Palo Alto.

<sup>15</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, pp. 1113-1155.

## 2.4 МАНДАТ, ОСТАВКА НА ГЛАВНИОТ ИЗВРШЕН ДИРЕКТОР И ВРЕДНОСТА НА ПРЕТПРИЈАТИЕТО

Се поставува многу важно прашање: како изгледа „душата“ на новиот лидер со „мозок“ на менаџер? Мандатот на главниот извршен директор е стара проблематика колку и историјата, меѓутоа стана предмет на сериозни истражувања дури кон крајот на XIX век.<sup>16</sup> Потребно е раководство за воспоставување организација во градењето пирамиди во 2000 години пред нашата ера, за освојувачките походи на генералите како Александар Велики околу 300 години пред нашата ера, како и развојот на големите цивилизации и империи во целиот свет низ историјата.

Еден од трите извори на моќ на главниот извршен директор што му помагаат во извршување на своите функции, покрај двојната улога на главниот извршен директор и контролата на состаноците на одборот, е мандатот на главниот извршен директор.

**Мандат на главниот извршен директор.** Мандатот на главниот извршен директор се оценувал според одговорот на испитаниците на прашањето: „Колку долго е генералниот извршен директор на оваа позиција во вашето претпријатие?“

**Двојна улога на главниот извршен директор.** Двојната улога на главниот извршен директор се оценувала според одговорот на испитаниците на прашањето: „Дали тековниот главен извршен директор истовремено е и претседател на одборот?“

**Контрола на состаноците на одборот.** Степенот до кој главниот извршен директор имал влијание врз водењето на состаноците на одборот се оценувал од четири аспекти кои ја опишуваат контролата на главниот извршен директор. Истражувањата покажуваат дека главниот извршен директор кој има подолг мандат има подобар договор за награда во однос на главните извршни директори кои се наоѓаат на таа функција пократко време.<sup>17</sup>

Познавај се себеси, познавај ги своите непријатели; соочи се со стотици битки, извојувај стотици победи.

Сун Тзу (околу 500 п.н.е.)

<sup>16</sup> Hannagan, T. (2008), *Management: Concepts & Practices*. 5<sup>th</sup> Edition. Pearson Education Limited, Essex, p.700.

<sup>17</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 145-146.



Во Република Македонија нема ограничувања за мандатот на извршниот директор. Референтниот закон е законот за трговски друштва. Извршниот директор, односно членовите на органот на управување се избираат за период кој се определува со статутот, но кој не може да биде подолг од шест години. Ако во статутот не е определено траењето на мандатот, нивниот мандат изнесува четири години. Извршен директор, односно членовите на органот на управување можат да бидат повторно избрани без разлика на тоа колку мандати биле избрани претходно, освен ако не е поинаку определено во статутот.<sup>18</sup> Сепак, лице што било управител, односно главен извршен директор или основач во претпријатие што отишло во стечај има забрана да биде управител или основач во претпријатие во Република Македонија наредните три години.

Извршниот директор влијае врз одборот на директори кога мандатот на извршниот директор е подолг. Постои голема веројатност главниот извршен директор да биде инволвиран во номинација на членовите за одбор на директори. Со текот на времето, извршниот директор ја зголемува својата лојалност кај членовите на одборот, а за возврат тие објективно го оценуваат главниот извршен директор за да ги задржат своите позиции.

Мандатот на главниот извршен директор во испитани 188 претпријатија во просек изнесува шест и пол години во САД.<sup>19</sup> Просечниот мандат на главниот извршен директор се зголеми на 7,8 години на глобално ниво во 2006 година, а просечниот мандат на главниот извршен директор во Северна Америка изнесува 9,8 години. Азиско-пацифичката област го постигна својот најголем просек на мандатот од 9,5 години. Само Европа се соочи со намалување на мандатот на 5,7 години. Возраста на главниот извршен директор во оставка се намали на рекордно ниво од 54,5 години во Европа, укажувајќи дека главниот извршен директор сè уште е под голем притисок во таа област. Очигледно, време е да се збогува со ерата на империјализмот на главниот извршен директор.

Бројот на главните извршни директори кои даваат оставка поради конфликтот со членовите на одборот се зголеми од 2% во 1995 година на 11% меѓу 2004 и 2006 година. Докажаниот успех на главниот извршен директор не е клучен за неговото задржување на истата позиција. Во Северна Америка, неколкумина главни извршни

---

<sup>18</sup> Член 345 (2004), *Закон за трговски друштва*, Скопје.

<sup>19</sup> Silva, P. and Tosi, H. L. (2004), "Determinants of the anonymity of the CEO evaluation process", *Journal of Managerial Issues*, Vol. XVI, No.1, Spring, pp. 91-95.

директори кои создадоа натпросечни резултати беа присилени да поднесат оставка во 2006 година поради загриженоста за нивната способност да создадат одржливи резултати на долг рок. На глобално ниво, стапката на надворешни главни извршни директори кои поднесуваат оставка се зголеми од 14% во 1995 година на 30% во 2003 година, намалувајќи се на 18% во 2006 година. Во 2006 година, главниот извршен директор кој создаде подобри резултати во однос на оној кој потфрли со резултатите има двапати повеќе можности да остане повеќе од седум години на функција.<sup>20</sup>

Оставката на главниот извршен директор означува дека лицето не го поминало тестот за успешно управување со претпријатието, односно не ги остварило целите на претпријатието, не ја разбира индустријата, или неговите карактерни карактеристики не се усогласуваат со односите во претпријатието. Оставката на главниот извршен директор може да биде присилна, самоиницијативна или испланирана од аспект на поделба на моќта при сукцесија.

Прашањето за сукцесија на главниот извршен директор повеќе години е предмет на истражување. **Сукцесија на главниот извршен директор** означува избор на наследник на главниот извршен директор. Поконкретно, останува актуелно прашањето дали постојат разлики меѓу надворешниот и внатрешниот главен извршен директор. Како одговор на ова прашање треба да се истакне дека надворешниот главен извршен директор може да создаде повеќе промени во претпријатието отколку внатрешниот. Тој не е оптоварен со постојните односи во претпријатието, при што може да ги искористи постојните односи и да направи промени.

Промената на главниот извршен директор поврзана со спојувањето на претпријатијата предизвикува скок на акциите, меѓутоа сукцесијата на главниот извршен директор има ограничено влијание врз цената на акцијата на долг рок. Врз основа на истражувањата во период од девет години на *Booz Allen* за сукцесија на главните извршни директори, може да се укаже на тоа дека годишните приходи на инвеститорите при сукцесијата на главниот извршен директор како резултат на спојувањето на претпријатијата е 117% поголем отколку просечните приходи 30 дена пред сукцесијата.



<sup>20</sup> *Corpororate Board* (2007), "Rate of global CEO turnover has plateaued", Vol. 28, No. 165, July/August, pp.27-28.

Факторите за избор, сукцесија и награда на главниот извршен директор битно влијаат врз профитабилноста на претпријатието, односно вредноста на претпријатието на долг рок. Овие односи се истражувани кај 118 главни извршни директори на најголеми претпријатија во САД. Влијанието на овие фактори е прикажано на слика 2.1.<sup>21</sup>

Слика 2.1 Модел на влијание на главниот извршен директор врз резултатите на претпријатието



Извор: Zajac J. E. (1990), “CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis”, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, No.3, p. 219.

Од околу 400 главни извршни директори кои дадоа оставка во 2002 година, односно 2003 година, ниеден не добил ни приближна позиција во кое било поголемо претпријатие во САД. Ова се потврдува со 65% на главните извршни директори кои завршуваат во малите и средни претпријатија, или комплетно исчезнуваат од корпоративната сцена. Само 4% од главните извршни директори во оставка пронаоѓаат позиција во претпријатие со слична големина или ја зачувуваат истата позиција. Околу 28% прифаќаат пониска позиција во поголемо претпријатие, додека 3% доживуваат ладен комфор во помало претпријатие. Трендот на успех, односно



<sup>21</sup> Zajac J. E. (1990), “CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis”, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, No. 3, p. 219 во Шуклев, Б. (Ed.), (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, стр. 156-157.

неуспех на главните извршни директори помлади од 52 години е неочекувано ист како и кај постарите главни извршни директори.<sup>22</sup>

Учеството на жените како главен извршен директор сè уште е на маргинално ниво, како што е презентирано на слика 2.2.

Слика 2.2 Лидерско однесување – мажи и жени



Меѓу 500 претпријатија на *Fortune*, само 1,7% од извршните директори се жени. Сепак, на тестовите од Центарот за креативно лидерство, извршните директори (мажи и жени) имале слични

резултати речиси во сите тестови за лични карактеристики, интелигенција и однесување во разрешување на проблемите. Центарот, исто така, доаѓа до сознание дека жените што се извршни директори на исто ниво како и мажите што се извршни директори, раководат, влијаат и ги мотивираат другите членови од групата, анализираат проблеми, се ориентирани на задачите и се вербално ефективни. Со цел да се објасни зошто жените не се во можност да се искачат на корпоративното скалило, спроведено е детално истражување на сите менаџерски нивоа на 100 претпријатија на *Fortune*. Ова истражување доаѓа до сознание дека жените се соочуваат со четири контрадикторни групи очекувања кои мора да ги исполнат за да успеат. Тие се:

1. Да се преземаат ризици, меѓутоа континуирано да се биде на врвот.
2. Да бидат остри, но да не бидат „мачо“.
3. Да бидат амбициозни, меѓутоа да не очекуваат еднаков третман.
4. Да преземат одговорност, меѓутоа да ги следат советите на другите.

Според ова истражување, очекувањата за жените менаџери (лидери) се различни по квалитетот, односно содржината од оние на мажите менаџери.

Извор: Morrison, A. M., White, R. P. and Van Velsor, E. (1987), "Executive Women: Substance Plus Style", *Psychology Today*, pp. 18-26.

Истражувањето за улогата на жените како главни извршни директори покажуваат дека жените што се главни извршни директори најчесто избираат жени директори. Поаѓајќи од емпириските истражувања спроведени во јуни 2009 година, 16 жени се на позицијата главен извршен директор, за разлика од 2004 година кога биле 7 и 1999 година кога нивниот број изнесувал 4.<sup>23</sup> Во претпријатијата предводени од

<sup>22</sup> Coyne, P. C. and Coyne, E. J., Sr. (2007), "Surviving your new CEO", *Harvard Business Review*, pp. 62-69.

<sup>23</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 166.

жените, 32% од директорите се жени, а во претпријатијата со маж извршен директор, просекот е 15% на директори жени. Во САД, истакната жена главен извршен директор на векот е Carly Fiorina што го предводеше *Hewlett-Packard*, следува Carol Bartz на *Yahoo*, Christina A. Gold на *The Western Union Company*, и на *The New York Times Company*, Janet L. Robinson.<sup>24</sup>



Покрај родот, важна е и националноста на главните извршни директори кои влијаат врз финансиските резултати, односно вредноста. Влијанието на главниот извршен директор врз резултатите на претпријатието е утврдено преку испитување на трите меѓусебно поврзани фактори – националните вредности, сопственичката структура на претпријатието и практиките на одборот на директори. Степенот на влијание на главните извршни директори врз резултатите на претпријатието е поголемо кај американските претпријатија отколку во германските и јапонските претпријатија. Американските главни извршни директори влијаат врз резултатите побрзо отколку германските и јапонските главни извршни директори. Сепак, главните извршни директори на САД се повеќе платени од своите колеги во другите земји како, на пример, во Јапонија и во Германија.

## 2.5 КОНТРОЛАТА ВО ФАМИЛИЈАРНИТЕ ПРЕТПРИЈАТИЈА: ВЛИЈАНИЕ НА ДРУГИТЕ АКЦИОНЕРИ И ОДРАЗОТ ВРЗ ВРЕДНОСТА НА ПРЕТПРИЈАТИЕТО

Фамилијарните бизниси се најстарата и најприсутната форма на деловното организирање во светот. Во голем број земји, фамилијарните бизниси претставуваат повеќе од 70% од вкупните бизниси и играат клучна улога во развојот на економијата и вработувањето на работната сила. Во Шпанија, на пример, околу 75% од бизнисите се во фамилијарна сопственост и просечно учествуваат со 65% во просечниот бруто-национален производ на земјата. Слично, фамилијарните бизниси учествуваат со приближно 60% во вкупниот бруто-национален производ на Јужна Америка. Фамилијарните бизниси можат да бидат од мали и средни претпријатија до големи конгломерати кои работат во повеќе индустрии и земји. Некои од најпознатите фамилијарни бизниси се: *Salvatore Ferragamo*, *Benetton* и групацијата *Fiat* во Италија;

<sup>24</sup> *Spencer Stuart Board Index* (2009), Spencer Stuart, Chicago, p. 19.

*Lóreal, Carrefour Group, LVMH* и *Michelin* во Франција; *Samsung, Hyundai Motor* и групацијата *LG* во Јужна Кореја; *BMW* и *Siemens* во Германија; *Toyota, Kikkoman* и *Itoyokado* во Јапонија; и, конечно, *Ford Motorts Co.* и *Wal-Mart Stores* во Соединетите Американски Држави, и други.

**Фамилијарен бизнис** значи претпријатие во кое гласачкото мнозинство е во рацете на фамилијата која има контрола; вклучувајќи го и основачот(ите) кој има намера да го пренесе бизнисот на своите потомци.

Фамилијарната сопственост е специфична по друга карактеристика: често економскиот интерес е во затворен круг. Недостигот на ликвидноста е важна карактеристика меѓу јавните претпријатија и приватните претпријатија. Дополнително, даночната политика ја прави инвестицијата во фамилијарното претпријатие подобра економска опција сè додека постигнува очекувани резултати. Во поглед на ризичноста, поради помала диверзификација на ризикот, што би било случај на можностите на инвестирање на берзата, ризикот е поголем, тој е алоциран во една инвестиција.

Истражувањата покажуваат дека фамилијарниот главен извршен директор поседува поголема внатрешна мотивација отколку нефамилијарниот главен извршен директор и имаат помалку потреба да примаат дополнителни надоместоци преку платата.<sup>25</sup>

Перцепцијата на доброто корпоративно управување е важен елемент за имиџот на фамилијалниот бизнис. Приватните претпријатија, вклучувајќи ги фамилијарните бизниси кои имаат слаба репутација за корпоративно управување, се прифаќаат со резерва во финансиските институции и се помалку атрактивни за капиталистите и за фондовите на приватен капитал.<sup>26</sup>

Фамилијарните јавни претпријатија во Европа имаат шанси за послаби резултати на берзата отколку сличните претпријатија во САД.<sup>27</sup> Исто така, сè додека сè



<sup>25</sup> Longenecker, J. G., et al. (2007), *Small Business Management: An Entrepreneurial Emphasis*, South-Western, Mason, p. 124.

<sup>26</sup> Lipman, F. D. and Lipman, L. K. (2006), *Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private, and Not-For-Profit Organizations*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, pp. 216-218.

<sup>27</sup> Tonello, M. (2005), "Family-Controlled Corporations: Defining Corporate Governance Best Practices to Add Firm Value", *The Conference Board: Executive action series*, No. 161, pp. 1-8.



повеќе и повеќе инвестициски фондови се фокусираат на можностите кои ги нудат фамилијарните претпријатија, податоците покажуваат дека инвеститорите имаат отпор да вложуваат во фамилијарните контролирани бизниси во континентална Европа. Овие трендови сугерираат дека најдобрите практики за корпоративно управување усвоени во САД се добар почеток за сличните претпријатија во Европа. Направена е компаративна анализа на најдобрите практики во САД и во Европа во однос на:

- ▶ Планирање ефективна сукцесија на лидерството;
- ▶ Учество во ефективниот пазар за корпоративна контрола;
- ▶ Партнерство со стратешките институционални инвеститори и
- ▶ Унапредување на односите со малцинските акционери.

Контролата во фамилијарните претпријатија се одвива интерно и екстерно. Интерната контрола се одвива преку одборот на директори, врвниот менаџмент и фамилијарниот совет. Екстерната контрола опфаќа влијание на акционерите и другите стејкхолдери и одразот врз вредноста на претпријатијата. Влијанието на акционерите и одразот врз вредноста на претпријатието во фамилијарна сопственост се опфатени во понатамошните истражувања.

Воопшто не е изненадувачки фактот дека најпроблематичен аспект во областа на контролата е регулирањето на малцинските акционери. Според истражувањето во 2003 година, се пресметуваат трошоците за застапување на малцинските акционери кои имаат контрола врз гласачкото тело на претпријатието, додека, пак, поседуваат малцински пакет во однос на правото на паричните текови.

Како предмет на истражување се 309 котирани шведски претпријатија за кои се анализирани податоците за сопственост и инструментите за корпоративна контрола. Шведска е исклучително добра средина за истражување, бидејќи малцинските акционери со контролен пакет се многу чести. Фамилиите ја уредуваат структурата за контрола на малцинските акционери преку акции од две класи. Преку користење две класи акции или други корпоративни контролни инструменти, малцинските акционери со контролниот пакет можат да се спротивстават на притисокот на механизмите за корпоративно управување, како што е пазарот за корпоративна контрола или мониторинг на акционери кои немаат контролен пакет.

Фамилијарната контрола на малцинските акционери е поврзана со најголемото намалување на вредноста на претпријатието. Имено, малцинските акционери со контролен пакет во фамилијарните претпријатија се соочуваат со најголем пад на вредноста. Сепак, претпријатијата со фамилијарна контрола на малцинските акционери



имаат 50% помалку можност да бидат преземени во однос на останатите претпријатија.<sup>28</sup>

Помеѓу сопственоста на правата на сопствениците кои контролираат и вредноста на претпријатието постои значителна негативна релација. Пресметаните трошоци за сопственост на контролниот пакет претставуваат 6-25% од вредноста на претпријатието помеѓу различни категории сопственици со контролен пакет.

Најчесто споменуваната карактеристика на фамилијарните бизниси е дека голем број од нив не се одржливи на долгорочен план. Пресметаната веројатност со која претпријатието може да влезе во финансиски стресна ситуација (преструктурирање на долгот или банкротството) секоја година е поголема за 4,1% кај претпријатијата кои се контролирани од фамилија во однос на 1,6% кај останатите претпријатија. На пример, од претпријатијата кои поднеле апликација за банкрот на 15 претпријатија, само една не била контролирана од фамилија во текот на последните 5 години пред банкротството. Навистина, од околу две третини до три четвртини од фамилијарните бизниси или се ликвидираат или се продаваат од нивниот основач(и) во текот на нивното управување. Само од 5% до 15% продолжуваат во рацете на третата генерација наследници на основач(ите).

Високата стапка на неуспех на фамилијарните претпријатија се припишува на голем број причини. Некои од овие причини се исти како оние кои можат да придонесат кон неуспехот на секое претпријатие како лошо управување, недостиг на готовина за финансирање на развојот, несоодветна контрола врз трошоците, индустријата, сукцесијата и други.

Фамилијарните бизниси профитираат од доброто корпоративно управување со избегнување на исцрпувачките ефекти на ривалството на наследниците и скапите судски процеси меѓу членовите на фамилијата кои имаат различни погледи за бизнисот. Со цел да се издвојат специфичностите на корпоративното управување во фамилијарните бизниси, ќе се изврши компаративна анализа на различните системи на корпоративното управување.<sup>29</sup> Потребата за процесот на корпо-



<sup>28</sup> Cronqvist, H. and Nilsson, M. (2003), "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 4, pp. 695-719.

<sup>29</sup> Lipman, F. D. and Lipman, L. K. (2006), *Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private, and Not-For-Profit Organizations*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, pp. 215-219.

ративно управување се гледа во одвојувањето на сопственоста од менаџментот во однос на тоа кои се акционерите и какво е нивното значење.<sup>30</sup>

Во истражувањата се анализира влијанието на големите акционери врз вредноста на претпријатието користејќи примерок на претпријатија од 11 европски земји. Резултатите покажуваат дека зголемената полемика од страна на најголемиот акционер со контролен пакет ја зголемува вредноста на фамилијарното претпријатие. Резултатите покажуваат дека во претпријатијата во кои најголемиот акционер е фамилијата, вториот по големина акционер ја намалува вредноста на претпријатието. Спротивно на овој тренд, институционалниот инвеститор, како втор акционер по големина, ја зголемува вредноста на претпријатието. Во иста линија, подобрата правна заштита на акционерите, а не сопствеништвото на контролниот пакет акции, ја зголемува вредноста на фамилијарните претпријатија. Истражувањето ја потврдува потребата за посилна средина за макроуправување за да се олесни вклучувањето на малцинските акционери во процесот на одлучување. Истото ја поддржува тезата за сопственички структури во рамнотежа со повеќе поголеми акционери како насока да се зголемат резултатите на претпријатијата. Менаџерите, исто така, ќе бидат во можност повеќе да се фокусираат на исполнувањето на акционерските интереси доколку го свртат своето тековно внимание кон тековната коалициска структура и кон нејзиниот потенцијален јаз во попродуктивни цели.<sup>31</sup>

Фамилијарните менаџери имаат долгорочна перспектива. Истражувањето во 2008 година, користејќи податоци за 275 претпријатија котирали на германската берза, ги проучува односите помеѓу сопственоста на фамилијата која е основач и резултатите на претпријатието. Истражувањето покажува дека фамилијарните претпријатија не само што се попрофитабилни во споредба со претпријатијата од пошироката сопственост, туку исто така се попрофитабилни од другите видови претпријатија со блок-акционери. Сепак, резултатите на фамилијарните бизниси се само подобри во претпријатијата во кои фамилијата која е основач сè уште е активна во форма на извршна или во форма на надзорна власт. Кога фамилијата (и претпријатието) е сè уште во првичната фаза на основачот(ите), многу малку прашања на фамилијарното

---

<sup>30</sup> Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7<sup>th</sup> Edition, South-Western, Mason, p. 596.

<sup>31</sup> Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. J. and López-de-Foronda, O. (2008), "The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16, No. 3, pp. 146-159.

управување се видливи поради тоа што најголемиот број од одлуките ги донесува основачот(ите) и фамилијарниот глас е обединет. Со текот на времето, како што фамилијата поминува низ наредните фази на својот животен циклус, нови генерации и повеќе членови се вклучуваат во фамилијарниот бизнис. Ова воведува различни идеи и мислења околу водењето на бизнисот и одредувањето на стратегијата.<sup>32</sup>

Фамилијарните бизниси вообичаено се посложени во управувањето од нивните противници поради додавањето нова променлива вредност: фамилијата. Истражувањето од 2004 година ги проучува механизмите кои се користат за да се ограничат големите акционери да направат експропријација на богатството на претпријатието кај претпријатијата од индексот на **S&P 500** во кои фамилијата која е основач е и сопственик на претпријатието. Во однос на теоријата на застапување, се заклучува дека највредни јавни претпријатија се оние во кои независните директори го ставаат во рамнотежа присуството на фамилијата во одборот на директорите. Спротивно на тоа, во претпријатијата во кои постои присуство на фамилијата која е основач и сопственик во одборот на директорите со релативно малку независни директори, резултатите на претпријатието се значително полоши во споредба со претпријатијата во кои нема фамилијарна сопственост. Исто така, се доаѓа до сознание дека умереното присуство на фамилијата во одборот на директорите овозможува значителна корист за претпријатието. Меѓутоа, со дополнителни тестови се заклучило дека фамилиите честопати наоѓаат начини да го намалат присуството на независни директори, додека, пак, надворешните акционери имаат потреба од присуство на независни директори.

Овие сознанија ја потенцираат важноста на независните директори во намалувањето на конфликтите помеѓу акционерските групи и укажуваат на тоа дека интересите на малцинските инвеститори се најдобро заштитени преку независните директори кои имаат моќ независно од волјата на фамилијарните акционери.<sup>33</sup>

Современата форма на наградување на членовите на одборот претставува надомест во акции и опции. **Опции за акции** – *stock options*, претставува договор со кој му се дозволува на извршниот директор да купи дел од акциите по фиксна цена. Овие опции за акции ги мотивираат извршните директори да го водат претпријатието во насока на зголемување на цената на акциите.

<sup>32</sup> Andres, C. (2008), "Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, pp. 431-445.

<sup>33</sup> Anderson, R. C. and Reeb, M. D. (2004), "Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49, No. 2, pp. 209-237.

| Табела 2.1 Исплата на надомест со капитал   |                     |      |      |
|---|---------------------|------|------|
|   | % од S&P 500 одбори |      |      |
|   | 2009                | 2004 | 1999 |
| Постои програма за опции  | 37%                 | 68%  | 60%  |
| Капиталот е исплатен како дополнување на хонорар  | 79%                 | 50%  | 46%  |
| Капиталот е исплатен како дел од хонорарот  | 15%                 | 24%  | 27%  |
| Директорот може да избере дали надоместокот ќе го добие во готово или во форма на акции или опции | 59%                 | 59%  | 57%  |
| Директорот може да избере дали надоместокот ќе го добие во форма на опции                         | 6%                  | 9%   | n/a  |
| Хонорарот во целост е исплатен во опции   | 3%                  | 2%   | 5%   |

Извор: *Spencer Stuart Index*, 2009, Spencer Stuart, Chicago, p. 35 во Шуклев, Бобек, ed. 2011. *Корпоративно управување*, Скопје: Економски факултет, стр. 57.

Практиката потврдува дека повеќе одбори издаваат акции наместо опции (табела 2.1). Во последните години, многу претпријатија постепено ги откажувале своите планови за издавање на опции. Оттука, 8 одбори (2%) вршат измени на планот за исплата на надомест на директорите. Само 37% од **S&P 500** претпријатија сега нудат вакви планови, што е пад од претходните 77% во 2002 година. Покрај исплатата на хонорарот во готово, 79% од одборите нудат капитал во форма на акции, процент кој изнесувал 50% во 2004 година. Само 15% од одборите плаќаат капитал како дел од хонорарот.

Од анкентираните претпријатија 59% од одборите им дозволуваат на директорите да изберат дали ќе го добијат својот надомест во готово, во форма на акции или опции. Само 6% дозволуваат плаќање на надомест во опции како алтернатива, додека пак, 3% од одборите го исплаќаат хонорарот целосно во акции. Исто така, 75% од одборите, што е висок процент, го обелоденуваат сопствеништвото на акции на директорите. Овој процент бил 74% во 2008 година, а пред три години изнесувал 62%.

Податоците од претпријатијата на индексот *Fortune 500* покажуваат дека фамилијарната сопственост создава вредност само кога основачот има функција на главен извршен директор на фамилијарно претпријатие или, пак, служи како управител на одборот на директорите со вработен главен извршен директор. Двете класи акции,

пирамидите и договорите за гласање ја намалуваат премијата на основачот. Доколку дисидентите ја вршат улогата на главен извршен директор, вредноста на претпријатието се руши.<sup>34</sup> Констатација е дека во фамилијарните претпријатија, пожелно е основачот да биде истовремено и главен извршен директор, од аспект на трошокот.

Во Азија, фамилијарната контрола е централна тема во повеќето земји во светот, меѓутоа постои минимално истражување во однос на фамилијарната контрола и корпоративното управување. Во 2001 година, според истражувањето се анализира фамилијарната контрола и корпоративното управување користејќи примерок од тајванските претпријатија. Резултатите сугерираат дека фамилијарната контрола е подоминантна отколку што покажуваат претходните истражувања и дека не е линеарна релацијата помеѓу фамилијарната контрола и резултатите на претпријатието. Фамилијарно контролираните претпријатија во кои има незначителна контрола имаат послаби финансиски резултати отколку фамилијарно контролираните претпријатија со значителна контрола и претпријатијата со јавната сопственост. Поради тоа што најголемиот број фамилии самите го водат бизнисот (барем во текот на првата и втората генерација), вообичаено има многу малку интерес за поставување јасно одредени деловни практики и постапки.

Истражувањето во областа на контролата во фамилијарните претпријатија, влијанието на другите акционери и одразот врз вредноста на претпријатието ќе се резимира со два европски примери, и тоа, со примерот во Норвешка и со примерот во Франција.

Во 2001 година е истражуван примерок од 120 норвешки претпријатија, односно претпријатија кои ги контролира фамилијата која е основач и претпријатија кои не ги контролира фамилијата која е основач, за да се елаборираат две важни прашања: (1) дали контролата на фамилијата која е основач е поврзана со поголемата вредност на претпријатието, и (2) дали постојат предуслови за уникатно корпоративно управување под чии услови фамилијарното претпријатие контролирано од фамилијата која е основач ќе има поголема вредност.

Истражувачите пронашле позитивна асоцијација помеѓу фамилијарната контрола и вредноста на претпријатието за четири алтернативи дефиниции за основачката фамилијарна контрола. Постои поголема асоцијација помеѓу главниот извршен директор на основачката фамилија и вредноста на претпријатието кај

---

<sup>34</sup> Villalonga, B. and Amit, R. (2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, pp. 385-417.

помладите претпријатија, односно претпријатијата со помали одбори на директори и претпријатијата со една класа акции. Сепак, влијанието на директорите на одборот на директорите од фамилијата која е основач врз вредноста на претпријатијата не е предодредено од претпоставките на корпоративното управување, како што се староста на претпријатието, независноста на одборот на директорите, како и бројот на класите акции.

Исто така, постои корелација помеѓу сопственоста на фамилијата која е основач и вредноста на претпријатието кое е поголемо кај постарите претпријатија, односно претпријатијата со поголеми одбори на директори, особено кога истите претпријатија поседуваат повеќе видови акции. Овие резултати покажуваат дека фамилијата која е основач, а која ја контролираат претпријатијата вреди повеќе и се управува на поинаков начин од претпријатијата без такво влијание. Следствено, овие резултати сугерираат на тоа дека главниот извршен директор на фамилијата која е основач може да влијае врз



Banca Privata Edmond de Rothschild SA, формирана во 1926 година го презеде името на фамилијата Edmond de Rothschild во 1986 година.

сегрегацијата на акционерите или, пак, кога правата врз паричните текови се поизразени во однос на правата за контрола.<sup>35</sup> Заклучокот е дека фамилијарните претпријатија кои ги контролира фамилијата што е основач имаат поголема вредност отколку фамилијарните претпријатија кои не се контролирани од фамилијата основач во Норвешка.

Во Франција во 2007 година, истражувањето покажува емпиријата анализа за односот на сопственичката структура во францус-

ките претпријатија и нивната вредност. Со користењето на податоците од 510 француски претпријатија кои јавно се котираат, истражувањето дава значителна поддршка на хипотезата за сегрегација. Резултатите покажуваат дека поголемите акционери со контролирачки пакет ја задржуваат контролата, но задржуваат и мал дел

<sup>35</sup> Mishra, C. S., Randøy, T. and Jenssen, J. I. (2001), "The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance", *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 12, No. 3, pp. 235-259.



од правата на паричните текови и се стремат кон експропријација на малцинските акционери, при што значително се ефектуира вреднувањето на претпријатието. Исто така, податоците посочуваат на тоа дека пирамидите се главна алатка за диспорпорационално да се награди големиот акционер со контролирачки пакет. Дополнителната анализа покажува дека многу е важен идентитетот на акционерот втор по големина. Поделбата на контролата со фамилијата го ограничува егоистичкото однесување на најголемиот акционер со контролирачки пакет акции. Меѓутоа, поделбата на контролата со претпријатието со јавна сопственост или со финансиска институција го засилува ова егоистичко однесување.<sup>36</sup>

Активното учество на сопствениците во процесот на корпоративно управување е клучен фактор за ефективно управување на фамилијарниот бизнис. Фамилијарниот бизнис ги утврдува вредностите, визијата и целите на бизнисот. Меѓутоа, доброто корпоративно управување на фамилијарниот бизнис бара многу повеќе од активен ангажман на сопствениците. Потребно е да се постават јасни граници меѓу функциите на сопственост, одборот и менаџментот како предуслов за ефективно управување на фамилијарниот бизнис. Ова се потенцира поради тоа што често членовите на фамилијата играат повеќе улоги како сопственици, менаџери или членови на одборот.

## 2.6 ПРЕТПРИЈАТИЈА СО ДОБРО КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ И КОТИРАЊЕ ВО УСЛОВИ НА РЕЦЕСИЈА

Жените по вторпат извојуваа победа во битката со посилниот пол. Тие станаа поимуни на рецесијата отколку мажите. За третата последователна рецесија, стапката на невработеност на мажите е поголема отколку на жените, за разлика од ситуацијата кога надвор од рецесијата мажите котираа подобро. Трендот во голема мера се разликува од 50-тите, 60-тите и 70-тите години, кога жените имаа поголеми стапки на невработеност во добри услови и во услови на рецесија. Причина за тоа, како



<sup>36</sup> Boubaker, S. (2007), "Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France", *Multinational Finance Journal*, Vol. 11, No. 3/4, pp. 211-252.



што истакнува Vicky Lovell од Институтот за истражување на политиката во Вашингтон, е дека жените обично работат професии во здравствената заштита и образованието, кои исто така се бараат кога доаѓаат тешки времиња. Во текот на последните шест рецесии, фабриките отпуштаа работници, додека, пак, секторот за услуги додаваше работници. Од 10 работници во секторот за услуги, 6 се жени, додека, пак, во фабриките, жените пополнуваат само 3 од 10 работни места. Во последната рецесија, 1,5 милиони работни места во фабриките беа затворени, додека, пак, 365.000 работни места беа додадени во секторот за услуги. Во повеќе фамилии, жените кои се фокусирани на кариерата имаат подобри плати во однос на своите мажи. Според William Dickens од *Brookings Institution*, практично, покрај порастот на домаќинствата во кои водечки елементи се жените, тие имаат посилна врска со работната сила и се поагресивни во пронаоѓањето работни места.<sup>37</sup>

Навршија четири години откако извршниот директор на нискобуџетната авиокомпанија *Ryanair* ја претстави идејата за евтини летови меѓу Њујорк и Лондон со некои авионски карти кои чинеа дури и 10 американски долари. Меѓутоа, финансиските проблеми со кои се соочуваат големите авиокомпаниии кои оперираат долги години мора да ги променат калкулациите. Лизинг-трошоците на цет-авионите се намалуваат како што се зголемува понудата на услуги кај другите авионски оператори. Од тие причини, солидното корпоративно управување овозможува авионската индустрија да го преживее периодот на рецесија од 2009 до 2013 година. Направени се неколку финансиски санации во последните 10 години, меѓутоа сè уште поради ригидната корпоративна структура не е пронајдена волшебната формула за санирање на авиокомпанијата.<sup>38</sup>

Холдинг-претпријатијата во услови на рецесија го намалуваат ритамот на склучување бизнис-транзакции. Исто така, можноста за капитал во услови на рецесија се намалува. Малите претпријатија кои сакаат да растат се ограничени, бидејќи потешко доаѓаат самостојно до капиталот и се принудени да бараат капитал кај поголемите агенции или холдинг-компаниии. Меѓутоа, и поради ваквата фактичка ситуација само неколку



<sup>37</sup> Hagenbaugh, B. (2009), "Women fare better in recession than men", *USA Today*. January 12.

<sup>38</sup> Clark, N. (2009), "Downturn Opens Doors for Some Low-Cost Airlines", *New York Times*, October 24, p. 2.

поголеми трансакции се извршуваат во услови на рецесија, како што е непријателското преземање на претпријатие за пазарно истражување *Taylor Nelson Sofres* за сума од 2,2 милијарди американски долари од страна на *WPP Group PLC*.<sup>39</sup>

Истражувањето во 2009 година ја проучува структурата на приватните претпријатија кои покажуваат најмали причини на економска апатија како резултат на рецесијата од септември 2008 до август 2009 година.<sup>40</sup> И покрај рецесијата, индустријата за телекомуникации сè уште привлекува внимание кај своите снабдувачи, истакнува О’Shea, на Ден на конвенцијата за телекомуникации во Женева, Швајцарија.<sup>41</sup> Податоците покажуваат дека корпоративната структура на телекомуникациските претпријатија е поеластична во споредба со другите претпријатија. Истото може да се должи на фактот што трошковната структура по поставување на репети-торите и оптичките кабли е минимална и главно се состои од трошоци за работната сила и фактурирањето. Сепак, гладни по профитните маргини, како *Македонски Телеком АД – Скопје*, така и *Американскиот Телеком AT&T*, во услови на рецесија кога се намалува потрошувачката, претпријатијата ги намалуваат вработените и трошоците кои имаат влијание врз производителите на телекомуникациска опрема. *AT&T* одлучи да отпушти 4% од својата работна сила,<sup>42</sup> додека *Македонски Телеком АД – Скопје* 35% во последниот бран отпуштања, процес кој трае веќе цела деценија. Тековната бројка од 1.700 вработени треба да се сведе на 1.100 вработени. Интересно е да се извлече податокот за бројката на работната сила со која располагал *Македонски Телеком АД – Скопје* пред да биде преземен од странскиот „инвеститор“. Истиот, по неколку години, со препродавање на целиот недвижен имот во состав на *Македонски Телеком АД – Скопје*, отпуштање на работниците итн., ја вратил својата инвестиција и сега е во функција на „крава што дава млеко во готовина“ за *Deutsche Telecom*. Не е случајна истрагата од американската комисија за хартии од вредност, при што се востанови истиснување на готовината преку различни „фиктивни договори“. Пред мене, како млад истражувач, постои една дилема. Не постои ли во Република Македонија доволно

<sup>39</sup> Parekh, R., Klaassen, A. and Johnson, B. (2008), “For holding companies, downturn will slow already-slow deal-making”, *Advertising Age*, Vol. 79, No. 35, p. 59.

<sup>40</sup> Korkki, P. (2009), “Displaying Resilience in a Downturn”, *New York Times*, September 27, p. 2.

<sup>41</sup> O’Shea, D. (2003), “ITU Show Still Drawing Vendors Despite Industry Downturn”, *Telephony* 224, No. 20, p. 22.

<sup>42</sup> Kharif, O., (2008), “AT&T Layoffs: The Tip of a Telecom Downturn”, *BusinessWeek Online*, December 8, p.13.

свест дека треба домаќински да се однесува со капацитетите кои се изградени од сите граѓани!? Зар се нема потенцијал да се продадат капацитетите или да се дерегулираат, како што стори Тачерка со своите непопуларни мерки и да се задржи ликвидноста во својата држава. На овој начин се одлива ликвидноста во другите економии.

Интересен е фактот дека едни од најуспешните претпријатија, од типот на *Johnson & Johnson (JNJ)*, *Caterpillar (CAT)*, *McDonald's (MCD)* и *Walt Disney (DIS)*, се формирани во текот на рецесијата. Исто така, и *Adobe (ADBE)*, *Intel (INTU)* и *Compaq (HP)*. Во економската рецесија, се случуваат неколку предности, пониски се трошоците и полесен е процесот за регрутација на работната сила.<sup>43</sup> Бил Гејтс не беше спречен од рецесионистичката клима за да го лансира своето претпријатие во 1975 година. Во 1982 година, стапката на невработеност се искачи на рекордни нивоа, што не беше пречка за Scott McNeely и Vinod Khosla да го формираат *Sun Microsystems (JAVA)*. Практично, 18 од нивните 30 индекс-претпријатија *Dow Jones* се основани во текот на економските рецесии, според истражувањето на „Капитал Менаџмент“.

Vivek Wadhwa основал две претпријатија, едната во економски бум, а другата во економска рецесија. Првото претпријатие, *Seer Technologies*, беше преземено од инвестициската банка во Њујорк, *Bank Credit Suisse First Boston* по крахот на пазарот во 1987 година. Откако го презеде претпријатието, банката мораше да ги отстрани клучните технологии. Второто претпријатие, *Relativity Technologies*, започнал да го конципира кон крајот на 1996 година пред бумот на претпријатијата преку интернет. Формирал производствена линија, ги разбирал солидно пазарите и регрутирал солиден извршен тим. Кој бил резултатот? Во 1998 година постеле капиталисти кои се тркале да им дадат пари, така што успеале да соберат околу 10 милиони американски долари во две години за да го прошират производството.

Поука од ваквото искуство како технолошки претприемач. Не чекајте. Искористете ја рецесијата да биде соиграч во поставување на темелите на претпријатието. Постојат следниве 4 предности:

**Помалку конкуренција.** Економската рецесија го прочистува небото на претпријатијата-почетници. Повеќето од „претпријатијата исто и јас“ со инфериорни производи и послаби бизнис-моделите банкротираат и неколку се основаат. Дополнително, полесно е да се добијат соодветни ангажмани меѓу универзитетите и бизнис-партнерите – практика, односно партнерство кое треба да се негува и во Македонија.



<sup>43</sup> Wadhwa, V. (2008), “Startups: The Upside of a Downturn”, *BusinessWeek Online*, 10 November, p. 23.

**Пониски трошоци.** Ова е пазар на купувачи и време кога може да се испреговара зделка за недвижноста, машинеријата, материјалите како никогаш порано. Платите се пониски за новите вработувања и има помалку притисок да се зголемат платите на тековните работници.

**Полесно се вработуваат и се задржуваат вработените.** Полесно се наоѓаат работници кои биле отпуштени и се мотивирани да се вратат на работа. Тие би прифатиле и пониски плати за да се врати вредноста на акцијата и го преземаат ризикот во приклучување на претпријатијата-основачи. И наместо да се фокусираат да се вработат кај конкуренцијата која ќе плати малку повеќе, работниците се помотивирани да се вклучат во процесот на создавање на претпријатието и да изградат успешна иднина.

**Помалку притисок да се зголеми бизнисот.** Наместо да се брза да се зголеми бизнисот, треба да се направи на вистинскиот начин. Може мирно да се земат подобри производи, да се тестираат внимателно и да се осигури дека се во согласност со потребите на потрошувачите, како и да се експериментира со различните бизнис-моделни. Поради тоа што кога не е во голема трка да се пласира својот производ или, пак, да се изградат проценти од пазарот, работите може да се поставуваат пометодолошки. Факт е дека потешко е да се собере капитал од банките во тешки економски услови, меѓутоа истражувањата покажуваат дека банките не се основниот извор на капитал на претпријатијата-почетници. Истражувањето спроведено од страна на *Duke University* во соработка со *Kauffman Foundation* покажува дека поголемиот дел од првата рака претприемачи ги финансираат своите основачки претпријатија преку зајмици од своите пријатели и фамилијата. Практично, претпријатието -почетник ќе се финансира од истите извори без разлика дали е сега во екот рецесијата или во екот на бумот на економијата. Најголемата разлика е дали ќе се има можност да се изгради претпријатието на вистински начин доколку се почне сега или ако се имаат подобри шанси доколку еден ден се котира на *Dow Jones*.<sup>44</sup>

## 2.7 ОДНОСИТЕ СО ИНВЕСТИТОРИТЕ КАКО АЛАТКА ЗА ЗГОЛЕМУВАЊЕ НА КАПИТАЛОТ

Функцијата на односите со инвеститори сфатена како изготвување на кварталните извештаи, соопштенијата за резултатите, издавањето на годишните извештаи и изготвувањето на годишните извештаи за акционерите е минато. Функцијата на

---

<sup>44</sup> [http://www.businessweek.com/smallbiz/content/nov2008/sb2008117\\_695019.htm](http://www.businessweek.com/smallbiz/content/nov2008/sb2008117_695019.htm) (accessed March 22, 2010)

односите со инвеститори треба да биде проактивна за да овозможи „креирање бренд за капиталот на финансискиот квартал во Њујорк, *Wall Street*“. Приказната за растот треба да им се соопшти на банките на повпечатлив и поефективен начин.

Традиционалниот пристап кон односите со инвеститори има потреба да се редизајнира. Тој модел не овозможува повеќе зголемување на капиталот. Van Negris, главниот извршен директор на *Van Negris & Company Inc.*, истакнува дека „имајќи го предвид богатството на информации на интернет и преку други извори на информации, јавните претпријатија треба да работат повредно за да се истакнат во однос на својата конкуренција, односно да бидат повпечатливи“. Negris им укажа на 30 банки дека треба да размислуваат да ја заменат реактивната програма на односите со инвеститори со проактивен „стратешки финансиски маркетинг“ кој ги спојува односите со инвеститори со брендот на капиталот и перцептивниот маркетинг за да ја комуницира пораката во инвеститорската околина.

Една од неговите сугестии е да се додаде грбот на претпријатието, односно симболот на акцијата на сите маркетиншки и комуникациски материјали – вклучувајќи ги бизнис-картите, меморандумите и рекламите во новини, бидејќи никогаш не се знае кој ќе биде заинтересиран да ја купи вашата акција.<sup>45</sup>

Односите со јавноста се процес од активности, алатки и промени кои работат во насока на остварување на вашите бизнис-цели. Тие се составени од планирано комуницирање – внатрешно и надворешно (во претпријатието и нејзината јавност) и се сметаат за една од основните алатки што ги користат напредните претпријатија поради постигнување специфични цели.

**Marie Chandoha, главен извршен директор**

*Charles Schwab Investment Management*



<sup>45</sup> Koegel, J. (2006), “Building Brand Equity on Wall Street Focus of ACB Investor Relations”, *Community Banker*, January, p. 38.

Во просечна банка, главниот извршен директор поминува меѓу 5% до 10%. Малото зголемување во времето за односите со инвеститори ќе има значителна корист во текот на времето. Glen Faulkner, претседателот на *Faulkner Consultancy* и поранешен извршен директор на *NASDAQ*, лобира кај банкарите да се запознаат со тоа кој и зошто ги поседува нивните акции.

„Познавањето кои се вашите акционери и сознанието зошто инвестирале во вашето претпријатие е првиот чекор во идентификувањето на делот кој недостасува за да се изгради довербата меѓу вас и улицата каде што се извршуваат финансиските трансакции, односно *Wall Street*“, истакна Faulkner. Faulkner, исто така, истак-

*Институционалните сопственици, исто така, предизвикаа промени преку избирањето на претпријатијата со добро корпоративно управување. Истражувањето на 200 инвеститори во Европа, Азија и Латинска Америка од страна на McKinsey & Company покажуваат дека инвеститорите се подготвени да платат 20% повеќе премија на претпријатијата кои вработуваат надворешни директори, регуларно одговараат на инвеститорите за барањата информација, имаат воспоставено евалуација на членовите на одборот на директори и ги следат воспоставените практики за управување.*

нува дека поискусните извршни директори на банките кои поседуваат акции треба повеќе време да алоцираат за односите со инвеститори. Главните извршни директори издвојуваат околу 25% од нивното време за активностите на односите со инвеститори.<sup>46</sup>

Goldfarb, аналитичар за акции од *Babson & Co.* во Бостон за неочекуваните промени во финансиските резултати истакнува дека „треба да се биде колку што е можно поискрен за финансиските резултати во светот на регулативата, бидејќи за секое тромесечје, доколку не се каже вистината, ќе бидат потребни две тромесечја за да се излезе од поправно-казнениот дом на финансиските регулатори“. Gilbert, аналитичар за акции, по прашањето дали банките можат да го привлечат вниманието на аналитичарите, предложува да се започне со градење добри односи со малите локални брокери. „Доколку некој има да каже добра приказна, ќе се слуша.“ „Не постои

<sup>46</sup> Koegel, J. (2006), “Building Brand Equity on Wall Street Focus of ACB Investor Relations”, *Community Banker*, January, p. 38.



причина зошто да не се развијат добри односи со аналитичарите, дури и кога не можат формално да ве пратат“.

Многу мали претпријатија се соочуваат со значителни предизвици да бидат забележани и да привлечат инвеститори за своите акции.<sup>47</sup> Еден од одговорите на овие предизвици е да се иницира програма за односи со инвеститори. Процесите на односите со инвеститорите се фокусираат на достапноста на менаџментот и видливоста на претпријатието како основни предуслови за успех на стратегијата, преку привлекувањето на институционалните инвеститори, што е крајна цел. Емпириските истражувања се извршуваат на примерок од 210 мали и средни претпријатија во САД кои имаат зголемени активности по основ на односите со инвеститорите преку ангажирање надворешна куќа за односи со инвеститори. Резултатите од ова истражување покажуваат дека со овој потег, претпријатијата повеќе ги обелоденуваат своите податоци и информации, присутни се во медиумите, а аналитичарите ги следат. Институционалните инвеститори имаат значителна сопственост и тековни зголемувања на учеството во таквите претпријатија.

Институционалните инвеститори во 1990 година поседувале над 50% од сите акционерски претпријатија во САД. Овие институционални инвеститори се состојат од пензиски фондови, инвестициски фондови, банки и осигурителни претпријатија кои држат индивидуални пензиски сметки. Институционалните инвеститори имаат ресурси и знаење да ги надгледуваат активностите на големите претпријатија и беа обврзани како посредници да ги остваруваат акционерските сопственички права со цел да се заштитат интересите на членовите во нивните пензиски фондови. Оваа промена предизвика револуција во корпоративното управување. Мнозинството акционери бараа менаџментот да спроведува цели кои се поконзистентни со нивните инвестициски цели, а помалку да се фокусираат на другите иматели на удели. Така, сега кога менаџерите



Седиште на *CalPERS* на  
Lincoln Plaza во  
*Sacramento*.

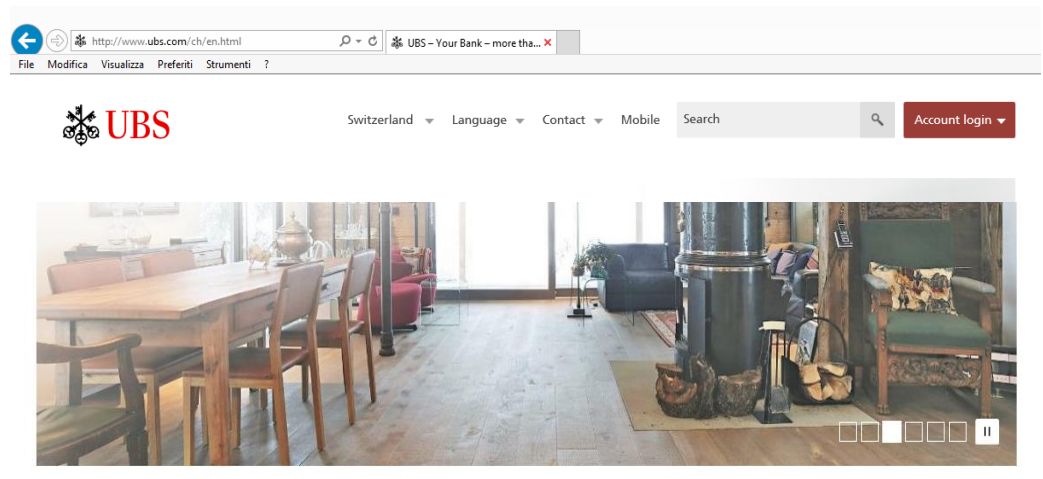
<sup>47</sup> Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7<sup>th</sup> Edition, South-Western, Mason, p. 363.



одлучуваат, тие мора да го определат ефектот од одлуката врз зголемувањето на вредноста на акционерот.<sup>48</sup>

Истражувањето во областа на користење односи со инвеститори како алатка за зголемување на капиталот опфаќа неколку аспекти, и тоа: менталитетот на банкарите, создавањето на вредноста, органскиот раст или преземањата и откупот на сопствените акции.<sup>49</sup>

**Менталитет на банкарите.** Инвестициските банкари се во бизнисот за да им помогнат на претпријатијата да соберат доволно капитал за да ги постигнат своите стратегиски цели. Тие, исто така, ги помагаат трансакциите преку советувањето на главниот извршен директор за потенцијални претпријатијата за преземање или спојување. Советувањата треба да се засноваат врз исцрпни анализи кои се прилично комплексни, а за кои е потребна голема стручност и знаење, како и времето кое е скапоцен ресурс во брзата пазарна трка. Според искуството, сметководството доаѓа како многу лесна дисциплина во споредба со анализите на корпоративните финансии и инвестициското банкарство. Во одборот на директорите, било да се работи за собирање капитал или за препораки на можности за спојување и преземање, трансакциите треба долгорочно да бидат во интерес на акционерите.



**Создавање на вредноста.** Во табела 2.2 се презентирани активностите кои треба да се преземат од страна на тимот за односи со инвеститори за да се создаде вредност на претпријатието.

<sup>48</sup> Hugh S., Rajsewararao, C. (1998), "Corporate Governance and the timeliness of change. Reorientation in 100 american firms", Quorum Books, Westport, p. 52 во Шуклев, Б., (Ed.) 2011. *Корпоративно управување*, Скопје: Економски факултет, стр. 90.

<sup>49</sup> Ryan, T. M. and Jacobs, C. A. (2005), "Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation", John Wiley & Sons Inc., Hoboken, p. 56.

| Табела 2.2 Создавање вредност  |
|--|
| ▶ Кои претпријатија направиле најмногу за да создадат вредност за акционерите?   |
| ▶ Дали инвестициските банкарски донесувале добри идеи и дали се советници од доверба?  |
| ▶ Дали имаат аналитичар кој го анализира секторот и, најважно, дали аналитичарот има добра соработка со менаџментот и дали е почитуван од своите брокери, како и од другите брокерски претпријатија?   |
| ▶ Кои брокерски претпријатија имаат аналитичари кои подготвиле најмногу стручни извештаи, ги разбираат инвестициските потреби на претпријатијата и се студирани во своите истражувања кои предизвикуваат интерес кај инвеститорите во претпријатијата? |
| Извор: Ryan, T. M. and Jacobs, C. A. (2005), „Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation“, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, p. 80.  |

**Органски раст или преземањата.** Без разлика дали е во прашање преземање, собирање капитал, воведување дивиденди или, пак, откуп на сопствени акции, инвеститорите се во можност да застанат „рамо до рамо“ со банкарот или со главниот извршен директор и знаат како да го претстават настанот. Со цел претпријатијата да го најдат вистинскиот и најдобриот банкар, претпријатијата треба да се фокусираат на банкарите со долгогодишно искуство од претпријатијата со слична големина. На пример, **пазарната вредност** на *Македонски Телеком АД – Скопје* на 26.2.2008 година изнесува приближно 984 милиони евра. **Вредноста на капиталот** на *Македонски Телеком АД – Скопје* во 2007 година изнесува приближно 318 милиони евра. Додека, пак, вредноста на капиталот во 2006 година на *ниво на група (Македонски Телеком АД – Скопје и Т-Мобиле Македонија АД)* изнесува приближно 781 милиони евра според сопствени процени. Следствено, треба да се знаат банкарите кои имаат искуство со претпријатијата меѓу 500 и 1.500 милиони евра пазарна вредност. Втора причина поради која навреме треба да се пронајдат банкарите е да се биде подготвен во случај менаџментот брзо да одлучи да собере капитал или, пак, да согледа стратегиско преземање во регионот кое не може да чека.

Во табела 2.3 се презентирани практики за оценување на брокерските претпријатија на кои треба да им се довери продажбата на акции по донесување одлука од одборите на директори. Овие методи треба да се реализираат навреме за да се биде подготвен кога постои позитивен момент на пазарот. Сепак, во Република Македонија,

поради недостиг на знаење во оваа сфера, ретко кој од директорите е подготвен да го оцени и да го реализира моментот. На пример, постоеше позитивен момент на пазарот на хартии од вредност на почетокот од 2008 година, кога акцијата на Комерцијална банка достигна висока вредност, да се продаде портфолиото на акции на Комерцијална банка. Во истиот момент, се изгуби со верижното паѓање на вредноста на акциите.

Табела 2.3 Практики за оценување на квалитетот и поддршка во тргувањето

|   |
|---|
| <p>▶ Кои претпријатија тргувале со најмногу акции во последните 3, 6 и 12 месеци? (Најактивните брокери имаат најдобар проток на налози; силни налози значат добро извршување; добро извршување обезбедува најдобра вредност на претпријатијата за вложените пари.)</p> |
| <p>▶ Дали може претпријатието да ги стави своите акции на продажба и континуирано да ја одржува одредената ликвидност на акцијата преку волуменот и активноста на тргување?</p>   |
| <p>▶ Кои се карактеристиките на брокерските претпријатија? Дали се професионални и имаат искуство или, пак, само работат за проценти?</p>   |
| <p>Извор: Ryan, T. M. and Jacobs, C. A. (2005), "Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation", John Wiley &amp; Sons Inc., Hoboken, p. 88.</p>  |

Големите банки треба да се придржуваат кон постулатите на **BASEL III** за следните стрес-тестови, односно еден вид на моделот **CAEL**. Доколку во забелешката стои „задоволува“, тоа означува дека банката го поминала стрес-тестот. Во табела 2.4 се рангирани банките според ризичноста пресметана од аспект на адекватноста на капиталот, средствата и ликвидноста. Пресметките покажуваат дека Комерцијална банка има второ најдобро вреднување, а адекватноста на капиталот со коефициент 1,33 е убедливо по-добро во однос на другите банки. На второ место по адекватност на капиталот е Стопанска банка-Скопје.



Табела 2.4 **CAEL** рангирање врз основа на обработка на податоци од ревизорските финансиски извештаи од 31.12.2006 година

| Категорија                     | Капитал | Средства | Добивка | Ликвидност | Вреднување | Забелешка  | Ранг |
|--------------------------------|---------|----------|---------|------------|------------|------------|------|
| Охридска банка                 | 1,78    | 1,55     | 2,27    | 1,89       | 1,84       | Задоволува | 2,00 |
| Комерцијална банка             | 1,33    | 2,00     | 1,85    | 2,46       | 1,94       | Задоволува | 2,00 |
| Стопанска банка – Битола       | 1,78    | 1,70     | 1,70    | 2,51       | 2,00       | Задоволува | 2,00 |
| Стопанска банка – Скопје       | 1,54    | 2,28     | 1,77    | 2,78       | 2,15       | Задоволува | 2,00 |
| SparKasse банка (Инвест банка) | 2,42    | 2,18     | 2,42    | 1,96       | 2,21       | Задоволува | 2,00 |
| Тугунска банка                 | 1,48    | 2,50     | 1,90    | 2,83       | 2,22       | Задоволува | 2,00 |
| ИК банка                       | 1,93    | 2,60     | 1,42    | 2,61       | 2,22       | Задоволува | 2,00 |
| Алфа банка                     | 2,14    | 2,70     | 1,92    | 2,51       | 2,35       | Задоволува | 2,00 |
| УНИ банка                      | 2,98    | 3,20     | 2,07    | 2,31       | 2,65       | Просечно   | 3,00 |
| Прокредит банка                | 1,78    | 3,70     | 2,79    | 2,96       | 2,75       | Просечно   | 3,00 |

Извор: Собствена анализа на финансиските извештаите на банките од 31.12.2006 година

Разликата помеѓу моделите **CAEL** и **CAMEL** е во тоа што кај **CAMEL**, покрај адекватноста на капиталот, средствата, ликвидноста, се анализира и менаџментот.

За да се изработи рангирањето на банките врз основа на обработка на податоците од ревизорските финансиски извештаи, треба да се земе стапката на адекватност на капиталот, доколку не е експлицитно дадена во истите извештаи.

**Стапката на адекватност на капиталот** го покажува нивото на покриеноста на ризичните операции на банката. Народната банка на Република Македонија пропишува стапка на адекватност на капиталот од минимум 8%, според договорот во Базел, Швајцарија. Адекватноста на капиталот и користењето на сопствените средства треба редовно да се следат од раководството на банката, при што се користат техники кои се пропишани од страна на националното регулаторно тело (Народна банка на Република Македонија) и таа се известува на тримесечна основа. Стапката на адекватност на капиталот на големите и средни банки е прикажана на табела 2.5.



Табела 2.5 Стапка на адекватност на капиталот

| Банка                              |               |
|------------------------------------|---------------|
| Стапка на адекватност на капиталот |               |
| <b>Големи банки</b>                | <b>12,40%</b> |
| Комерцијална банка                 | 11,80%        |
| НЛБ Тугунска банка                 | 12,17%        |
| Стопанска банка                    | 13,10%        |
| <b>Средни банки</b>                | <b>23,80%</b> |
| Алфа банка                         | 32,00%        |
| Инвестбанка                        | 21,27%        |
| Извозна и кредитна банка           | 20,00%        |
| Охридска банка – Охрид             | 28,90%        |
| Прокредит банка                    | 15,00%        |
| Стопанска банка – Битола           | 38,61%        |
| УНИ банка                          | 15,29%        |

Приспособено: Народна Банка на Република Македонија (2007), „Notes on methodology for the monetary sector tables“, Chapter V, p. 28.

**Откуп на сопствените акции.** Улогата на односите со инвеститори е правилно да комуницира со јавноста во врска со активностите за создавање на вредноста, како што се откуп на сопствени акции кои вообичаено имаат позитивно влијание на приносите по акцијата. Она што не е очигледно е дека овие трансакции имаат можност долгорочно да ја зголемат вредноста на претпријатието.

Улогата на односите со инвеститори мора да се извршува од страна на лица кои имаат директно знаење за пазарите на капиталот. Без комплетно разбирање на различните видови продажба, тргувањето со акции, инвестициското банкарство, истражувањето и начинот на кој се поврзуваат функциите на управување со портфолиото и на кој се иницирани, многу иницијални јавни понуди на акции и други активности завршуваат неуспешно.<sup>50</sup>

<sup>50</sup> Bodie, Z., Kane A. and Marcus, A. J. (2014), *Investments*, 10<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, NY, pp.61-62.

## ГЛАВА III. ЕТИКАТА И КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

### 3.1 ЕТИКАТА ВО КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

Етиката ги проучува моралните стандарди или, пак, моралните стандарди на општеството. Деловната етика е практична етика. Таа претставува апликација на нашето разбирање за тоа што е добро, а што е правилно за асортиманот на институции, технологии, трансакции, активности и дејности. Секој ден новините ги полнат страниците со објавување на имињата на претпријатијата кои ги избрале профитите за сметка на етиката или, пак, профитирале преку неетичко однесување. Такви претпријатија се: *Enron, Worldcom, Global Crossing, Rite-Aid, Oracle, ParMor, Adelphia, Merck, Arthur Andersen, Louisiana-Pacific* и *Qwest*.<sup>1</sup> Етичкото однесување е најдобрата долгорочна стратегија. Секоја друга стратегија претставува одење на тенок мраз на етиката.

Raymond Baumhart анкетирал 100 деловни луѓе: „Што значи етиката за вас?“ 50% од интервјуираните бизнис-луѓе изјавиле: „Она што моите чувства ми кажуваат дека е правилно“, 25% етиката ја дефинираат во рамките на религијата: „Она што е во согласност со моите религиозни убедувања“, и, 18% одговориле: „Она што е во согласност со златното правило“.

Етиката, особено етичките вредности се едни од најосновните аспекти на организацискиот контекст и имаат потенцијал во голема мера да влијаат врз човечката мотивација, комуникацијата, залагањето и продуктивноста.<sup>2</sup>

Етиката проучува како се имплементираат стандардите во нашите животи и дали тие се логички или не се логички, односно дали се поткрепени со добри причини или со лоши причини. Од тие причини, лицето ја практикува етиката кога тоа ги презема моралните стандарди апсорбирани од фамилијата, црквата и од пријателите. Етиката не е единствената дисциплина што ја изучува моралноста. Општествените дисциплини – како што се антропологијата, социологијата, и психологијата – ја проучуваат моралноста, меѓутоа од друг аспект. Иако етиката е **норматива дисциплина** за

---

<sup>1</sup> Velasquez, M. G. (2014), *Business Ethics: Concept and Cases*, 7<sup>th</sup> Edition, Pearson Education Limited, Essex, p. 6.

<sup>2</sup> Beurden, P. V. and Gössling, T. (2008), “The worth of values – a literature review on the relation between corporate social and financial performance”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 82, pp. 407-424.



изучување на етиката, општествените дисциплини се вклучени во описно изучување на етиката. Нормативната дисциплина е изучувањето кое се обидува да дојде до заклучоци за тоа кои работи се добри или лоши, или кои активности се правилни или неправилни. **Описната дисциплина** е изучувањето кое се обидува да го опише или да го објасни светот без да донесува заклучоци дали светот е како што требало да биде.<sup>3</sup>

Новата парадигма која го оформува меѓународниот систем е етичкото корпоративно управување. Во целиот свет владите спроведуваат најразлични активности од дерегулација, приватизација, концесија, користење надворешни претпријатија за извршување на задачите во сензитивни сектори, како што се контролата на храната и фармацевтските производи, јавното здравство и јавнатата заштита. Дали претпријатијата ги исполнуваат општествените корисни функции покрај целите за максимизирање на профитите? На кој начин се мерат општествените инциденти на корпоративната активност и кој ги контролира? На кој начин е лимитирана ограничената корпоративна одговорност? Дали етиката во корпоративното управување е само мисловна именка?<sup>4</sup>

Еден од етичките промени на *Wall Street* се случи со елиминирањето на бонусите. Во главните финансиски институции, главното намалување на бонусите е реализирано со чувство на олеснување, имајќи предвид дека таа активност не би можела да се оствари само една година порано. По сите федерални пари пласирани за спасување на банките, повеќето забележуваат профит. Меѓутоа, корекцијата на бонусите во насока на нивно зголемување не би требало да се оствари.<sup>5</sup>



Повеќето извори имаат потреба од тоа јавно котираните претпријатија да поседуваат програми за усогласеност со законските одредби. Федералните уредби во САД им оставаат простор на претпријатијата сами да одредат како ќе ги основаат и како ќе ги ажурираат програмите за усогласеност со законските одредби. Ефективноста

<sup>3</sup> Velasquez, M. G. (2014), *Business Ethics: Concept and Cases*, 7<sup>th</sup> Edition, Pearson Education Limited, Essex, p. 14.

<sup>4</sup> Agatiello, O. R.. (2008), "Ethical governance: beyond good practices and standards", *Management Decision*, Vol. 46, No. 8, pp. 1132-1145.

<sup>5</sup> Dash, E. (2009), "Some Wall Street Year-End Bonuses Could Hit Pre-Downturn Highs", *New York Times*, November, Vol. 5, p. 3.



на програмата на усогласеност со законските одредби е предмет на надворешни и внатрешни фактори. Претпријатијата не можат да ги контролираат надворешните фактори, меѓутоа можат да ги контролираат внатрешните фактори. Програмата за усогласеност со законските одредби е ефективна кога одборот на директорите и извршниот менаџмент активно избираат да се спојат етиката и усогласеноста во една етичка програма на усогласеност. Во споредба со претпријатието кое нема усвоено етичка програма, секое јавно или приватно претпријатие кое усвоило таква програма е предмет на порелаксиран регулаторски ремен, како и порелаксирани и поевтини консеквенции кога нејзините напори за усогласеност се предмет на ревизија кај регулаторот или кај судот. Ова помага да се избегнат или да се премостат кризите на срушена репутација и губење на потрошувачите.<sup>6</sup>

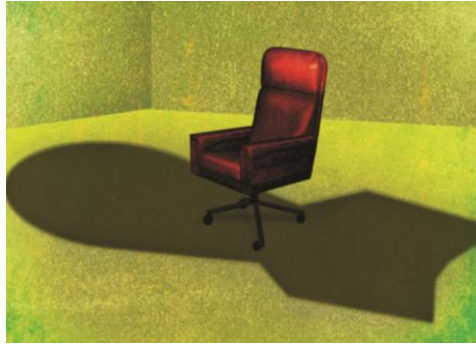
### 3.2 ЕТИЧКО ЛИДЕРСТВО

За корпоративните лидери е тешко да се насочува корпоративниот брод во денешните непредвидливи временски услови на корпоративната средина каде што постојат интересни, но и застрашувачки моменти на XXI век. Промената не е добредојден гостин, и покрај рамниот раст во последните години. Стравот и неизвесноста се вовлекуваат во нашите претпријатија. Во екоот на големите промени, лидерот мора да има разумна и мотивирачка визија. Лидерството извира од довербата, а довербата се гради на заедничкото разбирање меѓу луѓето. Како што нашето разбирање станува сè поконфузно во денешните услови, така етиката е јазик со кој се комуницира меѓу лидерите и нивните вработени, потрошувачите, акционерите, снабдувачите, регулаторите и заедницата во која дејствуваат (Bennis, 1998).

Практично, етиката не е лична работа, туку меѓусебна. Развивањето на чувството на заеднички вредности – норма на верувања врз основа на кои се мерат и се тестираат одлуките – е основа за донесување долгорочни стратегии врз основа на кои се темелат тие. Во вакви услови, несоодветно лидерство во духот на етиката и вредностите на деловните стратегии и оперативните планови може да доведе до значителни трошоци и до немање можности за остварување резултати.

---

<sup>6</sup> Wiest, J. L. (2007), “An Effective Compliance and Ethics Program Is an Ethical Compliance Program”, *CPCU eJournal*, Vol. 60, No. 6, pp. 1-17.



Секој што поминал и 5 минути во извршниот стол знае дека стратегијата која не е компатибилна со културата на претпријатието е тешко остварлива мисија, односно невозможна мисија. Секојдневно се слушаат бизнис-вести за неуспешните спојувања помеѓу претпријатијата поради различните култури. Успешната имплементација на стратегијата нема потреба само од интелектуална и физичка посветеност на поединците, туку, исто така, има потреба од чувство на заеднички цели и насока, покрај емотивната и духовната посветеност.

Претпријатијата, заедно со своите директори, може да бидат осудени за криминал кои го почнале вработените, и покрај фактот што вработените дејствувале спротивно од инструкциите на своите надредени. Кривичните казни – кои се искачуваат и до 290 милиони американски долари или повеќе – претпријатието може да ги апсорбира. Овие правила прецизно ја префрлаат одговорноста за корпоративните вредности и за однесувањето на работниците на корпоративните лидери. Оние лидери кои ги игнорираат овие правила се соочуваат со секакви последици како, на пример, извршните директори во *Salomon Brothers*, *Daiwa Bank* и други претпријатија.

Очигледно, лидерите и нивните претпријатија не можат да ја купат лојалноста на оваа генерација работници. Денес, вработените се лојални на својата професија и на луѓето на кои им веруваат и кои ги почитуваат. Денес, тие сакаат да бидат почитувани и вреднувани не само врз основа на своето искуство, туку и за својата различност од аспект на потеклото, перспективите и вештините.

Во екот на промените во општеството, вработените сè повеќе го креваат гласот дека сакаат да работат за претпријатијата кои не се залагаат само за краткорочните финансиски резултати. Работниците сакаат да работат за претпријатие кое има разумна визија, вистинска мисија и во кое сопствените вредности се слични со вредностите на претпријатието. Работниците сакаат да бидат горди на тоа што го произведуваат и сакаат луѓето да им се восхитуваат на работата која ја работат. Практично, претпријатието треба да се држи понастрана од дејностите на коцкањето, продавањето оружје, дрога, проституцијата и другите негативни екстерналии кои ги носи денешното

време. Лидерите мора да создадат атмосфера, односно култура во која работниците се охрабруваат да дискутираат за своите дневни дилеми. Веригата за комуникација треба да биде отворена како за внатрешните, така и за надворешните стеикхолдери.

За извршената работа се значајни паричните надоместоци. Довербата која е стекната ќе ја почувствуваат и самите потрошувачи, регулаторите и јавноста. Пред сè, ќе се развие чувство на гордост, претприемливост и лојалност кон претпријатието. Почетната точка за да се развијат овие чувства се зборовите и дејствувањето на врвниот менаџмент. Главниот извршен директор кој дејствува и кој отворено ги дискутира вредностите и грижите на различните стеикхолдери е прв критичен чекор во поврзувањето на културата на претпријатието со своите деловни цели. Меѓутоа, во атмосфера во која дејствувањата не можат да се дискутираат, ниту каде што зборовите не можат да се преточат, моралниот развој на претпријатието ќе биде заменет со цинизам. Врвниот менаџмент мора да биде подготвен „зборовите да ги спроведува во дело“ и да ги одреди стандардите за претпријатието, без разлика на цената. Како што напишал Данте, „најжешките места во пеколот се резервираат за оние кои во времињата на голема морална криза ја одржуваат својата неутралност“ (Mandelbaum, 1980).

Според истражувањето, во Австралија, претпријатието може да биде криминално одговорно доколку се востанови дека не успеало да воспостави култура, кое претпочита усогласеност со законите или, пак, доколку културата наметнува да се толерираат или да се игнорираат законските одредби каде што подмитувањето на странските јавни службеници донесуваат криминална тежина. Овој стандард помага претпријатијата да ги избегнат проблемите со опис на неопходни структурни, оперативни и елементи за одржување ефективна усогласеност со законските одредби.<sup>7</sup>

Пример на етичко лидерство е Jawaharlal Nehru. Во 1937 година, Nehru беше избран за втор, консекутивен мандат како претседател на националниот парламент во Индија. Репутацијата за неговата пожртвуваност ја привлекуваше пошироката јавност. Преку псевдоним, Nehru се критикувал себеси објавувајќи статии во индиските новини. Тој многу добро разбрал дека лидерот е најетичен и пожртвуван кога дејствува, меѓутоа неговата моќ е ограничена преку институциите и преку критиката која е резултат на засилената јавна контрола. Доколку на партијата на конгресот и на печатот во Индија

---

<sup>7</sup> Berenbeim, E. R. (2005), "Leadership in the 21st Century: Why Ethical Leaders are Different: Executive Action", *The Conference Board Inc.*, No. 146, p. 2 in Richardson, J. (2009) (Ed.), *Annual Editions: Business ethics*. 21<sup>st</sup> Ed. in *Ethical leadership: Maintain an Ethical Culture*, McGraw Hill, New York.

му недостасувале критички осврт врз неговата работа, Nehru сметал дека, во тој случај, статиите би обезбедиле неопходна дисциплина која требало да постои. Од овој голем пример на етичко лидерство може да се извлечат три лекции:

► **Етичките лидери не се кријат од дебатата.** Етичкиот лидер разбира дека е неопходна отворена дебата во донесувањето на најдобрите одлуки. Исто така, отворено дебатираниите одлуки доведуваат до подобри резултати. Пред неколку години, во САД, едно истражување се фокусираше на однесувањето на членовите на клубовите за мали инвестиции и на некој начин неформални собири на приватни индивидуални инвеститори. Овие групи во кои членовите на претпријатието брзо донесувале консензуси и биле љубезни, цивилни, имале многу послаби резултати отколку инвестициските одлуки, како резултат на жолчна дебата. Секој смета дека ова е добар совет за другите претпријатија, но не смета дека е добар совет за вашето претпријатие.

Лидерите кои ја игнорираат слободата ги ставаат во ризик своите претпријатија. За да се потврди ова гледиште, доволно е да се погледне извештајот на претседателската комисија на САД, издаден на 30 март 2005 година за неуспесите на американската разузнавачка служба во Ирак. Извештајот излезе со препорака „да се отстрани пристапот на американската разузнавачка служба во трагањето по консензус, а да се промовира отворена внатрешна дебата и да се вклучи колку што е можно поразличен спектар мислења и погледи“.

► **Етичките лидери се активни учесници.** Потребно е лидерите да бидат активни учесници во дебатата во однос на алтернативите. Во некои кругови стана модерен корпоративниот модел според кој главниот извршен директор им кажува на своите раководители да постигнат консензус и да му ги пратат своите препораки. Меѓутоа, процесот на ваквото донесување одлуки има свои големи мани. Најголемите внатрешни процеси немаат вредност доколку во нив не учествува лидерот. Добрите лидери не само што се преиспитуваат себеси, туку и ја поздравуваат секоја можност и ја предизвикуваат сопствената интелектуална способност. Тие разбираат дека лидерството не се состои само од давање наредби. Етичките лидери разбираат дека нивните погледи и одлуки во голема мера се донесуваат во директен контакт со поединците кои ги предводат. На пример, на времето, генералот ја предводел својата војска преку сопственото истапување напред, односно од првите борбени редови.

Меѓу другите предности, дебатите доведуваат до неопходната доза реалност. Сопствената критика на Nehru имала задача да ја канализира неговата нетолеранција кон другите, послабите и неефикасните. Nehru успеал да разбере дека без разлика колку

лидерот е одлучен и ефективен во донесувањето на своите одлуки, за реализацијата на одлуките се потребни големо трпение и толеранција. Кажано на друг начин, „ниеден план не преживува без директен контакт со непријателот“, рекол прускиот генерал од XIX век Helmuth von Moltke. Оттука може да се дополни дека нетестираните идеи може да завршат неславно.

Друга консеквенција на ароганцијата на лидерот, неговата изолација и градење имунитет за комплетно објавување на резултатите и префрлање на одговорноста за загубата на други, доведува до губење на довербата кај јавноста која е заслужна за одржување на неговата моќ. На крајот, и *Enron* се сруши поради некомпетентните лидери. Доколку тоа не би било случај, сè уште постоела можност да доживее слична судбина откако јавноста дозна за лакомоста на извршниот менаџмент и за неговата екстраваганција.

► **Институционалната одржливост е на прво место.** Овој принцип опфаќа разбирање на своите лимити, не оние кои се наметнати од страна на институционалните аранжмани, од потребата за нивно јавно



одобрување или од сопствената дисциплина, туку, пред сè, лимитите на човечкиот морал. Крајната цел на етичкото лидерство е да се обезбеди институционална одржливост која треба да ја надмине загубата од кој било лидер. Можеби најдобар тест за лидерството е да се тестира состојбата во претпријатието 20 години по заминувањето на лидерот. Дали одлуките се донесуваат правилно? Дали лидерството е одговорно? Дали трансферот на моќта е направен без сериозни дисконтинуитети? Дали основната визија преживеала или, пак, е адаптирана на економските, општествените и политичките реалности?

Според овие стандарди, како лидер во историјата, Nehru доби високи оценки. Тој сфатил дека лидерите функционираат најдобро кога се предмет на соодветни ограничувања и се обидуваат на хуман начин да предводат во рамките на овие ограничувања. Крајната цел е моралноста. Моралот е збир од правила на едно претпријатие и социјална класа и начин на меѓусебни односи во социјалната заедница.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Клаиќ, Б. (1983), *Рјечник страних ријечи*, Накладни завод Матице Хрватске, Загреб, стр. 907.

Епиграф од Talmud: „Ние уживавме да работиме, меѓутоа не ни е дадено правото да ја завршиме нашата работа“.

### **3.3 ЕТИКАТА И ТЕХНОЛОГИЈАТА**

Технологијата ги содржи сите оние методи, процеси и алатки кои ги откриле луѓето за да манипулираат со животната средина. Никогаш не се случило традиционалните бизниси радикално и во континуитет да се трансформираат со рапидниот развој на новите технологии, при што се соочуваат со низа етички проблеми во бизнисот во технолошката ера.

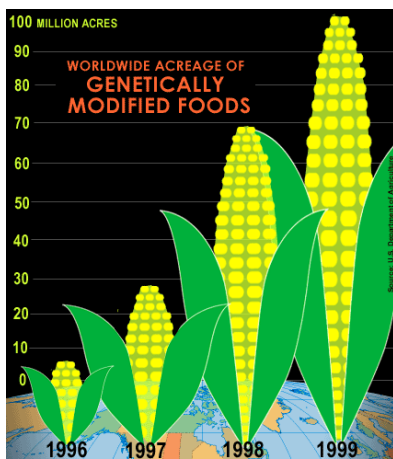
Ова не е првпат новите технологии да имаат револуционерно влијание врз општеството и врз бизнисот. Пред неколку илјадници години, во времето на „земјоделската револуција“, која сликовито беше прикажана на Летните олимписки игри во Лондон во 2012 година, луѓето ги развија технологиите за земјоделство кои им овозможија да имаат константи количини храна. Откритието на иригацијата, комбајните, генераторите за струја на вода, ветер и сонце им овозможија на луѓето да произведуваат повеќе храна отколку што можат да консумираат. Ова придонесе за развој на трговијата, комерцијалата и првите бизниси.

Новите технологии развиени во последните децении на XX век и првите години на XXI век повторно ги трансформираа општеството и бизнисите, креирајќи нови потенцијални етички проблеми. Најевидентен проблем е развојот на биотехнологијата. Информатиката не ги опфаќа само силните и моќните компјутери, туку, исто така, развојот на интернетот, безжичната комуникација, дигитализацијата и многубројните други технологии кои овозможува да се пренесе информацијата на нов и креативен начин. Овие технологии доведоа до голем број промени, пред сè, зголемена и рапидна глобализација и сè помало значење на локациската оддалеченост. Развојот на новите начини да се комуницира и да се трансферира кој било вид медиум – филмови, весници, музика, книги, пошта инстантно од едно место на друго; забрзување на животниот циклус на производот, откривање на новите револуционерни производи и побрзо пласирање на пазарот, како и можноста да се креираат нови животни форми – ги направи бизнис-претпријатијата помали, нехиерархиски и поедноставни.

Како што е во светот на е-трговијата (купување и продавање производи и услуги преку интернет), некои бизниси комплетно се ребрендираа и ги напуштија

традиционалните структури на физички локации, трансформирајќи се во „web“, основни правни субјекти кои постојат во светот на „сајберот“. Имагинарниот свет се дефинира како информација на електронска мрежа од поврзани компјутерски системи. Речиси сите сомнителни етички работи кои произлегоа од новите технологии се однесуваат, на еден или на друг начин, на нивото на ризикот: Дали се предвидливи овие ризици на новите технологии? Колку се големи овие ризици и дали можат да се елиминираат? Која е користа од овие ризици и кој треба да одлучи? Дали лицата кои би се соочиле со ризиците би се согласиле да ги прифатат ризиците? Дали ќе бидат компензирани за своите загуби? Дали ризиците рамноправно се распределени помеѓу различните слоеви на општеството, и тоа, помеѓу богатите и сиромашните, помеѓу младите и старите, помеѓу идните генерации и оваа генерација?

Повеќето од етичките проблеми кои ги креираа новите технологии како, на пример, откривањето на компјутерот, се однесуваат на приватноста. Компјутерите ни овозможуваат да собираме детални информации за луѓето на ниво кое никогаш претходно не било изводливо со следењето на корисниците преку интернет; собирањето информации за потрошувачите на касите; собирање податоци за плаќањата со кредитни



картички, собирањето информации преку апликациите за дозволи, банкарски сметки, дебитни картички, е-пошта, надзор на вработените кои работат на компјутерите итн. Тие имаат моќ информацијата брзо да се поврзе со другите бази на податоци (која содржи финансиска информација, историја на плаќања, адреси, телефони, броеви на возачката дозвола, податоци за кредитната историја, медицински и академски податоци, членувања), како што можат брзо да ги разграничат или да го преземат кој било вид ваква информација за секој што има пристап на компјутер. Токму поради тоа што овие технологии им овозможуваат на поединците да соберат ваква детална и потенцијална опасна информација, голем број луѓе посочија дека со тоа се прекршува правото за приватност и треба да им се забрани на поединците да собираат податоци, односно да имаат сознание за нашите приватни работи.

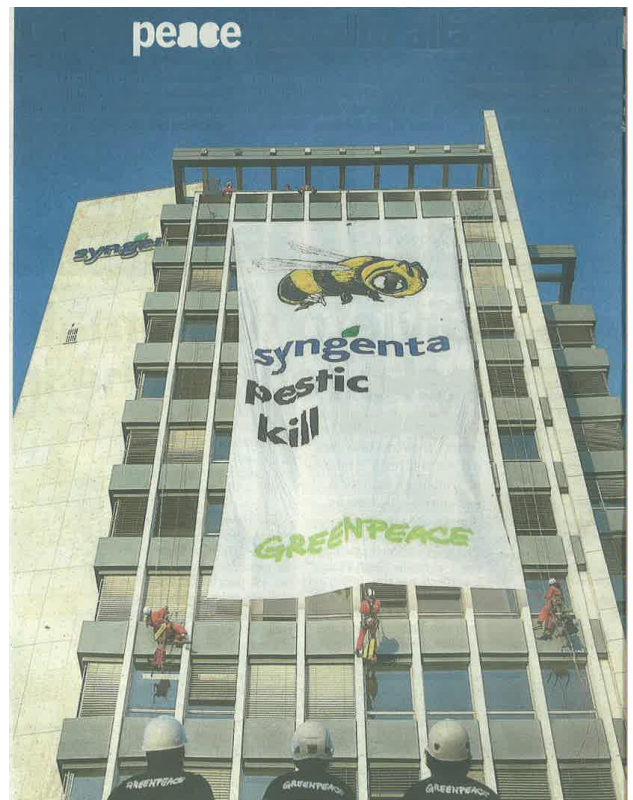
Информатичките технологии покренаа тешки етички прашања за природата на правото на имот, односно информацијата (како софтверот за компјутерите, компјутерскиот код или кој било вид податок – текст, број, слики, звуци – кои се кодирани во компјутерскиот фајл) или компјутерските услуги (пристап до компјутер



или компјутерски систем). Компјутеризираната информација (како што е софтверската програма или дигитализираната слика) може да се копира перфектно повеќе пати без да се промени оригиналот на каков било начин.

Групата за заштита на животната средина посочи дека нанodelчиња можат да бидат опасни ако се инхалираат од страна на човекот или доколку содржат токсични состојки. Во однос на потенцијалните ризици, дали бизнисите треба да се оградат од користење и комерцијализирање на нанотехнолошките производи? Биотехнологијата, исто така, креираше уште еден сет етички дилеми. Генетското инженерство се однесува на голем дел нови техники кои ќе им овозможат да се променат гените на клетките на луѓето, животните и растенијата. Гените кои се состојат од дезоксирибонуклеинска киселина содржат кодови кои ги определуваат карактеристиките на организмот што ќе ги имаат. Преку прекомбинирање на ДНК-технологијата, на пример, гените на едни видови се отстранети и се внесени во гените на другите видови за да се креира организам кој ги поседува комбинираниите карактеристики на двата вида. Претпријатијата го користат генетичкото инженерство за да создадат и за да пласираат нови видови зеленчук, овци, крави, зајаци, бактерија, вируси и многу други организми. Бактериите се користат во инженерството за да се детоксицира водата. Пченицата се произведува со генетички инженеринг за да биде отпорна на хербицидот.<sup>9</sup>

Француската лабораторија истакна дека во зајакот внеле флуоресцентни гени од рибите, и од тие причини, зајакот покажува особини какви што покажуваат рибите во текот на ноќта. Се поставува прашањето дали овие технологии се етички? Дали е правилно претпријатието да манипулира и да ги менува работите подарени од мајката природа? Кога претпријатието креира нов организам преку генетички инженеринг, практично, претпријатието преку патентирање на новиот организам ќе ја поседува новата форма на живот.



<sup>9</sup> 20 Minuti, (2013), "Greenpeace: assalto alla Syngenta", Giovedì, 18 aprile, Ticino, pp. 11.

Консеквенциите од пуштање генетички модифицирани организми во светот не може да се предвиди. Поленот од некои видови пченка кои биле генетски модифицирани да уништуваат соодветни инсекти, подоцна е откриено дека ги има уништено и пчелите. Затоа, бројот на пчелите во Европа еноормно се намалил.

Претпријатието *Syngenta Protection Inc.* се соочи со значителен удар врз својата репутација кога активистите на *Greenpeace*, на зградата од нивното претпријатие во Базел, Швајцарија, поставиле голем транспарент каде што пишуваше „*Syngenta*, убиец на пчелите“. Во 2012 и 2013 година, *Syngenta Protection Inc.* најмила агенција за управување со комуникацијата за кризата со пчелите, како и за нивелирање на штетата предизвикана врз репутацијата.

### 3.4 ЕТИКАТА И ГЛОБАЛИЗАЦИЈАТА

Со влегување во новиот милениум, светот се соочи со невидена транзиција. Ветровите на промени ја менуваат светската политика, економијата, животната средина, културата и многу други аспекти.<sup>10</sup>

Глобализацијата претставува светски процес во кој се поврзуваат економијата и општествените системи на нациите.<sup>11</sup> Глобализацијата го забрза развојот, просперитетот и технологијата, доведувајќи до намалување на локалните конфликти, за разлика од интензификацијата на конфликтите кои постоеја за време на Студената војна итн. Глобализација доведува до недостиг на демократија за сметка на унификацијата на светската економија и претставува амбивалентен процес. Во процесот на глобализација, малите држави губат, а големите добиваат. Се згуснува населението, доаѓа до нова поделба на трудот, се случува миграција кон северот, нациите се поврзуваат на начин што добрата, услугите, капиталот, знаењето и продукциите на културата се изнесуваат надвор од националните граници. Истата музика, храната, облеката, книгите, списанијата, филмовите, брендovите, автомобилите кои се среќаваат на домашниот пазар се достапни и во странство. Хамбургерите на *McDonald's* може да се најдат во Москва, Лугано, Лондон, Пекинг, Милано, Париз, Токио, Еурсалим или во Бангкок. Англиската

---

<sup>10</sup> Chang, S. J. & Daesing, H. (2001), “Corporate Governance in 21<sup>st</sup> century: New Managerial Concepts for Supranational Corporations”, *American Business Review*, pp. 32-32 & p. 13.

<sup>11</sup> Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York., p. 14.

новела за *Harry Potter* ја читаат децата и возрасните во Индија, Јапонија, Кина, Италија, Сирија и во Германија. Кога изби конфликтот во Сирија, англосаксонскиот свет ѝ постави ембарго на сопругата на претседателот на Сирија, Башим, за тргување во лондонските продавници, а на нејзиниот список се појави и истата новела како една од најомилените. Овој процес на глобализација доведе до неколку промени, пред сè, ги намали бариерите на трговија и се отворија светските пазари, при што се креираа системите на глобална комуникација и транспорт, како што се интернетот и глобалниот пренос, развојот на организациите за меѓународна трговија, како што е Светската трговска организација, основањето на меѓународни финансиски организации од типот на Светската банка, Меѓународниот монетарен фонд, кои овозможуваат проток на капиталот и ширење на мултинационалните претпријатија. Оттука, и самата глобализација е контроверзна тема на светската агенда. Постојат активисти „контра глобализмот“ кои протестираат „против глобалниот светски поредок“, „глобалниот капитализам“, „диктатот на мултинационалните претпријатија“ итн.

Феноменот на глобализацијата влијае врз многу аспекти на деловната етика. Во контекстот на деловната етика, оваа контроверзност игра голема улога. Пред сè, мултинационалните претпријатија се центар на јавната критика на глобализацијата. Тие се обвинети за злоупотреба на работниците во помалку развиените земји за тоа дека ја уништуваат животната средина и дека ја злоупотребуваат својата економска моќ во неетички практики. Практично, ги пуштаат нискоразвиените земји да се натпреваруваат меѓу себе во надавањето подобри услови во однос на ниските даночни стапки, ниското ниво на регулација за заштита на животната средина и ограничените работнички права.<sup>12</sup>

Истражувачот Rugman (2000) истакна дека не постои термин „глобална економија“, бидејќи 90% од светската трговија се случува помеѓу три економски блока, и тоа, Европската унија, Северна Америка и Јапонија, оставајќи ги зад себе останатите делови од глобусот. Сепак, во последните 15 години се сменија некои работи на светската трговска сцена. На пример, во 2014 година, земјите во развој ќе ги престигнат развиените пазари од аспект на бруто-домашниот производ. Оттука, не е повеќе фер овие земји да се нарекуваат земји во развој. Доколку Кина, заклучно со 2035 година, биде најголемата светска економија, колку долго би можеле да ја нарекувате земја во развој? По сè изгледа дека Индија ќе биде втората светска економија во тоа време. Во

---

<sup>12</sup> Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York, p. 14.

моментов, новите светски сили кои значително се приближуваат, покрај Кина и Индија, исто така се Бразил, Русија, Турција, Тајван, Кореја, Саудиска Арабија. Само за споредба, по Втората светска војна, САД создаваа 48% од светскиот бруто-општествен производ, а денес тој изнесува приближно 22%. Со други зборови, Кинезите го „јадат појадокот“ на Американците. Статистиката и односот на силите со години се менуваат.

За оваа цел се користи истражувачкиот труд на Jan Aart Scholte, објавен во 2000 година, и тоа:<sup>13</sup>

► **Глобализацијата како интернационализација.** Повеќето го гледаат трендот на зголемување на меѓуграничната соработка како нов дефинирачки елемент на глобализацијата. Меѓутоа, овој феномен постоел уште во античката историја, дури и, споредбено, нивото на меѓуграничната трговија кон крајот на XIX век е незначително помало во однос на нивото на меѓугранична трговија кон крајот на XX век.

► **Глобализацијата како либерализација.** Скорашната дебата за глобализацијата се поклопува со зголемувањето на трговската либерализација и различните видови дерегулација. Сепак, овој феномен е значително постар и не ја оправдува неговата употреба во насока на опишување на глобализацијата.

► **Глобализацијата како универзалност.** Од аспект на глобализацијата, факт е дека доведува до зголемен глобален спектар производи, животен стил и идеи. Сепак, исто така, ова не е нов феномен. Христијанството, како и исламот се религии раширени низ целиот глобус и се религии кои имаат моќ на спојување и асимилирање на луѓето. Сепак, за да се опише овој стар феномен не е потребен нов термин како што е „глобализација“.

► **Глобализацијата како американзирање.** Најголемата критика на глобализацијата е дека претставува своевиден извоз на американската култура, односно западната култура во другите различни региони со различна култура. Сепак, ова воопшто не е нов феномен: во ерата на колонизацијата во XIX век се извозуваше западната култура во соодветните колонии, на пример, и денес се чувствува англиското влијание во Индија, шпанското влијание во Јужна Америка и француското влијание во Африка.

Сите овие погледи за глобализацијата ги оцртуваат видливите карактеристики на глобализацијата, меѓутоа не ги оцртуваат новите аспекти на глобализацијата. За да се открие оваа димензија, потребно е да се набљудуваат општествените врски. Овие

<sup>13</sup> Scholte, J. A. (2000), "Globalization: A critical introduction", St. Martin's Press. in Crane, A. and Matten, D. (Ed.) 2004, *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York., p. 15.

врски, без разлика дали се однесуваат на личните врски со фамилијата и со пријателите, економските врски, како што се пазарењето и работењето, се одвиваат на одредена локација. Луѓето ја имаат својата фамилија или пријателите во селото, односно во градот каде што живеат, како и работата, односно професионалните контакти се во соодветниот регион. Општествените врски секогаш се поврзуваат со соодветна географска локација. Сепак, оваа поврзаност помеѓу општествените врски и географската локација континуирано се намалува последните две децении.

Првата причина е од технолошка природа. Модерната комуникациска технологија, од телефонот до радиото и телевизијата, а сега и интернетот, отвора можност за поврзување на луѓето без разлика каде се наоѓаат. Територијалната оддалеченост во денешно време не игра никаква улога. Поединците со кои имаме професионални контакти или нашите пријатели не мора да бидат на иста географска локација. На пример, во текот на професионалниот, академскиот и општествениот живот, поранешните колеги и пријатели се растурени низ целиот свет поради честата промена на географската локација во животот. Сепак, секој камен се стреми кон своето место.



Втората причина е од политичка природа. Територијалните поделби биле причина за одвоеноста на луѓето. Пред 15 години било тешко да се влезе од западниот во источниот блок без виза која повлекувала голема и долга процедура, и обратно. До скоро, и нашите граѓани честопати подлегнуваа под дискриминирачките процедури за добивање виза за да ја посетат која било европска или американска дестинација. Ова довело до отуѓување на луѓето. Со паѓањето на Берлинскиот ѕид и со европската интеграција сè повеќе еродираат националните граници. Во Европа може да се вози од Лапланд до Сицилија без запирање на националните граници.

Основен најмал заеднички содржател на изложените аргументи е фактот што сите врски повеќе не зависат од географската поврзаност и не се ограничени од

територијалната раздалеченост и од границите. Оттука, карактеристиката на глобализацијата е отстранување на територијата, а дефиницијата е:

#### Дефиниција за глобализација

„Глобализацијата е прогресивно еродирање на релевантноста на територијалната основа за општествени, економски и политички активности, процеси и односи.“<sup>14</sup>

Дефинирана во оваа смисла, со отстранување на територијалната компонента, глобализацијата е особено релевантна за деловната етика, и тоа во три главни области: културата, законот и одговорноста.<sup>15</sup>

► **Културата.** Претпријатијата повеќе не се фиксирани територијално. Претпријатијата пенетрираат во непознатите територии каде што се соочуваат со нови култури кои имаат различни мерила за тоа што е етично, а што не е. На пример, во времето на економската рецесија, во Европа настапи трендот на масовно отпуштање работници што претставува неетичка практика за Кинезите. Од друга страна, пак, Кинезите се пофлексибилни кон детската работна сила, нешто што се смета за неетичко во Европа.

► **Законот.** Тоа е вториот аспект кој е потесно поврзан со етиката. Колку повеќе економската трансакција ја губи својата врска кон соодветната територија, толку повеќе има можност да избега од контролата на националната влада. Секогаш контролата на владата е ограничена за соодветната територија, на пример, француските закони се обврзувачки за француската територија, англиските закони за англиската територија итн. Законската рамка се менува со одлуката претпријатието да го премести своето производство во друга земја. Оттука, менаџерите не можат повеќе да се потпрат на законската рамка кога одлучуваат што е правилно, а што не е за соодветните деловни практики. Деловната етика започнува каде што завршува правото. На пример, глобалните финансиски пазари се надвор од контролата на која било национална влада, и константната борба на владата против детската порнографија на интернет се соочува со енормни тешкотии поради фактот што не е јасно под чија јурисдикција е во услови на немање определена територија.

<sup>14</sup> Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York., pp. 14-20.

<sup>15</sup> Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York, pp. 14-20.





► **Одговорноста.** Во услови на глобалните активности, претпријатијата се доминантни играчи на глобалната сцена. Мултинационалните претпријатија ги поседуваат масовните медиуми кои ја определуваат содржината на информацијата и индустријата за забава, продукцијата на глобални производи, ги исплаќаат платите на луѓето, (директно и индиректно) ги плаќаат даноците на владите кои управуваат на тој начин. На пример, бруто-општествениот производ на Данска речиси е ист како и обртот на *General Motors*. Сепак, владата на Данска мора да биде одговорна пред своите луѓе, и се соочува со избори, додека менаџерите на *General Motors* се одговорни пред мал број акционери. Поединците во САД, Бразил и во Германија, кои зависат директно од инвестицијата на *General Motors*, немаат никакво влијание врз претпријатието, а исто така немаат ниту регионалните, ниту националните влади.

Со снемнувањето на територијалните принципи и намалувањето на силата на законски одредби, глобализацијата ја наметна неопходноста на деловната етика. Оваа потреба се увиде и во сè позачестените протести на антиглобалистите. Индиректно се наметнува прашањето дека не е етички мултинационалните претпријатија да бидат одговорни само за своите акционери, туку за поголем спектар стеикхолдери. На табелата 3.1 е прикажан преглед на влијанието на глобализацијата врз различни групи стеикхолдери.<sup>16</sup>



---

<sup>16</sup> Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York, p. 20.



Табела 3.1 Примери за влијанието на глобализацијата врз различните групи  
стејхолдери

| Стејкхолдери  | Влијание врз глобализацијата   |
|---|--|
| Акционери   | Недостигот на регулација на глобалните пазари на капитал доведува до финансиски ризици и нестабилност.   |
| Вработени   | Претпријатијата го префрлуваат производството во земјите со низок развој за да ги намалат своите трошоци, зголемувајќи ја експлоатацијата на луѓето од различни култури и различни морални стандарди.  |
| Клиенти   | Глобалните производи се соочуваат со протести за културолошкиот империализам и американизацијата. Голем број клиенти во земјите со низок развој се соочуваат со можноста да ги експлоатираат мултинационалните претпријатија.  |
| Снабдувачи и конкуренција   | Мултинационалните претпријатија ги регулираат снабдувачите во земјите со низок развој преку менаџментот на низата снабдувачи.  |
| Граѓанското општество (невладините организации, локалните активисти)  | Глобалните деловни активности на претпријатието му овозможуваат интеракција со локалната заедница со можност за ерозија на традиционалниот општествен живот; глобалните активни групи претставуваат полицајци на претпријатието во земјите каде што владите се слаби и толерантни. |
| Влада и регулација  | Глобализацијата ги ослабува владите и се зголемува корпоративната одговорност за работните места, социјалниот пакет, одржувањето на етичките стандарди, итн.   |
| Извор: Crane, A. and Matten, D. (2004), <i>Business Ethics: A European perspective</i> , Oxford University Press Inc., New York, p. 20. |  |

Големите глобални претпријатија низ светот се помоќни од суверените влади. Можеби во новиот век е потребен нов деловен модел кој треба да ги инкорпорира повеќето култури во глобалната економија. Потенцијалот на корпоративниот развој се наоѓа во пазарите каде што е енормна популацијата, како што се Кина, Русија, Индија, Бразил, Пакистан, Индонезија и африканските нации од кои се очекува во иднина да го свртат тркалото на светската економија.

Студијата на Aarti Gupta ја обработува транспарентноста во контекст на глобалното управување на животната средина. Пред сè, научникот ја согледува важноста на обелоденувањето податоци и информации во глобалната сфера. Меѓу другото, тој ги потенцира иницијативите на управување преку обелоденување во глобалниот контекст. На пример, тој ја обработува конвенцијата на Aarhus, *Aarhus Convention*, т.н. врата на информацијата за заштита на животната средина, шемите за приватно еко-етикетирање и различните доброволни иницијативи за општествена одговорност. Научникот предлага дека таквите иницијативи на управување преку обелоденување треба да бидат предмет на опсежно анализирање преку компаративни анализи, бидејќи се разликува по основа на повеќето фактори во глобалното управување со животната средина.<sup>17</sup>

Студијата на Albrecht's ја обработува природата на измамата, вклучувајќи ги големите скандали во сметководството во последната декада. Истовремено, таа ја обработува улогата на ревизорите и дилемата дали треба да се бара одговорност од ревизорите за откривање на измамите во финансиските извештаи. Понатаму, студијата ги обработува стандардите, правилата и законите откако се случила големите измами во 90-тите години и на почетокот од XXI век.<sup>18</sup> Понатаму, студијата го оценува капацитетот и влијанието на новите стандарди, правила и закони при спречувањето на измамите во финансиските извештаи во иднина.



### 3.5 МЕХАНИЗМИТЕ ЗА УПРАВУВАЊЕ И ЕТИЧКОТО ОДНЕСУВАЊЕ

Според концепциската поставеност, корпоративното управување опфаќа идентификација на контролни механизми кои ќе овозможат стратегиските одлуки да се донесуваат ефективно. Во современите претпријатија, особено на оние во САД и во Велика Британија, основна цел е да осигурат дека интересите на врвните менаџери се

<sup>17</sup> Gupta, A. (2008), "Transparency Under Scrutiny: Information Disclosure in Global Environmental Governance", *Global Environmental Politics*, Vol. 8, No. 2, pp. 1-7.

<sup>18</sup> Albrecht, W. S., Albrecht, C. and Albrecht, C. C. (2008), "Current Trends in Fraud and its Detection", *Information Security Journal: A Global Perspective*, Vol. 17, No. 1, pp. 2-12.

поклопуваат со интересите на акционерите. Неколку важни аспекти на корпоративното управување се контролата во сферата каде што сопствениците, менаџерите и членовите на одборот на директори се соочуваат со конфликт на интереси. Најчесто од посебен интерес на јавноста се изборот на директори, генерален надзор на надоместокот на главниот извршен директор, како и целосната структура и стратегиската политика на претпријатието.

**Деловната етика** се дефинира како управување, односно механизмот на управување на деловната етика е директен обид, на формален или на неформален начин, да се управува со етичките работи и проблеми преку соодветни политики, практики и програми.<sup>19</sup>

Деловната етика не се однесува само на тоа како размислуваат и дејствуваат вработените. Вработените не се само поединци. Тие преставуваат дел од културата на претпријатието која влијае врз тоа како тие размислуваат и како се однесуваат. Етичката култура на претпријатието влијае врз начинот на кој вработените размислуваат и дејствуваат во различни ситуации.<sup>20</sup>

Етичкиот модел за донесување одлуки се состои од три основни чекори, презентирани на слика 3.1, и тоа:<sup>21</sup>

- ▶ **Морално сознание** е сознанието на фактот дека постои етичка дилема;
- ▶ **Морално расудување** е одлучување што е правилно; и
- ▶ **Етичко однесување** е преземање акција за да се направи правилната работа.

Се претпоставува дека врз овие чекори влијаат два вида фактори: карактеристиките на поединците и карактеристиките на претпријатијата. Теоретското убедување укажува за моралните етики на поединците преку филозофските теории со кои поединците ги анализираат своите постапки за да донесат правилни морални судови.

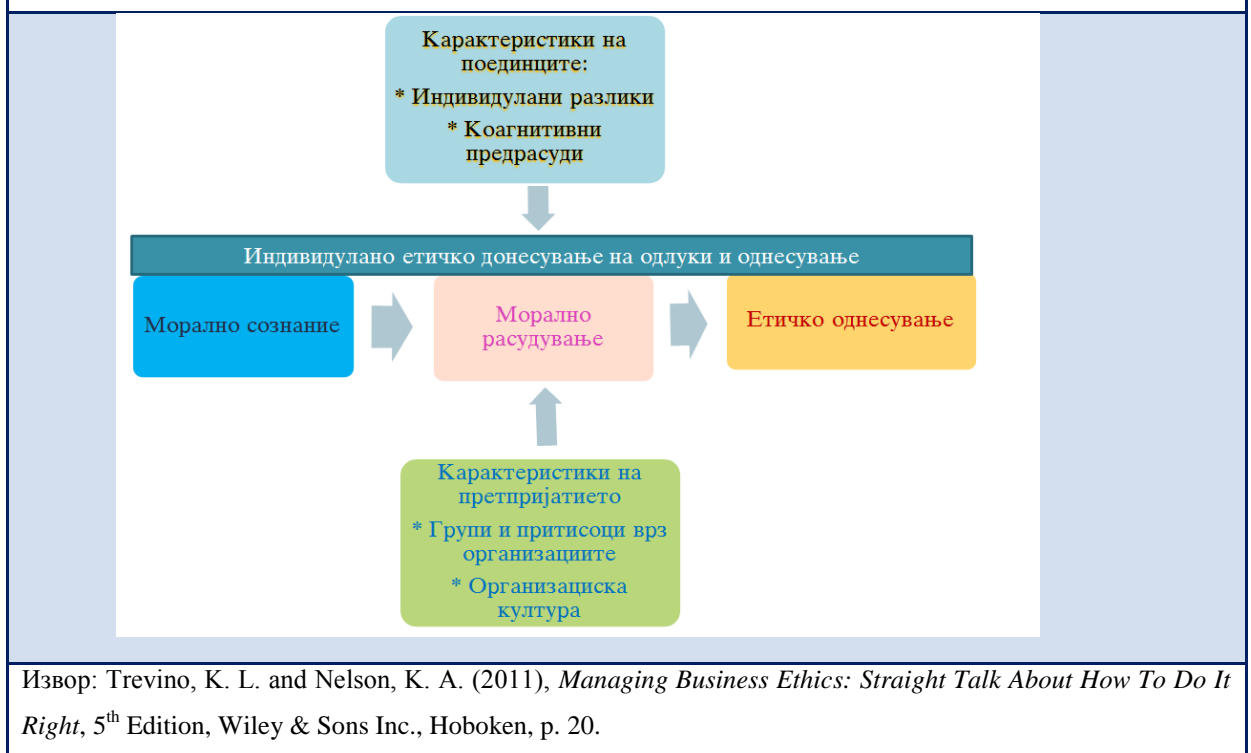


<sup>19</sup> Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York, p. 144.

<sup>20</sup> Trevino, K. L. and Nelson, K. A. (2011), *Managing Business Ethics: Straight Talk About How To Do It Right*, 5<sup>th</sup> Edition, Wiley & Sons Inc., Hoboken, p. 150.

<sup>21</sup> Trevino, K. L. and Nelson, K. A. (2011), *Managing Business Ethics: Straight Talk About How To Do It Right*, 5<sup>th</sup> Edition, Wiley & Sons Inc., Hoboken, p. 20.

Слика 3.1 Процес на етичко одлучување

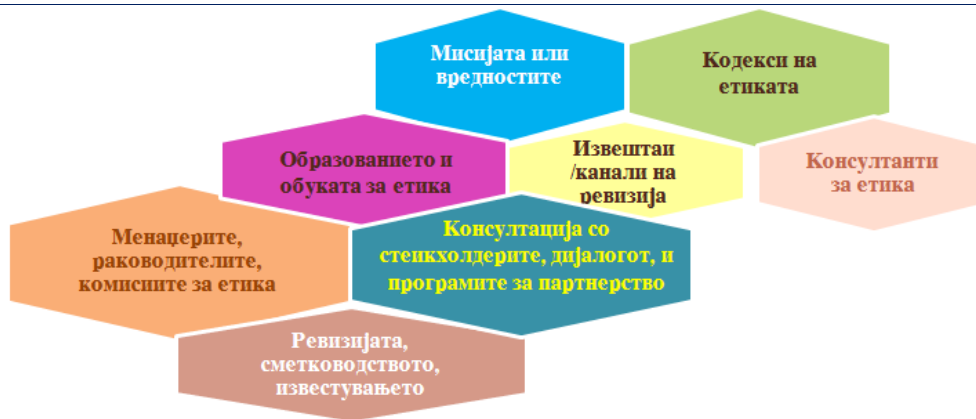


Практично, овој пристап се фокусира на поединците и на претпријатијата – на начините да управуваат со своето однесување и однесувањето на другите луѓе во претпријатието, особено оние кои се подредени и кои им поднесуваат извештај на своите раководители.

Деловната етика во глобалната економија добива вредност. Глобалните претпријатија како *McDonald's*, *Shell*, *Nike*, *Nestlé* и другите увидоа дека нивниот трошок при неетичките прекршоци ја нарушува нивната репутација. John Rusnak од подружницата на *Allfirst Financial* во Балтимор и Nick Leeson од *Baring Bank* во Сингапур на драматичен начин покажаа дека неетичкото однесување може да има немерливи последици врз резултатите на успешните претпријатија. Од тие причини, има голем број теоретски и практични обиди да развијат посистематски и построкуриран пристап за управувањето со деловната етика. Ова придонесе до тоа да се развие мултимилionерска меѓународна индустрија за управување со етиката профилирајќи кадри на етички менаџери, консултанти, ревизори и други експерти кои се во можност да ги советуваат и да ги имплементираат политиките на менаџерите и програмите во претпријатијата на глобално ниво. Компоненти на управувањето со деловната етика се следниве (слика 3.2):<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York, pp. 144-147.

Слика 3.2 Компоненти на управувањето со деловната етика



Извор: Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York, p. 145.

► **Мисијата или вредностите.** Ова се општи начела за целите на претпријатијата, уверувањата и вредностите. Овие начела најчесто вклучуваат општествени цели од еден или од друг вид со цел да управуваат на етичен начин (David, 1989; Starkey, 1998).<sup>23</sup> Корпоративната визија на ИКЕА е „секој да има подобар живот секој ден“, додека мисијата на Marks и Spencer е „да се биде снабдувач од доверба како и да се снабдува производи со демонстрирање јасна визија и чувство на општествена одговорност и конзистентност во донесувањето одлуки и во однесувањето“.

► **Кодекси на етиката.** Ова се експлицитни начела за тоа каков вид однесување се очекува и се посакува од вработените од етичка природа во рамките на претпријатието, професијата или индустријата.

► **Извештаи/канални на ревизија.** Собирањето информации за етичките работи е најважен инпут за ефективниот менаџмент, и овозможувањето соодветен канал преку кој вработените ќе имаат можност да дискутираат за своите етички дилеми и да добијат совети, е витален инструмент во идентификувањето на потенцијалните проблеми и нивното решавање пред да ескалираат и/или да станат јавни. Некои претпријатија имаат креирано социјални мрежи за своите вработени кои можат во прва рака да ги информираат претпоставените за злоупотребата или за проблемите и да

<sup>23</sup> David, F.R. (1989), “How companies define their mission”, *Long range planning*, Vol. 22, No. 1, pp. 90-97 and Starkey, K. (1998) “Durkheim and the limits of corporate culture: Whose culture?” *Journal of Management Studies*, Vol. 35, No.2, pp. 125-136.

добијат совет од нив за нивно решавање и солуции на кризната ситуација (според истражувањето на Arthur Andersen во 2000 година, околу 60% од претпријатијата во Велика Британија имаат воведено вакви механизми).

► **Менаџерите, раководителите, комисиите за етика.** Во некои претпријатија, поединците или групите се определени за да координираат или за да преземат одговорност за управување со етиката во нивните претпријатија. Во САД, под различни титули постојат определени менаџери за етика. Според истражувањето во 1995 година, 30% од *Fortune*, 1.000 претпријатија пријавиле дека имаат ваква функција. Оваа практика во Европа е поретка, меѓутоа, сепак, во септември 2001 година, Европската мрежа за деловна етика го лансира форумот за етички практиканти.

► **Консултантите за етика.** Консултантите за деловна етика станаа мали но цврсто инкорпорирани елементи на пазарот, каде што голем број претпријатија повеќе ги користат овие консултантите отколку своите извршни директори да управуваат со соодветни области на деловната етика. Во моментов, и покрај тоа што постојат мал број претпријатија за консултирање, сепак приматот го држат големите ревизорски куќи од типот на *KPMG*, *PricewaterhouseCoopers*, кои почнаа да даваат услуги од областа на етиката покрај другите сметководствени и ревизорски услуги. Етичката агенда се прошири на услугите од типот на управување проекти, стратешки совети, ревизија и известување за општествените аспекти и заштитата на животната средина итн.

► **Образованието и обуката за етика.** Сè поголемо внимание се посветува на деловната етика, образованието и обуката. Обуката се организира во рамките на претпријатијата или, пак, преку консултантите за етика во универзитетите, стручните центри итн. Формалната обука за деловна етика е позастапена во САД преку понудата на насоки во додипломските студии, како и на постдипломските студии преку модули за деловната етика на програмата MBA. Сепак, овој тренд се менува, и според истражувањето во 1999 година, 40% од поголемите англиски претпријатија извршиле обуки за деловната етика, што претставува пораст од повеќе од 100% во тие три години (истражување на Arthur Andersen објавено во 2000 година). Diane Kirrane (1990) ги сумира целите на обуката за етика, и тоа: (1) идентификување ситуација каде што е потребно етичко дејствување; (2) разбирање на културата и вредноста за претпријатието; (3) проценување на влијанието на етичката одлука.

► **Консултација со стејкхолдерите, дијалогот и програмите за партнерство.** Постојат различни начини за да се вклучат стејкхолдерите во процесот на донесување одлуки. Проактивноста во овој домен игра централна улога во

промовирање на корпоративната одговорност. Деловната етика претпочита донесување одлуки кои треба да бидат „правилни“, па затоа дијалогот со стеикхолдерите врз кои влијаат одлуките е неопходен за да се утврди како е „правилно“ да се постапи.

► **Ревизијата, сметководството, известувањето.** Овие се поврзани активности кои се однесуваат на проценување, оценување и комуницирање на ефектите на претпријатието и нејзините резултати во доменот на општествено корисните работи и заштитата на животната средина, кои се од интерес на стеикхолдерите во претпријатието.

Управувањето на моралната одговорност се одвива од одборот на директорите до пазарот. Деловната етика ги истражува и ги рангира 100-те најдобри корпоративни граѓани (почнувајќи во 1999 година) според корпоративната услуга на седумте групи стеикхолдери: акционерите, општините, малцинствата и жените, вработените, животната средина, странските стеикхолдери и клиентите. Како што истакнува издавачот, списокот не е „сертификат за одличен граѓанин“. Во 2004 година, 16-те претпријатија биле исклучени од списокот поради значителните контроверзии. 10-те најодговорни општествени претпријатија и етички претпријатија во 2004 година по редослед се:<sup>24</sup>

1. Fannie Mae
2. Proctor & Gamble
3. Intel Corporation
4. St. Paul Companies
5. Green Mountain Coffee Roasters Inc.
6. Deere & Company
7. Avon Products, Inc.
8. Hewlett Packard
9. Agilent Technologies
10. Ecolab Inc.

Дваесет и девет претпријатија биле на списокот секоја година од 1999 година до 2004 година. Меѓу другите, во 2004 година, одговорни претпријатија се: *Intel* (No. 3), *Avon Products* (No. 7), *Herman Miller* (No. 14), *Timberland* (No. 17), *Cisco Systems* (No. 19), *Southwest Airlines* (No. 22), *AT&T* (No. 43), *Starbucks Coffee* (No. 45), *Merch* (No. 48) и *Medtroncis* (No. 57). *Procter & Gamble* било еден од најконзистентните претпријатија на списокот, со својот ранг во првите 5 претпријатија во текот на 5 години. *Hewlett-Packard* е рангирано во првите 10 претпријатија сите 5 години.

<sup>24</sup> Weiss, W. J. (2006), *Business ethics: A Stakeholder and Issues Management Approach*, 4<sup>th</sup> Edition, Thomson Higher Education, Mason, p. 167.



Глобализацијата и тековната дифузија на информатичката технологија, како и стравот да не се појават претпријатијата како *Enron*, претставува притисок врз корпоративната конкуренција, покрај притисокот на значителниот акционерски активизам. „Резултатот е тоа што голем број вработени, инвеститорот и потрошувачите бараат гаранции дека производите и услугите кои ги произведуваат, ги финансираат или ги купуваат не се штетни за работниците, животната средина и општина во која ги произведуваат.“ Консеквентно, постои нов интерес во областа за корпоративната општествена одговорност – односно како деловната средина ја почитува и етички го промовира социјалниот пакет на стеикхолдерите и општеството.

Голем број извршни директори и професионалци се обврзани со закон да ги почитуваат своите стеикхолдери. Постои аргумент дека претпријатијата кои се општествено одговорни имаат конкурентна предност во следните области, и тоа:

1. Репутацијата.
2. Успешното портфолио за општествена инвестиција.
3. Можноста да се привлечат квалитетни вработени.

Извршниот директор на институтот за репутација истакна дека „репутацијата е многу повеќе од апстрактниот концепт; ова е корпоративно средство кое е магнет за да ги привлече потрошувачите, вработените и инвеститорите“.<sup>25</sup>

Деловната етика и општествената одговорност честопати се сметаат за идентични концепти. Општествената корпоративна одговорност е описна дисциплина, додека деловната етика е нормативна дисциплина. Сепак, општествената одговорност претставува само еден аспект од дисциплината на деловната етика. Општествената одговорност се појави во текот на 1960-тите години со зголемена одговорност кај јавноста, за улогата на претпријатијата во развивање и одржување етички практики во општеството, а особено во заштитата на животната средина.

### 3.6 УПРАВУВАЊЕ СО КОРПОРАТИВНАТА ОДГОВОРНОСТ

Етичката организациска култура и општествената корпоративна одговорност, како и влијанието врз вработените се области кои треба понатаму да се истражуваат во областа на деловната етика и новата дисциплина на развојот на човечките ресурси.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Weiss, W. J. (2006), *Business ethics: A Stakeholder and Issues Management Approach*, 4<sup>th</sup> Edition, Thomson Higher Education, Mason, pp. 170-171.

Етичката организациска култура претставува неформален организациски контекст составен од вредности, норми и претпоставки кои се сплотени во сет вештини кои овозможуваат претпријатието да претставува модел на моралот.<sup>27</sup> Корпоративната општествена одговорност ја содржи вредноста на исклучителната грижа и одговорноста на претпријатијата кон своите сктеикхолдери, како што се вработените и самото општество, како и работодавачите.<sup>28</sup>

Перцепциите за етичката организациска култура и корпоративната општествена одговорност можат да влијаат врз миграцијата на работната сила. Корелацијата помеѓу перцепциите и искуството на вработените за етичката организациска култура и корпоративната општествена одговорност сè уште не е идентификувано. Истражувањето на Csikszentmihalyi (2003) само ја потенцира важноста на работните услови за работниците, бидејќи средините во кои доминира алчноста на менаџерите кои ги игнорираат потребите на вработените и потрошувачите преку практики на „уцени, омаловажувања, искористување, односно експлоатирање“ се враќаат како бумеранг.<sup>29</sup>

Инвестицијата во соодветните работници се губи, бидејќи секое вработување и обучување на работникот донесува соодветен трошок. Работодавачите не можат да го контролираат психолошкиот момент кој се одвива во менталниот склоп на работникот. Задоволниот работник го наградува своето претпријатие, а прашање на време е кога незадоволниот работник ќе го сруши имиџот на претпријатието. Токму поради тоа, важно е да се промовира организациска култура која се заснова на разумни вредности.



<sup>26</sup> Hatcher, T. (2002), *Ethics and HRD: A new approach to leading responsible organizations*, Perseus Books Group, Perseus Publishing, New York, p. 68.

<sup>27</sup> Kaptein, M. (2011), “Understanding unethical behavior by unraveling ethical culture”, *Human Relations*, Vol. 64, No. 6, pp. 843-869.

<sup>28</sup> Gardner, H. (2007), *Responsibility at work: How leading professionals act (or don't act) responsibly*, Jossey-Bass, San Francisco, pp. 157-166.

<sup>29</sup> Csikszentmihalyi, M. (2003), *Good business: Leadership, flow, and the making of meaning*, Penguin Books, New York, p. 100.

**Управување на корпоративната одговорност преку надворешните стеикхолдери.** Претпријатието како правен субјект и како колектив на поединци и групи управува со стеикхолдерите. Сопствениците и акционерите ги ангажираат главниот извршен директор и извршните менаџери за да ги максимизираат профитите. Одборот на директорите е одговорен да ги набљудува активностите, да ја одобрува стратегијата и да сноси одговорност пред раководителите на претпријатието. Претпријатијата мора да одговорат на многубројни потреби и права, како и легитимни побарувања на стеикхолдерите. Од оваа перспектива, претпријатијата имаат примарна обврска за економските мандати на своите сопственици; сепак, за да се преживее и за да се успее, исто така, мора да се одговори на правните, општествените, политичките и предусловите за животна средина поставени од страна на стеикхолдерите.<sup>30</sup>

Едно истражување истакнува дека „користењето на корпоративните капацитети за решавање на општествените проблеми на примарните стеикхолдери нема да додаде вредност за акционерите“. Ова истражување имплицира дека „создавањето вредност за акционерите не треба да биде врз трошокот на другите примарни стеикхолдери“. Претпријатијата се економски и општествени стеикхолдери. Liderството треба да ги балансира економските и моралните приоритети.

Според истражувањето во периодот од 2003 до 2005 година се тестираат претпријатијата кои се одговорни, а кои не се општествено одговорни. За да дојдат до нови сознанија дали корпоративната општествена одговорност има влијае од финансиските и институционалните варијабли, емпириски се проучувале вкупно 520 финансиски институции во 34 земји. Емпириските резултати укажуваат на следново:<sup>31</sup>

- ▶ Претпријатијата, колку се поголеми, толку се поопштествено одговорни, а финансиските резултати не се поврзани со корпоративната општествена одговорност;
- ▶ Претпријатијата практично би биле општествено поодговорни за да ја зголемат својата конкурентска предност во услови кога пазарната конкурентност е поинтензивна;
- ▶ Финансиските субјекти во земјите во кои имаат појака правна заштита сè повеќе се ангажираат во активностите за општествена одговорност; сепак,

<sup>30</sup> Weiss, W. J. (2006), *Business ethics: A Stakeholder and Issues Management Approach*, 4<sup>th</sup> Edition, Thomson Higher Education, Mason, p. 172.

<sup>31</sup> Chih, H. L., Chih, H. H. and Chen, T. Y. (2010), “On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 93, No. 1, pp. 115-135.

интересно и вчудовидувачко е тоа што претпријатијата во земјите со поинтензивни акционерски права помалку се ангажираат во активностите за општествена одговорност;

► Сопствената регулација во склоп на финансиската индустрија има значително позитивен ефект врз корпоративната општествена одговорност, а претпријатијата кои се повеќе општествено одговорни се наоѓаат во земјите во кои има покооперативна средина меѓу вработениот и работодавачот, поквалитетни школи за менаџмент и подобра средина за макроекономија.

Постои рамнотежа која треба да се одржи меѓу надворешната регулација и сопствената регулација врз основа на јавната доверба во претпријатијата. Примерокот на *ABC News/Washington Post* покажа дека 63% од субјектите веруваат дека регулацијата на претпријатијата е „потребна за да се заштити јавноста“. Регулацијата „доведува до повеќе штета отколку добивка“, изјавиле 30% од анкетираниите субјекти.

Истражувањето покажа дека „од *Enron* до *WorldCom*, општо, е раширена недовербата во корпоративна Америка по сите скандали“. Само 23% од Американците имаат доверба во деловните претпријатија, а 75% ја изгубиле довербата. Ова претставува исто ниво како пред 10, па дури и 20 години.<sup>32</sup>

Во 2009 година се развила техника за рангирање на корпоративната општествена одговорност со цел да се создаде „оригинална, валидна и одржлива мерка за корпоративната општествена одговорност со што се отсликува одговорноста на бизнисот кон различните стеикхолдери“.<sup>33</sup> Понатаму се спроведува анализа на факторите кои ја претставуваат четири-степената структура на двете димензии, и тоа: (1) општествените и другите стеикхолдери: општеството, природата, идните генерации и невладините субјекти; (2) вработените; (3) потрошувачите; и (4) владата, кои се презентирани во табела 3.2.



<sup>32</sup> Weiss, W. J. (2006), *Business ethics: A Stakeholder and Issues Management Approach*, 4<sup>th</sup> Edition, Thomson Higher Education, Mason, p. 173.

<sup>33</sup> Turker, D. (2009), “Measuring corporate social responsibility: A scale development study”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 85, p. 411.

Табела 3.2 Ранг на корпоративна општествена одговорност

1. Корпоративна општествена одговорност во општествените и другите стеикхолдери:  
општеството, природата, идните генерации и невладините субјекти

|    |   |   |   |   |   |   |
|----|---|---|---|---|---|---|
| 1. | Нашето претпријатие учествува во активности кои овозможуваат подобрување и заштита на животната средина.            | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 2. | Нашето претпријатие прави инвестиции за да обезбеди подобар живот за идните генерации.                              | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 3. | Нашето претпријатие реализира специјални програми за да ги минимизира негативните екстерналии во животната средина. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 4. | Целта на нашето претпријатие е одржлив развој, мислејќи и за идните генерации.                                      | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 5. | Нашето претпријатие ги поддржува невладините организации кои работат на проблематичните области.                    | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 6. | Нашето претпријатие ги поддржува кампањите и проектите кои промовираат стабилно и здраво општество.                 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 7. | Нашето претпријатие ги охрабрува вработените да учествуваат во доброволните активности.                             | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |

2. Корпоративната општествена одговорност кон вработените

|    |   |   |   |   |   |   |
|----|---|---|---|---|---|---|
| 1. | Политиката на нашето претпријатие ги охрабрува вработените да ги усовршат своите вештини и кариери.                         | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 2. | Менаџментот на нашето претпријатие примарно е загрижен за потребите и желбите на вработените.                               | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 3. | Нашето претпријатие реализира флексибилни политики за да овозможи добра работа, како и рамнотежа во животот на вработените. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 4. | Менаџерските одлуки кои се однесуваат на вработените главно се фер.   | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 5. | Нашето претпријатие ги поддржува вработените кои сакаат да се здобијат со поголемо образование.                             | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |

Извор: Matusevich, K. (2011), „Leadership and Education: Exploring ethical organizational culture, corporate social responsibility, and other selected predictors of work-related“, Barry University, Miami.

Keith Davis истакнува дека општествената одговорност на претпријатијата се заснова на општествената моќ, а доколку бизнисот има моќ, тогаш претпријатијата имаат одговорност за своите активности во овие области. Davis го дефинира овој

поглед како „железен закон на одговорноста“. Оние кои ја користат моќта на друг начин наместо на начин на кој дозволува општеството ја губат довербата на долг рок. Davis ги истакнува петте општи начела или обврски на деловните професионалци во однос на општествената одговорност:

- ▶ Претпријатието има општествена улога и претставува „адвокат кој ги брани општествените интереси“. Доколку општеството му ја дава довербата на претпријатието, и претпријатието треба исто така да ги штити интересите на стеикхолдерите, не само на сопствениците, туку и на потрошувачите или на работната сила.
- ▶ Претпријатието треба да оперира како двонасочен отворен систем, со отворени инпути од општеството и отворено објавување на финансиските резултати во јавноста.
- ▶ Општествените трошоци, исто како и користа од активноста, производот или услугите треба детално да се пресметаат и да се земат предвид за да се одлучи дали да се продолжи со нив. Техничките и економски критериуми мора да се суплементираат со општествените ефекти на деловните активности, добрата или услугите на претпријатието.
- ▶ Општествените трошоци на секоја активност, производ или услуга треба да се ценат на ниво на кое потрошувачите му плаќаат на општеството за ефектите за својата консумација.
- ▶ Деловните институции, како граѓаните, имаат одговорности за вклучување во општествените работи во области на нивната јурисдикција во кои постојат општествените потреби.<sup>34</sup>

Овие 5 начела претставуваат основа за формирање и ревидирање на моралните основи за однесувањето на корпоративните стеикхолдери. Како што покажуваат резултатите од истражувањето, јавноста не е толерантна кон претпријатијата кои ја злоупотребуваат меѓусебната доверба<sup>35</sup>:

- ▶ **91%** од јавноста што е анкетирана претпочита правење зделка со друго претпријатие.
- ▶ **85%** би им кажале на фамилијата и пријателите за претпријатието.
- ▶ **83%** не би ја купиле акцијата на претпријатието.
- ▶ **80%** не би се вработиле во претпријатието.
- ▶ **76%** би ги бојкотирале услугите и производите на претпријатието.
- ▶ **68%** не би биле лојални на работата и на вработувањето во претпријатието.

<sup>34</sup> Davis, K. (1960), “Can Business Afford to Ignore its Social Responsibilities?” *California Management Review*, Vol. 2, No. 3, pp. 70-76.

<sup>35</sup> Meadows, B. et al. (2004), “Taking on a giant”, *People*, Vol. 62, No. 2, July 12, p. 75.

### **3.7 ИДНИНАТА НА КОРПОРАТИВНАТА ОДГОВОРНОСТ**

Корпоративната општествена одговорност се фокусира на претпријатието кое е одговорно за своето дејствување, кое влијае врз поединците, општеството и животната средина. Бизнисите мора да ја увидат својата моќ која ќе им овозможи создавање подобри општества.

Идејата за корпоративна општествена одговорност во САД ја усвоија бизнис-лидерите на почетокот од XX век. Централните начела на корпоративната општествена одговорност се доброволното давање донации – што значи давање помош на поединците, како и доверителството – дејствувајќи како јавен доверител, грижејќи се за сите стејхолдери на претпријатието кои донесуваат корпоративни одлуки. Корпоративната општествена одговорност е дискутабилна тема. Според истражувањата, може да се каже дека корисноста е во намалувањето на регулација на владата и промоција на долгорочна профитабилност на претпријатието.

Општествено одговорните бизниси се ангажираат да ги избалансираат економските, правните, етичките и општествените одговорности. Претпријатието економски се наградува, додека општеството има корист од дејствувањето на претпријатието. Примерите на корпоративната општествена одговорност се зголемуваат во целиот свет. Додека некои претпријатија во некои нации историски имаат ограничена перспектива за општествената одговорност, претпријатијата насекаде, особено во Северна Америка, Азија и во Европа, ги демонстрираат своите принципи на општествена одговорност преку своите деловни активности.

**Корпоративна одговорност.** Во модерното претпријатие, одговорноста за корпоративното дејствување е вообичаено дистрибуирано меѓу поединците кои соработуваат. Поединците кои соработуваат заедно преземаат одговорност за дејствувањата и промашувањата. Како, на пример, еден тим менаџери ја дизајнира колата, друг тим ја тестира, и трет тим ја изработува; еден поединец нарачува, консултира или предводува нешто, а друг поединец дејствува за истите нарачки и совети; додека една група намерно ги измамува купувачите, друга група намерно но тивко го собира профитот; еден поединец ги оправдува резултатите со средствата, а друг поединец дејствува; една група прави погрешни работи, а друга група ги поправа работите.

При утврдување на корпоративната одговорност на претпријатието, потребно е да се одговори на прашањето: Кој е морално одговорен за заеднички произведените средства? Традиционалната економија смета дека моралната одговорност е кај оние



поединци кои заеднички го произвеле средството. Критичарите на традиционалната економија ја отстрануваат одговорноста на поединецот во дејствувањето на претпријатието и укажуваат дека организираната група може да се смета како дејствување на групата, и соодветно на тоа, групата, а не поединците кои ја сочинуваат групата, се морално договорни за дејствувањето на претпријатието.<sup>36</sup>

Hatcher (2002) истакна дека дефинициите за корпоративната општествена одговорност почнале да се појавуваат во 1953 година во изданието на Howard Bowen за општествените одговорности на деловниот човек.<sup>37</sup> Howard Bowen се смета за татко на корпоративната општествена одговорност и е првиот истражувач кој ја промовирал идејата за бизнисите кои имаат одговорност кон општеството и бизнисите кои треба да бидат одговорни за нивните активности покрај фокусот на позитивен биланс на успех.<sup>38</sup>

#### Дефиниција на корпоративна општествена одговорност

Корпоративната општествена одговорност е концепт кој опфаќа етички третман на стеикхолдерите на претпријатието или, пак, однесување кон нив на одговорен начин. „Етички или одговорни“ претставува однесување кон стеикхолдерите на цивилизиран начин. Пошироката цел на општествената одговорност е да се создаде повисок животен стандард за луѓето во и надвор од претпријатието, покрај зачувувањето на профитабилноста на претпријатието.

Извор: Hopkins, M. (2003), *The planetary bargain: Corporate social responsibility matters*, Earthscan Publications Ltd., London, pp. 9-10.

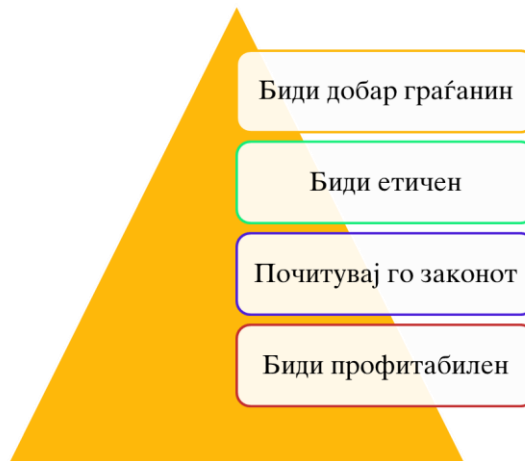
Покрај фактот што концептот на општествената одговорност има долга историја во литературата,<sup>39</sup> постои голема дебата меѓу истражувачите за тоа што претставува корпоративната општествена одговорност. Hopkins ја истакна една од проминентните концептуализации на корпоративната општествена одговорност.<sup>40</sup>

<sup>36</sup> Velasquez, M. G. (2014), *Business Ethics: Concept and Cases*, 7<sup>th</sup> Ed., Pearson Education Limited, Essex, p. 47.

<sup>37</sup> Hatcher, T. (2002), *Ethics and HRD: A new approach to leading responsible organizations*, Perseus Books Group, Perseus Publishing, New York, p. 97.

<sup>38</sup> Bowen, R. H., Gond, J.-P. and Bowen, P. G. (2013), *Social responsibilities of the businessmen*, University of Iowa Press, Iowa City in Bowen, R. H. (Ed.) (1953), *Social responsibilities of the businessmen*, Harper & Row, New York.

<sup>39</sup> Carroll, B. A. (1999), “Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct”, *Business and Society*, Vol. 38, No. 3, pp. 268-295.



Извор: Hopkins, M. (2003), *The planetary bargain: Corporate social responsibility matters*, Earthscan Publications Ltd., London, p. 8.

Carroll (1979) го иницирала најосновниот и прифатлив модел на општествената корпоративна одговорност, т.н. пирамида за корпоративната општествена одговорност. Carroll ја образложува корпоративната општествена одговорност како повеќефазен концепт кој може да се разграничи во 4 меѓусебно поврзани аспекти – економска, правна, етичка и филантропска одговорност. Истражувањето ги прикажува овие различни одговорности во консекутивни фази во состав на пирамидата. Пирамидата на општествената корпоративна одговорност е прикажана на сликата 3.3.



Слика 3.3 Пирамида на корпоративната општествена одговорност на Carroll



Извор: Carroll, B. A. (1991), "The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders", *Business Horizons*, July-August, pp. 39-48.

Недостатокот на овој модел е што ќе се случи кога ќе се најдат два типа одговорности во меѓусебен конфликт.<sup>41</sup>

Да се биде општествено одговорен не значи дека примарната мисија на претпријатието треба да се стави во секундарен план. Како што се презентира, бизнисот има многу одговорности како економска, правна, општествена и филантропска. Предизвикот на менаџментот е да ги поврзе сите овие одговорности во една целосна корпоративна стратегија без да ги изгуби од вид своите обврски. Во некој период, одговорностите ќе дојдат во конфликт, а во друг период се случува синергија, овозможувајќи подобрување на резултатите на претпријатието. Имајќи понекогаш повеќе обврски, не значи дека општествено одговорните претпријатија нема да бидат помалку конкурентни во однос на претпријатијата кои се помалку одговорни, некои се, а некои не се.

Општествено одговорните претпријатија ги ставаат во рамнотежа профитите во



однос на трошоците за да ги остварат резултатите. Голем број луѓе веруваат дека и бизнисот и општеството се добитници кога се фокусираат да бидат општествено корисни. Другите поединци имаат резерва, истакнувајќи дека општествените активности ја ослабуваат силата на претпријатието.<sup>42</sup>

---

<sup>41</sup> Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York, p. 44.

<sup>42</sup> Post, J. E., Lawrence, A. T. and Weber, J. (2002), *Business and Society: Corporate Strategy, Public Policy, Ethics*, 10<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, p. 58.

## ГЛАВА IV. ЗГОЛЕМУВАЊЕ НА ВРЕДНОСТА НА АКЦИОНЕРИТЕ

### 4.1 ПРАВА НА АКЦИОНЕРИТЕ

Во последните години се разгледува потребата за корпоративното управување за да се промовира доброто корпоративно управување. Smith истакнува дека јавноста, со губењето на својата доверба во општеството каде што ретко кои приватни претприемачи се однесуваат етички кон своите вработени, придонесе да се појават нови потреби за управување, односно ограничување на надоместоците за извршните менаџери и правата на акционерите. Практично, општата цел за корпоративното управување е поврзувањето на надоместоците на извршните директори со нивните иницијативи кои можат да доведат до долгорочна вредност на акционерскиот капитал. Улогата на корпоративното управување треба да претстави идеи и да исфилтрира добри практики за управување.<sup>1</sup>

Денес се интензивираат правата на акционерите на сметка на ограничувањето на директорските плати, а исто така и отповикувањето на незагарантираните директорски бонуси.<sup>2</sup> Клучните чекори во превземањето рестриктивни мерки се случи откако мораа да се исплатат пари од даночните обврзници за институциите кои претходните години им исплатиле огромни бонуси на своите извршни директори.

Интересна тема за истражување се ефектите на правата на акционерите и нивната заштита по основ на корпоративните удели во готовина во контекст на теоријата на застапување.

Теоријата на застапување се базира на нишките на виртуозноста на „договорите“, односно сите три основни сегменти, и тоа: производството, снабдувачите и вработените се поврзуваат преку постулатите на договорите.



---

<sup>1</sup> Smith, B. (2009), "The Buck Starts Here", *Inside Counsel*, Vol. 20, No. 213, p. 8.

<sup>2</sup> Emmerson, R. (2010), "Public's say on director wages", *Advertiser*, p. 75.

Слика 4.1 Односи на застапување



Извор: Hitt, A. M., Duane, I. A. and Hoskisson, E. R. (2007), *Strategic Management Competitiveness and Globalization: Concept and Cases*, 7<sup>th</sup> Ed. Thomson South-Western, Thomson Learning Inc., Thomson Higher Education, Mason, p. 358.

Во современото претпријатие постои поделба на акционери и менаџери, слика 4.1. Претпријатието, односно корпорацијата е вештачки ентитет создаден со договор меѓу државата и тројца или повеќе сопственици познати како акционери. Менаџерите се во улога на „застапници“ на сопствениците (акционерите) на претпријатието. Застапник е лицето кое има полномошно од страна на друго лице, т.н. **управител – „principal“**, да дејствува во негово име, односно да управува од името на акционерите. **Односот на застапување** се дефинира како „договор според кој едно или повеќе лица – акционер/и – може да ангажираат друго лице (застапник) со цел тоа лице да изврши некоја услуга во нивно име, која вклучува делегирање авторитет на одлучување на застапникот“.<sup>3</sup> Како, на пример, односот на застапување го има кај консултантите и клиентите, како и кај осигурителот и осигуренците. Имено, во претпријатијата, односот на застапување се воспоставува меѓу менаџерите и нивните вработени, како и меѓу извршните директори и сопствениците на претпријатието. Во современото

<sup>3</sup> Hitt, A. M., Duane, I. A. and Hoskisson, E. R. (2007), *Strategic Management Competitiveness and Globalization: Concept and Cases*, 7<sup>th</sup> Ed., Thomson South-Western, Thomson Learning Inc., Thomson Higher Education, Mason, p. 305.

претпријатие, менаџерот мора да го разбере влијанието на овој однос врз ефективноста на претпријатието.

Jensen и Meckling развија теорија за претпријатието врз основа на застапничкиот аспект. Теоријата на застапување претставува гранка на економијата која го разработува однесувањето на акционерите и врвниот менаџмент. Од образложувањето се гледа дека повеќе претпријатија не се управувани од своите сопственици, гледано правно, односно тие се управувани од името на сопствениците од страна на одборот на директорите, структурите на главниот извршен директор, со цел да служат најдобро што можат во интерес на сопствениците на капиталот. Дефиницијата на корпоративното управување дефинитивно го рефлектира соодносот сопственик-застапник, како и контролата и одговорноста во тој контекст. Пред да се анализираат некои од дефинициите кои се нудат или, пак, да се анализира дали ги задоволуваат апетитите на сите оние заинтересирани страни во мрежата на управување, сепак корисно е да се размисли за некои од теориите, како и за претпоставките кои лежат во фундаментите на корпоративните активности во либералната демократија.

Истражувањето укажува на тоа дека националниот идентитет на корпоративните менаџери влијае врз нивното однесување кон ликвидноста, покрај ефектите на корпоративното управување и развојот на финансискиот пазар во секоја држава, преку перцепцијата на трошоците за теоријата на застапување и вредноста на финансиската флексибилност. Користејќи го истражувањето на Hofstede за индексите на културните димензии, се истакнува дека претпријатијата задржуваат повеќе ликвидност во земјите во кои луѓето претпочитаат да ја избегнат неизвесноста, отколку културно поотпорните земји кои долгорочно имаат повеќе ориентација.<sup>4</sup>



<sup>4</sup> Chang, K., and Noorbakhsh, A. (2009), "Does national culture affect international corporate cash holdings?" *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 19, No. 5, pp. 323-342.



Случајот на Wachovia за правата на акционерите мириса на корупција.<sup>5</sup> Понатаму се огледа дека акционерските права не се заштитени дури и во најразвиените земји. Меѓутоа, ваквите пресуди го поткопуваат правото на акции. Доколку знаете дека ако случајно вложите пари во х акции, постои можност да ги изгубите под велот на некоја

„правна спогодба“, и тогаш, најблаго речено, ќе си ги „чувате парите под перница“. Затоа е важно ваквите случаи да се елиминираат од корен. Меѓутоа, алчноста на поединците и природата на човекот доведуваат до толку чудни комбинации што се цел на материјална корист, така што не може клопчето да се одврзе или, пак, ќе се влезе во „зоната на мракот“ во која се скриени многу истакнати политичари, функционери, раководители итн.

Според истражувањето направени во 2010 година, се анализира како системите за осигурување на депозитите и сопственоста на банките влијаат врз пазарната дисциплина кога банките го преземаат ризикот. Пазарната дисциплина е определена од опсегот на експлицитното осигурување, како и од кредибилитетот на групите депозитори, и другите кредитори. Понатаму, пазарната дисциплина има влијае и од структурата на банките и проактивноста на банкарските менаџери кон пазарните предизвици. Очекуваната парабола „U“ свртена нагоре го прикажува односот помеѓу експлицитните покритија на осигурувањето на депозитите и преземањето на ризикот кој е различен во секоја земја во зависност од институционалните фактори, вклучувајќи ја банкарската сопственост. Притоа, детално се анализира влијанието на владината сопственост, странската сопственост и правата на акционерите, како и тоа дали имаат дисциплински ефект врз системите на делумно осигурување на депозитите во меѓусекторската анализа во индустриските економии и во економиите во развој, како и пазарите во развој поединечно. Покритието на осигурувањето за депозитите, кое ја максимизира пазарната дисциплина, зависи од специфичните карактеристики на управувањето на банките кои се разликуваат во секоја земја. Оваа практика на „минимизирање на ризикот“ на покритието на осигурувањето за депозитите е



<sup>5</sup> Rexrode, C. (2009), "Critics fight Wachovia settlement: Harris joins shareholders troubled that deal would pay only attorneys and might bar future lawsuits", *The Charlotte Observer, North Carolina*, August 12.



споредена со покритието во група земји во земјите во развој од Источна Европа и од Азија.<sup>6</sup>

Во Канада, во 2010 година се анализираат правата на акционерите за деловните претпријатија во однос на задушување на акционерите. Истражувањето ги опфаќа правните дејства за акционерите кога претпријатијата подготвуваат ревизорски финансиски извештаи. Сепак, судот има поголема моќ да ги задуши правата на акционерите. Ова однесување претставува злоупотреба на правото, односно отстапување на стандардите на фер-однесување.<sup>7</sup>

Со користењето податоци за 381 претпријатија од земји со различно ниво на правна заштита на акционерите, се елаборира како влијае правната средина врз дизајнирањето на менаџерските договори за паричниот надоместок. Притоа се анализира надоместокот како паричен, но и во акции на менаџерите, односно во капитал во претпријатијата кои не се американски. Тестирањата извршени со користењето податоци за надоместок во САД се рефлектира исто и кај одлуките за надоместок во претпријатијата кои не се американски. Резултатите покажуваат дека примарни фактори кои ја одредуваат промената на мешавината на надоместокот се институционалните фактори кои се однесуваат на јачината на акционерските права и на квалитетот на правната заштита во соодветната земја.<sup>8</sup> Дополнително се уидува значајна разлика во структурата на надоместокот во различните земји. Резултатите се конзистентни со многубројните истражувања кои ја елаборираат поврзаноста помеѓу правната рамка и финансиските одлуки. Сепак, ова е прв факт кој укажува дека разликите во правните системи значително влијаат врз дизајнот на менаџерските договори, односно врз нивниот надоместок. Институционалната рамка е значаен фактор во разликата на надоместокот помеѓу земјите, имајќи предвид дека другите варијабли на теоријата на застапување се конзистентни.<sup>9</sup>



<sup>6</sup> Angkinand, A. and Wihlborg, C. (2010), "Deposit insurance coverage, ownership, and banks' risk-taking in emerging markets", *Journal of International Money & Finance*, Vol. 29, No. 2, pp. 252-274.

<sup>7</sup> Antle, S. (2009), "Shareholder rights - More than meets the eye", *CMA Management*, Vol. 83, No. 8, pp. 33-34.

<sup>8</sup> Denis, D. and McConnell, J. (2003), "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 1-36.

<sup>9</sup> Bryan, S., Nash, R. and Patel, A. (2010), "How the Legal System Affects the Equity Mix in Executive Compensation", *Financial Management*, Blackwell Publishing Limited, Vol. 39, No. 1, pp. 393-418.

Cane, Marilyn B. и Stacey L. Silva ги елаборираат правата на акционерите во изборот на членовите на одборот и правилата за застапување пред комисијата за хартии од вредност на САД. Правната структура, поткопувајќи ги темелите на американското корпоративно управување, ги издаде акционерите. „Сè уште постојат многу проблеми во основата на правата на акционерите на многу котирали претпријатија на американската берза, бидејќи честопати акционерите имаат ограничено право, да не се каже никакво право врз изборот на одборот на директори“, истакнува Christopher Cox, извршниот директор на Норвешката централна банка.

Два еклатантни примери на овој аргумент се *Enron* и *Lehman Brothers*, кои ги обележаа проблемите кои се појавуваат поради пасивноста. Пропаѓањето на одборот на директорите и неможноста да ги заштитат акционерите доведе до колапс на претпријатието. Во својот извештај од 2002 година, Сенатот на САД, кој го истражуваше пропаѓањето на *Enron*, образложи дека „одборот на директорите дозволил претпријатието да влезе во високоризични сметководствени практики, недозволив конфликт на интереси при трансакциите, голем број нерегистрирани трансакции надвор од билансите и преголеми парични надоместоци за менаџментот“.



Овој колапс е позитивен бидејќи треба да се гледа оптимистички кон промените кои настапија во однос на промените во корпоративното управување. Тековната финансиска криза го обелодени дефектот на одборите на директорите и нивната неспособност да ги заштитат акционерите.

Одборот на директорите на *Lehman Brothers* беше задоволен со структурата на управување, при што целата моќ беше лоцирана во рацете на главниот извршен директор, кој очигледно не увиде дека е потребна промена во сопствениот стил на управување ниту, пак, врвниот менаџмент ја увиде потребата од промена. Се работеше на картата дека овој пристап е добитна комбинација, меѓутоа испадна дека е погубна комбинација со банкротирањето на финансискиот цин *Lehman Brothers* во септември 2008 година.

Правилото кое треба да се измени на Комисијата за хартии од вредност е 14 а-8 (и) (8), кое уредува дека претпријатието може да го исклучи предлогот на акционерот во извештајот за застапување пред Собранието на акционерите на претпријатието „доколку предлогот се однесува на номинацијата или изборот на член на одборот на директорите или аналогно тело за управување или процедура која овозможува таков избор“.<sup>10</sup> Практично, на овој начин се задушува правото на акционерот во изборот на

<sup>10</sup> Cane, M. B., and Silva, S. L. (2009), “Shareholder Democracy And The SEC's Proxy Rules: In The Boardroom“, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 15, No. 1, pp. 241-258.

членови на одборот на директорите, а главната палка се наоѓа кај менаџментот кој „пали и гаси“ во изборот на членови на одборот на директорите. И да сака да даде предлог преку своето полномошно на застапување на неговите акционерски права, на акционерот му се наметнува долга, тешка и скапа бирократска процедура, при што му останува само да изигрува безгласна буква.

#### 4.2 КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ИНВЕСТИТОРИ

Секој очекува институционалните инвеститори да бидат одговорни инвеститори. Пред сè, се очекува тие да инвестираат долгорочно за да ја вратат стабилноста на пазарот. Сепак, останува регулаторното тело да одигра значајна улога во задолжителното наметнување на оваа обврска. Исто така, финансиските институции треба да ја повратат довербата во пасивните инвеститори. Ова може да се стори само преку значително искуство на управувањето со фондовите.

Канцеларијата за национална статистика изработи детална анализа на класите на акционерска сопственост во претпријатијата кои котираат во Велика Британија. Резултатите од истражувањето се презентирани во табела 4.1, каде што може да се види промената на сопственичката структура на сопствеништвото во Велика Британија во 1963 и во 2004 година.

| Табела 4.1 Структура на акционерска сопственост во Велика Британија 1963–2004 |          |          |
|---|----------|----------|
| Категорија на инвеститор  | 1963 (%) | 2004 (%) |
| Остаток на светот   | 7,0      | 32,6     |
| Осигурителни институции   | 10,0     | 17,2     |
| Пензиски фондови  | 6,4      | 15,7     |
| Физички лица  | 54,0     | 14,1     |
| Заеднички фондови   | 1,3      | 1,9      |
| Инвестициони фондови  | 0,0      | 3,3      |
| Финансиски институции   | 11,3     | 10,7     |
| Донации   | 2,1      | 1,1      |
| Нефинансиски институции   | 5,1      | 0,6      |
| Јавен сектор  | 1,5      | 0,1      |
| Банки   | 1,3      | 2,7      |

Извор: *The Office for National Statistics*, p.4, (accessed April 21, 2010) <http://www.statistics.gov.uk/statbase/tsdtables1.asp?vlink=srs> во Mallin, C. A. (Ed), (2004), *Corporate Governance*, Oxford University Press, New York, p.63.

Доколку се анализираат овие трендови во текот на овој период, се забележува префрлување на капиталот од рацете на физичките лица во рацете на правните субјекти-инвеститори и меѓународните инвеститори. Во истиот период, физичките лица – акционерите се намалија до 1/4 од нивото што го имаа во 1963 година за сметка на банките и правните субјекти-инвеститори, чие учество се зголеми од 30,3% до 51,5%, како што се зголеми и учеството на меѓународните инвеститори од 7% на 32,6%.



Влијанието на институционалните инвестиции и нивниот пораст се забележува во финансиските пазари во различните земји. Така, во Велика Британија до средината на 1990 година, институционалните инвеститори поседувале 76,5%, во Франција 59,8%, а во Германија 39%, од ненаплатените средства. Растот на вкупните средства на институционалните инвеститори во овие земји е евидентен, односно овие инвестиции пораснале за повеќе од 50% за периодот од 1990 до 1995 година.

Во својата студија, James и Williams ги обработуваат долгорочните интереси кои големите институционални сопственици (од типот на калифорнискиот јавен систем за пензионирање на вработените) ги имаат во развојот на глобалните стандарди за корпоративно управување. Пред сè, стандардите на управување се спојуваат со другите стандарди и параметри на режимите кои се присутни во глобалните дебати. Тие ја застапуваат тезата дека институционалните инвеститори ја имаат уникатната перспектива и претставуваат значаен глас при подготовката на глобалните стандарди во различните области врз основа на своите долгорочни финансиски интереси.<sup>11</sup>

Проблемот да се приоритетизира долгорочниот поглед на инвестирањето е интересен по својата природа. Долгорочниот раст ќе биде тешко да се постигне кога не е стабилна економијата. Со практиката да се потиснат практиките кои ги наградуваат приходите краткорочно би можеле да добијат акционерите, но и глобалната економија.<sup>12</sup>



<sup>11</sup> Hawley, J. P., and Williams, A. T. (2005), "Shifting ground: emerging global corporate-governance standards and the rise of fiduciary capitalism", *Environment & Planning*, Vol. 37, No. 11, pp. 1995-2013.

<sup>12</sup> Wong, S. (2010), "How institutional investors should step up as owners", *McKinsey Review*, p.1.

Европската унија објави дека финансиската криза ја обезвредни претпоставката дека акционерите треба да се гледаат како одговорни сопственици. Поранешниот потпретседател Al Gor, и David Blood, косопственици на инвестицискиот фонд кој има долгорочен хоризонт на инвестирање, ја критикуваат заедничката практика кај сопствениците на средства, кои ги ревидираат и ги наградуваат своите менаџери што управуваат со средствата врз основа на краткорочната перспектива. Навистина, постои движење во Канада, Франција, Холандија, Велика Британија и во другите пазари за охрабрување на институционалните инвеститори да станат подобри чувари на претпријатијата во кои инвестираат со усвојување проактивна и долгорочна дистанца. Сопствениците на средства (пензиските фондови, осигурителните институции, суверените фондови за управување на богатството и наследствата) и менаџерите кои управуваат со средствата (како што се заедничките фондови и други менаџери кои управуваат со финансиите) треба сериозно да размислат за ваквите појави. Преку промената на своите пристапи на диверзификација на портфолијата, инволвираноста во одборите и режимот на надоместоците, тие треба да бидат предвесници на новата сопственичка култура која ќе биде поволна за клиентите, меѓутоа, исто така, ќе придонесе регулаторите да се најдат во т.н. „пат-позиција“ да не интервенираат доколку не е задоволителен прогресот на доброволните промени.

Реформата во пристапот на сопственоста во институциите нема да биде лесен. Повеќе субјекти имаат слаба структура за наградување. Тие, исто така, треба да ги решат другите структурни недостатоци. Пречка претставува преголемата диверзификација која ја отежнува анализата на претпријатијата, бидејќи треба да се ангажираат поголемо време и ресурси. Сè поевидентно е дека се зголемува јазот помеѓу професионалците кои управуваат со парите и сопствениците на средства кои ги претставуваат стотина милиони луѓе кои зависат од своите заштеди на долг рок и финансиската стабилност кога ќе се пензионираат.

Домаќинскиот пристап не претставува прекумерна контрола врз одборот и менаџментот. Во Велика Британија се усвои кодекс на домаќинско однесување кој беше подготвен од страна на *Cadbury Committee* и содржи доброволни начела за развој на дијалогот помеѓу институционалните инвеститори и претпријатијата за да се подобрат долгорочно приходите на акционерите. Кодексот појаснува дека усогласувањето со начелата „не претставува повик да се управува со дејствата на претпријатието во кое се инвестира“. Влијанието на институционалните инвеститори е истакнато и преку

принципите на Комбинираниот кодекс на управување од 2003 година, според кој корисно и потребно е:<sup>13</sup>

- ▶ **Дијалог со претпријатието.** Институционалните инвеститори е потребно да остварат дијалог со претпријатијата врз основа на нивното заедничко разбирање на целите.
- ▶ **Процена на корпоративната транспарентност.** При процена на подготовките на корпоративното управување, особено на оние кои се однесуваат на структурата и композицијата на одборот, институционалните инвеститори потребно е да им дадат соодветна важност на сите релевантни фактори кои им се прикажани.
- ▶ **Акционерско гласање.** Институционалните инвеститори имаат одговорност да го искористат своето право на глас.

**Промена на стандардната практика на оценување на менаџерите.** Сопственикот на средства вообичаено ги ревидира своите менаџери за фондови во секој квартал со мерење на нивните резултати од портфолиото во однос на поставените цели на FTSE 100 или светскиот индекс MSCI. Оваа практика овозможува менаџерите да не бидат прекумерно наградувани кога расте пазарот, ниту, пак, да бидат несразмерно казнети кога опаѓа пазарот. Меѓутоа, исто така, се настојува да се охрабри фокусот на резултатите на краток рок кој, од друга страна, го потиснува интересот за тоа на кој начин се управувани претпријатијата. Сопствениците на средства можат да го поддржат долгорочното размислување и проактивноста на сопствениците преку зголемувањето на периодот на ревидирање на резултатите и намалување на фокусот на релативните приходи. Овој пристап, пред сè, е важен кога се во прашање инвестициските менаџери. Истовремено, оние кои управуваат со средствата треба да ги оценуваат менаџерите на петгодишен до седмогодишен временски интервал, со годишни прегледи кои се фокусираат на процесот на инвестиции и дали портфолиото искажано преку видот на средствата, стапката на обрт итн. ја одразува филозофијата на фондот.

**Намалување на посредниците и зголемување на експертизата.** Наметнувањето на менталниот склоп на сопственоста во инвестициското управување понатаму е комплицирано поради зголемената појава на надворешни менаџери за управување со средствата, консултанти за инвестиции, фондови кои инвестираат во други фондови наместо директно во акции. Овие посредници создаваат слоеви помеѓу крајниот корисник и претпријатијата во кои инвестираат.

<sup>13</sup> *Combined Code* (2003), [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf) (accessed March 22, 2014).



Институционализацијата на сопственоста „претставува ризична операција како за индивидуалните инвеститори, така и за најдобрите интереси на нацијата“. Во веригата на сопственост, особено е ризично што посредниците се базираат на краткорочните показатели на резултати.<sup>14</sup> David Swensen, кој е претседател на фондот на Универзитетот „Јеил“, е еден институционален инвеститор кој е исто така критичен по основа на овие фондови кои инвестираат во други фондови. Поединците кои се одговорни за алоцирање на своите инвестиции, објаснува тој, „треба да знаат каде одат парите. Доколку самите не сте во можност да го сторите тоа, воопшто не треба да го правите“. <sup>15</sup> Практично, има право.

**Патот кон подобри инвестициски практики.** Онаму каде што е возможно, пензиските фондови и другите сопственици на долгорочните средства треба да ги зајакнат внатрешните капацитети. Научната студија на канадските пензиски фондови од страна на канадскиот дневен весник *Globe and Mail*<sup>16</sup> покажа дека внатрешните инвестициски менаџери даваат подобри резултати од надворешните инвестициски менаџери. Во изминатата декада, деветте поголеми канадски пензиски фондови од јавниот сектор во просек имаа 5,5% годишни приходи во однос на 3,2% на истите осум фондови во САД, кои инвестираат во слични средства, меѓутоа почесто користат надворешни менаџери. Внатрешните менаџери за управување на инвестициите, кои ја вдишуваат културата на пензиските фондови за кои секојдневно работат, можно е да додадат поголема вредност отколку надворешните поединци, кои можеби не ја чувствуваат еднакво смислата на долгорочната мисија како резултат на физичката оддалеченост и потребата да им служат на голем број клиенти кои сакаат да инвестираат. Во земјите со повеќе мали пензиски шеми, како во Велика Британија, консолидацијата би требало да биде еден од



<sup>14</sup> Strine, L. Jr. (2007), "Toward common sense and common ground? Reflections on the shared interests of managers and labor in a more rational system of corporate governance", University of Iowa, Faculty Scholarship Journal of Corporation Law, No. 179, pp. 17-18.

<sup>15</sup> Brewster, D. (2009), "David Swensen: The campus endowment legend likes to keep it simple", *Financial Times* in McKinsey on Finance, No. 37, March 29, p. 20.

<sup>16</sup> McFarland, J. (2010), "Canada's pension funds: Stronger returns, at a cost", *Globe and Mail Inc.*, (April 5) <https://secure.globeadvisor.com/servlet/ArticleNews/story/gam/20100405/RPENSION05ART1936> (accessed 11, November 2011).



начините да се дојде до значително големи фондови со што ќе се создаде можност да се вработи вистински инвестициски талент.

**Рационализирање на портфолиото.** Повеќето инвестициски професионалци гледаат на диверзификацијата на портфолиото како еден од најсигурните начини да се остварат приходите на пазарот и да се намали ризикот на портфолиото. Сепак, практиката на формирање портфолио од акции во однос на пазарните стандардни показатели преку кои се оценуваат менаџерите за управување на фондовите овозможува преголема диверзификација. На пример, еден пензиски фонд во Велика Британија поседува акции на повеќе од 700 претпријатија од индексот на сите акции во Велика Британија. Со ваквата диверзификација е невозможно да се оствари блиска соработка со одборите на директори, преку кои се добиваат повеќе информации отколку едноставната обработка на годишните извештаи.

Двата големи пензиски фондови во Холандија го увидоа овој недостаток и ја намалија својата диверзификација до 90%, фокусирајќи се само на 300-400 правни субјекти, за да ја зголемат својата проактивна улога како сопственици. Во Канада, пензискиот фонд на професорите од Онтарио, со стапка на поврат на приходите од 9,7% во просек на годишно ниво од 1990 година (во споредба со својата зацртана цел од 7,6%), користеше услуги на внатрешен тим да управува со нивното концентрирано портфолио. Нивните три најдобри акции опфаќаат околу 30% од 31 милијарда канадски долари алоцирани во котираните претпријатија.



Институционалните инвеститори кои ги концентрираат своите портфолија даваат дополнителна иницијатива да се надгледуваат претпријатијата во кои се инвестира, бидејќи резултатите од секоја инвестиција имаат големо влијание како за претпријатието, така и поединечно за менаџерите кои управуваат со фондовите. Оваа стратегија не го зголемува непотребно ризикот. Академските истражувања покажуваат дека основната корисност од диверзификацијата е да се намали ризикот на портфолиото, а истиот се намалува галопирачки, како што портфолиото има повеќе од 50 акции.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Statman, M. (1987), "How many stocks make a diversified portfolio?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 353-363 and Flood, C. "Weighing the benefits of concentration and diversification", *Financial Times*, April 18, 2010.

Помало портфолио исто така има поголеми можности да овозможи подобра инвестициска дисциплина. Еден од идолите во инвестициската сфера, Warren Buffett, напмна дека „политиката на концентрација на портфолиото може исто така да го намали ризикот доколку се зголеми, а тоа би требало да се случи преку опсесијата на инвеститорот со бизнисот и со нивото на релаксираност што тој мора да го чувствува со економските карактеристики што ги поседува бизнисот пред да инвестира во бизнисот“.



**Ревидирање на пасивниот инвестициски модел.** Пасивните фондови, кои го отсликуваат поширокиот пазарен индекс, се соочуваат со поголем предизвик поради нивниот деловен модел на низок трошок. **Пасивни инвеститори** се оние каде што клиентите ги избираат претпријатијата во кои ќе инвестираат за своето портфолио. Овие фондови доживуваат ренесанса во поглед на интересот што го пројавија покрај институционалните и помалите инвеститори во повеќе пазари, како поради нивните ниски трошоци, така и поради поголемиот поврат на приход во споредба со фондовите со кои се управува активно. Поради тоа што се фокусирани на долгорочните временски хоризонти во широката палета на капитал на пазарот и поради тоа што имаат мал маневарски простор за промена на нивната структура, пасивните фондови би требало да имаат добра причина да се ангажираат во претпријатијата од нивниот индекс. Сепак, неодамнешната студија подготвена од инвестициските претпријатија во Велика Британија нè упатува на ваков заклучок. Менаџерите на пасивните фондови имаат алоцирано малку ресурси во активностите на надгледување, мерено преку стапката добиена од бројот на акции врз големината на вработени ангажирани за ваквите активности.<sup>18</sup>

Сепак, се очекува да се зголеми бројот на пасивните инвеститори. Претпријатието за глобални професионални услуги, *Towers Watson*<sup>19</sup>, предвидува дека уделот на пасивното инвестирање на институционалните инвестиции ќе се зголеми од 25% до 33% од денешното ниво, до 50% во текот на следните десет години.

Како што инвестициските претпријатија ги прошируваат своите понуди на пасивни производи, така тие треба да ги зголемат ниските трошоци кои се во фокусот за

<sup>18</sup> Cox, P. (2009), “Responsible investment in fund management: It works, but when?” University of Exeter Business School, October.

<sup>19</sup> Cobley, M. and Craig, P. (2010), “Another hit to active management”, *Wall Street Journal*, March 1.

да го дополнат традиционалниот маркетинг со трошоците за ресурсите на мониторинг. Истовремено, претпријатијата кои ги формираат пазарните индекси може да го намалат бројот на претпријатија или, пак, да формираат репери кои имаат еднаква изложеност во секој пазарен сегмент, а сепак содржат помалку претпријатија. Пасивните фондови треба да имаат редовни средби со претставници од претпријатијата во портфолиото. Сопствениците на средства може да ги мотивираат менаџерите на пасивните инвестиции преку дополнителни исплати за нивната проактивна улога и да ги ревидираат реперите кои служат за процена на нивните резултати.<sup>20</sup>

**Перспективата за промена.** Денес, во повеќе земји, реформата на институционалните инвестиции се потпира на нивните доброволни активности, меѓутоа регулаторите се подготвени да реагираат доколку прогресот се одвива бавно. Сè додека инвеститорите не почнат да се однесуваат како добро информирани и одговорни сопственици, педалот може да се сврти од позиција на лобирање на поактивно акционерство кон усвојување законски решенија за ограничување на сопственичките права. Акционерите треба да докажат дека акционерските права ги искористуваат одговорно и ефективно.

### 4.3 КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ И ФИНАНСИСКИТЕ РЕЗУЛТАТИ

Финансиите се основа за секој бизнис. Проширувањето на знаењето во областа на финансиите се концепти, техники и алатки за правење финансиски анализи. Не само што тоа е неопходно, туку претставува и област која постојано треба да се подобрува. Преку идентификување на категориите и факторите важни за добро корпоративно управување може да се рефлектираат лоши резултати. Оттука, регулаторите и другите, за да го поврзат доброто корпоративно управување со добрите резултати, мора да ги ревидираат факторите кои вообичаено се сметаат за предуслови на добро корпоративно управување, а во практиката креираат лоши финансиски резултати.<sup>21</sup>



<sup>20</sup> Wong, S. (2010), "Why stewardship is proving elusive for institutional investors", *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, July/August, pp. 406-411.

<sup>21</sup> Brown, G. D. and Marcus, C. L. (2004), "Corporate Governance and Firm Performance", *Georgia State University*, pp. 1-52.

Двојната улога, прикажана на сликата 4.2, креира силно влијание и му дава голема моќ на главниот извршен директор. Таквата улога го отежнува оценувањето на ефективноста на главниот извршен директор, а истовремено и на одборот.



Според истражувањето во 2009 година, се испитува односот меѓу менаџерската и институционалната сопственост врз резултатите на претпријатието.<sup>22</sup> Една од причините за зголемената активност на институционалните инвеститори е зголемувањето на сопственичкиот удел. Пазарната цена на акцијата на претпријатието и корпоративното управување влијаат врз овие односи. Истражувањето се потпира на примерок од американските претпријатија котираани на NYSE, AMEX и NASDAQ за периодот од 1989 до 2006 година, при што се донесени заклучоци, и тоа:

- ▶ Менаџерската сопственост и идните резултати на претпријатието се линеарни, постои позитивна поврзаност за претпријатијата со цени кои не се експонираат и кои имаат повеќе проблеми при *односот на застапување*. Ова сознание укажува на тоа дека слабото корпоративно управување и неекспонираната цена за претпријатието го зголемуваат значењето менаџерите да ја зголемат вредноста на претпријатијата преку унапредување на внатрешното корпоративно управување.

<sup>22</sup> Kenneth, A. K. and Nofsinger, J. R. (2004), *Corporate Governance*, State University of New York, Washington State University, Prentice Hall, New Jersey, p. 81.

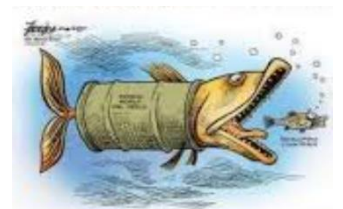
- ▶ Институционалната сопственост има значително позитивно влијание врз резултатите на претпријатието во иднина, а повеќе влијае врз претпријатијата кои имаат помалку експонирани цени или добро управување. Сепак, институционалната сопственост, која се рефлектира во надворешната контрола, има послаб позитивен ефект во споредба со менаџерската сопственост која го контролира внатрешното управување.

Интеракцијата помеѓу менаџерската сопственост и институционалната сопственост има значајно позитивно влијание врз финансиските резултати на претпријатијата на долг рок. Практично, тоа значи дека постојат синергиски ефекти на механизмите на внатрешното и надворешното корпоративно управување во зголемувањето на вредноста на претпријатието.<sup>23</sup>

Shleifer и Vishny (1986) укажуваат на тоа дека големите акционери, меѓу кои спаѓаат банките, осигурителните институции, инвестициони, пензиски и заеднички фондови, имаат доволно ударна сила да го набљудуваат менаџментот, а дури и простор да ги преземат претпријатијата со што би се зголемила вредноста на претпријатието.<sup>24</sup>

Во 2008 година се пишува поконкретно за општествените мрежи преку елаборирање на литературата на кој начин влијаат факторите на корпоративното управување врз однесувањето на главните извршни директори при надворешните консултации. Преку теоријата на застапување и истражувањето од аспект на општествените кругови се предвидуваат и се образложуваат факторите за управување, при што зголемувањето на инклинацијата на главниот извршен директор да бара надворешни консултации за стратегиските работи кои се разликуваат од неговите погледи би требало да ги зголеми резултатите на претпријатието. Соодветно, ова истражување образложува на кој начин и зошто советувањата на главниот извршен директор обезбедуваат факторите на управување да влијаат позитивно врз резултатите на претпријатието.<sup>25</sup>

Сепак, како еден од најтешките аспекти во предвидувањето на идните финансиски резултати на претпријатието е



<sup>23</sup> Cheung, W., Fung S. and Chuan, T. (2009), "The impacts of managerial and institutional ownership on firm performance: The role of stock price informativeness and corporate governance", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 6, No. 4, pp. 115-127.

<sup>24</sup> Shleifer A. and Vishny W. R. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, Vol. 94, No. 3, Part 1, pp. 461-488.

<sup>25</sup> McDonald, M. L., Khanna, P. and Westphal, J. D. (2008), "Getting Them To Think Outside The Circle: Corporate Governance, CEOs' External Advice Networks, And Firm Performance", *Academy of Management Journal*, Vol. 51, No. 3, pp. 453-475.

како ќе реагираат индивидуалните инвеститори доколку стапката на принос на капитал не продолжи со исто темпо. Ефективноста на финансиските резултати ќе биде детерминирана од факторите како што се регулаторните барања, економската и инвестициската средина, прифатената бизнис-етика и поврзаната перцепција на корпоративна одговорност, како и индустриската клима.

#### 4.4 МЕРЕЊЕ НА ЗГОЛЕМУВАЊЕТО НА ВРЕДНОСТА НА ПРЕТПРИЈАТИЕТО

За менаџерите, сметководителите претставуваат шампиони во зголемувањето на вредноста, бидејќи ги поседуваат основните деловни вештини како што се лидерството, донесувањето одлуки, комуникацијата и професионализмот. Корисно е да се процени што ја поддржува таа функција, меѓутоа треба да се образложат и клучните варијабли кои влијаат врз акционерската вредност во претпријатието, без разлика дали е јавна или приватна, дали е голема или мала. Преку користење интегративен пристап кон овие варијабли, сметководителите и финансиските менаџери можат ефективно да придонесат за зголемувањето на акционерската вредност.

**Мерење на вредноста.** Првиот чекор во натпреварот да се зголеми акционерската вредност лежи во фактот да се разбере како се мери. Пристапот кој се цени во мерењето на акционерската вредност е методологијата на дисконтинуирани готовински приливи со користење дисконтен фактор. Преку методологијата на дисконтинуирани готовински приливи се прави апроксимација на очекуваниот готовински прилив кој се очекува бизнисот да го оствари во текот на следните неколку години (обично од три до седум години). Очекуваниот готовински прилив претставува готовината која може да се повлече од инвеститорите на капитал во бизнисот, без да влијае врз тековните дејности или, пак, проспектите за развој. Во упростена форма, очекуваниот готовински прилив може да се пресмета на следниов начин кој е презентираан во табела 4.2:

Табела 4.2 Очекуван готовински прилив

Апроксимација на добивката пред оданочување

**Минус:** данок на добивка

Еднакво: нето-добивка

Додај: амортизација

**Одземи:** капитални фиксни расходи

**Одземи:** трошоци за бараниот инкрементален оперативен капитал

Еднакво: очекуван готовински прилив (пред финансиските трошоци)

Извор: Howard, J. (2006), "Strategies for shareholder value enhancement: by taking an integrated approach to the examination of key underlying variables", *CMA Management*, Vol. 80, No. 8, Ontario, p. 29.



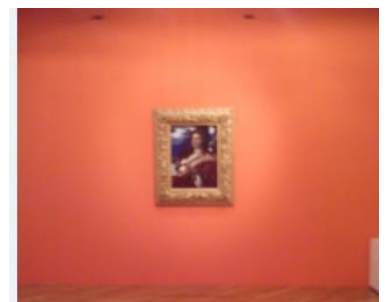
Очекуваниот готовински прилив се дисконтира со дисконтен фактор за да се пресмета сегашната вредност на идните готовински приливи. Дисконтниот фактор го рефлектира просечниот трошок на капитал за претпријатието врз основа на апроксимација на нивото на ризик и врз основа на користење оптимална капитална структура за претпријатието.

Се прави процена на очекуваниот готовински прилив кој ќе се добива секоја година покрај периодот на проценување, а се дели со стапката на капитализација што се добива од „идната вредност“ на претпријатието. Стапката на капитализација ги рефлектира ризиците за да се одржи очекуваниот готовински прилив на апроксимативното ниво во текот на долгогодишниот период, нето-очекуваната долгогодишна стапка на раст на претпријатието. Идната вредност се дисконтира на сегашната вредност преку дисконтен фактор.

Сегашната вредност на очекуваните готовински приливи плус сегашната вредност на идната вредност претставува „вредност на претпријатието“ – вкупната вредност на бизнисот, вклучувајќи ги долгот и капиталот. Заемите и соодветните обврски се одземаат за да се определи вредноста на капиталот на претпријатието. Дополнителни приспособувања се неопходни кога има средства кои се неповратни или, пак, долгови кои се неотплатливи.

Имаме пример каде што претпријатието А остварува добивка пред оданочување од 5 милиони американски долари на приноси од 50 милиони американски долари, и овие износи се очекува да растат 10% на годишно ниво во текот на следните три години. Понатаму, да се претпостави дека годишната амортизација изнесува 1 милион американски долари, меѓутоа за да ги оствари и за да не ги промени плановите за развој, претпријатието А мора да обезбеди 1,2 милиони американски долари за годишни капитални трошоци. Исто така, треба да се претпостави дека трошоците за бараниот инкрементален оперативен капитал изнесуваат 10% од приносите и дека се предмет на данок од 35%. На крајот, да се претпостави дека претпријатието А има 10 милиони американски долари на неисплатени заеми и камати од 8%, меѓутоа не се потребни останати приспособувања на средствата или обврските.

За стапката на принос се зема дисконтниот фактор на просечниот трошок на капитал за претпријатието од 15% според природата на дејноста на претпријатието А и нивото на ризици преземени за очекуваното ниво на готовинските текови. Стапката на раст долгорочно се





очекува да изнесува 3% и стапката на капитализација изнесува 12% пресметана на идната вредност.

Преку формула, вредноста на капиталот се пресметува околу 19,4 милиони американски долари. Практично, имаме 4 клучни варијабли кои можат да влијаат врз акционерската вредност во претпријатието, и тоа:

- ▶ **Износот на нето-добивката** која може да ја оствари бизнисот;
- ▶ **Ризикот** кој се презема влијае врз стапката на принос искористена во процената на готовинските приливи;
- ▶ **Износот и природата на средствата** (капитални трошоци и работен капитал) кој се бара за да се одржат операциите за бизнис и раст на развојот, и
- ▶ Можноста на претпријатието да се користи **долгот** (наместо капиталот) за да се финансираат нејзините дејности.

Сите овие варијабли треба да се анализираат симултано како во една целина, наместо секој поединечно.

**Нето-добивка.** Зголемување на износот на нето-добивката е очигледен предизвик за многу претпријатија. Сепак, финансиските резултати на секое претпријатие се производ на неговата оперативна дејност. Шампионите кои ја креираат вредноста во претпријатието мора да управуваат со активностите и да донесуваат одлуки кои влијаат врз резултатите. Токму заради тоа е потребно солидно знаење за начинот на кој влијаат деловните активности врз финансиските резултати. Внесувањето програми за одредување на трошокот на соодветна активност може да придонесе за оваа цел. Можноста да се зголеми добивката, а не само приходите, ја зголемува вредноста на претпријатието. На пример, ако стапката на долгогодишниот раст за претпријатието се зголеми само за 1%, капиталната вредност ќе се зголеми за околу 13%, од 19,4 милиони американски долари на 22,0 милиони американски долари, доколку сите други вредности останат исти.

Можноста да се зголеми добивката може да се оствари доколку се разбере капацитетот на претпријатието и пречките за истиот капацитет во претпријатието. Дополнителната добивка се остварува со добивање нов проект преку наоѓање начин да се обезбеди дополнителен приход покрај постојните пречки за капацитетот и кога се намалени трошоците за реализирање на дополнителниот приход. Сепак, треба да постои рамнотежа во користењето на овој пристап за да не се влезе во зона на краткорочно размислување и трошоци на долг рок во однос на губење профитабилни проекти поради преземање дополнителни проекти кои повлекле поголеми трошоци.

**Преферирање ниво на ризикот.** Намалувањето на ризикот може да придонесе за креирање на вредноста, бидејќи го намалува трошокот на капиталот на претпријатието. Додека дисконтниот фактор и факторот на капитализација се од субјективна природа, тие треба да претставуваат синтеза на принос кој го бараат инвеститорите, имајќи ја во предвид предноста и слабоста на претпријатието, како и можностите и заканите со кои се соочува. Мерењето на ризикот, односно неговото управување е силно средство за креирање на вредноста, бидејќи со намалување на дисконтниот фактор, вредноста на претпријатието се зголемува со геометриска прогресија.

Клучната област за управување со ризикот во секое претпријатие се однесува на степенот на стабилноста на клиентот и неговата концентрација. Претпријатија со диверзифицирана основа на стандардни клиенти имаат помала можност да бидат погодени од ризикот отколку претпријатијата кои мора во континуитет да ја заменат нивната основа на клиенти (преку учество на тендери за нивната дејност) или претпријатија кои имаат мал број клиенти кои го сочинуваат најголемиот дел од нивните приходи. Длабинската анализа на основата на клиентите во минатото, во сегашноста и перспектите во иднината е основна анализа за да се разбере како да се намали степенот на ризикот. Истовремено, треба да се разбере зошто клиентите купуваат производи и услуги од претпријатието (и зошто престанале да ги купуваат, во одредените случаи), да се разберат критериумите за купување и процесот на донесување одлуки за купување. Преку разбирање на овие варијабли, претпријатијата полесно можат да одлучат како да пристапат кон задржување на стандардните клиенти и да го намалат ризикот од загубата на клучните клиенти кога се работи за мали недоразбирања. Понатаму, преку разбирање на историската и тековната основа на клиентите, претпријатието може подобро да ги привлече новите клиенти и да ја намали зависноста од неколку клучни клиенти.

**Управување со средствата.** Основната цел на управувањето со средствата е да се зголеми приносот со профитабилно вложување на средствата. Покрај фактот што приходите и профитабилноста се во центарот на вниманието, повеќето претпријатија не го анализираат составот на средствата за да се остварат приносите. Претпријатијата можат значително да ја зголемат нивната вредност преку проактивно управување со капиталните трошоци и оперативниот капитал. На пример, доколку претпријатието А може да ги намали своите зголемувања на оперативните расходи, како процент на приходите од 10% на 5%, нивната вредност на капиталот ќе се зголеми за 6%, од 19,4 милиони американски долари на 20,6 милиони американски долари.

Оперативниот капитал и капиталните трошоци треба да се земат предвид особено кога претпријатието ги оценува можностите за раст, како што се: проширување на производниот асортиман, географската експанзија или преземањето на претпријатието. Многу често, вистинските трошоци не се проценети правилно во финансиската анализа. Капиталните трошоци и трошоците од оперативниот капитал нормално се утврдуваат при крајот на подготовката на планот за раст и претставуваат вложување капитал без да се знае приносот од вложувањето. Истовремено, значајно е да се потенцира дека оперативниот капитал претставува нето-добивка. Практично, додавањето трошоци кои можат да се одземат од даночната основица како дополнителен кадар, подобрување на наплатите, оптимално управување со инвентарот и исплатите, понекогаш претставува предност од перспектива на создавањето на вредноста.

**Користење заем.** Вредноста на претпријатието се одредува преку степенот и содржината на заемот, односно долгот во својата капитална структура. Претпријатијата кои користат заем мора да ги исполнат своите обврски за него пред да се исплатат акционерите. Акционерската вредност може да се зголеми кога претпријатијата ќе го зголемат својот капацитет за зголемување на долгот и користат заем, отколку капиталот да го финансираат преку своите активности, односно со сопствени сили. На пример, да претпоставиме дека претпријатието А во моментот има капацитет за преземање заем од 30% од својата капитална структура. Степенот на заемот се рефлектира со дисконтен фактор од 15%. Доколку претпријатието А го зголеми својот капацитет за преземање заем до 40%, трошокот на капиталот ќе се намали на 14,5%. Ова ќе овозможи вредноста на капиталот на претпријатието А да се зголеми за 7%, од 19,4 милиони американски долари на 20,8 милиони американски долари.

Капацитетот на претпријатието за преземање заем има влијание од фактори како што се големината и квалитетот на средствата, степенот и стабилноста на готовинските текови и нејзините обврски по основа на заемот. Соодветно, преку управување со овие варијабли може да се зголеми капацитетот за преземање заем, како и акционерската вредност. Поинаков пристап во пресметките на корисноста од користење на заемот е анализата на две сценарија. Според првото сценарио, претпријатието А има добивка пред оданочување и камати од 5 милиони американски долари и ги финансира своите операции со 10 милиони американски долари вреден заем (со камата од 5%). Доколку претпријатието А користело само сопствено финансирање, нејзината акционерска вредност ќе се намали.

Важно е да се запомни дека, сепак, сè додека се користи заемот да се добијат мегаломански приноси, користењето на заемот во претпријатието го зголемува нејзиниот финансиски ризик. Оттука, дополнителните приноси (од новите проекти) кои ги поседуваат акционерите мора да бидат во рамнотежа со степенот на преземените дополнителни ризици.

**Интегративен пристап.** Како што се елаборира, едни од клучните варијабли кои влијаат врз акционерската вредност се нето-добивката, намалувањето на ризикот, управувањето со средствата и користењето заем.

Сепак, важно е да се истакне дека секоја од овие варијабли е поврзана меѓусебно на овој или на оној начин. Оттука, треба да се изгради севкупен пристап кој нема да доведе до креирање на вредноста на претпријатието во една област да се анулира со загубата во другата област. На пример, за реализација на стратегија за добивање дополнителна добивка по оданочување, односно дополнителна нето-добивка, неопходна е инвестиција во капиталните трошоци и во оперативниот капитал. Во зависност од условите, оваа инвестиција може да влијае врз степенот на ризик на бизнисот, а соодветно и на очекуваниот принос.

На пример, да се претпостави дека претпријатието А разгледува можност да инвестира дополнителни 3 милиони американски долари во експанзија на бизнисот кој треба да придонесе приходот и нето-добивката да се зголемат за 20% на годишно ниво во текот на следните три години (наместо 10%). Сепак, ризиците вклучени во програмата ќе придонесат да се зголеми трошокот на капитал за 2% (при дисконтен фактор од 17% и стапка на капитализација од 14%). Покрај фактот што очекуваната стапка на принос се зголемила, вредноста на капиталот на претпријатието А се намалила за 8%, од 19,4 милиони американски долари на 17,9 милиони американски долари. Истовремено, може да се заклучи дека сите варијабли и нивното влијание врз вредноста не можат да се анализираат поединечно, туку како дел од целината. Солидното разбирање на природата на бизнисот, бројките кои се однесуваат на него и поврзувањето на соодносите меѓу варијаблите се предуслови за развивање темелни стратегии за зголемување на вредноста на претпријатието.<sup>26</sup>



<sup>26</sup> Howard, J. (2006), "Strategies for shareholder value enhancement: by taking an integrated approach to the examination of key underlying variables", *CMA Management*, Vol. 80, No. 8, Ontario, p. 29.

Некои од доктрините за мерење на вредноста се прикажани во табела 4.3.

Табела 4.3 Мерење на вредноста

„Доколку нешто не се измери, со него не може да се управува.“

„Мисијата на бизнисот е да управува во насока на зголемување на акционерската вредност.“

„Доколку вредноста не се измери, бизнисот не ја остварува својата мисија.“  
Многумина менаџери веруваат во ова. Истовремено, секој менаџер може да очекува мерењето на вредноста да биде рутинска вежба во деловното сметководство, меѓутоа не е така.

Извор: Bradley T. G. and Swire, D. J. (1998) “The tricky business of measuring wealth”, *Strategy and Leadership*, Vol. 16, No. 2, pp. 14-46

Истражувањето на Marc Lustenberger од 2006 година е интересно поради тоа што покрај мерењето на вредноста, го анализира потенцијалот на зголемување на вредноста на претпријатието преку ефикасно управување со даноците. Пред сè, ја набљудува варијацијата помеѓу данокот на добивка во однос на петте најголеми претпријатија котираани на швајцарската берза *SMI* и сите останати претпријатија на *DJ Euro Stoxx 50*. Врз основа на овие репери, истражувачот ја квантификува вредноста на зголемување на потенцијалот кој треба да се реализира преку намалување на ниво на данокот на добивка на претпријатието. Во однос на методологијата, прво се собираат финансиските извештаи на селектираните претпријатија во период од 3 години, при што се добиваат трошоците за данокот на добивка (како проценти од добивката пред оданочување). Второ, трошокот на капитал (се зема коефициентот бета кој е показател на систематичниот ризик на средството кај моделот за оцена на капиталното средство од <http://finance.yahoo.com/>, приносот на пазарното портфолио се зема од книгата на Brealey и Myers<sup>27</sup>, како и маргиналниот трошок на долг (се зема процена за 12 банки: 12-месечната стапка *LIBOR* во евра), како и процена на данок на добивка адаптиран според пондерираната стапка за просечен трошок на капитал. Трето, потенцијалот за зголемување на добивката кој се постигнува преку пониска стапка на оданочување се пресметува преку делење со дисконтниот фактор. Четврто, добиениот потенцијал за зголемување на вредноста се споредува со пазарната капитализација на претпријатијата. На крајот, последниот чекор се коментарите за сензитивната анализа, конфликтите на теоријата на застапување и стратегиите за планирање на даноците. Мерењето на потенцијалот за зголемување на вредноста се интерпретира преку апликација на моде-

<sup>27</sup> Brealey, R. A. and Myers, S. C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill Higher Education, New York.

лот на дисконтирање на дивидендата и моделот на константен раст на дивидендата кој ги зема предвид ефектите доколку потенцијалот за зголемување на добивката се инвестира во проекти кои доведуваат до раст на добивката. Методот на готовинските текови во однос на капиталот со користење на бараниот принос за акционерите (познат како трошок на капиталот) се смета како најпогоден за дисконтирање, бидејќи се претпоставува дека акционерите имаат бенефиции од ниските даночни трошоци, а потенцијалот за зголемување на добивката е предмет на флукуирачките оперативни добивки. Реализацијата на потенцијалот за зголемување на вредноста се добива наместо со реалокацијата на капиталот во подружниците преку пофлексибилна стратегија на адаптирањето на ризикот кај подружниците преку централизирање одредени функции и ризици во центрите за општи и заеднички работи, а концентрирање на производството во поголема мера во своите подружници. Lustenberger советува да се користи стратегијата со користење на рамката за управување со ризикот на Комитетот на спонзорирани организации на комисијата за трговија.

Анализирањето на поединечните претпријатија во различните земји укажува на фактот дека постои конфликтот врз основа на теоријата на застапување. Менаџерите на анализираните претпријатија не можат лесно да се инспирираат за да го реализираат потенцијалот за зголемување на вредноста. Наместо зголемување на вредноста на капиталот, менаџерите, пред сè, се фокусирани на тоа да ја зголемат својата лична корист. Истовремено, менаџерите се против организациските и културните промени кои се предуслови за реализација на дополнителната вредност на претпријатието.<sup>28</sup>

Максимизирањето на акционерската вредност стана цел како на претпријатијата во Индија, така и во светот. Сè поголеми се апетитите на финансиските институционални инвеститори, финансиските пазари и конкуренцијата наметнати на претпријатијата кои треба да работат кон континуиран раст на акционерската вредност. За да се постигнат овие цели, претпријатијата мора да постават механизми за мерење на резултатите за да се оцени нивниот напредок кон постојан раст на вредноста на претпријатието. Повеќе консултантски претпријатија со својата креативност поставуваат различни индикатори за мерење на резултатите, и тоа: додадена економска вредност, принос на инвестицијата врз готовинските приливи, вкупен принос на акционерите.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Lustenberger, M. (2006), "Value Enhancement Potential through Achievable Corporate Taxes", University of Zurich, Zurich, August.

<sup>29</sup> Latha, C. (2009), "Measuring Value Enhancement through Economic Value Added: Evidence from Literature", *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15, No. 9, September 9, pp. 46-62.

**МАКЕДОНСКИ ТЕЛЕКОМ АД – СКОПЈЕ**  
**КОНСОЛИДИРАНИ ФИНАНСИСКИ ИЗВЕШТАИ**

ЗА ГОДИНАТА КОЈАШТО ЗАВРШУВА НА  
31 ДЕКЕМВРИ 2013  
СО ИЗВЕШТАЈ НА НЕЗАВИСНИОТ РЕВИЗОР

Системот на мерење на резултатите преку додадената економска вредност, односно стапката за приносот на вложениот капитал се применува во *Македонски телеком АД Скопје*, презентирани во табела 4.4.

Табела 4.4 Додадена економска вредност на *Македонски телеком АД Скопје* пресметана со ефективна даночна стапка

| Во милиони денари                                | 2004 А        | 2005 А       | 2006 А       | 2007 А       | 2007 5/7      | 2008 5/7     | 2009 5/7      | 2010 5/7     |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| Добивка од редовното работење по оданочувањето   | 1.627         | 2.029        | 2.340        | 2.465        | 2.273         | 2.263        | 2.165         | 2.209        |
| Постојани средства                               | 14.667        | 13.577       | 12.131       | 11.665       | 11.608        | 11.663       | 11.235        | 11.024       |
| Гудвил   | 3.868         | 3.868        | 3.868        | 3.868        | 3.868         | 3.868        | 3.868         | 3.868        |
| Капитал за редовно работење                      | 1.660         | 1.083        | -3.438       | -1.406       | 259           | 206          | 389           | 375          |
| Ликвидни средства                                | 5.602         | 7.235        | 11.632       | 11.674       | 4.585         | 5.147        | 6.346         | 7.558        |
| Тековни средства                                 | 25.798        | 25.763       | 24.193       | 25.802       | 20.321        | 20.886       | 21.839        | 22.826       |
| Просечни тековни средства                        | 25.058        | 25.781       | 24.978       | 24.998       | 22.257        | 23.344       | 21.362        | 22.332       |
| Пондерирана стапка за просечен трошок на капитал | 8%            | 8%           | 8%           | 8%           | 8%            | 8%           | 8%            | 8%           |
| <b>Додадена економска вредност</b>               | <b>-377,6</b> | <b>-33,2</b> | <b>341,5</b> | <b>465,6</b> | <b>492,3</b>  | <b>395,5</b> | <b>456,0</b>  | <b>422,6</b> |
| <b>Принос на вложениот капитал</b>               | <b>6,49%</b>  | <b>7,87%</b> | <b>9,37%</b> | <b>9,86%</b> | <b>10,21%</b> | <b>9,69%</b> | <b>10,13%</b> | <b>9,89%</b> |

Извор: Пресметка на додадената економска вредност и стапката на принос на вложениот капитал на *Македонски телеком АД Скопје*, 2007 година, стр. 1.

Показателите се пресметуваат според податоците од бизнис-плановите 5/7 што означуваат финансиски резултати од 5 ефективни месеци, а 7 месеци според предвидувањата. 2007 А означува дека финансиски резултати се одобрени, односно измерени се ефективните резултати од тековната година.

Накратко сублимирано, EVA се добива кога од добивката од редовното работење по оданочување ќе се одземе производот на пондерирана стапка за просечен трошок на капитал, односно очекуваниот принос на капиталот и просекот на средства од редовно работење. ROCE се добива кога добивката од редовното работење по оданочување ќе се подели со средства од редовно работење. Средства од редовно работење се пресметуваат преку податоците од билансот на успех каде што на постојаните средства се додава гудвил, а се одземаат расходите за капиталот за редовно работење.



Табела 4.5 Пресметка на додадената економска вредност на *Македонски телеком АД Скопје*

| во ден '000   | 2002                         | 2003                         | 2004                         | 2002                         | 2003                         | 2004                         |
|---|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
|   | Македонски Телеком АД Скопје | Македонски Телеком АД Скопје | Македонски Телеком АД Скопје | Македонски Телеком Групација | Македонски Телеком Групација | Македонски Телеком Групација |
| Приходи од продажба   | 3.975.762                    | 3.031.400                    | 1.911.058                    | 7.224.833                    | 6.223.223                    | 4.644.116                    |
| Амортизација и вредносно усогласување на долгорочните средства  | -1.366.315                   | -2.170.661                   | -2.020.373                   | -2.007.793                   | -3.326.727                   | -3.548.235                   |
| <b>Амортизација и вредносно усогласување на долгорочните средства (вклучувајќи специјални вложувања)</b>                  | <b>5.342.077</b>             | <b>5.202.061</b>             | <b>3.931.431</b>             | <b>9.232.626</b>             | <b>9.549.950</b>             | <b>8.192.351</b>             |
| Вредносно усогласување на долгорочните средства   | -1.366.315                   | -2.170.661                   | -2.020.373                   | -2.007.793                   | -3.326.727                   | -3.548.235                   |
| <b>Оперативни средства</b>  | <b>3.975.762</b>             | <b>3.031.400</b>             | <b>1.911.058</b>             | <b>7.224.833</b>             | <b>6.223.223</b>             | <b>4.644.116</b>             |
| Даночна стапка  | 15%                          | 15%                          | 15%                          | 15%                          | 15%                          | 15%                          |
| Даноци од деловното работење  | -527.324                     | -402.411                     | -290.608                     | -916.342                     | -734.213                     | -651.508                     |
| <b>Добивка од редовното работење по оданочувањето</b>   | <b>3.448.438</b>             | <b>2.628.989</b>             | <b>1.620.450</b>             | <b>6.308.491</b>             | <b>5.489.010</b>             | <b>3.992.608</b>             |
| Материјални трошоци   | 15.224.860                   | 14.561.973                   | 13.857.265                   | 19.833.471                   | 19.155.478                   | 18.066.022                   |
| Нематеријални трошоци   | 441.104                      | 828.025                      | 692.782                      | 1.537.324                    | 2.404.879                    | 2.567.449                    |
| Вложувања во постојани средства   |                              |                              |                              |                              |                              |                              |
| Дадени долгорочни кредити на вработените  |                              | 14.114                       | 32.737                       |                              | 14.114                       | 32.737                       |
| <b>Постојани средства</b>   | <b>15.665.964</b>            | <b>15.404.112</b>            | <b>14.582.784</b>            | <b>21.370.795</b>            | <b>21.574.471</b>            | <b>20.666.208</b>            |
| Гудвил  | 3.394.953                    | 3.394.953                    | 3.868.490                    | 13.119.189                   | 13.119.189                   | 15.014.022                   |
| <b>Сегашна вредност за долгорочните лизинг обврски</b>  |                              |                              |                              |                              |                              |                              |
| Побарувања од купувачите - домашни  | 2.591.057                    | 3.019.891                    | 3.164.671                    | 3.175.279                    | 3.629.249                    | 3.937.564                    |
| Побарувања од купувачите - странски   | 170.680                      | 661.715                      | 507.230                      | 269.253                      | 767.597                      | 558.982                      |
| Побарувања од поврзани субјекти (од другите членки на ДТ Групацијата)   | 289.903                      | 264.866                      | 35.325                       | 294.051                      | 267.743                      | 37.793                       |
| Побарувања од повеќе платени даноци од добивка  |                              | 4.417                        |                              | 87.033                       | 4.417                        |                              |
| Побарувања од вработените   | 3.378                        | 3.322                        | 6.063                        | 4.144                        | 3.627                        | 6.117                        |
| Останати побарувања   | 6.032                        | 204                          | 2.390                        | 8.483                        | 204                          | 2.413                        |
| Аванси исплатени  |                              |                              |                              |                              |                              |                              |
| Приходи од останати вложувања   | 1.314.999                    | 1.974                        | 4.315                        | 1.314.999                    | 1.974                        | 4.315                        |
| Недостасана наплата на приходи и платени трошоци за идните периоди  | 38.953                       | 26.775                       | 26.250                       | 54.021                       | 56.240                       | 49.727                       |
| Побарувања и приходи од учества на вложувања во поврзани субјекти од Маџар Телеком и членките                             |                              |                              |                              | 41.823                       |                              |                              |
| Краткорочни побарувања за повеќе платени придонеси  | -735.145                     | -1.216.121                   | -1.521.678                   | -854.894                     | -1.375.197                   | -1.718.739                   |
| Останати долгорочни средства  |                              |                              |                              |                              |                              |                              |
| Материјални средства, други материјални средства и аванси за материјални средства   | 460.341                      | 344.366                      | 222.859                      | 520.456                      | 405.981                      | 298.645                      |
| Останати материјални средства во главно за продажба   | 171.081                      | 83.517                       | 103.889                      | 447.237                      | 417.711                      | 397.738                      |
| Депозити и кауцији за материјални средства  | -347.619                     | -212.496                     | -160.600                     | -402.894                     | -256.763                     | -192.730                     |
| Долгорочни обврски, домашни   | -368.675                     | -426.218                     | -237.194                     | -467.518                     | -495.398                     | -365.202                     |
| Долгорочни обврски, странски  | -622.695                     | -101.363                     | -103.394                     | -915.239                     | -314.804                     | -389.368                     |
| Долгорочни обврски од поврзани субјекти (од другите членки на ДТ Групацијата)   | -155.106                     | -16.087                      | -32.963                      | -155.106                     | -20.469                      | -34.347                      |
| Аванси добиени  | -10.096                      | -11.905                      | -20.665                      | -10.096                      | -11.905                      | -20.988                      |
| Краткорочни обврски за останати даноци  | -13.600                      |                              | -45.568                      | -178.882                     | -63.822                      | -108.681                     |
| Долгорочни обврски вклучувајќи го социјалното осигурување   | -6.662                       | -6.917                       | -2.033                       | -6.662                       | -6.917                       | -2.033                       |
| Краткорочни обврски спрема вработените  | -14.162                      | -15.214                      | -4.479                       | -24.346                      | -25.400                      | -4.961                       |
| Краткорочни обврски и трошоци спрема кои субјектот е поврзан по основ на учество во вложувања од Маџар Телеком и членките |                              |                              |                              | -26.812                      |                              |                              |
| Долгорочни обврски по основ на хартии од вредност   |                              |                              |                              |                              |                              |                              |
| Останати обврски  | -151.088                     | -96.199                      | -57.016                      | -166.122                     | -118.937                     | -58.490                      |
| Останати достасани трошоци  | -737.639                     | -227.366                     | -211.742                     | -744.310                     | -297.619                     | -394.402                     |
| Приходи од достасана наплата  |                              |                              |                              |                              |                              |                              |
| Одложено плаќање на приходи во идните периоди   | -1.956                       | -19.540                      | -22.743                      | -85.924                      | -43.802                      | -97.243                      |
| <b>Капитал за редовно работење</b>  | <b>1.881.981</b>             | <b>2.061.621</b>             | <b>1.652.917</b>             | <b>2.177.974</b>             | <b>2.523.710</b>             | <b>1.906.110</b>             |
| <b>Ликвидни средства</b>  | <b>840.328</b>               | <b>3.396.972</b>             | <b>5.602.217</b>             | <b>1.742.352</b>             | <b>4.524.531</b>             | <b>7.858.237</b>             |
| Средства од редовно работење  | 21.783.226                   | 24.257.658                   | 25.706.408                   | 38.410.310                   | 41.741.901                   | 45.444.577                   |
| <b>Просечни средства од редовно работење (исклучувајќи гудвил и вонредни активности) број на месеци</b>                   | <b>21.783.226</b>            | <b>23.020.442</b>            | <b>24.982.033</b>            | <b>38.410.310</b>            | <b>40.076.106</b>            | <b>43.593.239</b>            |
| <b>Додадена економска вредност</b>  | <b>8%</b>                    | <b>8%</b>                    | <b>8%</b>                    | <b>8%</b>                    | <b>8%</b>                    | <b>8%</b>                    |
| <b>Трошок на капитал (пондерипрана стапка за просечен трошок за капитал* средства од редовно работење)</b>                | <b>1.742.658</b>             | <b>1.841.635</b>             | <b>1.998.563</b>             | <b>3.072.825</b>             | <b>3.206.088</b>             | <b>3.487.459</b>             |
| <b>Добивка од редовното работење по оданочувањето</b>   | <b>1.705.780</b>             | <b>787.354</b>               | <b>-378.113</b>              | <b>3.235.666</b>             | <b>2.282.922</b>             | <b>505.149</b>               |
| <b>(Пондерипрана стапка за просечен трошок на капитал* средства од редовно работење)</b>                                  |                              |                              |                              |                              |                              |                              |
| <b>Принос на вложениот капитал</b>  | <b>15,83%</b>                | <b>11,42%</b>                | <b>6,49%</b>                 | <b>16,42%</b>                | <b>13,70%</b>                | <b>9,16%</b>                 |

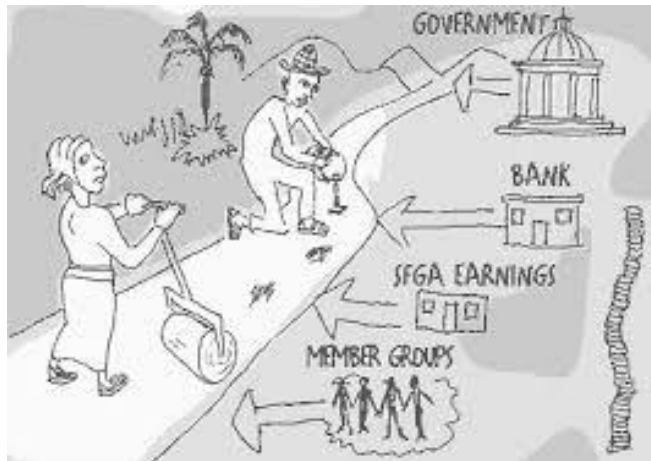
Во табелата 4.5 може да се забележи дека од година во година се намалува вредноста на групацијата *Македонски телеком АД Скопје*. Од околу 16% во 2002 година, стапката на принос на вложениот капитал на *Македонски телеком АД Скопје* во 2004 година изнесува 6,5%, додека на ниво на групација, од околу 16,5% се намалува на 9% од 2002 во 2004 година.

#### 4.5 ЗГОЛЕМУВАЊЕ НА КАПИТАЛОТ И ТРОШКОТ НА НАДВОРЕШНОТО ФИНАНСИРАЊЕ

Трошокот на капиталот во финансискиот менаџмент е стапка на принос што претпријатието мора да ја оствари за да ја задржи ненамалена пазарната вредност на претпријатието. Приносот од капитал за сопственикот е практично трошок на капиталот за претпријатието. Можноста за пресметка на трошокот на долгот пред оданочувањето, односно трошокот на надворешното финансирање се: стапка на приносот до достасувањето, калкулирање на интерната стапка на приносот и апроксимација на трошокот.

Теориите за финансиски спогодби се согласуваат дека повеќе ликвидни средства го намалуваат очекуваниот трошок на надворешно финансирање, со што го прават лизингот поатрактивен и го намалуваат приносот на субјектот кој дава лизинг. Сепак, литературата има амбициозни процени за ефектот на ликвидноста врз доспевањето на лизингот. Овие процени понатаму се покомплицирани од постоењето два вида лизинг-

договори – оперативен и финансиски – кои се разликуваат во тоа дали сопственоста на средството се префрла по завршеток на лизинг-договорот. Со користење на податоците за комерцијалните авиони, се доаѓа до заклучок дека поликвидни средства: (1) водат кон земање оперативен лизинг; (2) се земаат пократки оперативни лизинг-договори; (3)



имаат подолги финансиски лизинг-договори и (4) бараат пониски маржи во однос на стапките за оперативен лизинг.<sup>30</sup>

Со податоците добиени за финансиски и оперативен лизинг, како и можноста на купување на возилата се конструираат модели за да се добие сегашната вредност на парите, а со тоа и да се донесе одлука за исплатливоста на секоја од понудените опции, и тоа: (1) купопродажен договор; (2) договор за финансиски лизинг и (3) договор за оперативен лизинг. Во Македонија, од понудените опции, најисплатлив е финансискиот

<sup>30</sup> Gavazza, A. (2010), "Asset liquidity and financial contracts: Evidence from aircraft leases", *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, No. 1, pp. 62-84.

лизинг, па купопродажната опција, а најскапа опција е варијантата на оперативен лизинг.<sup>31</sup>

Во Италија, од понудените опции најисплатлив е финансискиот лизинг, а речиси во изедначена опција следуваат оперативниот лизинг или купувањето на возилото. Овие модели се самостојно конструирани и имаат свои недостатоци, меѓутоа се изработени за да се квантифициуваат резултатите и да се сведат на исто рамниште за да може полесно да се донесат одлуките. Секогаш подобро е да се анализира, макар и да има свои недостатоци, отколку без анализа да се одлучи по пат на инстинктите.

Според истражувањето во 2009 година се проценува како колатералот, односно гаранцијата за заемот влијае врз трошокот на заемот. Преку користење на податоците за гаранциите издадени од американските авиокомпаниии, се создаваат показатели за индустријата и соодветното активирање на гаранцијата. Траншата за заемот која е обезбедена со поликвидни гаранции покажува помала дополнителна заработка за инвеститорот кој ги вложил своите пари за заемот во однос на заработката која би ја добил од безризичните хартии од вредност, повисокиот кредитен рејтинг и повисоката стапка на заемот во однос на вредноста – ефект кој е економски мерлив според пресметките. Резултатите покажуваат дека можноста да се даде гаранција, пред сè, високоликвидна гаранција, го намалува трошокот од надворешното финансирање и го зголемува капацитетот за земање заеми.<sup>32</sup>

Исто така, во 2007 година се истражува како влијае шокот врз вредноста на колатералот, односно гаранцијата за заемот врз капацитетот на претпријатието за земање заем и инвестициите. Преку користење егзогена варијација (односно предизвикана од надворешен фактор) на вредноста на колатералот, односно гаранцијата со колапсот на пазарот на недвижностите во Јапонија, се увидува дека гаранцијата има статистичко и економско значење врз корпоративните инвестиции. Fan, исто така, работејќи на веригата која доведува до колатералот, односно гаранцијата, на пример, во вид на недвижнина, дошол до директни докази. Преку тестирањето на единствените податоци од банките кои обезбедуваат заеми за претпријатијата, докажува дека претпријатијата со поголеми загуби на гаранцијата, односно недвижноста, имаат

---

<sup>31</sup> Сопствена пресметка.

<sup>32</sup> Benmelech, E. and Bergman, N. K. (2009) "Collateral pricing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 91, No. 3, pp. 339-360.

помалку доверба во продолжување на својата соработка со банките и гледаат да обезбедат само минимални, односно мали заеми од банките.<sup>33</sup>

Во 2007 година се анализираат ефектите на скапото надворешно финансирање во оптимално време за инвестиција на претпријатието. Со приспособувањето на оптималното време за инвестирање, скапото финансирање влијае врз тековната инвестиција и сензитивноста на инвестирањето во сопствените парични текови. Важно е да се истакне дека соодносот меѓу трошокот на надворешните фондови и сензитивноста на инвестицијата од паричните текови не е монотона. Сензитивноста на инвестицијата од паричните текови се намалува кога трошокот на финансирање е релативно низок, а се зголемува кога трошокот на надворешното финансирање е висок. Изработени се емпириски тестови за сензитивноста на инвестицијата од паричните текови преку групи претпријатија класифицирани според идентичност на своите трошоци за надворешното финансирање кои ја потврдуваат тезата, односно ја поткрепуваат како доказ на моделот.<sup>34</sup>

Моделот и емпириските резултати се дополнети со истражувањата на Cleary, Povel и Raith<sup>35</sup>, како и со истражувањата на Almeida и Campello<sup>36</sup> кои укажуваат на отсуство на монотона корелација помеѓу инвестициите на претпријатијата и можноста од сопствено финансирање.

Во ситуација кога се потребни парични средства за финансирање на сопствените потреби на претпријатието, без разлика дали се работи за оперативни трошоци, намалување на обврските кон државата или, пак, инвестирање во нови дејности на бизнисот, потребна е стратегија како да се дојде до парични средства. Пристапот до парични средства од година во



<sup>33</sup> Gan, J. (2007), "Collateral, debt capacity, and corporate investment: Evidence from a natural experiment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, No. 3, pp. 709-734.

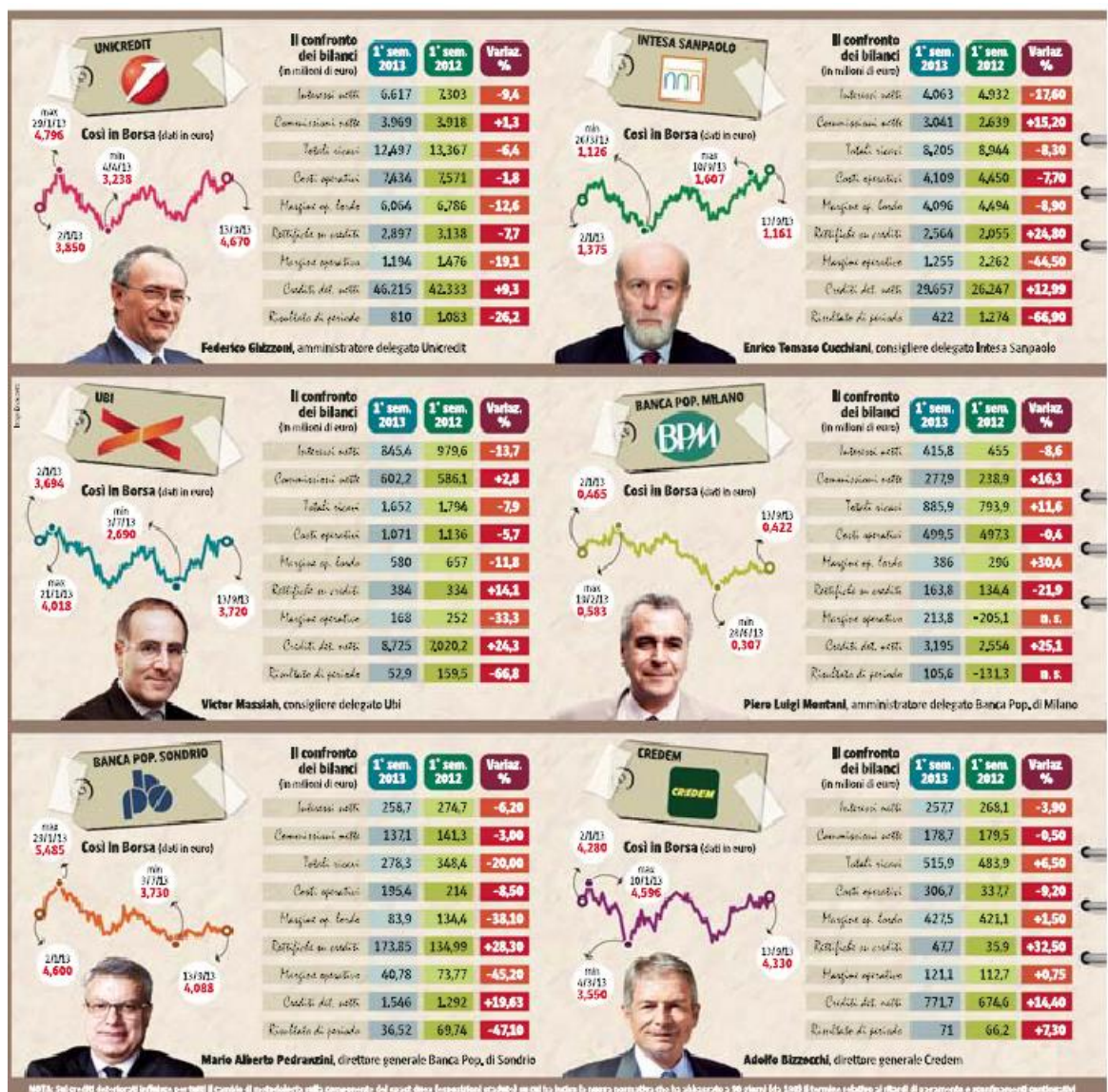
<sup>34</sup> Lyandres, E. (2007), "Costly external financing, investment timing, and investment-cash flow sensitivity", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, No. 5, pp. 959-980.

<sup>35</sup> Cleary, S., Povel, P. and Raith, M. (2007), "The U-shaped investment curve: theory and evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, pp. 1-39.

<sup>36</sup> Almeida, H. and Campello, M. (2007), "Financial constraints, asset tangibility and corporate investment", *Review of Financial Studies*, Vol. 20, No. 5, Oxford University Press on behalf of the Society for Financial Studies, pp. 1429-1460.



година станува сè поскап и потежок со влегувањето во финансиска криза на повеќето земји во регионот од 2008 година. Во одредено време, некои банки, за секое издадено едно евро, мора да имаат осигурени резерви од 30 центи.



Извор: Righist, 2013, „Credito & Bilanci Che sofferenze: 100 milioni al giorno“, *Corriere economia*, 15 Settembre, pp. 5-7 (Economiafc\_nazionale\_web (2013\_09\_16)\_pagina 5.pdf (secured)) (accessed September 16, 2013).

Истражувањето во 2007 година има цел, во присуство на неперфектен пазар на капитал, управувањето со ризикот на претпријатието да посочи на тенденцијата да се зголеми вредноста на претпријатието и нејзините акционери, со намалувањето на трошоците на застапување, трошоците на надворешното финансирање, финансискиот стрес и товарот на даноците. За оваа цел се елаборираат прво главните теории за управување со корпоративниот ризик, според кои доаѓа до зголемување на вредноста и кои се емпириските резултати што ги потврдуваат овие хипотези. Кога постојат неперфект-

ности на капиталните пазари, се врши заштита од ризик, што треба да ја зголеми акционерската вредност преку своето влијание врз трошоците на застапување, трошокот на скапот надворешно финансирање, директните или индиректните трошоци на банкрутството, исто како и трошоците за даноците. Поконкретно, заштитата од ризик може позитивно да влијае врз проблемите на намалување на инвестирањето и замената на средствата преку намалувањето на ранливоста во однос на готовинските текови, а може да ја ублажи аверзијата кон ризикот на менаџерите кои не го диверзифицираат ризикот, но и да се зголеми ефективноста на менаџерските структури за мотивација преку елиминирање на несистематичниот (диверзифициран) ризик. Помала ранливост кај готовинските текови доведува до помали трошоци во случај на банкрут. Исто така, заштитата од ризик може да придонесе за расположливост со сопствени средства за потребите на инвестициските фондови, овозможувајќи на претпријатијата да го избегнат скапиот трошок на надворешното финансирање. Управувањето со корпоративниот ризик може да придонесе да се намали корпоративниот даночен товар во присуство на сферичен распоред на отплаќање на данокот. Моделот на заштита од ризик има скромни емпириски резултати кои ја потврдуваат неговата комплетна мисија.<sup>37</sup>

Сè уште несоборливите теоретски истражувања посочуваат дека несиметричноста на информацијата и односот на застапување влијаат врз трошокот на надворешното финансирање и, соодветно, влијаат врз можноста на претпријатијата да ги финансираат сопствените можности за раст. Инаку, литературата за обелоденување на податоците посочува дека проширените и веродостојни обелоденувања на финансиските податоци ги намалуваат трошоците за надворешното финансирање и ја зголемуваат можноста на претпријатието да учествува во потенцијално профитабилните проекти. Постојат емпириски докази дека обелоденувањето на податоците овозможува претпријатијата да растат со релаксирање на надворешните финансиски пречки, со што се овозможува капиталот да се насочува кон проектите со позитивна сегашна вредност. Според истражувањето во 2006 година, емпириски се тестира оваа процена преку користење податоци од претпријатијата во период од 11 години. Како што претпоставува теоријата, се пронаоѓа позитивна корелација помеѓу претпријатијата кои ги обелоденуваат своите податоци и растот на стапката за надворешното финансирање додека се држат под контрола другите влијанија.<sup>38</sup>

<sup>37</sup> Aretz, K., Söhnke M. B. and Gunter D. (2007), "Why hedge? Rationales for corporate hedging and value implications", *Journal of Risk Finance*, Vol. 8, No. 5, pp. 434-449.

<sup>38</sup> Khurana, I. K., Pereira, R. and Xiumin, M. (2006), "Firm Growth and Disclosure: An Empirical Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 2, pp. 357-380.

Сличниот истражувачки тим укажува на тоа дека претпријатијата кои зависат од надворешното финансирање имаат повеќе предиспозиции да ги обелоденуваат податоците, што придонесува за пониски трошоци на надворешно финансирање. Ова истражување се спроведува на примерок надвор од САД каде што алтернативните правни и финансиски системи може да ги намалат ефектите од ваквите обелоденувања на податоците и, соодветно, детално се оценува мотивацијата на обелоденувањето и консеквенциите од обелоденувањето на податоците врз трошокот на капитал на избраниот примерок на претпријатија. Преку користење примерок од 34 земји, се елаборира дека претпријатијата во индустриите со поголеми потреби од надворешно финансирање имаат поголемо ниво на доброволно обелоденување на податоците, а подеталното обелоденување на податоците кај претпријатијата доведува до помал трошок, како на заемот, така и на капиталот. Прекуграничните разлики кај земјите од аспект на правните и финансиските системи влијаат врз нивото на обелоденување податоци кое се одвива со очекувана тенденција. Меѓутоа, изненадува резултатот во истражувањето дека мотивацијата за доброволно обелоденување на податоците се одвива независно од факторите на ниво на секоја земја. Практично, ефектот од доброволното обелоденување на податоците овозможува пристап кон поевтино надворешно финансирање во светот.<sup>39</sup>

Финансискиот ризик кој се состои од неочекуваните промени на курсните разлики, каматните стапки, цените на акциите, влијае директно или индиректно врз вредноста на претпријатието. Фактот дека поголем дел од претпријатијата алоцираат средства во активностите за управување со ризикот, сепак претставува само индикација за потенцијалот на управување со корпоративниот ризик во мисијата на зголемување на вредноста на претпријатието. Заради реалистичните имперфективности на пазарот на капитал, како што се трошоците на застапување, трансакциските трошоци, даноците и зголемените трошоци на надворешното финансирање, како и управување со ризикот на претпријатието претставува начин да се зголеми вредноста на претпријатието и нејзините акционери.<sup>40</sup>



<sup>39</sup> Francis, J. R., Khurana, I. K. and Pereira, R. (2005), "Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World", *Accounting Review*, Vol. 80, No. 4, pp. 1125-1162.

<sup>40</sup> Bartram, S. M. (2000), "Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 9, No. 5, p. 279.



## 4.6 ПОТЕНЦИЈАЛНИ ПРЕПРЕКИ ЗА ЕФЕКТИВНО АКТИВНО АКЦИОНЕРСТВО

Очигледно е дека институционалните инвеститори не се повеќе пасивни актери во процесот на корпоративно управување, туку се активни фактори. **Активно акционерство** означува влијание на инвеститорите врз работењето на претпријатието.<sup>41</sup> Скромно објаснување е дека секогаш кога инвеститорите ќе го изразат нивното мислење или, пак, ќе се обидат да влијаат врз работењето на претпријатието, преставуваат активни инвеститори.

*„Најдобри граѓани и најсилни претпријатија се оние кои ќе се соочуваат со светот.“*

*M.E.Tracy*

Институционалните инвеститори веќе не можат да ги игнорираат своите обврски кон акционерите. Неодамнешниот скандал на Bernard Madoff, поранешен претседател на NASDAQ, каде што се оштетени инвеститорите за сума од 50 милијарди долари, меѓу кои и некои донации за хуманитарни потреби, повторно ги заинтригира регулаторите, а скандалот беше анализиран на првите страници на дневните списанија. Скандалот се откри откако САД влезе во глобална финансиска криза. Имено, откако еден од најголемите мозоци во брокерските води на *Wall Street* испрал пари, почнал да ги исплаќа првите инвеститори со парите на новите инвестиции. Меѓутоа, поради финансиската криза, новите инвестиции не пристигнувале, со што се открива скандалот. Со откривањето на овој скандал се разгоруваат и критиките кон комисијата за хартии од вредност во САД како одговорни за финансиската криза.



<sup>41</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 228.

Општеството има потреба да ги гледа промените. Без промени, сè помалку луѓе ќе одлучат да штедат во приватен фонд или да инвестираат во пазарот на акции, а капитализмот, како што се случи во 2008 година, ќе почне да еродира. Има повеќе начини за да се премости отпорот кон промените. Наједноставен начин е редовно да се информираат луѓето за да дознаат навреме што се случува. Тактиката да се држи сè во „тајност“ за да се заштити сопствената позиција, особено на локалните менаџери, треба да се избегнува на тој начин. Друг начин е да се инволвираат луѓето во дејности, особено оние од кои се очекува најголем отпор. Луѓето реагираат на различен начин на промените и нивното однесување зависи од повеќе фактори кои не можат да се контролираат ниту, пак, да се предвидат. Од тие причини, најдобро што може да се стори во такви ситуации е да се поддржат, да се комуницира со нив, да се обучуваат и да се предводат за да се осигури успехот.

*„Институционалните сопственици, исто така, предизвикаа промени преку избирањето на претпријатијата со добро корпоративно управување.*

*Истражувањето на 200 инвеститори во Европа, Азија и Латинска Америка од страна на McKinsey & Company покажуваат дека инвеститорите се подготвени да платат 20% повеќе премија на претпријатијата кои вработуваат надворешни директори, регуларно одговараат на инвеститорите за бараната информација, имаат воспоставено оценување на членовите на одборот на директори и ги следат воспоставените практики за управување“.*

Друга област во која се потребни унапредувања е имањето одговорност на институционалните инвеститори кон своите клиенти. Обелоденувањето податоци и информации на клиентите, кои се впрочем акционери, често не е стандардизирано и главно не е јавно.<sup>42</sup> Оттука, тешка е позицијата на клиентите да влијаат врз своите институционални менаџери на фондови.

Како што финансиските иновации донесоа различни инструменти за управување со ризикот на деловните субјекти, тие исто така се одговорни за промена на

<sup>42</sup> Solomon, J. and Solomon, A. (2004), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex, p. 69.

структурата на капиталот. Напредно со развојот на моќта на компјутерското процесирање кое го олесни управувањето на поголемите портфолија, зголемената заинтересираност помеѓу инвеститорите за вредноста на диверзификација на портфолиото доведе до драматична промена во уделот на капиталот кај институционалните инвеститори. Според податоците за паричните текови на сметките на фондовите кои ги објави Централната банка на САД, заедно, сите фондови, вклучувајќи ги заедничките фондови, пензиските фондови, како и фондовите за животно осигурување пораснаа од 3% во 1952 година до над 50% кон крајот на 2001 година. Секое домаќинство поседуваше 16% од заедничките фондови кон крајот на 2001 година, а јавните и приватните пензиски фондови поседуваа помеѓу 10% и 20%. Субјектите за животно осигурување поседуваа 7% од капиталот на секое домаќинство, на различни сметки кои, всушност, се некој вид заеднички фондови со клаузула за животно осигурување.<sup>43</sup>

Овие промени се навистина драматични и нè мотивираат да се прашаеме: Дали се чувствуваме безбедно или удобно што зголемениот удел на капиталот на секое домаќинство се наоѓа во рацете на институционалните инвеститори? Основно прашање е дали институционалните инвеститори се „поактивни акционери“ отколку индивидуалните инвеститори. Практично, дали институционалните инвеститори поактивно ги надгледуваат дејствата на менаџментот, како и механизмите на корпоративното управување на претпријатијата во кои тие инвестираат отколку индивидуалните инвеститори. Проактивните акционери може да ги дисциплинираат претпријатијата, односно менаџментот во нивното спречување да ги исполнуваат своите приватни цели за сметка на акционерите. Проактивните акционери може да го отворат патот и на други инструменти за дисциплинирање на менаџерите, како што се корпоративните преземања, промените на цената на акцијата и промените во трошокот на капиталот – со елиминирање на заштитата на менаџментот против преземања, како и зголемување на транспарентноста.

Не е јасно дали институционалните инвеститори имаат повеќе или помалку мотивација да бидат проактивни акционери отколку индивидуалните акционери. Пред сè, институционалните инвеститори инвестираат големи средства во претпријатијата, тие имаат поголема преговарачка моќ врз менаџментот на претпријатието отколку што имаат индивидуалните инвеститори, и тие ќе се здобијат со поголема корист доколку

---

<sup>43</sup> Bies, S. S. (2002), “Adequate Financial Disclosure”, *Vital Speeches of the Day*, Vol. 69, No. 1, p. 2.

навреме ги откријат корпоративните измами. Во однос на институционалните инвеститори, пензиските фондови и субјектите за животно осигурување искористуваат најмногу бидејќи нивниот временски хоризонт на инвестирање опфаќа долг период, како во примерот на *CalPERS*, најголемиот јавен пензиски фонд во САД прикажан на слика 4.3, додека најактивните управувани заеднички фондови искористуваат најмалку.

Слика 4.3 Примерот на *CalPERS*, најголем јавен пензиски фонд во САД



*Во Германија, претставник на California state employees' pension fund – CalPERS, најголем јавен пензиски фонд во САД, истапи на Собрание на јавно претпријатие и го нарече лимитираното гласање на акционерите како „засрамувачки анахронизам со кој Германија не се доближува до меѓународните норми“. Ова правило не беше променето, меѓутоа германските весници го нарекоа инцидент „без преседан“.*

*Наследничката на Fred Buenrostro, Anne Stausboll (на сликата), првата жена – главен извршен директор во историјата на CalPERS.*

Извор: Petruno, T. (2009), *Los Angeles Times*, 03 March and *Money & Co* (2008), 17 December.

Одговор на прашањето дали институционалните инвеститори ги намалуваат проблемите за корпоративно управување е од емпириска природа. Научните истражувања не се убедливи со своите докази за поврзаноста на уделот на институционалните инвеститори со резултатите на претпријатијата, меѓутоа некои истражувања покажуваат дека напорите да се зголеми акционерската вредност влијаат врз проактивните институционални инвеститори, а останатите истражувања потврдуваат дека проактивноста на институционалните инвеститори е поврзана со инцидентите и настаните во корпоративното управување, пред сè, акционерските правни постапки и корпоративните преземања. Оттука, врз основа на овие истражувања, преран е заклучокот дека зголемениот удел на институционалните инвеститори е добар со доброто корпоративно управување. Сепак, може да се верува дека постојат придобивки од проактивни институционални инвеститори и овие придобивки ќе бидат камен-темелник во градењето на патот за дисциплинирање на пазарот во поширока смисла.

Анализирајќи го можниот тренд во иднината, постојат знаци на охрабрување дека институционалните инвеститори стануваат поактивни акционери. Заедничките

фондови станаа позаинтересирани за „гласањето преку свој застапник“ како одговор на корпоративните скандали во сметководството. Два фондови во САД јавно ги обелоденуваат нивните правила за гласање преку својот застапник, а еден од нив вработува аналитичар за корпоративно управување. Понатаму, за охрабрување се иницијативите за создавање на мрежата за меѓународното корпоративно управување, но за поздравување се и другите неформални групи кои ги мотивираат институционалните и приватните инвеститори да ја промовираат реформата во корпоративно управување.

Во иднина, проактивноста на акционерите ќе претставува важна ставка во намалувањето на конфликтите меѓу менаџментот и акционерите доколку транспарентноста преку корпоративните финансиски извештаи бележи нагорна линија. Сепак, треба да се повлече линија дека проактивноста на акционерите нема да го замени значењето на обелоденувањето. Проактивното акционерство, како и инструментот на продажбата на долгот и капиталот кој почесто се применува не можат да функционираат без соодветно обелоденување на податоците и информациите. Практично, сите инструменти за дисциплинирање на пазарот се изградени врз основа на точни и комплетни податоци и информации кои се обелоденуваат.<sup>44</sup>

Институционалните инвеститори преферираат да ги комуницираат сензитивните работи за претпријатијата зад затворени врати, наместо да ги изложат претпријатијата на срам пред будното око на јавноста. Од скорашен датум е активното акционерство во однос на прекумерните компензации. На пример, во Швајцарија е активирана кампањата во која размерот на најниско платениот работник и највисоко платениот работник треба да биде 1:12. Референдумот е главна опција на Швајцарците кои на референдум даваат и прашања од типот за надоместоците на извршните директори. На 3 март 2013 година, Швајцарците гласаа со 67,9% со кои овозможија акционерите, пензиските фондови, со исклучок на банките, да имаат комплетна контрола врз прашањето за надоместоците на извршните директори. Акционерите мора да ги изберат сите членови на комитетот за надоместоци на претпријатието кај сите претпријатија кои котираат на берзата во Швајцарија. Сепак, опцијата на референдумот и гласањето претставува „главна операција на срцето“ која се зема предвид доколку не дадат резултати дијалогот меѓу советниците, политичките партии и другите канали на активирање.

---

<sup>44</sup> Clark, G. L., Salo, S. and Hebb, T. (2008), “Social and environmental shareholder activism in the public spotlight: US corporate annual meetings, campaign strategies, and environmental performance”, *Environment & Planning*, Vol.40, No. 6, pp. 1370-1390.

## Пример 1

### Активно акционерство: тековни случувања

На агендата на реформата на корпоративното управување фокусот примарно се става на членството во одборот на директорите, платите на директорите и независноста на ревизијата. Сепак, на сцената се случуваат нови работи кои треба да се земат предвид, и тоа: **Работи кои овозможуваат континуитет на бизнисот**



Инвеститорите сакаат да видат поголема ангажираност во однос на планирање и преземање мерки за континуитет на бизнисот. Терористичките напади имаат значително влијание врз претпријатијата (бомбите кои експлодираа во хотелот „Marriot“ во Џакарта, или банката во Истанбул или, пак, во трговскиот центар во Најроби). Секој вид план кој овозможува континуитет на бизнисот во однос на процедурите за евакуација се имплементира во корпоративниот распоред. Вредноста на претпријатијата очигледно е на удар доколку претпријатијата се соочат со финансиски последици. Притисокот на акционерите овозможи мерките за одржување на континуитетот на бизнисот да добијат своја тежина.

Во Швајцарија, секој акционер кој поседува најмалку 1% од акцијата на претпријатието, во континуитет, најмалку една година има право да поднесува предлози кои ќе бидат предмет на гласање (табела 4.6). На пример, акционерите во претпријатијата имаат право да гласаат за платите на извршните директори.

Табела 4.6 Препорака за платите во Швајцарија – 12 претпријатија кои котираат

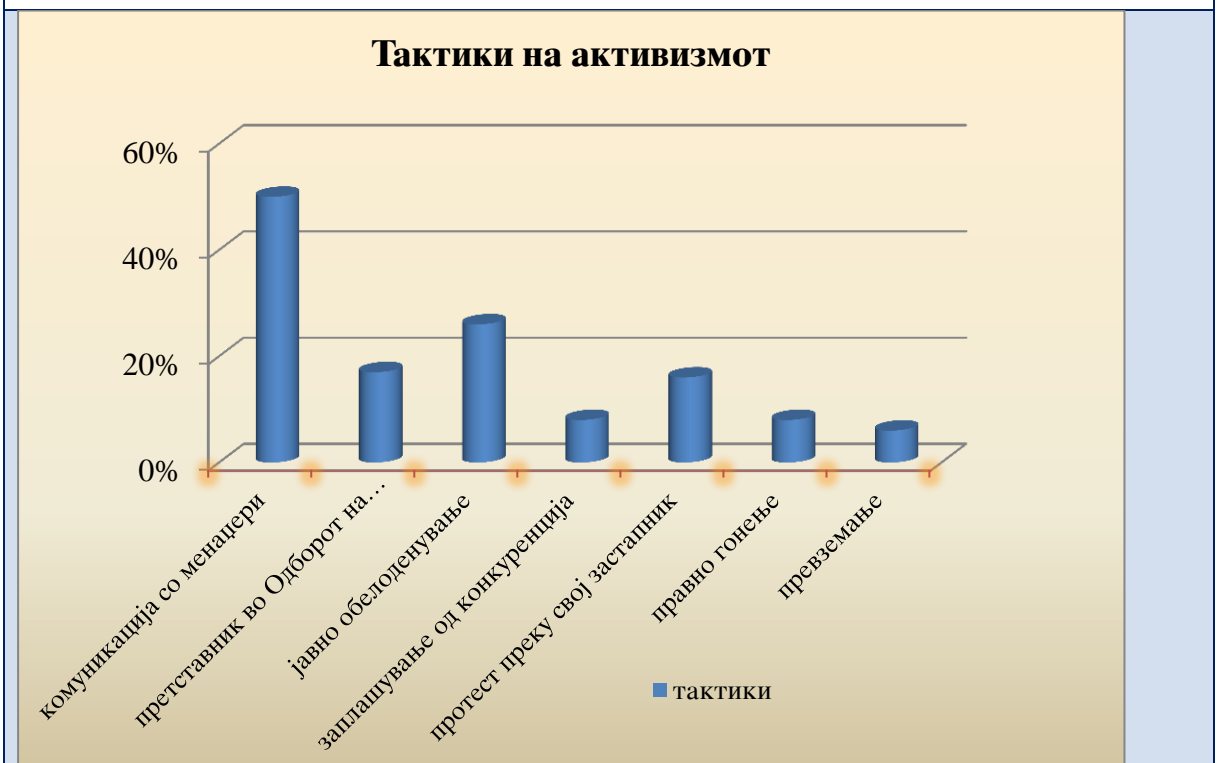
|                          |      | 2013                 |                    | 2012                 |                    | 2010                 |                    |
|--------------------------|------|----------------------|--------------------|----------------------|--------------------|----------------------|--------------------|
| Право на гласање од год. |      | Стапка на одобрување | Препорака на Ethos | Стапка на одобрување | Препорака на Ethos | Стапка на одобрување | Препорака на Ethos |
| ABB                      | 2009 | 82,30%               | Негативна          | 88,70%               | Негативна          | 88,70%               | Негативна          |
| Adecco                   | 2010 | 57,30%               | Негативна          | 84,90%               | Негативна          | 93,10%               | Негативна          |
| Credit Suisse            | 2009 | 88,00%               | Негативна          | 67,60%               | Негативна          | 74,10%               | Негативна          |
| Julius Bar               | 2013 | 36,30%               | Негативна          | /                    | /                  | /                    | /                  |
| Nestle                   | 2009 | 87,50%               | Негативна          | 89,60%               | Негативна          | 91,80%               | Негативна          |
| Novartis                 | 2011 | 78,30%               | Негативна          | /                    | /                  | 61,00%               | Негативна          |
| Roche                    | 2009 | 99,60%               | Негативна          | 98,50%               | Негативна          | 99,20%               | Негативна          |
| Swiss Re                 | 2010 | 89,80%               | Негативна          | 80,70%               | Негативна          | 76,50%               | Негативна          |
| Swisscom                 | 2010 | 98,40%               | Позитивна          | 98,80%               | Позитивна          | 91,20%               | Позитивна          |
| Syngenta                 | 2011 | 74,40%               | Негативна          | 85,50%               | Негативна          | 84,20%               | Негативна          |
| UBS                      | 2009 | 82,50%               | Негативна          | 60,10%               | Негативна          | 64,40%               | Негативна          |
| Zurich Ins.              | 2010 | 85,50%               | Негативна          | 84,80%               | Негативна          | 94,60%               | Позитивна          |

Извор: [http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p400e\\_130129\\_Results\\_of\\_the\\_Swiss\\_Say\\_on\\_Pay\\_Votes.pdf](http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p400e_130129_Results_of_the_Swiss_Say_on_Pay_Votes.pdf) (accessed 20 September 2013).



Еден од проблемите кој го имаат институционалните инвеститори како надзорници на менаџментот на претпријатието е проблемот што тие, всушност, не се акционери. Вистинските акционери се клиенти на институционалните инвеститори. Институционалните инвеститори имаат мала моќ на влијание врз одлуките на одборот на директори индиректно и врз корпоративното управување поради тоа што имаат карактер на „малцински акционери“.<sup>45</sup> Оттука, потребни се тактики за да се остварат акционерските цели за максимизирање на вредноста. Тактиките на активизмот се прикажани на слика 4.4.

Слика 4.4 Тактики на активизам



Извор: Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F. and Thomas, R. (2008), "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, pp. 1729-1775, Brav, A, Jiang, W. and Kim, H. (2010), "Hedge Fund Activism: A review", *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 4, No. 3, pp. 1-66.

<sup>45</sup> Solomon, J. and Solomon, A. (2004), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex, p. 92 во Шуклев, Б. (Ed) (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 228.



Преку користење голем број податоци собрани мануелно од 2001 година до 2006 година, истражувачите пронашле дека фондовите за заштита од ризик кои се активни во САД предлагаат стратегиски, оперативни и финансиски корекции и се успешни или делумно успешни во 75% од случаите. Фондовите за заштита од ризик ретко кога бараат контрола и во повеќе случаи не се конфронтирачки. Големiot принос на средствата во однос на објавувањето на активизмот е околу 7%, со одржување на истото ниво во текот на следната година. Претпријатијата кои се избрани се соочуваат со зголемување на приходите, оперативни резултати и поголема стапка на замена на главниот извршен директор по активизмот. Оваа анализа обезбедува нови важни откритија за механизмите и ефектите на информираното набљудување на акционерите.<sup>46</sup>



Имено, во делот на активното управување на фондовите за заштита од ризици се обработува темата за купување одредени акции и преземање активности за да се зголеми вредноста. Инструментите кои се користат притоа се: предлозите на акционерите, кампањите во медиумите, жалбите пратени преку своите легални застапници, преземањата итн. Овој пристап е многу различен во



однос на традиционалната стратегија. Притоа се идентификува погрешната ценовна политика, се тргува соодветно и пасивно се чека на спојување. Може да се претстави како арбитража на активистите во однос на чистата арбитража при дефинирањето на цените. Недостатоците на двете стратегии се проучуваат од страна на Patrick Bolton и Von Thadden во истражувањето за блоковите, ликвидноста и корпоративната контрола.<sup>47</sup>

Прво значајно истражување со опфаќање голем примерок за активизмот на фондовите за заштита од ризик е истражувањето во 2010 година, со цел максимизирање на вкупната вредност. Имено, се анализираат 374 фондови за заштита од ризикот,

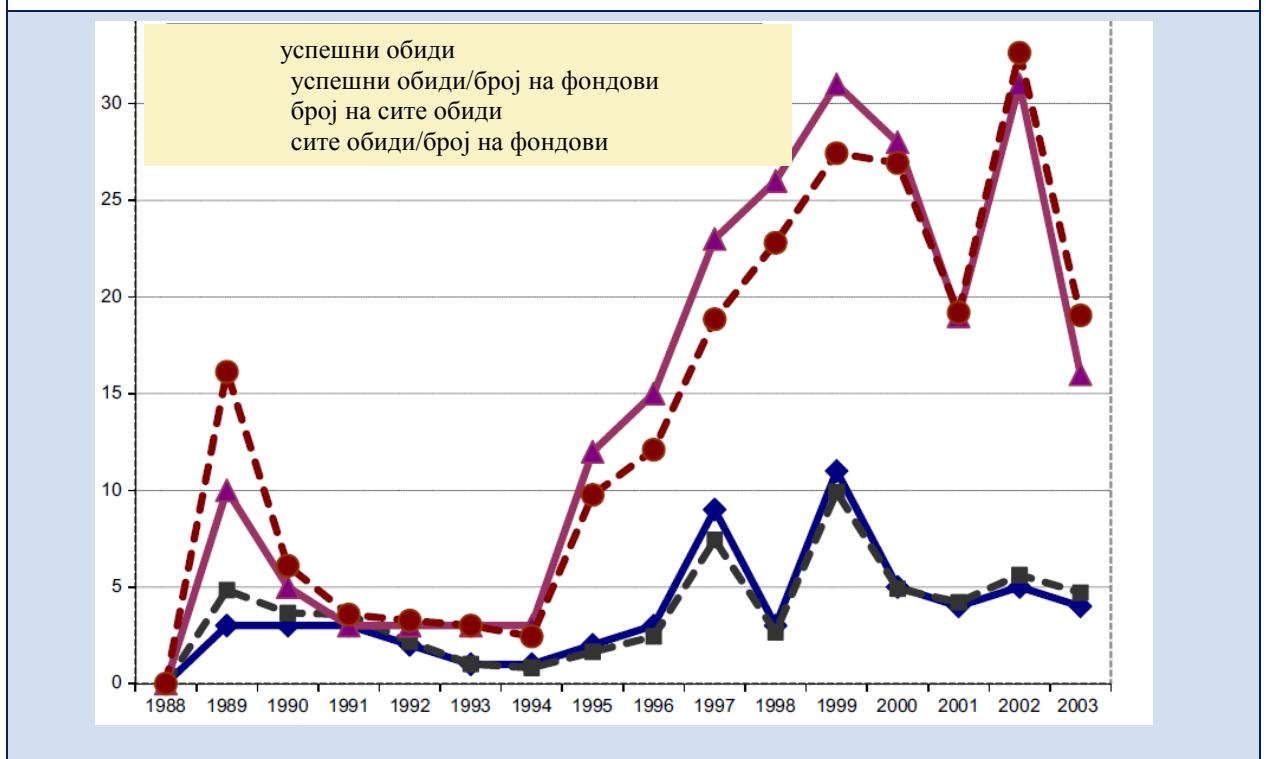
<sup>46</sup> Bray, A., Jiang, W., Partnoy, F. and Thomas, R. (2008), "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, pp. 1729-1775.

<sup>47</sup> Bolton, P. and Von Thadden, E. (1998), "Blocks, Liquidity, and Corporate Control", *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, pp. 1-25.

составени од парови претпријатија, 339 единствени претпријатија како целна група и 54 индустрии од аспект на видот на целта, кои се успешни и имаат краткорочната стратегија.<sup>48</sup>

Притоа се поставува прашањето дали активизмот на фондовите за заштита од ризик ја зголемува или ја уништува акционерската вредност. Не постои централизирана база на податоци за активните фондови за заштита од ризик. Во формата 13Д која се доставува во Комисијата за хартии од вредност во САД треба да се обелоденат намерите, меѓутоа не се откриваат вредностите во Европа како што е случајот со оваа форма 13Д во САД. Постојат приближно 110 активни фондови за заштита од ризик. Кај 41% од нив, односно кај 156 случаи се забележува агресивен активизам при што постои активна комуникација со менаџерите за да се максимизира вредноста на акционерите. Групата фондови за заштита од ризик, кои ја поднесуваат формата 13Д, претставуваат 27% од субјектите (слика 4.5).

Слика 4.5 Успешни отворени и затворени фондови во период 1988–2003



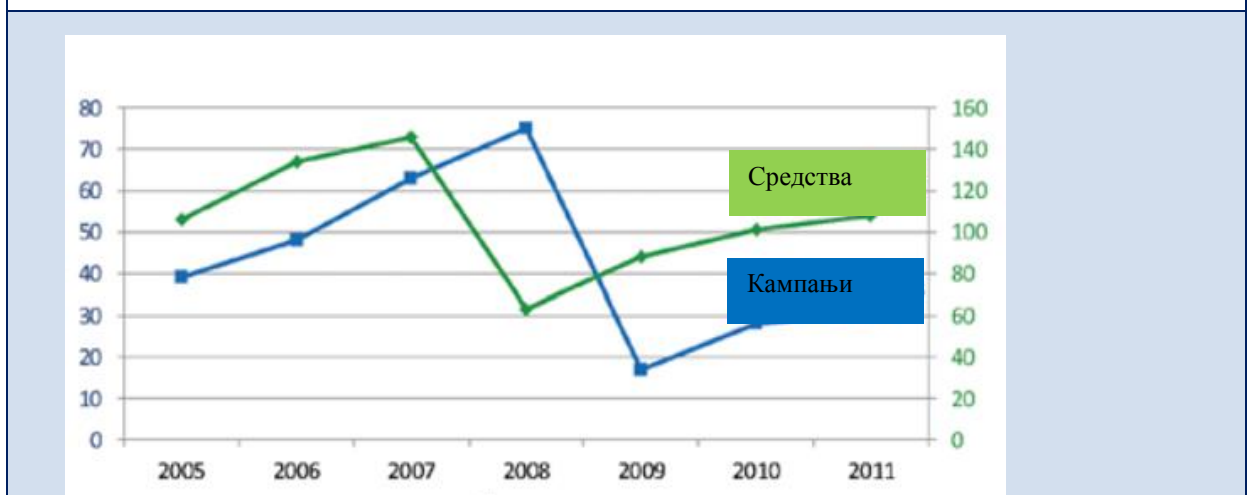
Извор: Bradley M., Brav A., Goldstein I., and Jiang W. (2010), “Activist Arbitrage: A Study of Open-Ending Attempts of Closed-End Funds”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, pp. 1-19.

<sup>48</sup> Bradley M., Brav A., Goldstein I., and Jiang W. (2010), “Activist Arbitrage: A Study of Open-Ending Attempts of Closed-End Funds”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, pp. 1-19.

Без користење агресивен активизам, преку поднесување на 14Ф, претпријатијата покажуваат подобри резултати. Значителниот активизам се мери со коефициентите добиени преку статистички тест и регресиска анализа. За бизнис-стратегијата се добива 0,055 за продажбата, односно за преземањето 0,059, а за финансирањето 0,168. Препреките за ефективно и активно акционерство се огледа во промените на законската регулатива за законот на наследство, како и сукцесивната политика на корпоративно управување кои на некој начин го затапаја сечилото на активизмот на пензиските фондови.

Активизмот на фондовите за заштита од ризик од 2005 до 2011 година е презентирано на слика 4.6 каде што се анализирани 33 фондови.

Слика 4.6 Активизам на фондови за заштита од ризик во период 2005–2011



Извор: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/04/17/hedge-fund-activism-in-technology-and-life-science-companies/><sup>49</sup> (accessed 14 August, 2013).

Податоците на активизмот на фондовите се зголемил од 2005 до 2008 година, кога значително опаѓа, што се поклопува со годината на почетокот на финансиската криза за сега повторно да се зголеми. Сината линија го покажува бројот на кампањите на фондовите за заштита од ризик во групата која се анализира во период од 2005 до 2011 година. Зелената линија ја покажува вкупната сума на средствата во долари со кои управуваат



<sup>49</sup> Noked, N. (2012), "Hedge Fund Activism in Technology and Life Science Companies", in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/04/17/hedge-fund-activism-in-technology-and-life-science-companies/> (accessed 14 August 2013).

менаџерите на крајот од годината, преземени од формата 13Ф на фондовите кои се анализирани.

Во 85% случаи, фондовите за заштита од ризик сè уште се активни по 1 до 6 години. Според податоците на формата 13Ф е обелоденет годишниот принос на портфолиото на капитал од 25%, 50% и 75%.

Правните гонења во просек бараат 9 години за донесување на пресудата. Постојат две методи преку кои се анализира претпријатието кога се споредува со просекот на остварување на претпријатијата во индустријата, се набљудува стапката на поврат на средства, средствата за истражување и развој, сметководствената вредност во однос на пазарната вредност, процентите на дистрибуција на сопственоста, пазарната реакција на претпријатијата под закрила на фондовите.

Фондот за заштита од ризик се одликува со некои карактеристики, и тоа:

- ▶ Фондовите за заштита од ризик имаат за цел претпријатија кои се мали, ликвидни и со потценета вредност.
- ▶ Фондовите за заштита од ризик се инволвираат и остануваат инволвирани. Во просек, агресивните фондови на активизмот остануваат активни повеќе од две години.
- ▶ Фондовите за заштита од ризик купуваат блокови акции.
- ▶ Фондовите за заштита од ризик не ги повлекуваат своите пари во краток рок (од 6 месеци до една година) со што ги охрабруваат стратегиите на долг рок.
- ▶ Фондовите за заштита од ризик се успешни активисти. Освен фактот што ги променуваат резултатите на претпријатијата, агресивните фондови за заштита од ризик овозможуваат значителни приноси за сопствените инвеститори.<sup>50</sup>

51

*Инвеститорите не сакаат да раководат со претпријатијата, не сакаат да им образложуваат на менаџерите како да управуваат со претпријатијата, туку сакаат да бидат во тек како размислуваат нивните клиенти, односно менаџерите на претпријатијата.*

<sup>50</sup> Boyson, N. M. and Mooradian, R. M. (2009), "Corporate Governance and Hedge Fund Activism", Northeastern University, May.

## ГЛАВА V. ЗАКАНАТА ЗА КОРПОРАТИВНАТА РЕПУТАЦИЈА

### 5.1 РЕПУТАЦИЈАТА НА ГЛАВНИОТ ИЗВРШЕН ДИРЕКТОР

Во соочувањето со предизвиците што ги носи XXI век, голем број претпријатија при изборот на главен извршен директор се одлучуваат за лице кое е селектирано од друго претпријатие и од друга индустрија. Од тие причини, главните извршни директори ја пишуваат својата биографија надвор од претпријатието, наместо да работат на внатрешна промоција и доживотна кариера во едно претпријатие. Овие главни извршни директори покрај својата подвижност, имаат профил да ја олеснат промената во претпријатието. Како, на пример, едно научно истражување покажува дека повеќе од една третина главни извршни директори назначени од 369 доминантни претпријатија во САД во 90-тите години се надворешни лица. Во оваа група спаѓаат некои од најголемите и најпознатите претпријатија во САД, и тоа: *Eastman Kodak Co.*, *IBM* и *AT&T*. Искуството на овие претпријатијата покажува дека ги инспирирале и другите претпријатија да одат надвор од своите рамки за да бараат главен извршен директор, особено кога претпријатието се соочува со криза. Покрај овој тренд, некои претпријатија продолжуваат да развиваат кадри и да назначуваат внатрешни лица, како примерот на *M. Douglas Ivester* во *Coca-Cola* кој го презеде тронот по смртта на *Roberto Goizueta*.

Интересно е дека одборот на директори стана моќен и значително влијае

врз сукцесијата на менаџерите. Меѓутоа, постои скриен ризик во овој пристап, како во случајот со *AT&T*. *John R. Walter* како претседател на одборот на директори и претендент на фотелјата го изгуби својот кредибилитет откако *Robert Allen* го прогласи за неподобен на таа позиција. Моментумот се изгуби во тие осум месеци од доаѓањето на *Walter* до неговото заминување.

Некои извршни директори станаа привремени главни извршни директори кои се фокусираат да го спасат претпријатието од криза. Од ваков вид е *Steve Miller*, привремен главен извршен директор на *Waste Management Corporation*. *Miller* ја почна оваа фаза од својата кариера во *Chrysler* во 1980 година кога беше вклучен во преговорите за заем за да го спаси претпријатието од ликвидација. Пандан на *Miller* му е драстично потребен на *Chrysler* и во денешно време во екот на најголемата финансиска криза. Продажбата на возилата *Chrysler* во февруари 2009 година се намали за околу 40%.

„Бизнис од бизнис е бизнис.“

*Alfred Sloan*, поранешен главен

извршен директор на *General Motors*.



(1875–1966) **Националност:** Американец

**Биографија:** Alfred Sloan беше несомнено еден од најоригиналните главни извршни директори и организациски мислителци на XX век. Тој беше доволно паметен своето искуство да го преточи во книгата „Моите години во *General Motors*“ (*My Years with General Motors*).

Sloan студираше електротехника во еден од најпознатите универзитети за електротехника во САД – МИТ. Со своите 24 години, Sloan станува претседател на претпријатие кое е на работ на пропаста, а за четири години подоцна тоа претпријатие прави профит од 60 милиони долари. Овој потфат му овозможи познанства со пионерите во автомобилската индустрија Henry Ford и William Durant.

Својот бизнис полека го интегрираше како дел од *General Motors*, а во 1923 година (на средината од падот на автомобилската индустрија) тој беше назначен за претседател на *General Motors*. Тој го реорганизираше претпријатието на начин кој претставуваше модел речиси на секое претпријатие за остатокот од векот. Тој го подели претпријатието на одделни автономни бизнис-области кои се предмет само на финансиска и контрола за реализација на политиката која ја извршуваат неколку лица од централата.

Оваа „федерална децентрализација“, како што беше наречен процесот, се изврши за еден месец. Меѓутоа, резултатите кои следуваа беа драматични и на долг рок. Од последната позиција за шест години стана пазарен лидер со обрт од 1,5 милијарди долари и значителен раст на акцијата. Sloan, исто така, беше прв главен извршен директор кој воведо процедури на систематично стратегиско планирање за деловните единици на претпријатието.

Sloan беше претседател на претпријатието од 1923 до 1937 година, главен извршен директор од 1923 до 1946 година и претседавач од 1937 до 1956 година, речиси 30 години ефективно на кормилото на едно од најголемите претпријатија во светот. Меѓутоа, тој беше познат како „Тивкиот Sloan“ бидејќи преферираше да управува зад сцената. Управувањето во стилот „движејќи се меѓу вработените“ не беше еден од неговите методи.

Неговиот стил на управување беше опишан преку едно од неговите познати излагања на состанок со извршните менаџери „Господа, дали имаме консензус за оваа одлука“, „Сите се согласни!“ „Тогаш, оваа одлука ќе ја одложиме за следниот состанок додека не развиеме дебата и не ја разбереме подобро одлуката.“

Во своите последни години, Sloan донираше големи суми на својот матичен универзитет, во чија чест Економскиот факултет го доби неговото име. За жал, оваа практика кај нас ја нема, ако не грешам. Многу од олигарсите кои излегоа од клупите на Економскиот факултет не донираат средства во идните генерации.

Извор: Hindle, T. (2008), *Guide to Management Ideas and Gurus*, Profile Books Ltd., London, p. 120



Способности на лидерство се потребни за главниот извршен директор да се соочи со предизвиците на конкуренција. Еден од таквите лидери се Alex Trotman, главен извршен директор на претпријатието *Ford Motor*, кој редовно ги информира своите вработени за добрите и лошите новости. Некои главни извршни директори ги мотивираат своите вработени ефективно да ја извршуваат својата работа и помагаат во нивниот развој. Robert Crandall, поранешниот главен извршен директор на *American Airlines*, Jack Welch, поранешниот главен извршен директор на *General Electric*, и Andrew S. Groove, поранешниот

главен извршен директор на *Intel*, се примери за силни поборници на извршување на задачите и подобрување на односите. Стратегиските лидери се трансформациски менаџери кои, покрај ефективното управување со претпријатието, имаат и визионерско лидерство кое носи идеи за добри производи, а вработените ги мотивира да се приспособат на промените.

Лидерите во современите претпријатија се соочуваат со многу ситуации кои биле непознати за лидерите во минатото.<sup>1</sup> Денешните лидери извршуваат масовни отпуштања на вработените, а со тоа се намалуваат трошоците за работна сила, се воведуваат работни тимови кои ќе овозможат донесување одлуки во претпријатието и

Jeff Immelt, претседавачот и главен извршен директор на *General Electric*, како и неговиот претходник Jack Welch, верува дека разбирањето за мерната скала на бизнисот е важна за неговиот успех. „Вие може да управувате со претпријатието исто по големина како нашето преку вистинска информација“, изјави Immelt. „Во *General Electric*, лошите вести се шират многу брзо. Ние треба да бидеме свесни за ова.“

Извор: Schermerhorn, J. R. (2008). *Management*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, p. 318.



<sup>1</sup> Certo C. S. and Certo S. T. (2012), *Modern Management: Inc.*, Upper Saddle River, p. 384.



непречена работа. Работата се редирајнира така да лицата станат поефикасни и поефективни, и се иницираат програми дизајнирани за да се подобри севкупниот квалитет на функционирање на претпријатието. Особено во периодот на светската криза во февруари 2009 година во САД, стапката на невработеност се искачи на нивото од 1976 година, година позната по својата суровост од економски аспект. Како одговор на овие нови случувања, претпријатијата ги избираат стилите на лидери кои помагаат во мотивирањето на вработените да се внесат во својата работа и овозможуваат на вработените доволно слобода да ги искористат своите вештини на најдобар начин. Овој пристап е различен од лидерството во минатото, кое се фокусираше на контролата на вработените и работните процеси.

Сепак, може да се донесе во прашање репутацијата на извршните директори кои се соочуваат со новите ситуации. Најлошите деловни случки во 2008 година се поврзани со извршните директори на *Merill Lynch* и *City Group*. Додека финансискиот гигант *Merill Lynch* ја бележеше својата најголема тримесечна загуба, извршниот директор Stanley O'Neal ги смируваше нервите играјќи голф. Потоа се повлече со отпремнина од 161 милиони долари. Финансиската фирма *City Group* го смени извршниот директор Chack Prince дури откако изгуби 11 милијарди долари.<sup>2</sup> Главниот извршен директор на *Nokia*, Stephen Elop, не сакаше да го врати својот бонус од 18,5 милиони долари во 2013 година. Финците не се среќни што овој бонус е добиен како резултат на продажбата на бизнисот на телефонските апарати од *Nokia* на *Microsoft*. Практично, тие се многу разочарани. Синдикатите се против, лута е реакцијата во весниците, а исто така и премиерот смета дека „бонусот е преголем“. Најлошото е тоа што Risto Siilasmaa, претседавачот на *Nokia*, ја изманипулира јавноста, образложувајќи дека *Elop* добил ист пакет како и неговите претходници, што не е случај. Реакцијата е дека треба од нешто да се откаже. *Nokia* побарала од *Elop* да ги врати парите или, пак, да прифати помала сума. *Elop* ја одбил понудата. Како причина, главниот извршен директор го навел фактот дека е во тек неговата парница за развод. Според финскиот закон, „имотот кој го поседуваат брачните партнери, во случај на развод, се дели на половина. Доколку еден од партнерите го отуѓи имотот, другиот партнер може да побара тој да му го отплати и делот што е отуѓен во меѓувреме“.



<sup>2</sup> *Fortune*, (2009), 23 January, <http://www.fortune.com> (accessed 10 April, 2010)

Не е јасно кога Елор го иницирал разводот и како тоа може да влијае врз неговиот бонус. Пред сè, имајќи предвид дека неговата фамилија живее во САД, така што финскиот закон не е апликативен, и имајќи предвид што не се знае фактот дали постои предбрачен договор. Сето ова ги наведува медиумите да заклучат дека оправдувањето на Елор едноставно претставува љубезен начин да ѝ се каже на *Nokia*: „Тужете ме“.<sup>3</sup>

Слика: Manu Fernandez



Allan Leighton, главен извршен директор на *Wal-Mart*, е цитиран во *Blackhurst* во 2005 година со својата изјава: „Доколку имате добар главен извршен директор, вие добивате добри извршни менаџери и солидни луѓе под нивно водство“. Толку едноставно, а е вистина.

Заканата за репутацијата на главниот извршен директор ја почувствува и главниот извршен директор на *Monte dei Paschi* на јавната прес-конференција во јануари 2013 година (слика 5.1). *Banca Monte dei Paschi di Siena*, трета по големина италијанска банка и најстара светска банка, во своето соопштение до јавноста призна на својата веб-страница дека депозитите на нејзините клиенти се намалиле за неколку „милијарди евра“. Се случил серија скандали кои 600 години ја тресеа старата банкарска институција, каде што се забележуваат загуби од 730 милиони евра во дериватни инструменти во период од 2006 до 2009 година. Истовремено, опциите се еден вид дериватен инструмент, каде што купувачот дава можност да купи/продаде одредено средство според дефинирана цена во рамките на утврден временски период. Овие трансакции се во срцето на идентификувањето на измамата во банката. Италијанските субјекти детектираат дали банката ги користела трансакциите со дериватните инструменти за да ги скрие загубите од регулаторските тела.

Слика 5.1 Главниот извршен директор на *Monte dei Paschi*



Слика: Antonio Calanni, <http://www.lanazione.it/siena/cronaca/2013/12/23/1000689-monte-dei-paschi.shtml>

<sup>3</sup> <http://qz.com/128669/nokias-outgoing-ceo-has-a-great-excuse-for-not-returning-his-e19-million-bonus/>  
(accessed 1 November 2013)

Во јануари, Bloomberg извести дека *Deutsche Bank* обезбедила дериватен инструмент за банката во 2008 година со која ја откри вистинската финансиска позиција на банката пред таа да побара помош пакет од даночните обврзници за да се спаси. Слични трансакции се случувале со Nomura, причина зошто италијанската полиција ја истражува јапонската банка во Милано. Проблемите на банката започнале во 2007 година, кога преплатила за да го купи помалиот ривал *Autoveneta* без да направи подлабока финансиска анализа. Поранешниот финансиски директор, Gianluca Baldassarri, е затворен со обвинение за манипулирање со финансиското известување во однос на трговијата со дериватните инструменти. Дополнително, поранешниот директор на комуникации, David Rossi, беше пронајден мртов во централата на банката во март, според извештаите, чувствувајќи притисок поради обвинението за измама, иако не бил предмет на измамата.<sup>4</sup>

Не е изненадувачки фактот што банката издаде соопштение за поразувачки финансиски резултати за 2012 година со загуба од 3,2 милијарди евра, во поголема мера поради лошите пласмани на заемите и загубите од трговијата со дериватните инструменти. Скандалот на банката ги потегна прашањата за моќта на италијанската влада да ги надгледува своите финансиски институции. Италија се согласи со парите на даночните обврзници да ја спаси банката во јуни 2012 година. На 26 јануари 2013 година се согласи да го продолжи заемот со дополнителни 3,90 милијарди евра на осиромашената банка, префрлајќи ги дополнителните 1,9 милијарди евра во заем претходно земени во текот на финансиската криза. Перцепцијата на јавноста за деловните активности и за претпријатијата се под влијание на популарните медиуми.<sup>5</sup> На национално ниво, вестите против бизнисите, во преден план оние кои се однесуваат на странските претпријатија, доведуваат до негативни последици на ниво на потрошувачите и Владата.

На пример, во Република Чешка националните медиуми ги критикуваат странските директни инвестиции, претставувајќи ги како „странски дебели мачори кои отпуштаат и кои се опасност за чешкиот начин за завршување на работите“. Одговорот на

---

<sup>4</sup> Rovnick, N. (2013), “The World’s Oldest Bank admits dodgy derivatives trades, fleeing depositors and a mysterious death caused reputational damage”, 31 March. <http://qz.com/69214/the-worlds-oldest-bank-admits-dodgy-derivatives-trades-fleeing-depositors-and-a-mysterious-death-caused-reputational-damage/> (accessed 1 November 2013)

<sup>5</sup> Hill, C. W. L. (2009), *International Business: Competing in the global marketplace*, 7<sup>th</sup> Edition, The McGraw-Hill Companies Inc, New York, p. 746.

*CzechInvest*, агенција за странски инвестиции на земјата, претстави контра аргументи изјавувајќи дека странските производители ќе креираат една нова нето-работа секои десет минути. Понатаму, меѓународните претпријатија поддржуваат 10.000 чешки добавувачи (претставувајќи 10% од националната работна сила), што претставува 60% од производството за извоз. Две третини од менаџерите се Чеси. Слично преземање на австралиското претпријатие од *Campell Soup*, австралискиот печат го окарактеризира како „мултинационално убиство“.

Со фактот што националните економии станаа пазарно ориентирани, слободата на медиумите и присуството на независните медиуми придонесоа односите со јавноста и односите со инвеститорите на претпријатието да станат главни менаџмент-функции. Во Латинска Америка, странските претпријатија се охрабрени да градат згради, да поддржуваат истражувања и да се вклучуваат во активности за собирање пари, хуманитарни активности и спонзорства.

Односите со јавноста кои се погрешно водени предизвикуваат корпоративен срам и, во најлош случај, ја уништуваат глобалната репутација. Стравот од отповикување на 199 производи на *Coca-Cola* во Западна Европа предизвика и корпоративен срам и нарушување на корпоративниот имиџ. Нетипичниот мирис на производите на *Coca-Cola* предизвика повлекување од продажба на 14 милиони производи во пет земји. Европскиот печат рашири шпекулации дека конзервите на *Coca-Cola* се контаминирани со отров за глувци. Слабото водење на односите со јавноста на претпријатието резултираше со лош публицитет. За претпријатие со таков внимателно граден квалитет и имиџ како *Coca-Cola*, искуството беше поразувачко.

Медиумите и општествената контрола често имаат главна улога во дисциплинарањето на менаџерите и сопствениците на капиталот (Dyck & Zingales, 2003). Во преден план, се подобрува пристапот до информациите и се намалуваат трошоците за надзор, а во поширок план, корпоративното управување станува предмет за јавна дебата.<sup>6</sup> Во земјите како Јужна Кореја, корпоративното управување стана синоним на

„Од четири негативно  
расположени дневни весници  
треба да се плашиш повеќе  
отколку од илјада куршуми.“

Napoleon Bonaparte, *Француски  
император и генерал од XIX  
век.*

<sup>6</sup> Berglof, E. and Claessens, S. (2004), “Enforcement and Corporate Governance”, *World Bank Research Working Paper*, pp. 5-14.



„домаќинството“, благодареејќи делумно на медиумите кои известуваа за злоупотребите во корпоративниот сектор. За возврат, законодавството и напорите на медиумите за промовирање позитивни вибрации имаат силно влијание за усвојување добро корпоративно управување.

На светско ниво се појавува потреба на заштита на репутацијата на главните извршни директори или поединци кои се богати поради постоење систем на светска проверка, преку кој се проверува лицето, односно се анализира неговата репутација. Доколку постојат некои соопштенија од сомнителна природа, на лицата не им се овозможува отворање сметки во швајцарските банки. Од тие причини, на институциите кои ги вршат техничките работи за сметка на богатата клиентела потребни им се услуги за одржување на репутацијата на богатите поединци преку праќање соопштенија со позитивна содржина итн.

Препораки за транзицијата на главниот извршен директор за да се избегне нарушување на репутацијата се:

- ▶ Дали се осврнал на контекстот на својата транзиција – не само од сопствената перспектива, туку и од перспективата на сите клучни стеикхолдери?
- ▶ Дали има поставено распоред во својот мозок за посакуваните резултати на својата лидерска транзиција?
- ▶ Дали има поставено иницијални групи на приоритети со комплетна претстава што очекуваат другите од него?
- ▶ Како ќе го контролира својот распоред и ќе го алоцира сопственото време?
- ▶ Дали има развиено јасен процес и распоред за селектирање на сопствениот врвен тим?
- ▶ Дали е доволно ангажиран за да изгради однос со претседавачот на одборот?
- ▶ Дали има механизам за да ја изгради канцеларијата и инфраструктурата?
- ▶ Дали размислува преку сопствениот комуникациски план – внатрешен и надворешен?
- ▶ Дали има механизми да добие разумен одговор и информации?
- ▶ Дали ги има утврдено соодветните клучни лични правила?<sup>7</sup>

Во случај на закана за нивната репутација, главните извршни директори треба да се држат до златното правило да не комуницираат со јавноста без обука со медиуми, односно да бидат тивки. Наедно, експертите за комуникација треба да издадат соопштенија за јавноста и да организираат прес-конференција по извршена процена и исклучиво доколку се наметнува потреба.

<sup>7</sup> Ian, D. (2010), “Letter to a newly appointed CEO”, *McKinsey Quarterly*, pp. 1-10.



## **5.2 УПРАВУВАЊЕ СО РЕПУТАЦИЈАТА НА ПРЕТПРИЈАТИЕТО ПРЕКУ ОДНОСИ СО ЈАВНОСТА И ОДНОСИ СО ИНВЕСТИТОРИ**

Една од алатките која се користи од страна на менаџерите за управување со репутацијата се односите со инвеститорите. Дефиницијата „односи со јавноста“ се користи од 1930 година и се дозволува да се направи дистинкција со понесоодветниот термин „пропаганда“, кој јасно имал подруго значење и поинаква намера. Дефиницијата „корпоративни комуникации“ се разви како резултат на развојот на односите со јавноста, иако врската сè повеќе исчезнува со текот на годините. Корпоративните комуникации ги содржат односите со јавноста, бидејќи имаат поголеми одговорности и се фокусираат на претпријатието како целина. Пристапот на Лондонската школа за односи со јавноста го има стојалиштето дека управувањето со репутацијата на претпријатието има поголем холистички и поширок распон отколку традиционалните односи со јавноста и корпоративните комуникации, бидејќи дејствува постратегиски по својата природа и ги вклучува сите аспекти на корпоративната сфера, вклучувајќи го и аспектот како бизнисот ја создава сопствената вредност (бизнис-моделот). Како дисциплина, односите со јавноста честопати се критикувани како тактична и дисциплина на краток рок.

Корпоративните комуникации (корпоративните односи со јавноста) се полуразвиена форма на традиционалните односи со јавноста кои се постратегиски, со поорганизиран пристап, фокусирајќи се главно на надворешните комуникации. Корпоративните комуникации го вклучуваат менаџментот на претпријатието во однос на сопствените внатрешни и надворешни комуникации со стејкхолдерите за да создадат попријатна слика за себе.

Управувањето со репутацијата на претпријатието е дисциплина која управува и ја насочува агрегатната процена која стејкхолдерите ја одредуваат за тоа колку добро претпријатието ги исполнува очекувањата на сопствените потрошувачи. Процената се потпира како врз сегашните, така и врз активностите во минатото, но и врз идниот потенцијал. Во овој аспект, управувањето со репутацијата на претпријатието е поширок, похолистички и поинтегриран концепт отколку корпоративните комуникации, во кое спаѓаат односите со јавноста.

Најдобар начин да се направи преглед на модерните корпоративни комуникации е да се земе пристапот на Van Riel, прикажан во табела 5.1, кој ги дели комуникациите во три главни категории, и тоа:

- ▶ Комуникации на претпријатието;
- ▶ Комуникации за управување;
- ▶ Комуникации за маркетинг.<sup>8</sup>

| Табела 5.1 Преглед на модерните корпоративни комуникации |                           |                       |
|--|---------------------------|-----------------------|
| Комуникација на претпријатието                           | Комуникации за управување | Маркетинг-комуникации |
| Управување со ризикот                                    | Интерни комуникации       | Односи со јавноста    |
| Управување со кризните ситуации                          | Вклучување на вработените | Односи со медиумите   |
| Односи со јавноста/владата                               | Управување со промената   | Односи со заедницата  |
| Управување со стеикхолдерите                             | Корпоративна култура      | Спонзорства           |
| Усогласеност со законодавството                          |                           | Настани               |
| Усогласеност со владата                                  |                           | Рекламирање           |
| Оперативни комуникации                                   |                           | Управување на бренд   |
| Комуникации од местото на настанот                       |                           |                       |
| Корпоративна општествена одговорност                     |                           |                       |

Извор: London School Of Public Relations (2013), *Tools of PR and reputation management*, London School Of Public Relations, London.

Истражувањето на Van Riel е меѓу првите примери за интегративен пристап кон корпоративните комуникации. Целта е да се постигне конзистентност во активностите на корпоративните комуникации преку поставувањето заеднички појдовни точки кои се во основата на сите формални корпоративни комуникации. Истовремено го развива т.н. корпоративен комуникациски микс на Van Riel според кој се прават компромиси во однос на:

- ▶ Комуникациите за управување: менаџерите треба да основаат заедничка визија и доверба во претпријатието;
- ▶ Комуникациите за маркетинг: традиционалниот маркетинг-комуникациски микс;
- ▶ Комуникации на претпријатието: комуницирање со различните стеикхолдери (вклучувајќи ги екстремниот прилив на комуникациските функции на корпоративно ниво).

<sup>8</sup> London School Of Public Relations (2013), *Tools of PR and reputation management*, London School Of Public Relations, London.

Доколку корпоративната репутација претставува перцепција за претпријатието, тогаш **управувањето со репутацијата** претставува севкупно оценување на конституентите за тоа колку добро претпријатието ги исполнува своите очекувања. Во суштина, репутацијата е колективна репрезентација која се заснова врз мислењето на стеикхолдерите и холистичката импресија на поединецот или претпријатието во текот на времето; која може да биде негативна, неутрална или позитивна.

Како форма на процена на минатото, сегашното и идното однесување на претпријатието, репутацијата се обликува со помош на стратегиските напори на јавните односи и корпоративните комуникации во комбинација со однесувањето и резултатите. Однесувањето може да се однесува на кредибилитетот на менаџментот и на неговата етика, исто како и на општествената корпоративна одговорност и односите кон потрошувачите.

Множеството елементи кои ги проценуваат стеикхолдерите се:

- ▶ Корпоративните комуникации/односите со јавноста;
- ▶ Однесувањето: во минатото и во сегашноста;
- ▶ Стратегиски успех: насока, опсег, иновација;
- ▶ Општи и финансиски резултати;
- ▶ Корпоративна мисија и цели;
- ▶ Идентитет, вредности и кредибилитет;
- ▶ Надворешни фактори: пазар, економски, технолошки, општествени итн.;
- ▶ Неконтролирани комуникации: озборување, профилирање на општествените медиуми, коментари на корисниците, медиумска покриеност и независни извештаи.

Други фактори кои можат да влијаат врз репутацијата се: консолидации и спојувања, влијанија на деструктивни технологии, значителни промени на владината политика или законодавната/етичка рамка, внатрешни инциденти, односно несреќи, терористички инциденти, генерално настани кои имаат веројатност да се случат и кои сепак значително влијаат, достапни извори и доминантни пазарни услови, значителни промени на моќта на одредени стеикхолдери и нивното влијание, и влијание на скорашната криза и нејзино моментално разрешување.

Алатки кои ги користат менаџерите за управување со репутацијата се прикажани во новото тркало на комуникации (слика 5.2), и тоа: корпоративно рекламирање, анализирање на ризикот, управување со стратегиските работи, интелектуално расудување, платформи за вклучување во општествените медиуми: facebook, twitter,



- ▶ Многу претпријатија пропаѓаат поради слаби корпоративни комуникации;
- ▶ На многу претпријатија им недостасува јасна, чадор-платформа за корпоративните комуникации;
- ▶ Менаџерите треба да комуницираат со интерните и екстерните групи;
- ▶ Постои фрагментација на комуникациските дисциплини (односи со јавноста, реклама, печатење, односи со јавноста) при што се создаваат тешкотии.

Новото тркало на корпоративни комуникации формирано од страна на Balmer и Greyser дава рамка за рангирање на групите на стеикхолдерите кои ги каналзираат и ги земаат предвид другите важни фактори како корпоративниот бренд, земјата на потекло и индустрискиот имиџ.

Убедувањето за управувањето со репутацијата не е доволно разбрано во средината за ризикот на репутацијата и во осигурителните кругови. Пред сè, треба да се образложи прашањето: „Дали ризикот за репутацијата е независен фактор за ризикот со свои сопствени причини и ефекти или е индиректна секундарна компонента за другите ризични фактори?“ Очигледно е дека минимизирањето на корпоративниот ризик е важен дел од која било деловна корпоративна стратегија. Меѓутоа, дали ризикот може да се управува и како да се пристапи во управување со ризикот претставува тешко прашање за да се одговори.

На почеток од 2013 година, Европскиот фонд за финансиска стабилност соопшти дека ќе емитува едногодишни обврзници како алтернатива на претходно планираните тригодишни обврзници, чија емисија ја одложи минатата недела, кога американската бонитетна агенција *Moodies* го намали рејтингот на Франција. „Емисијата на едногодишните обврзници покажува дека може да се одговори на силната побарувачка на пазарот во кус рок и да се обезбеди на инвеститорите алтернатива за тригодишните обврзници“, изјави Christophe Frankel, финансиски директор на Европскиот фонд за финансиска стабилност, (слика 5.3).

Слушај внимателно да разбереш, а потоа  
внимавај да бидеш разбран.

Stephen Covey

Слика 5.3 Финансиски директор на Европскиот фонд за финансиска стабилност  
Christophe Frankel



Успешноста на управување со ризикот и односите со инвеститорите влијае врз репутацијата на главните извршни директори во Италија. Sergio Marchionne е менаџер со најдобра репутација на интернет во октомври 2013 година според истражувањето на Luigi dell’Olio во Италија. Главниот извршен менаџер на *Fiat*, John Elkann, во септември ја презема палката како најуспешен.

Податоците за репутацијата на менаџерите на претпријатието се објавуваат ексклузивно во еден од главните финансиски весници во Италија по спроведеното месечно истражување. Истражувањето се заснова на четири макропоказатели клучни за перцепцијата на врвните италијански менаџери на интернет: 1. перципираниот имиџ, 2. присуство на менаџерите во веб-енциклопедии, 3. присутност на примарните веб-каналите во деловите за новости и објави, како и 4. присутност на секундарните веб-каналите кај блогерите и општествените мрежи.

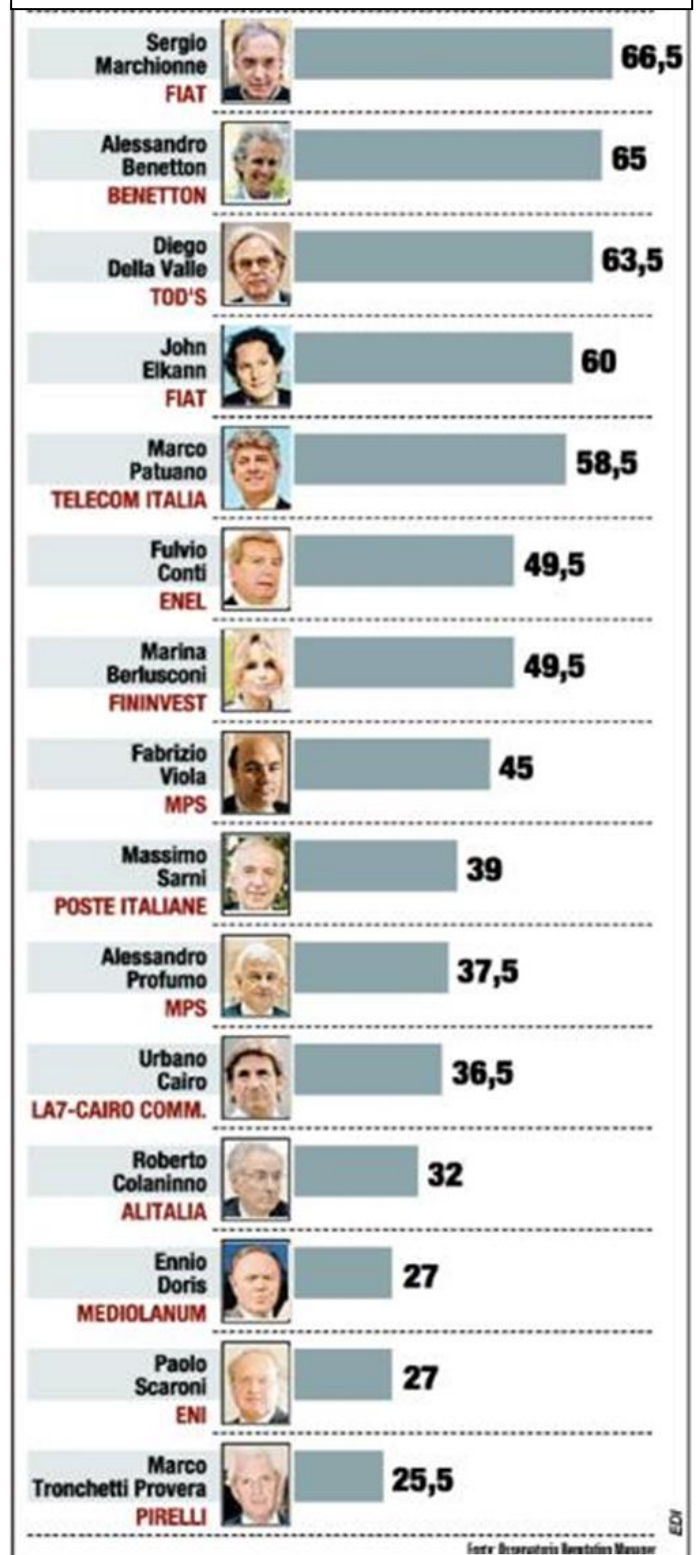
Очигледно Marchionne е награден за стекнатата доверба и за преземањето иницијатива во однос на примарната емисија на акции на *Chrysler* со добивање гласови во вредност од 66,5 поени од 100 можни, при што се искачува на скалата за две позиции погоре во однос на септември. Плоштадот на честа го очекува Alessandro Benetton (со 65 поени) кој остварува прогрес на овој начин со едно место погоре во однос на претходниот месец, излегувајќи пред Diego Della Valle, кој од втора оди на трета позиција со 63,5 поени (слика 5.4). Овој пат, John Elkann е на четврта позиција со 60 поени, плаќајќи го данокот на својата номинација во одборот на директори на *SkySport* каде што ризикува конфликт на интереси.



Следуваат Marco Patuano (58,5 поени), главен извршен директор на *Telecom*, и Fulvio Conti (49,5), главен извршен директор на *Enel*, со своите стабилни позиции во однос на претходниот месец. Внимание привлече победата на *Alitalia* да додаде две нови личности на економската италијанска сцена: Massimo Sarmi, со добивање 9 место со 39 поени и Roberto Colaninno на десеттото место со 32 поени од 19 истражувани.<sup>11</sup>

Дисперзираното користење на дигиталните технологии и големата сенка на кризата имаа длабоко влијание врз менувањето на навиките на потрошувачите, перцепциите, однесувањата и вреднувањата. Институтот за репутација спроведе истражување за доминантните претпријатија кои дејствуваат во Италија без разлика дали котираат на берзата или не котираат (табела 5.2). Истражувањето укажува за да се има добар производ продолжува да биде важен фактор, но не претставува диференцијална карактеристика, односно претставува само 45% од одлуката за да се купи производот.

Слика 5.4 Рангирање на репутацијата на главните извршни менаџери во Италија



извор: *La Repubblica Affari & Finanza*, (2013), „Le pagelle”, 4 novembre, p.38.

<sup>11</sup> *La Repubblica Affari & Finanza*, (2013), „Le pagelle”, „Рангирање на репутацијата на главните извршни менаџери во Италија“, 4 novembre, p. 38.

Табела 5.2 Класификација на првите 20 претпријатија според нивото на репутација во Италија

| позиција на претпријатието | претпријатие         | 2014 | 2013 |
|----------------------------|----------------------|------|------|
| 1                          | BMW                  | 82,8 | 83,0 |
| 2                          | Ferrero              | 81,8 | 85,6 |
| 3                          | Luxottica            | 81,5 | 78,2 |
| 4                          | Volkswagen           | 80,5 | 70,1 |
| 5                          | Giorgio Armani       | 79,6 | 86,0 |
| 6                          | Barilla              | 77,8 | 79,7 |
| 7                          | Michelin             | 77,7 | 74,5 |
| 8                          | De Longhi            | 77,1 | 75,8 |
| 9                          | Mediaworld           | 76,7 | /    |
| 10                         | De Agostini          | 76,6 | /    |
| 11                         | Conad                | 76,6 | /    |
| 12                         | Prada                | 76,5 | 69,6 |
| 13                         | Esselunga            | 76,1 | 75,2 |
| 14                         | Ikea                 | 75,5 | 76,0 |
| 15                         | Grimaldi Navigazione | 73,8 | /    |
| 16                         | Pirelli              | 73,6 | 74,6 |
| 17                         | Wind                 | 73,4 | 67,5 |
| 18                         | Unilever             | 72,6 | /    |
| 19                         | IBM                  | 72,0 | /    |
| 20                         | Bricocenter          | 71,6 | /    |



Извор: Righi, S. (2014), "Business: È la tedesca Bmw l'azienda con la miglior reputazione in Italia", *CorrierEconomia*, 5 maggio, p. 6.

Се појавуваат и други невидливи аспекти, како што се популарноста на производот, транспарентноста при управувањето на претпријатието и етичноста при дејствувањето на претпријатието. Зборовите сè повеќе ги заменуваат фактите. Овие аспекти кои биле потценети, треба да се земат предвид при планирањето на бизнисот бидејќи носат конкретни предности. „Десетте претпријатија класифицирани во 2014 година во Италија имаат највисока репутација“, според Michele Tesoro Tess, главниот извршен директор на Институтот за репутација на Италија. Истите претпријатија имаат остварено околу 4 пати поголеми приходи во однос на останатите 10 претпријатија во долниот дел на класификацијата. Дополнително, десетте претпријатија со највисока репутација имаат остварено 50% поголеми резултати на берзата.

Имено, 70% од интервјуираните лица претпочитаат да купат производи од првите 10 претпријатија во класификацијата или да ги советуваат блиските да ги купат истите производи.<sup>12</sup> Во светот на услугите, клучниот збор е општествената одговорност, како и етичноста, кои имаат важна улога во зачувување на репутацијата на претпријатието.

<sup>12</sup> Righi, S. (2014), "Business: È la tedesca Bmw l'azienda con la miglior reputazione in Italia", *CorrierEconomia*, 5 maggio, p. 6.

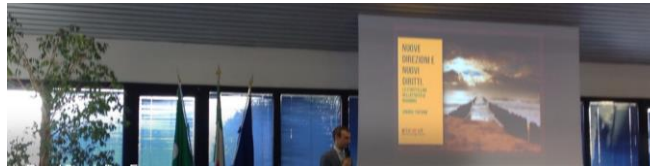
### 5.3 УЛОГАТА НА ОДБОРОТ НА ДИРЕКТОРИ ВО ЗАЧУВУВАЊЕ НА РЕПУТАЦИЈАТА НА ПРЕТПРИЈАТИЕТО

Поголем број претпријатија од различни земји имаат најразлични практики за корпоративно управување кои заедно со правните механизми претставуваат солидна основа за создавање дополнителна вредност на претпријатието. Претпријатијата кои се зависни од надворешното финансирање треба да имаат практики за добро корпоративно управување. Преку добрите практики се овозможува ефективен надзор на претпријатието и заштита на акционерите.



| Табела 5.3 Разбирањето за претпријатието се зголемува  |   |                    |                        |                          |   |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
|--|---|--------------------|------------------------|--------------------------|---|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| % на претпријатија кои одговориле*   | КОЛКУ ОДБОРИТЕ НА ДИРЕКТОРИ ГО РАЗБИРААТ ПРЕТПРИЈАТИЕТО |                    |                        |                          |   |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
|  | Комплетно разбирање                                     |                    | Добро разбирање        |                          | Ограничено разбирање                      |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
|  | Финансиска позиција                                     | Тековна стратегија | Создавање на вредноста | Динамика на индустријата | Ризиците со кои се соочува претпријатието |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| 2013, n = 772  | 47  | 44                 | 9                      | 34                       | 53  | 13 | 22 | 52 | 25 | 16 | 61 | 23 | 15 | 54 | 29 |
| 2011 n=1.597   | 36  | 50                 | 14                     | 21                       | 58  | 22 | 16 | 58 | 26 | 10 | 55 | 34 | 14 | 54 | 32 |
| * Претпријатијата кои одговориле со „не знам“ не се земени предвид, па оттука збирот може да биде помал од 100%.             |   |                    |                        |                          |   |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Извор: Bhagat, C., Hirt, M. and Kehoe, C. (2013), “Improving Board Governance”, <i>McKinsey Global Survey Result</i> , p. 2. |   |                    |                        |                          |   |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |

Според истражувањето на McKinsey, (табела 5.3) одборите на директорите имаат поголема самодоверба во своето познавање на претпријатијата и постратегиски се насочени во 2013 година отколку што беа во 2011 година. Сепак, одборите на директорите имаат тешкотии во разбирањето и алоцирањето на времето да управуваат со деловните ризици кои може да доведат до нарушување на корпоративната репутација.



Во претходното истражување за управувањето, директорите покажаа недоволно знаење за претпријатието, пасивна улога во стратегијата и општи ниски резултати. Во 2013 година покажаа поголема самодоверба во работата на одборите и големината на влијанието што го имаат. Кога се анализира влијанието на одборот на директорите со своите одлуки врз финансискиот успех, се забележува дека 73% од испитаниците го рангираат како високо или многу високо. Околу една третина истакнуваат дека имаат комплетно разбирање за тековната стратегија, додека само една петтина го истакнале истото две години претходно.<sup>13</sup>

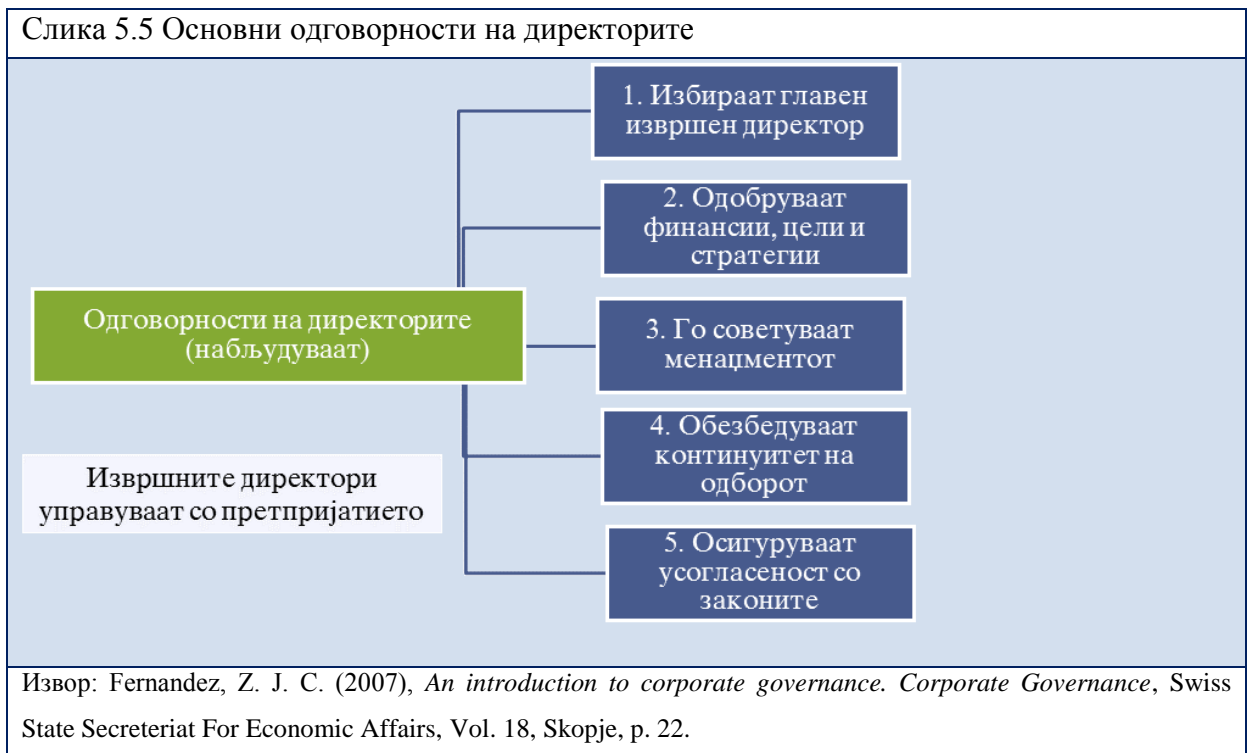
Над 90% од испитаниците образложуваат дека нивните одбори се поефективни во последните 5 години, заблагодарувајќи ѝ на својата соработка со постарите извршни директори и поактивните или поiskusните независни директори. Погледите за тоа што го предводи прогресот се разликува според сопственоста: 30% од директорите на јавните претпријатија истакнуваат дека активните или поiskusните независни директори се примарен мотор, додека 19% од директорите на приватните претпријатија го истакнуваат истиот факт. Одборот на директорите, за да ја зачува репутацијата, треба да го зголеми своето внимание, пред сè, во управување на ризикот. Одборот на директорите треба да одвојува повеќе време за управување со ризикот отколку што го прави моментално. Еден од начините е да се вклучат дискусиите за управување со ризикот во менаџмент-процесите во целото претпријатие.<sup>14</sup> Неефикасноста на одборите може да биде скапо за претпријатието. Не постои значителна корелација меѓу составот на одборот и вредноста на претпријатието. Претпријатијата кои имаат преголеми одбори на директори имаат послаби резултати, како во земјите каде што доминираат внатрешните механизми на управување, така и во земјите каде што се доминантни надворешните механизми. Овие резултати го покажуваат истражувањето на 450 нефинансиски претпријатија во десет земји на Западна Европа и Северна Америка.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> Bhagat, C., Hirt, M. and Kehoe, C. (2013), "Improving Board Governance", *Mc. Kinsey Global Survey Results*, p. 2.

<sup>14</sup> Bhagat, C., Hirt, M. and Kehoe, C. (2013), "Improving Board Governance", *Mc. Kinsey Global Survey results*, pp. 1-8.

<sup>15</sup> Pablo de Andres, V. A. and Lopez, F. (2005), *Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness*. Blackwell Publishing Ltd, Volume 13, Number 2, March, Oxford.

Одговорностите на одборот на директорите се состојат од четири функции, и тоа: (1) да вработува, да проценува и во одредени ситуации да дава отказ на извршниот менаџмент, при што позицијата на главен извршен директор се смета за најважна; (2) да гласа за поважните предлози за дејствата на претпријатието (на пример, големите капитални трошоци и аквизиции); (3) да гласа за најважните финансиски одлуки (како, на пример, издавање акции и обврзници, исплата на дивиденди и откуп на сопствени акции); и (4) да понуди експертиза во вид на консултација на менаџментот.<sup>16</sup> При извршувањето на овие функции, прикажани на наредната слика 5.5 директорите треба да го имаат предвид интересот на акционерите.



Одборот на директорите може да ги делегира некои од своите функции на извршните тела или извршниот менаџмент. Сепак, со пренесување на овластувањето, тие не се ослободени од одговорноста за насочување на работите на претпријатието, туку извршните директори и менаџерите се охрабрани да донесуваат одлуки што се однесуваат на рутинските, секојдневни корпоративни работи во составот на добро определена правна рамка. Најважниот биланс што треба да го постигне одборот на директорите е да се даде доволен авторитет на извршниот менаџмент да си ја сработи работата, а од друга страна, да се осигури дека работите се сработени во интерес на

<sup>16</sup> Kenneth, A. K. and Nofsinger, J. R. (2004), *Corporate Governance*, State University of New York, Washington State University, Prentice Hall, New Jersey, p. 66.



акционерите. Во практиката се случува главниот извршен директор да биде оставен да ја проценува својата работа. Одборот на директорите не треба долго да се „држи во мрак“ за случувањата во претпријатието од страна на менаџментот. Практиката и литературата се преполни со примери за одбори кои знаеле премалку, а предочна. На претпријатието му е потребен силен одбор на директори. Претпријатието е силно само доколку кадарот на извршниот менаџмент е исто така солиден. Сè додека улогата на одборот во претпријатието подразбира осигурување дека интересот на акционерите е земен предвид, сè уште ќе има сериозен проблем. Меѓу другите работи, особено внимание заслужуваат фактите дека одборот не е независен од главниот извршен директор, директорите немаат ниту доволно време ниту експертиза да ги извршат своите функции квалитетно, а членовите немаат сопствен интерес во претпријатието. Соодветно на овие факти, понатаму ќе се елаборираат одборите на директори и нивната улога во корпоративното управување и во зачувување на репутацијата на претпријатието преку постигнување ефикасен одбор.

Добар одбор кој функционира ефикасно претставува свето место на секое амбициозно претпријатие. Одборот е неговото срце, а доколку срцето е здраво и функционира добро, се разбира, ако се грижиме за него, тогаш организмот, односно претпријатието функционира ефективно. Знаците на замор, недостигот на енергија, недостигот на интерес, општо гледано, се знаци на лоша здравствена состојба, односно одборот во таква состојба треба да се реорганизира. Слободниот и точен проток на информации кон и од одборот е основа за здраво функционирање на корпоративниот орган како слободен и непречен проток на крвта за витално функционирање на човечкото тело.<sup>17</sup>

Факт е дека поголемите претпријатија ги имаат усвоено практиките за корпоративното управување, додека повеќето мали претпријатија го немаат направено тоа.

#### Одбор на директори



<sup>17</sup> Solomon, J. and Solomon, A. (2004), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex, p. 66.



## Кои видови одбори на директори сработуваат најдобра работа?

Истражувањето на *Business Week* идентификува карактеристики на најефективните одбори на директори во претпријатијата во САД, кои се прикажани на табелата 5.4.

Табела 5.4 Најдобри одбори на директори

### Најдобри одбори на директори:

- Да ги оценува резултатите на главниот извршен директор годишно на состаноците на независни членови на одборот на директорите.
- Да постои платежна шема на главниот извршен директор поврзана со успешноста во работењето.
- Да ја ревидира и да ја одобри стратегијата на долг рок и деловните планови на годишно ниво.
- Да ги оценува редовно резултатите на одборот на директори и независните членови на одбори на директорите.
- Да се платат дополнителните надоместоци на членовите на одборот на директорите во облик на акции на претпријатието.
- Да го обврзат секој член на одборот на директорите да поседува значителен број акции на претпријатието.
- Да нема повеќе од двајца-тројца внатрешни члена од одборот на директорите.
- Да се пензионираат на 70-годишна возраст.
- Да се предлага реизбор на одборот на директорите еднаш годишно.
- Да се ограничи бројот на одбори на директорите каде што може да членуваат членовите на одборот на директорите.
- Советот за ревизија, надоместоците, номинирањата и изборите да бидат составени од сосема независни членови на одборот на директорите.
- Да се отповикаат членовите на одборот на директорите кои посредно, односно непосредно користат консултантски, правни и друг вид услуги од претпријатието.
- Да се забранат вкрстените одбори на директорите: „Јас сум на твојот одбор на директори, ти си на мојот“.

Извор: *Business Week* (1996), “The Best and Worst Boards: Our New Report Card on Corporate Governance”, 25 November, p. 86.

Заклучок е дека во поглед на одговорностите, одборот на директорите претставува: (1) целокупен авторитет на претпријатието; (2) претставник на акционерите; (3) сила која влијае на оперативно ниво. Неговата основна задача е да контролира и да врши надзор врз извршните тела. Накратко кажано, „креирање претпријатие на иднината од претпријатието на денешнината“.

Една од главните критики на одборот е дека поминува повеќе време „да раководи“ (изигрувајќи професионален менаџер), а недоволно време „да насочува“. Сепак, одборот на директорите не може да претставува замена за талентирани и професионални менаџери. Според Garratt, „насочувањето“ се дефинира како покажување насока во иднина и обезбедување лидерство. Улогата на одборот е да го надгледува извршниот менаџмент, а не да се вклучува во тековните активности на менаџментот. Независните членови на одборот на директорите обично немаат време да се посветат на менаџерските активности ниту, пак, тоа е нивна одговорност. Членовите на одборот на директорите може за краток временски период, во итни ситуации, да ги извршуваат менаџерските функции, меѓутоа овие ситуации имаат лимитиран карактер. Некои од членовите на одборот на директорите недоволно ја разбираат својата улога во претпријатието и ги преземаат тековните менаџерски улоги, бидејќи немаат доверба во компетенциите на менаџментот. Во такви случаи, доколку не постои доверба во менаџментот, тој треба да се замени.

**Историска перспектива.** Во 1934 година, William O. Douglas, професор по право, кој подоцна 36 години беше на позицијата претседател на Комисијата на хартии од вредност во САД, изјави дека директорите не раководат. Во поголем дел, извесно време неговата изјава се прифаќаше како вистина. Еден директор во 1962 година изјави: „Доколку имате петмина директори, тоа е како да имате пекол или како континуирано да добивате топла бања. Одите на состанок еднаш месечно со автомобил кој ви го обезбедува претпријатието, гледате црно и бело, и во два наврати изјавувате 'Јас се согласувам'“.<sup>18</sup>

Во повеќето извештаи, условите драматично се променија на подобро, но сепак тоа е скорашен тренд. Во текот на последните 15 години и повеќе, акционерите станаа поактивни, барајќи повеќе отчет од директорите, и како резултат на тоа, директорите почнаа да остануваат повеќе часови на работа, преземајќи поголема сопственост во акции во претпријатието, предизвикувајќи го главниот извршен директор во поголема

<sup>18</sup> Douglas, W. O. (1934), “Directors Who Do Not Direct”, *Harvard Law Review*, Vol. 47, No. 8, pp. 1305-1364.

мера и прифаќајќи ги своите функции со поголема сериозност. Во согласност со Агенцијата за вработување *Christian & Timbers*, 60% од номинираните директори се откажуваат од своите места. Сепак, надоместоците на директорите во просек од минимум 40.000 американски долари годишно во САД, со сопствени автомобили, патувања, акции, бенефиции во акции – сето тоа за 150 часа работа и присуство на осум состаноци годишно, укажува на лукративноста на директорската позиција.<sup>19</sup>

**Процес на оценување на компетенциите за директорите.** Институтот на директори во Лондон е формиран во 1903 година, а се здоби со кралски статут во 1906 година и прв ги кодифицираше стандардите за одбор во 1995 година.<sup>20</sup> Велика Британија беше првата земја во светот што ги одреди основните улоги и задачи на одборот. Основните задачи според овој институт се:

- ▶ Одборот мора континуирано да биде претприемач и да го води бизнисот напред, а сепак да врши контрола на менаџментот.
- ▶ Одборот мора да има доволен капацитет знаење за дејствувањата на претпријатието, да дава одговори за соодветните активности, а сепак да биде настрана од оперативниот менаџмент задржувајќи ги долгорочната стратегија и визијата.
- ▶ Одборот мора да биде сензитивен на притисоците од краткорочните прашањата кои имаат локален карактер, а сепак да биде информиран за пошироките трендови и конкуренцијата која е од меѓународен карактер.
- ▶ Од одборот се очекува да се фокусира на комерцијалните потреби на бизнисот, а сепак да дејствува одговорно кон своите вработени, деловните партнери и општеството во целина.

**Одговорност на одборот на директорите: правна рамка.** Во текот на извршувањето на својата работа, членовите на одборот на директорите и извршните директори имаат доверителски обврски (табела 5.5), и тоа:

- ▶ **Должност на исполнување** – да постапува во согласност со законите и правилата на претпријатието.



<sup>19</sup> Kenneth, A. K. and Nofsinger, J. R. (2004), *Corporate Governance*, State University of New York, Washington State University, Prentice Hall, New Jersey, p. 60.

<sup>20</sup> Graetz, F. and Smith, A., (2010), "Managing Organisational Change: A Philosophies of Change Approach", *Journal of Change Management*, Taylor & Francis, Vol. 10, No. 2, pp. 135-154.

Табела 5.5 Кршење на доверителските обврски на членови на одборот на директори и извршните директори

| Обврска                    | Кршење  | Објаснување                                 |
|----------------------------|---|---|
| Должност за исполнување    | Дејствување на своја рака, надвор од авторитетот на извршниот директор или член на одборот на директорите   |   |
| Обврска за должно внимание | Пропуштање:<br>1. Да направи коректна истрага за корпоративните работи.<br>2. Да присуствува редовно на состаноците на одборот на директорите.<br>3. Коректен надзор над вработениот кој предизвикува штета за претпријатието.<br>4. Редовно да информира за корпоративните работи.   | Дејства на невнимание и погрешно раководење |
| Должност на лојалност      | Недозволените дејства се:<br>1. Учествување во работата на конкурентно претпријатие.<br>2. Користење информации за претпријатието или деловни зделки на претпријатието за постигнување лична корист.<br>3. Постојење судир на интереси со претпријатието.<br>4. Вмешаност во обелоденување доверливи информации за претпријатието во јавноста и користење на тие информации за стекнување профит преку тргување со акции.<br>5. Одобрување корпоративни трансакции кои се штета за малцинските акционери.<br>6. Користење средства на претпријатието за свои приватни цели. | Дејства на нелојалност                      |

Извор: Cheeseman, H. R. (1998), *Business Law: The legal, ethical, and international environment*, Prentice-Hall Inc, Upper Saddle River, pp. 649-650 & Miller, R. L. and Gaylord A. J. (2004), *Business Law Today: Comprehensive Edition, Text & Cases: E-Commerce, Legal, Ethical, and International Environment*, 6<sup>th</sup> Edition, Thomson South-Western, Mason, pp. 803-804.

- ▶ **Обврска за должно внимание** – да се постапува со должно внимание кога се дејствува во име на претпријатието, пред сè, да се постапува правилно, внимателно, совесно и на начин кој се смета дека најдобро ги застапува интересите на претпријатието.
- ▶ **Должност за лојалност** – да има обврска интересите на претпријатието и неговите акционери да бидат во преден план пред личните интереси.

Истражувањето за ефективноста на претпријатието и резултатите на тимовите покажува дека лицата и групите мора да поседуваат четири карактеристики за да раководат ефективно во претпријатието: информираност, знаење, моќ и награди кои придонесуваат за резултатите.<sup>21</sup> По основа на одборот на директорите, предизвикот е каков вид моќ, информација, знаење и награди се потребни за одборот на директорите да ја извршува својата работа. По основањето следува структурирање на одборот на директорите, обуки, екипирање, наградување и развивање за да се здобие со соодветен обем на сите овие карактеристики. Во табела 5.6 се презентирани дефинициите за информацијата, знаењето, моќта и наградите кои се однесуваат на ефективноста на одборот на директорите. Исто така, се дефинира и петтата карактеристика, можноста, која главно не се третира во литературата која ја разработува организациска ефективност. Очигледно е дека можноста е критична за секоја група, односно тим поради тоа што повеќето групи мора да имаат доволно можности за да работат. Меѓутоа, таа не претставува значаен фактор кој доведува до успех или, пак, неуспех. Овие карактеристики се сублимирани поради тоа што одборот на директорите се состанува одвреме-навреме и се екипира од лица за кои тоа претставува „работа за кратко време“. Од тие причини, одборот на директорите мора да функционира на начин што ефективно го користи ограниченото време што го имаат на располагање членовите на одборот на директорите, а членовите мора да имаат желба да го алоцираат соодветното време за да биде ефективен одборот на директори.

Важноста на петте карактеристики на ефективни одбори на директори варира во зависност од задачите на кои работат одборите на директорите, иако членовите треба да ја поседуваат секоја од тие карактеристики.

<sup>21</sup> Conger, J. A., Lawler III E. E. and Finegold, D. L. (2001), *Corporate Boards: New Strategies for Adding Value at the top*, Jossey-Bass, San Francisco, pp. 90-91.

Табела 5.6 Важни карактеристики на ефективен одбор на директори

**Дефиниција на важните карактеристики**

**Знаење.** Знаењето се однесува на експертизата и разбирањето што се неопходни за групата и за лицето. Во однос на одборот на директорите, знаењето треба да опфаќа експертиза во однос стратегијата на бизнисот, сукцесијата, финансиите, владата, технологијата, општеството и како дејствува претпријатието.

**Информации.** Информациите се однесуваат на податоци за појавата, настаните и активностите кои влијаат врз бизнисот. Во однос на одборите, ова се однесува на информациите за функционирање на менаџментот на претпријатието, како и на информацијата за деловната средина и резултатите и дејствувањата на конкурентите.

**Моќ.** Моќта е способност да се донесат и да се влијае врз одлуките. Во однос на одборот на директорите, ова упатува на моќта да се донесат одлуки за клучните работи со кои се соочува претпријатието, како и на можноста тие одлуки да се прифатат и да се реализираат од страна на членовите на претпријатието.

**Награди.** Наградите влијаат мотивирачки врз лицата да ја посветат својата енергија за да ја реализираат соодветната задача. Во однос на одборот на директорите, наградите влијаат врз мотивацијата на членовите на одборот на директорите да бидат присутни на состаноците, да ги читаат материјалите, да им посветат време на корпоративните дејства и, се разбира, да донесат одлуки кои ќе придонесат за

**Можности и време.** Можноста се однесува на способноста на групите да имаат шанса да донесат ефективни одлуки и да дејствуваат ефективно. Ова е неопходен предуслов за ефективно искористување на знаењето, информациите, моќта и мотивацијата кои постојат во тимот, односно во работната група. Во однос на одборот на директорите, релевантните работи претставуваат фреквенцијата на состанување и времетраењето на состаноците, дали состаноците траат доволно долго за да се разрешат клучните работи, дали има доволно време за да се подготват состаноците и дали има можност да се дискутираат и да се гласа за важните одлуки.

Извор: Conger, J. A., Lawler III E. E. and Finegold, D. L. (2001), *Corporate Boards: New Strategies for Adding Value at the top*, Jossey-Bass, San Francisco, p. 75.

Голем број одбори на директори иницираат доброволни промени за да се соочат со зголемените барања за одговорност и подобри резултати. Меѓу најзначајните промени се:



1. Почесто менување на профилот на членовите на одборот на директорите како, на пример, поголем број членови на одборот на директорите да бидат избрани од јавните установи, академските кругови, научните лаборатории; застапеноста на жените и малцинствата се зголеми; и повеќето одбори на директорите имаат членови од различни земји;
2. Зголемување на системите за контрола на сметководство и извршен менаџмент; и
3. Основање и континуирано користење на формалните процедури за оценување на резултатите на одборот на директорите.

Како резултат на овие промени, треба да се подобри ефективноста на одборот на директори, а со тоа и контролата на извршниот менаџмент. Крајна цел е зачувување на репутацијата на претпријатието.

Одборот на директорите на претпријатието повеќе е фокусиран на зачувување на репутацијата на претпријатието која го води напред. Имено, корпоративната репутација има можност да ја уништи акционерската вредност.

Улогата на одборот на директорите во зачувувањето на корпоративната репутација треба да се одвива во следниве насоки, и тоа:<sup>22</sup>

- ▶ Да се истражи заедничкото разбирање на концептот за корпоративната репутација и да се поврзе таа дискусија со севкупната анализа на основата на акционерите на претпријатието. Набљудувањето на корпоративната репутација претставува силна стратегиска можност да се засилат врските со стеикхолдерите кои се однесуваат на долгорочните цели на бизнисот.
- ▶ Да се запознае со рационалноста на менаџерите во рангирање на стеикхолдерите и да се убеди дека селектираните стеикхолдери се значајни во исполнувањето на долгорочните цели. Извршните менаџери или различните членови на одборот на директори може да ѝ доделат различно значење на иста група стеикхолдери во зависност од своите интеракции со таа група или евентуалните потенцијални приватни бенефиции кои може да произлезат од тие интеракции.
- ▶ Да се дискутира и да се разбере природата на ризикот на репутацијата како ефект на одредени деловни оперативни несреќи, не како одвоена и издвоена категорија на неизвесност.

---

<sup>22</sup> *BNP Media Security* (2008), "Safeguard Corporate Reputation", No.2, February, p. 22.

- ▶ Да се помогне во набљудувањето на дизајнот и имплементацијата на стратeгиска одгоре надолу севкупна програма каде што сите деловни настани со потенцијални консеквенции за капиталот на корпоративната репутација се идентификувани, се измерени нивоата на толеранција и апетитот за ризикот и се усвоени навреме. Управувањето на корпоративната репутација овозможува претпријатието да ги отстрани или да ги неутрализира соодветните репутациски предизвици, каде што тие може да се анализираат стратeгиски и во сооднос со нивното евентуално влијание врз долгорочната акционерска вредност.
- ▶ Одборот на директорите и извршниот менаџмент треба да ја набљудуваат одлучноста за соодветна стратегија како одговор на секоја ризична категорија која влијае врз корпоративната репутација. Стратегиите за одговор треба да се изберат, меѓу другите вреднувања, врз основа на анализата за трошок и корисност од нив. Пред сè, треба да се биде скептичен кон секој обид да се поврати довербата на стеикхолдерите ексклузивно само преку добро информираниите, односно перципираните комуникациски тактики, и треба да се бараат стратегии за одговор кои целосно ги опфаќаат скриените оперативни ризици.

Во 2005 година, *Boing* беше во невола. Дополнителен скандал ѝ се закани на репутацијата на претпријатието, принудувајќи го вториот главен извршен директор во рок од 15 месеци да го напушти претпријатието, оставајќи простор за интензивна внатрешна борба за избирање на наследникот. Истиот одбор на директорите кој ги пропушти на својот радар етичкото однесување и сексуалните малтретирања во претпријатието, требаше повторно да го избере новиот извршен директор. Најмалку што може да се направи е да се излезе надвор од своите рамки и да земе некој што ќе го исчисти *Boing* од проблематичната корпоративна култура и ќе стави крај на константните, бруталните и бирократските внатрешни борби. Исто така, самиот одбор на директорите треба да се освежи од некои медиокритети, односно да се прочисти. Одборот на *Boing* е еклатантен пример за одбор кој не си ја завршил својата работа совесно во заштитата на долгорочните интереси на акционерите.

Во овие рамки, треба да се извлечат неколку значителни заклучоци. *Airbus* го истисна *Boing* од првото место во пазарот на комерцијални џет-летови. Сериозните правни проблеми во Вашингтон доведоа до губењето на репутацијата на *Boing* во конгресот и претпријатието го чинеше милијарди долари во изгубени владини воени договори. Вработените во *Boing* ги користеа документите од ривалот *Lockheed Martin*

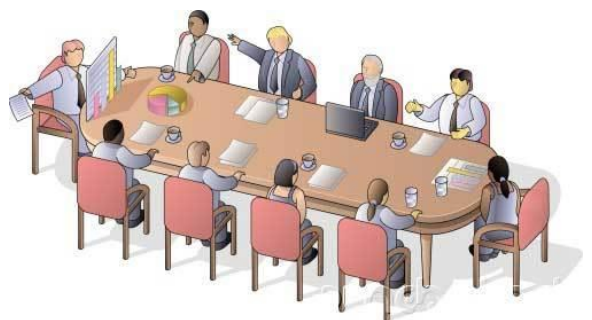
*Corp* за да го добијат тендерот за лансирање на воените ракети. Оваа постапка доведе до 20-месечна забрана за да може *Boing* учествува во следните тендери. Забраната само што беше укината кога се случи следниот скандал. *Boing* се соочи со други преиспитувања од НАСА за договорите за танкерите при лансирање на ракетите. Претпријатието го прекрши федералниот закон на конфликтот на интереси кој доведе до откажување на неколку милијарди тежок договор за танкерот. Главниот финансиски директор Micheal Sears ја загуби својата работа, ја призна својата вина и беше затворен. Пред да добие отказ, Stonecipher, главниот извршен директор, успеа да го стабилизира претпријатието и да го поправи неговиот имиџ во Вашингтон. Меѓутоа, проблемите на *Boing* се од подлабока природа. Надворешниот главен извршен директор и новиот одбор треба да го вратат ова претпријатие на свездената патека.

#### 5.4 ШТО Ѐ СЕ ЗАКАНУВА НА КОРПОРАТИВНАТА РЕПУТАЦИЈА?

Репутацијата е најважното средство на претпријатието, меѓутоа и најтешко се заштитува. Голем број претпријатија имаат планови за интегративна заштита на корпоративната репутација, не само за заштита на ризикот. Голем број претпријатија сè уште се борат да го квантификуваат ризикот во однос на репутацијата. Оттука произлегува потребата да се оцени што мисли претпријатието за репутацијата и како се однесува кон него.

Според истражувањето на т.н. Економскиот интелегентен оддел на Нов Зеланд во 2005 година, репутацијата претставува врвен приоритет за глобалните лидери. По барање на Сенатот на Нов Зеланд, под раководство на извршниот директор на *TNS Global*, дизајнирано е истражување преку осмислување прашалник кој им е пратен на претпријатијата, односно претпријатијата кои котираат на берзата, владините организации и приватните претпријатија. Опфатени се 200 претпријатија да партиципираат во 15-минутно истражување во период од октомври 2006 година до јануари 2007 година. Прашалникот го пополниле 54 претпријатија и 37 менаџери за комуникација. Репутацијата претставува втор по големина ризик во претпријатието.

Трите работи во однос на репутацијата што ѝ се закануваат на претпријатието се:



- ▶ Страв да се изработи производ или да се даде услуга која не го задоволува очекуваниот стандард – 69%.
- ▶ Откривање на неетичките практики – 63%.
- ▶ Лошо управување со кризите – 52%.

Најголемите ризици, односно најсериозните закани по корпоративната репутација се:

- ▶ Ризици на човечките ресурси.
- ▶ Ризици на мрежите на човечката технологија.
- ▶ Ризици на регулаторите.
- ▶ Политички ризик.

Само половина од менаџерите, односно 54%, гледаат на репутацијата како на средство на претпријатието. Помалку од половина од одборите и извршните директори со сите напори се обидуваат да влијаат врз нивната



корпоративна репутација. Само неколку претпријатија спроведуваат формални истражувања за своите стејкхолдери. Репутацијата е само на кварталните состаноци на одборите на директори, додека другите 90% еднаш годишно го анализираат овој аспект; 27% на половина година. Одговорноста е главна работа, речиси секој од испитаниците одговорноста ја лоцира кај главниот извршен директор, односно околу 89%. Следните во линијата на одговорност се одборот на директори и раководителите на одделенијата, односно 69%. Додека, пак, 61% од претпријатијата имаат планови за управување со кризите, 40% од претпријатијата не планираат како да управуваат во ситуација на кризи, што е презентирano во табелата 5.7.

Заканата за корпоративната репутација станува значителна кога:<sup>23</sup>

- ▶ Лошите новости се шират побрзо преку медиумите – 46%.
- ▶ Регулаторите ги зголемуваат стандардите – 30%, како, на пример, кај нас регулаторната агенција за телекомуникации ја зголеми стапката за очекуван принос.

<sup>23</sup> Senate Communication Counsel & TNS (2007), “Reputation risk on the increase: National Survey”, *Managing Reputation in New Zealand: An investigation into perceptions of reputation and risk management*, TNS Global, Parnell.

- ▶ Активистите ги зголемуваат своите дејствувања – како активистите на *GreenPeace* – 29%.
- ▶ Владата станува поактивна во работите од општествена корист – 28%.
- ▶ Репутацијата станува единствен параметар на конкурентска предност – 24%.
- ▶ Клиентите почесто ги променуваат снабдувачите – 22%.
- ▶ Потрошувачите се фокусираат на тоа да купуваат од етички претпријатија – 17%.

**Табела 5.7 Што прават претпријатијата за да управуваат со заканата по корпоративната репутација**

| <i>Повеќе од половината</i>   | <i>Помалку од половината</i>  |
|---|---|
| План за управување со кризите – 61%   | Стандарди за заштита на животната средина, на човечките права и јавно објавување практики за трудот – 41% |
| Дискусии на одборот на директори – 61%  | Симулација на сценарио на криза – 39%   |
| Создавање добри односи со групите на активистите и критичарите – 57 %   |   |
| Обука на вработените да ја идентификуваат заканата и да се справат со заканата по репутацијата – 52%              |   |
| Меѓусекторски тимови се справуваат со опасностите и со кризите – 52%  |   |
| Надворешните перцепции се определуваат поригорозно – 52%  |   |
| Извор: <a href="http://www.senatecommunications.co.nz">www.senatecommunications.co.nz</a> (accessed 6 March 2013) |   |

Корпоративната репутација може или брзо да доведе до зголемување на вредноста на акционерите или брзо да ја сруши истата вредност. Во својот извештај, Matteo Tonello, кој е истражувач во Конгресниот центар за управување со одборот, ја елаборира темата за ризикот на репутацијата како составна работа на корпоративното управување.<sup>24</sup>



<sup>24</sup> *BNP Media Security* (2008), “Safeguard Corporate Reputation”, No. 2, February, p. 22.

Во 2001 година се објавува емпириско истражување за 500 претпријатија каде што се образложува дека „управувањето со репутацијата“ добива своја цена и е водечка филозофија за корпоративните односи со јавноста. Во истражувањето се потенцирани некои интересни корелации помеѓу репутацијата и поедините категории трошење. Заклучокот на ова истражување е дека корпоративното управување е новото лице на управувањето на односите на претпријатието, а соодветно на тоа, импликациите во областа на односите со јавноста, образованието и практиката се енормни.<sup>25</sup> Во Италија, Chiara Moroni, искусна парламентарка, по 12 години политичка кариера, одлучува да се пушти во светот на практиката на односите со јавноста.

Доколку се направи истражување за општоприфатена дефиниција за ризикот на репутацијата, се уидува дека се завршува без никаква дефиниција. Ризикот на репутацијата се дефинира како ризици со кои се среќава претпријатието преку низа дневни активности,

„Однесувањето е огледало во кое секој го покажува својот имиџ.“

J. Gete

корпоративно управување и политики за усогласеност со законските прописи, кои на долг рок може да создадат штета за репутацијата, имиџот, брендот, и/или доброто име на претпријатието. Главните извршни директори гледаат на репутацијата како на единствено големо средство. Оттука, тие секогаш имаат предвид дека покрај традиционалните ризици кои може да доведат до топење на средствата, постојат и нематеријалните фактори како што е ризикот на репутацијата.

Во истражувањето на Hill и Knowlton, канадско претпријатие за односи со јавноста, главните извршни директори беа прашани како чувствуваат тие каде се најголемите закани врз корпоративната репутација. Нивните одговори се презентирани во табелата 5.8.

Податоците овозможуваат да се констатира дека САД, Канада и Велика Британија гледаат на критиката во пишуваните медиуми за производите на претпријатието како единствена најголема корпоративна закана за корпоративната репутација. Ова претставува тежок предизвик за менаџерите кои управуваат со ризикот, бидејќи контролирањето на медиумското покритие на претпријатијата и нивните производи се еден од најмалите фактори кои се контролираат од перспектива на управување со ризикот.

<sup>25</sup> Hutton, J. G., Goodman, M. B., Alexander, J. B. and Genest, C. M. (2001), “Reputation Management: The New Face of Corporate Public Relations?” *Public Relations Review*, Vol. 27, No. 3, pp. 247-61.



| Табела 5.8 Закани за корпоративната репутација  |                 |                    |                                 |
|---|-----------------|--------------------|---------------------------------|
| Категорија  | САД<br>(n = 50) | Канада<br>(n = 50) | Велика<br>Британија<br>(n = 50) |
| Критика за претпријатието или нејзините производи во пишаните медиуми или во телевизијата, радиото  | 49%<br>1.       | 52%<br>1.          | 66%<br>1.                       |
| Неетичко корпоративно управување  | 42%<br>2.       | 32%<br>4.          | 24%<br>6.                       |
| Несреќа која доведува до престанок на производствените процеси  | 36%<br>3.       | 40%<br>2.          | 62%<br>2.                       |
| Негативна судска одлука   | 35%<br>4.       | 20%<br>6.          | 30%<br>5.                       |
| Обвинувања од стеикхолдерите или клиентите за безбедност на производите   | 29%<br>5.       | 38%<br>3.          | 58%<br>3.                       |
| Извор: Overbay, Z. (2003), "Reputational Risk: Managing the Hidden Corporate Asset", <i>CPCU Society</i> , Vol. 5, No. 8, August, p. 1-5. |                 |                    |                                 |

Еднакво е интересно дека САД придава големо значење на неетичките постапки на корпоративното однесување на главните извршни директори. Прво, САД го рангираат корпоративното неетичко однесување, второ, додека Канада и Велика Британија го рангираат на четврто и шесто место, соодветно. Ова се објаснува со корпоративните скандали во сферата на корпоративното управување кои предизвикаа значително влијание врз американските претпријатија преку промена на правилата на транспарентност, активностите на акционерите во однос на дериватните инструменти, ревизијата на јавноста и медиумите, регулација на владата и одредување на цената на производите за осигурување.

Природните катастрофи кои доведуваат до прекинување на дејствата на претпријатијата имаат исто така релативно значење за главните извршни директори во однос на сите три земји.

„Сериозно имам резерва за описот на работата на менаџерот на претпријатието дека е задолжен за управување со ризикот на репутацијата на претпријатието. Според моето мислење, тоа е најголемиот ризик на нашите чинии денес – и влијае врз секој од нас.“

Ken Thompson, претседател и главен извршен директор на *Wachovia*.

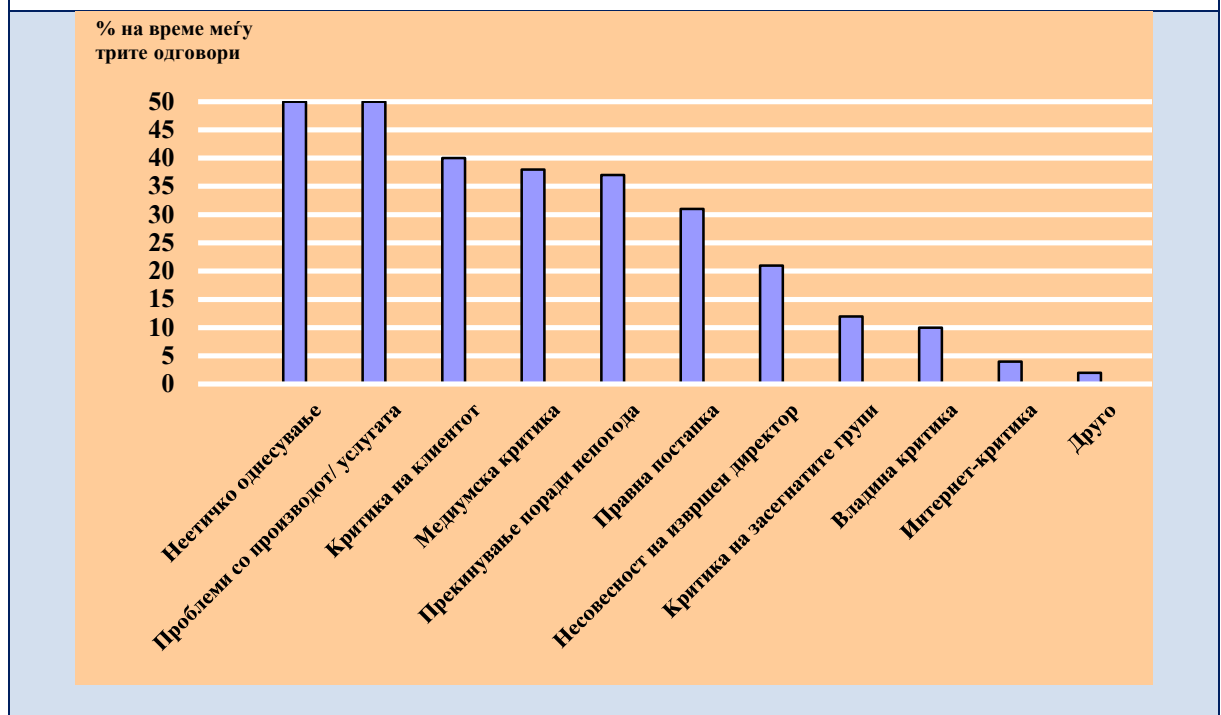
Не е загрижувачка самата катастрофа, туку и прекинувањето на производствени-те процеси кои може да излезат од контрола. Влијанието на продолжување на периодот на прекилот на производството по природната катастрофа може да има тешки последици врз цената на корпоративната акција и врз довербата на инвеститорите.

Не е изненадувачки фактот дека обвинувањата на потрошувачите за безбедноста на корпоративниот производ претставува еден од врвните три ризици за корпоративната репутација кај главните извршни директори во трите земји кои се избрани.

Општопознато е дека програмата на претпријатието за отповикување на производите и брзината со која се реализираат протоколите во време на криза го обликуваат резултатот од аспект на корпоративната репутација. Накратко, претпријатијата кои се добро етаблирани се приспособуваат и имаат искрени напори да ги отповикаат производите, вообичаено се котираат добро во јавноста.

Претпријатијата кои задоцнуваат со програмата за отповикување, размислуваат или им се потребни многу денови за да ја проценат ситуацијата, плаќаат енормна цена и ефектите се поразувачки од аспект на медиумите, при што значително се нарушува нивната репутација.<sup>26</sup>

Слика 5.6 Што ѝ се заканува на корпоративната репутација?



Извор: Corporate Reputation Watch Survey (2003), Hill & Knowlton and Korn/Ferry International, p. 6, [www.corporatereputationwarch.com](http://www.corporatereputationwarch.com) (accessed 01.02.2014).

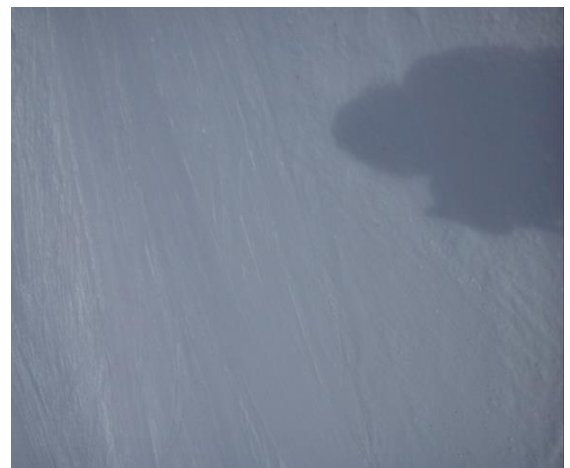
<sup>26</sup> Overbay, Z. (2003), "Reputational Risk: Managing the Hidden Corporate Asset", *CPCU Society*, Vol. 5, No.8, August, p. 1-5.

Глобалното корпоративно лидерство е значително загрижено за природата на својата репутација, а скандалите за корпоративното управување се многубројни и се меѓу факторите кои ја нагрizuваат репутацијата на претпријатието. На сликата 5.6 се презентирани истражувањата од 2003 година, каде што главните извршни директори се прашани кои надворешни сили ја дестабилизираат нивната корпоративна репутација. Неетичкото однесување, како и проблемите поврзани со производите и услугите се најчестите фактори на деструкција на корпоративната репутација.



Академското истражување на влијанието на корпоративната стратегија врз репутацијата на претпријатието ги опфаќа 178-те претпријатија *Fortune* во период од 1997 до 2000 година, образложувајќи ја поврзаноста на корпоративните стратегии со нивните вредности во однос на репутацијата. Резултатите покажуваат дека претпријатијата кои имаат поврзани диверзификации, во просек имаат поголеми финансиски резултати отколку поединечните деловни претпријатија, а исто така овие претпријатија имаат помали вредности во однос на репутацијата отколку деловните единици. Имено, ова истражување покажува дека претпријатијата кои преземаат промени во однос на стратегијата треба да очекуваат промена во вкупната вредност на перципираната репутација. Репутацијата се сведува на перцепцијата на луѓето кога е во прашање претпријатието и како реагираат на него.<sup>27</sup>

Имено, една од заканите на корпоративната репутација претставува неповрзаната диверзификација кога стратегискиот фокус на претпријатието станува сè понејасен и кога неефикасностите од функционалната дуплицираност и менаџерското невнимание стануваат сè поочигледни. Со зголемувањето на неефикасноста, стејкхолдерите на претпријатието може да ја изгубат ориентацијата за што се залага претпријатието.

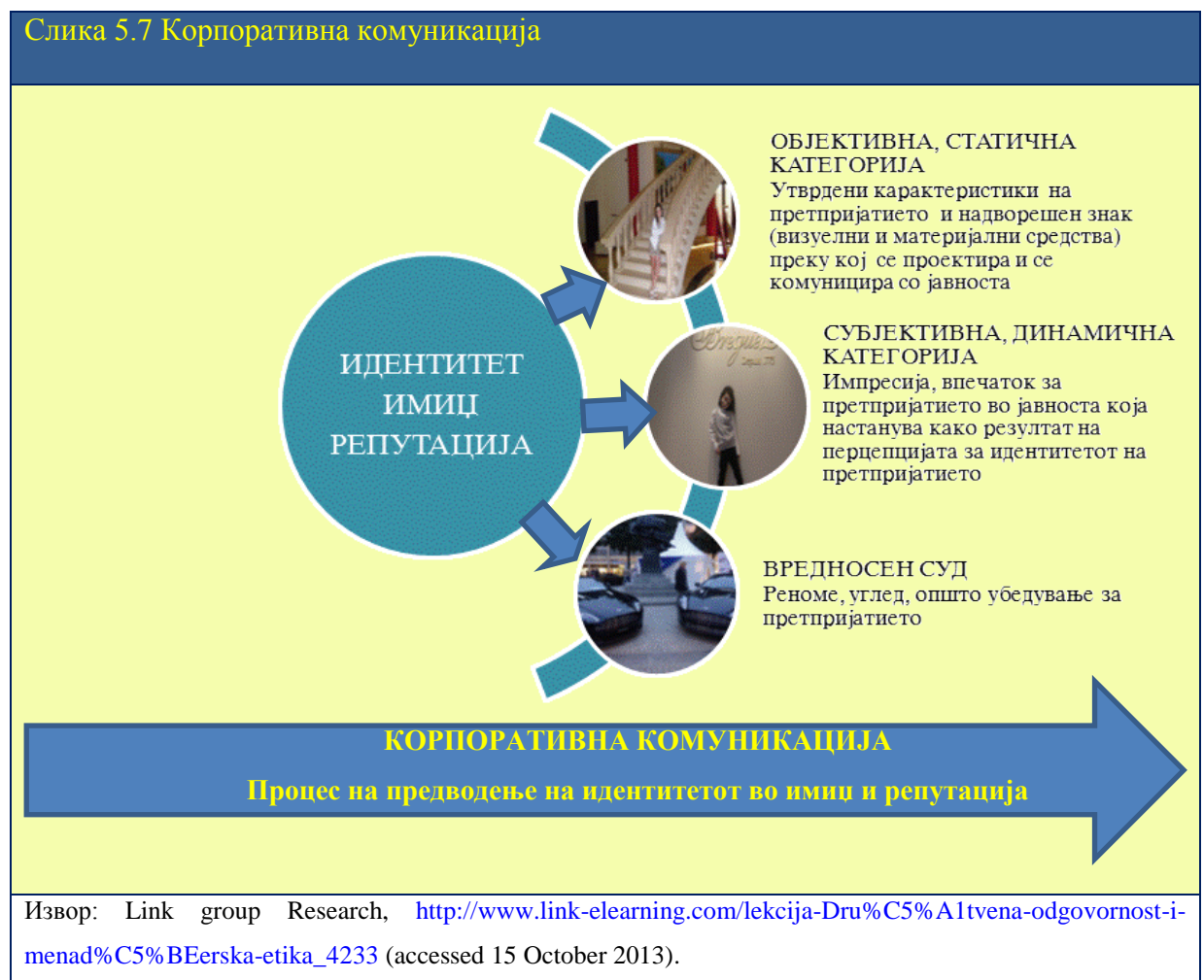


Имицот на доброто и успешно претпријатие почнува со него. Нивото на

<sup>27</sup> Williams, J. R., Schnake, E. M. and Fredenberger, W. (2005), "The Impact of Corporate Strategy on a Firm's Reputation", *Corporate Reputation Review*, Henry Stewart Publications. Vol. 9, No. 3, pp. 187-197.

задоволството и мотивацијата на вработените е мерливо и е постојан процес врз кој може да се влијае: на пример, колку често и на кој начин комуницирате со вработените, како им ги пренесувате важните пораки и ги насочувате кон постигнување на деловните цели. Често се смета дека не е добро „повеќе“ да комуницирате со вработените, меѓутоа истовремено на раководството сметаат гласовите и протокот на „доверливи“ информации.

Една од подобрите дефиниции кои лесно се помнат за односите со јавноста истакнува дека корпоративниот идентитет е еднаков на корпоративниот имиџ (ова важи и за институциите и за организациите кои не се претпријатија, како и за јавните личности). Што е, всушност, идентитет, а што е имиџ е прикажано на слика 5.7.



Може да се каже дека **идентитетот** на секое претпријатие е она што претставува во суштина, т.е. верувањата, ставовите, културата. Од друга страна, **имиџот** е слика која јавноста ја има за некое претпријатие или за некоја личност. Во реалноста се можни три односи на овие две работи. Корпоративната **репутација** е термин кој може

да се претстави како вредносен суд за претпријатието што е формиран врз основа на корпоративниот идентитет и имиџ.

Патот на корпоративниот идентитет се постигнува преку:

- ▶ Кохеренција – презентација на кохерентната структура.
- ▶ Символизам – исказ на ставот.
- ▶ Позиционирање – диференцијација во однос на конкуренцијата.

Проучувањето на идентитетот подразбира расчленување на неговите делови и согледување на влијанието на организациските делови на некое претпријатие. Истражувачот на идентитетот прво ќе ги собере сите пишани извори, како внатре во претпријатието (годишниот извештај за работењето, записниците од состаноците на организациските делови, извадоците од весниците и списанијата итн.), така и надвор од него (извештаите од заводот за статистика, техничките здруженија, истражувачките агенции). На пример, со анализа на специјализираните публикации за банкарството кои повремено се објавуваат во дневните и периодични весници (како *Економист* и слично) преку претставување на раководителите на банките, може да се дознаат многу податоци за идентитетот на некоја банка.



Високото ниво на организациската култура, секако, го составуваат и развиените облици на интерното информирање на вработените. Интерните новини на претпријатието претставуваат идеално место за промовирање на вредноста на претпријатието. Преку нив, вработените може да дознаат нешто повеќе за активностите на претпријатието, меѓутоа и раководството може



подетално да ја појасни стратегијата за развој. Исто така, еден вид интерна комуникација се и огласните табли, а сè почесто и интернет-комуникацијата преку компјутерите, социјалните мрежи.

ЗАШТИТА НА РЕПУТАЦИЈАТА НА  
ПРЕТПРИЈАТИЕТО Е ТЕКОВЕН  
БИЗНИС-ПРОЦЕС.

Често, вработените (понекогаш и раководството) не се свесни преку какви сè облици го комуницираат својот идентитет. Начинот на кој ќе се јави некој на телефон, како ќе се поздрави гостинот во претпријатието, дали

носи униформа или заштитни средства доколку тоа работно место налага да се носи, исто така претставуваат еден вид комуникација. Насмевката и љубезноста на вработените на *McDonalds* или, на пример, во италијанската банка *Intesa*, даваат впечаток дека раководството на тие ентитети се грижи за своите вработени и сите заедно учествуваат во градењето еден позитивен идентитет. Исто така, се комуницира во архитектурата на екстериерот и ентериерот на ентитетите на некое претпријатие, т.е. им се пренесува некоја порака на корисниците на производите или услугите.

Значењето на репутацијата се состои од: привлекување и задржување на квалитетните работници, деловност со снабдувачите, влијание на политички и регулаторни разгледувања, чување и привлекување на потрошувачите и корисниците на услугите, изградба и поддршка на сите брендови, подобрување на односите со инвеститорите, помош во „вакцинацијата“ против проблемите во време на криза, помош во зајакнување на внатрешната комуникација и меѓусебните односи на вработените, помош во односите со клучните креатори на мислењето и помош во проблемите со невладините организации и групите за притисок. Кои се клучни елементи за репутација на претпријатието? Тие се следниве: визија и водство, особено од главниот извршен директор, производи и услуги – вредност и квалитет, општествена одговорност, добри услови за работа и атмосфера, финансиски услови, емотивен повик, техничка способност и управувачка агилност и високо ниво интелектуален капитал и знаење на менаџментот. Што е потребно за да направите добра корпоративна репутација? Најважни практики се: бидете опседнати со вашите производи, заслужете ја довербата, бидете на располагање, признајте ги грешките, ангажирајте го вниманието на луѓето и имајте да кажете нешто интересно.<sup>28</sup>

<sup>28</sup> Link group Research, [http://www.link-elearning.com/lekcija-Dru%C5%A1tvena-odgovornost-i-menad%C5%BEerska-etika\\_4233](http://www.link-elearning.com/lekcija-Dru%C5%A1tvena-odgovornost-i-menad%C5%BEerska-etika_4233) (accessed 15 October 2013)



Претходните истражувања спроведени од страна на Fombrun и Shanley ги идентификуваат неколкуте фактори кои ја одредуваат репутацијата на претпријатието, а тоа се:

- ▶ Големината на претпријатието, кое е директно поврзано со репутацијата на претпријатието, како што знаеме, поголемите претпријатија имаат поголема видливост отколку помалите претпријатија.
- ▶ Историските финансиски резултати на претпријатието.
- ▶ Целокупниот профил на ризикот на претпријатието.<sup>29</sup>

Трошоците на претпријатието кое претрпело намалување на репутацијата во форма на изгубени продажби, намалена лојалност на потрошувачите, изгубени клиенти или намален морал на вработените не треба да се игнорираат.

Осигурителното претпријатие *Standard Life*, откако продолжи со политиката на отпуштање на своите вработени и неизвесноста на иднината на осигурувањето, преку ноќ ја сруши репутацијата на ова претпријатие кое се обиде да ја врати својата репутација. Сепак, околностите станаа потешки откако изби скандалот за дебелите надоместоци на извршниот менаџмент. Едноставно, се изгуби довербата. Вработените, со својот ентузијазам и услугите, на кои ставаа свој личен печат, го создадоа имиџот на *Standard Life*. Во многу случаи, корпоративното реструктурирање е динамички процес на еволуција помеѓу два периоди – минатото и иднината – во еволуција на претпријатието.



Конститутивните елементи гледаат на процесот на реструктурирање како на „непредвидливост“ и од таа причина не го поддржуваат тој процес. Оттука, во креирањето добра репутација, менаџерите треба да осигурат дека нивните конституенти ги добиваат и ги разбираат сите релевантни информации за реструктурирањето. Имено, една од заканите за корпоративната репутација е неправкањето правилен сигнал на правилен стеикхолдер.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Fombrun, C. and Shanley, M. (1990), “What’s in a name? Reputation building and corporate strategy”, *Academy of Management Journal*, Vol. 33, No. 2, pp. 233-258.

<sup>30</sup> Williams, J. R., Schnake, E. M. and Fredenberger, W. (2005), “The Impact of Corporate Strategy on a Firm’s Reputation”, *Corporate Reputation Review*, Henry Stewart Publications, Vol. 9, No. 3, pp. 187-197.

## 5.5 ГРАДЕЊЕ РЕПУТАЦИЈА ПРЕКУ УПРАВУВАЊЕ СО СТЕИКХОЛДЕРИ

Теоријата на управување со стеикхолдери на претпријатието е можеби најпопуларна и највлијателна теорија која се разви од деловната етика (Stark, 1994). Теоријата за управување со стеикхолдери ги анализира различните групи кон кои има одговорност претпријатието. Основната појдовна точка е дека претпријатието не се управува само за интересите на акционерите, туку за цела група стеикхолдери кои имаат легитимен интерес за претпријатието.

Покрај тоа што постојат различни дефиниции што претставува стеикхолдерот, дефиницијата на Freeman од 1984 година е најчесто користена: „Стеикхолдерот во претпријатието е... поединец или група што може да влијае или, пак, е засегнат од исполнувањето на целите на претпријатието“. Што значи да влијае или, пак, да биде засегнат од нешто? За да се обезбеди подобро објаснување, во 1993 година, Evan и Freeman предлагаат да се применат два принципи, и тоа:



**Принципот на корпоративните права**, според кој претпријатието има обврска да не ги загрози правата на другите.

**Принципот на корпоративниот ефект**, според кој претпријатијата се одговорни за ефектите од нивните активности врз другите субјекти.

Имајќи ги предвид овие два основни принципи, стеикхолдерот може да го дефинираме на попрецизен начин, и тоа:

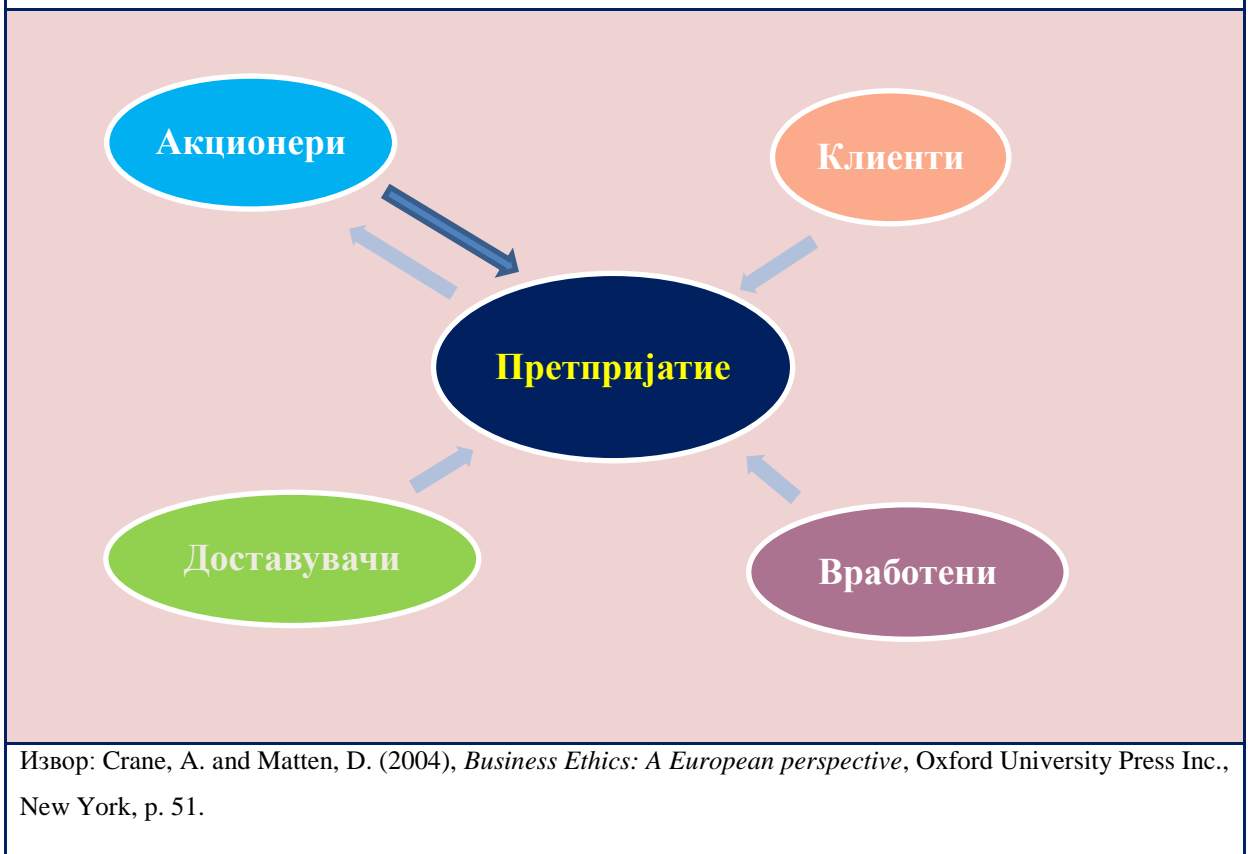
**Стеикхолдер** на претпријатието е поединец или група која има корист од претпријатието; или чии права не може да се повредат или мора да се почитуваат од страна на претпријатието.

Од оваа дефиниција произлегува дека секој стеикхолдер се разликува во секое претпријатие, дури и се разликува во самото претпријатие при различни ситуации, задачи и проекти. Оттука, не е возможно да се идентификува дефинитива група од релевантни стеикхолдери, бидејќи секое претпријатие за секоја ситуација има соодветни стеикхолдери.

На сликата 5.8 ни е даден традиционалниот менаџмент-модел на капитализмот, каде што претпријатието се гледа во корелација на четири групи. Теоријата на застапување се фокусира исклучиво на интересите на акционерите преку остварување

само краткорочни профити. Може да се случи менаџерите да се премногу загрижени за акционерите кои се заинтересирани само на краткорочните профити, а менаџерите ги занемаруваат долгорочните профити.<sup>31</sup>

Слика 5.8 Традиционален менаџмент-модел



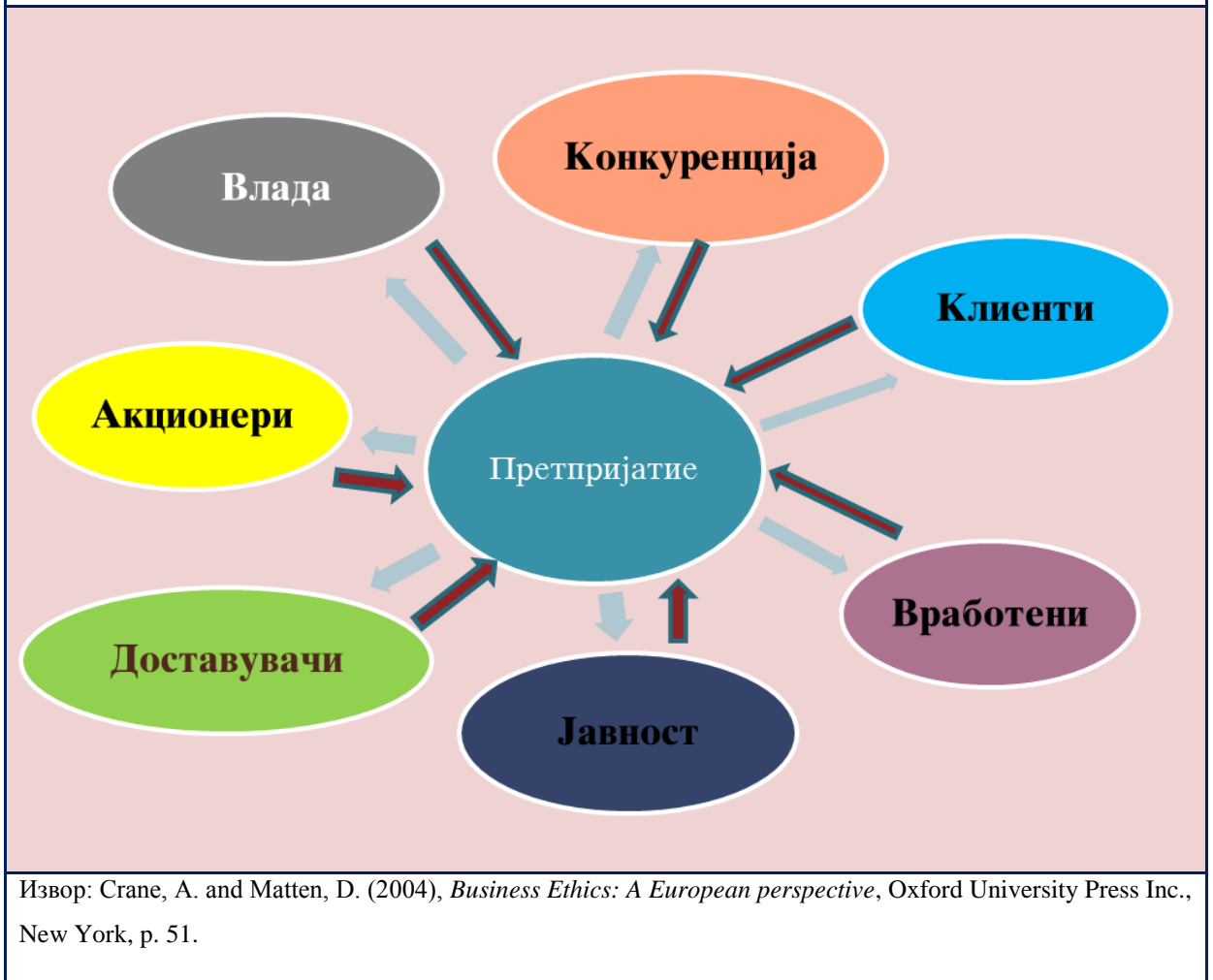
Сепак, типична презентација на теоријата на стеикхолдерите е дадена на сликата 5.9, при што е претставен стеикхолдерот каде што акционерите се група меѓу останатите групи. Претпријатието нема само обврска кон една група, туку кон поголем број субјекти врз кои влијаат дејностите на претпријатието. Претпријатието е лоцирано во центарот на серија независни двонасочни односи.<sup>32</sup>

Доставувачите, вработените и акционерите ги обезбедуваат основните сировини за претпријатието кои се користат за да се произведат производи за клиентите или за да ги услужат клиентите. Акционерите се „сопственици“ на претпријатието и тие, соодветно, се доминантната група во чиј интерес се управува претпријатието.

<sup>31</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 16.

<sup>32</sup> Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York, pp. 50-52.

Слика 5.9 Модел на стеикхолдер



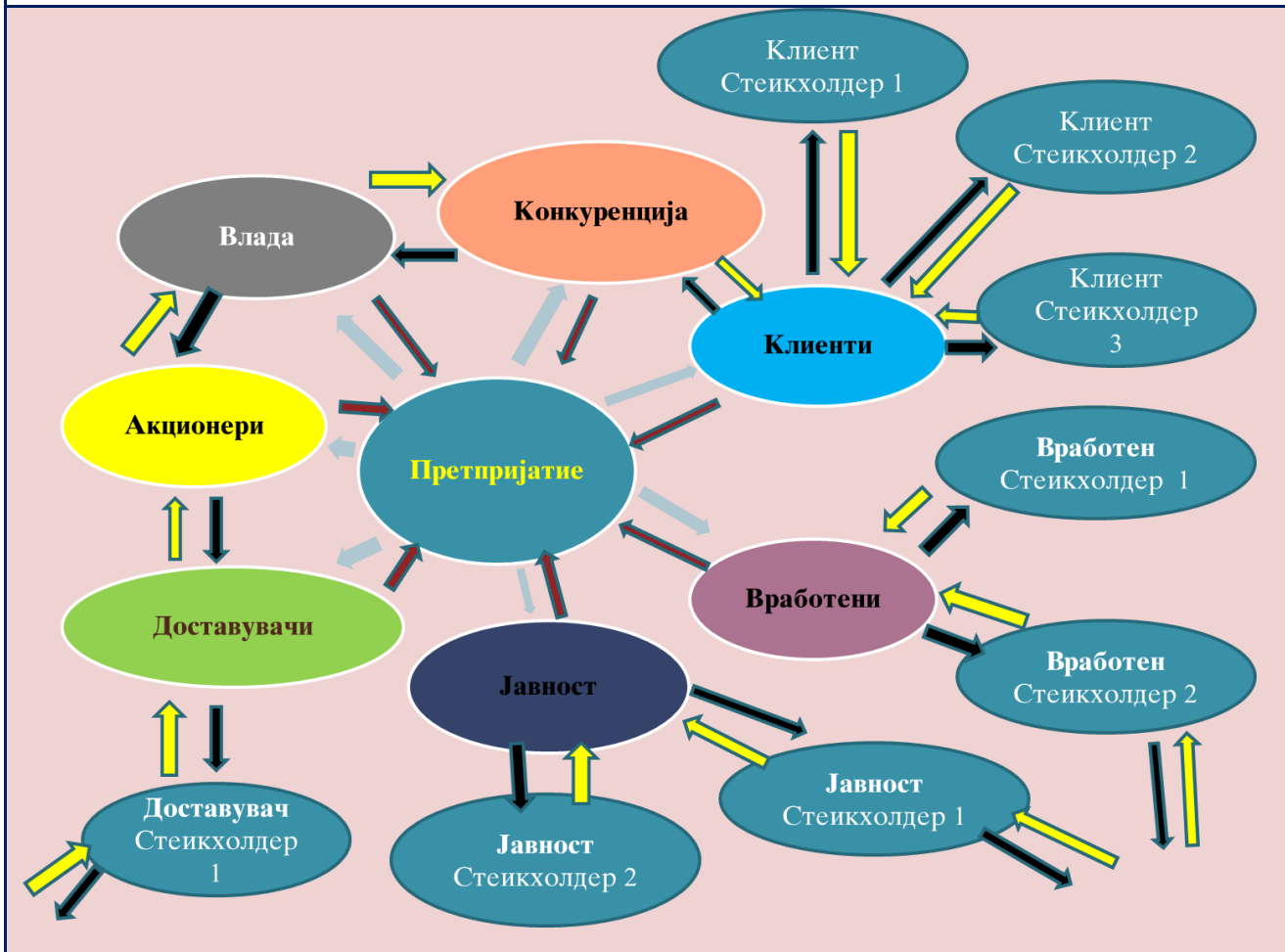
Важно е да се запомни дека групите на стеикхолдерите исто така имаат обврски и одговорности кон свој сет стеикхолдери и кон другите стеикхолдери во претпријатието. Според Rowley, 1997 година, ова доведува до модел на мрежа на теоријата на стеикхолдери, прикажано на слика 5.10.

Репутацијата е важна карактеристика во меѓународниот контекст на работа во „индустријата за култура“, како што е филмот и телевизиското производство. Сепак, малку се знае како се презентира репутацијата во секојдневниот живот.<sup>33</sup>



<sup>33</sup> Zafirau, S. (2008), “Reputation Work in Selling Film and Television: Life in the Hollywood Talent Industry”, *Qualitative Sociology*, Vol. 31, No. 2, pp. 99-127.

Слика 5.10 Модел на мрежа на стејкхолдери



Извор: Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York, p.51.

Во своето истражување, O'Callaghan Terry се фокусира на репутацијата на мултинационалните претпријатија во ерата на глобализацијата. Мултинационалните претпријатија се одговорни за најголемиот дел од светската трговија и инвестиција. Според Terry, мултинационалните претпријатија се соочуваат со значителен притисок да ги подобрат своите резултати на општественото, политичкото и полето на заштита на животната средина. Претпријатијата реализираат неколку стратегии за да се подобри репутацијата, како што се корпоративниот имиџ и лого, етичкиот кодекс и филантропијата.

Добрата корпоративна репутација има значителна вредност за поголемо глобално претпријатие или мултинационални претпријатија. Ова се рефлектира во експлозијата на литературата за корпоративната репутација во последните неколку години и во значителниот развој на практиките за менаџмент на ризикот кој доведува до развој на заштита на корпоративната репутација и до управување со акционерската вредност.

Меѓутоа, дали ова претставува генијална идеолошка промена меѓу менаџерската класа на елитата на мултинационалното претпријатие или, пак, претставува циничен заговор за односите на јавност за да се одоброволи јавноста без да се влијае врз профитите и дејството на мултинационалните претпријатија. И двете. Делумно е иницијатива наметната врз мултинационалните претпријатија од политичките и општествените активисти, барајќи општествено одговорни мултинационални претпријатија, меѓутоа, исто така, тоа е иницијатива која доведе да се постават нормите за корпоративното однесување. Следствено, ние не треба да се фокусираме на традиционалните форми во кои државата ги регулира субјектите како единствен медиум да ги дисциплинира мултинационалните претпријатија. Корпоративната репутација почнува да функционира како пазарен механизам, ограничувајќи ги дејностите на мултинационалните претпријатија и произведувајќи општествено посакувани резултати.<sup>34</sup>

Зошто се важни стеикхолдерите. Milton Friedman ја застапува тезата дека треба да се испочитуваат интересите на сопствениците на капиталот. Практично, од правен аспект, менаџерите имаат правна обврска кон акционерите да дејствуваат во нивен интерес. Меѓутоа, и стеикхолдерите имаат легитимно право врз претпријатието. За тоа постојат два аргументи, и тоа:

- ▶ Кога ќе се анализира односот на претпријатието и другите групи, ќе се дојде до заклучок дека претпријатието има склучено најразлични договори и со другите групи, така што не може да се каже дека единствено легитимно право врз претпријатието имаат акционерите. Од легална перспектива, постојат многу повеќе субјекти отколку акционерите кои покрај вработените, доставувачите и клиентите, во мрежата на најразлични закони и регулативи полагаат право врз претпријатието.
- ▶ Вториот аргумент потекнува од економската перспектива. Во светлината на институционалната економија не се поддржува традиционалниот пристап на акционерите. Пред сè, се наметнува прашањето за решавање на екстерналиите. На пример, кога се затвора претпријатието, големите отпуштања на вработените претставуваат удар врз даноците, полнење на фондовите за образованието и за здравството. При функционирање на претпријатието, заштитата на животната средина исто така претставува прашање кое не може да се анализира изолирано.

<sup>34</sup> O'Callaghan, T. (2005), "The Regulatory Power of the Corporate Reputation: Corporations Confront Anti-Corporate Activism in an Era of Globalisation", *Conference Papers - International Studies Association*, pp. 1-49.



Овие прашања во интерес на јакнење на репутацијата може да се решат со јакнење на стеикхолдерската демократија, каде што во секое претпријатие ќе има претставник на стеикхолдерот во одборот на директорите, со што се дава можност секој од стеикхолдерите да влијае врз контрола на корпоративната одлука.

Се смета дека „социјалната благосостојба се максимизира секогаш кога едно претпријатие во една економија ја максимизира својата вкупна пазарна вредност. Претпријатието не може да ја максимизира својата вредност доколку го игнорира интересот на своите стеикхолдери. Токму поради овој аргумент е заложбата на современото максимизирање на вредноста кое се смета за идентично со современата теорија на стеикхолдерите“.<sup>35</sup>

## 5.6 НАМАЛУВАЊЕ НА ЧОВЕЧКИТЕ РЕСУРСИ И ОДРАЗ ВРЗ КОРПОРАТИВНАТА РЕПУТАЦИЈА

Истражувачите Love Geoffrey и Matthew Kraatz сметаат дека јавноста ја зацврстува репутацијата на оние претпријатија кои ги исполнуваат своите обврски, кои се исполнителни и имаат доверба во нив, покажуваат значителни резултати и дејствуваат со високи нормативи и на културен начин. Се поставува едно значајно прашање, како влијаат динамично одредени корпоративни активности врз истата репутација. Покрај фактот што академските истражувачи потенцираат дека од централно значење е тоа како јавноста ги креира своите перцепции за соодветните субјекти, постојат и ограничени испитувања за врската помеѓу влијанието на јавноста и репутацијата. Оттука, овие истражувачи ги анализираат големите американски претпријатија и нивните рангирања еднаш годишно во светското економско списание *Fortune* кое ги објавува резултатите од истражувањето за највосхи-тувачките претпријатија и како се одразуваат мерките на отпуштање, односно намалување на човечките ресурси врз корпоративната репутација во периодот од 1985 година до 1994 година. Истражувачите ги тестираат теоретски поставените хипотези за емпириските односи врз основа на истражувањето на репутацијата и



<sup>35</sup> Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет – Скопје, Скопје, стр. 17.

институциите. Во истражувањето на *Fortune*, резултатите покажуваат дека намалувањето на човечките ресурси имало големо влијание врз рангирањето на претпријатијата. Тие, исто така, укажуваат на силна корелација на повеќето од хипотезите, откривајќи голем број важни комплексности и резервни решенија во односот помеѓу дејствата на претпријатијата и промените во корпоративната репутација. Пред сè, намалувањето на ресурсите во периодот од 1985 до 1994 година претставува контроверзна практика која прати повеќе конфликтни сигнали во однос на оценувачите на репутацијата. Имено, се утврди очигледна загриженост за ефикасноста и создавањето на акционерската вредност. Меѓутоа, исто така, се сигнализира очигледно опортунистичко однесување. Претпријатијата кои не ги почитуваат своите обврски кон вработените не им се доделува довербата дека ќе ги одржат своите верувања на другите конститутивни субјекти во иднина. Сите овие сигнали доведуваат до дестилирање и промена на корпоративната репутација. Понатаму, стручната јавност која ја оценува репутацијата на *Fortune* (аналитичарите на акциите и извршните директори на претпријатијата-пандани) споделуваат слични економски интереси и имаат соодветни културни убедувања со кои се разликуваат од останатите конституенти и може да ги поддржуваат мерките на намалувањето на човечките ресурси. Оттука, нивните одговори на практиките може да дадат вредна перспектива за тоа како парохилјалните убедувања на луѓето ги обојуваат нивните убедувања и лични судови. На крајот се анализираат намалувањата на човечките ресурси во конјункција со другите сигнали кои имаат значително и теоретско влијание врз претпријатието. Пред сè, анализата ги вклучува мерките на привремените промени во резултатите на претпријатието и перспектите на резултатите, и тоа: годишните промени во профитабилноста, промените во пазарната капитализација и промените во проекциите на аналитичарите околу идните финансиски резултати. Основен резултат на ова истражување е тоа што намалувањето на човечките ресурси секоја година има значителен, негативен ефект врз репутацијата.<sup>36</sup>

Zyglidopoulos Stelios смета дека намалувањето на човечките ресурси влијае врз репутацијата на претпријатието од аспект на корпоративните општествени резултати. Пред сè, утврдено е дека намалувањето на човечките ресурси има негативно влијание врз репутацијата на претпријатието од аспект на корпоративните општествени резултати, при што се идентификуваат влијанијата на двете групи стейкхолдери,



<sup>36</sup> Love, E. G., and Kraatz, M. (2005), "How do firms' actions influence corporate reputation? The case of downsizing at large U.S. firms", *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, New York.

главните извршни директори и финансиските аналитичари од аспект на тоа како дошло до намалувањето, дали преку отпуштања или преку реструктурирања и елиминирање на деловните дејствувања. Дополнително е утврдено дека доколку претпријатието пред бранот на намалување на човечките ресурси покажувало значителни финансиски резултати, дотолку е поголем негативниот ефект врз репутација на претпријатието од општествениот карактер.<sup>37</sup>

Организациското намалување на човечките ресурси постои четириесет години. Како стратегија на промена на менаџментот се употребува дваесет години (Gandolfi, 2007). Во 80-тите и раните 90-ти години се реализирало вообичаено во претпријатијата кои се соочувале со тешки економски ситуации.

Сепак, никогаш не треба непотребно да се прокоцка добра криза. Во периодот од 1990 до 2005 година, приходите се повисоки и сензитивноста е пониска кај претпријатијата кои реалозирале поактивно. Финансиската криза виртуелно влијае врз трендот на реалокацијата. Кога времињата се тешки, вообичаено има помалку нов капитал во околината, или во форма на раст кај вонредните приходи или во форма на нов заем. Сепак, од средината на 90-тите години, намалувањето на човечките ресурси стана водечка стратегија како избор на повеќето претпријатија во целиот свет. Првите резултати кои се очекуваат од напорите за намалување на човечките ресурси се инстантното намалување на трошоците и зголемувањето на нивото на ефикасност, продуктивноста, профитабилноста и конкурентноста (Farrell и Mavodno, 2004). Во текот на годините, оваа стратегија привлече најголем интерес меѓу академските кругови, менаџерите и медиумите. Покрај фактот што некои од академските кругови сметаат дека познавањето на оваа област е маргинално и неразвиено (Masky, 2004), другите потенцираат за конфузијата која произлегува од намалувањето на човечките ресурси (Williams, 2004; Gandolfi, 2008). Усвојувањето на стратегиското намалување на човечките ресурси останува популарно (Mauger, 2005). Значителните емпириски докази покажуваат дека долгорочните консеквенции се негативни (Zyglidopoulos, 2003). Основната цел на истражувањето е да се ревидираат консеквенциите од намалувањето на човечките ресурси со фокус на следните прашања: Дали намалувањето на човечките ресурси има ефекти? Дали претпријатијата ги оствариле очекуваните бенефиции? Што се знае за ефектите по намалувањето на човечките ресурси? Кои се импликациите за главните извршни директори?<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> Zyglidopoulos, S. C. (2004), "The Impact of Downsizing on the Corporate Reputation for Social Performance", *Journal of Public Affairs*, Vol. 4, No. 1, pp. 11-25.

<sup>38</sup> Richardson, E. J. and Kehoe. J. W. (2012), *Annual Editions: Business Ethics 12/13*, McGraw-Hill/Dushkin, New York, p. 112-114.

Во средината на 70-тите години, Charles Handy прв ја предвидел технолошката револуција која ги трансформирала животите на милиони поединци преку процесот на т.н. „намалување на човечките ресурси“ (Appelbaum, Everard и Hung, 1999). Додека малкумина ги разбираа неговите предвидувања на времето, тековно знаеме дека намалувањето на човечките ресурси е усвоено како менаџмент-техника на глобално ниво (Masky, 2004). Претпријатијата го реализираа намалувањето на човечките ресурси како „проактивен одговор на организациското банкротство или речесија“ (Ryan и Masky, 1998), и проактивно, како стратегија на човечките ресурси (Chadwick, Hunter и Walston, 2004). Очигледно е дека намалувањето на човечките ресурси добило статус на стратегија за реструктурирање (Cameron, 1994).

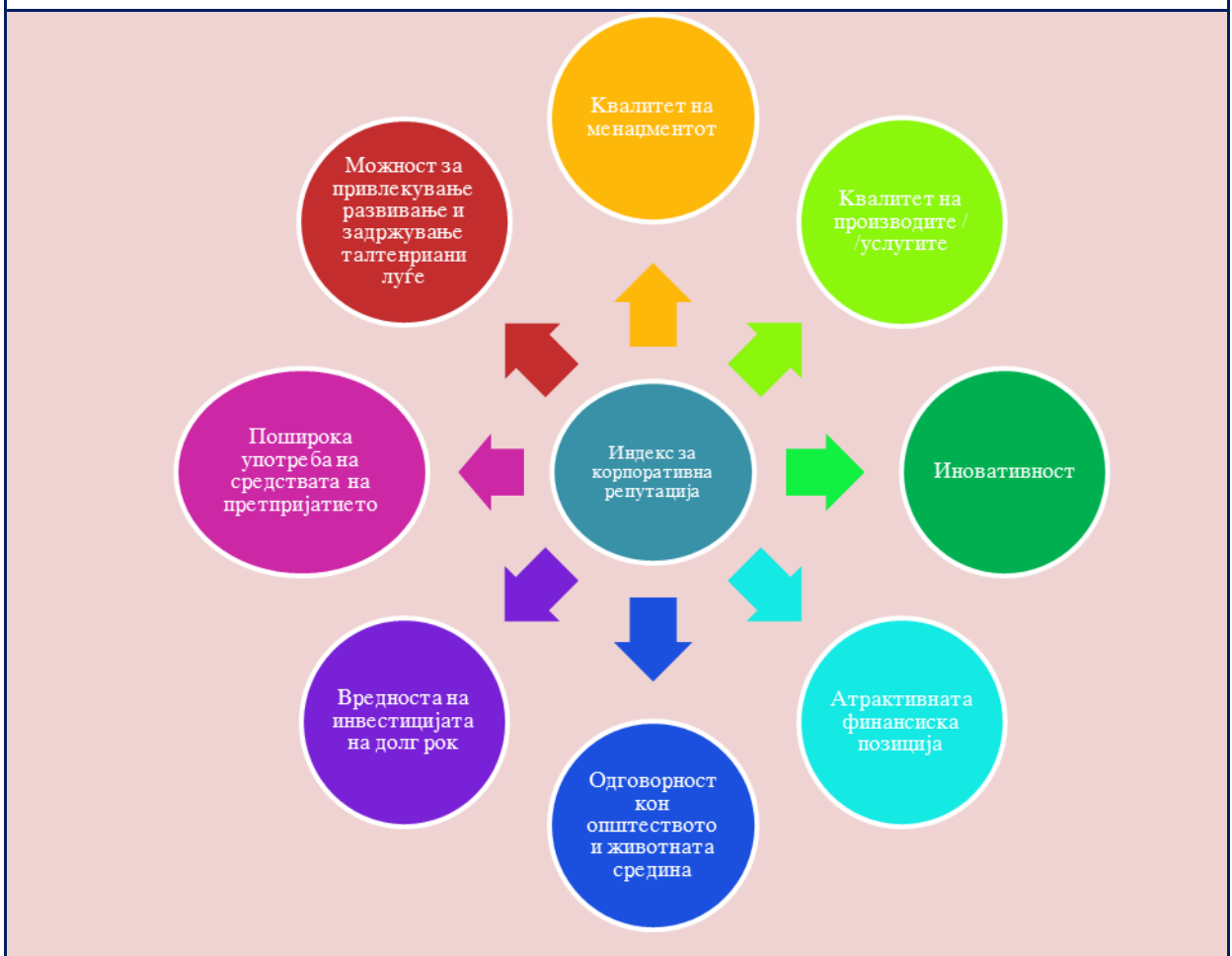
Намалувањето на човечките ресурси не е нова стратегија. Својата проминентност како тема на академската сцена и во практиката ја доживува во 80-тите години, а станува своевидна дисциплина на менаџментот во 90-тите години. Следната декада станува „декада на намалување на човечките ресурси“. Намалувањето на човечките ресурси трансформира илјадници претпријатија и владини организации, како и животите на десетина милиони вработени околу светот (Amundson, Borgen, Jordan и Elebach, 2004). Сознанието за намалувањето на ресурсите произлезе од голем број дисциплини кои во поголем дел се однесуваат на теориите на менаџментот и организациското однесување. Не постои единствена дефиниција за намалувањето на човечките ресурси. Сепак, јасно е дека намалувањето на човечките ресурси означува намалување на големината на работната сила на претпријатието. Cascio (1993) дефинира дека намалувањето на човечките ресурси претставува планирана елиминација на позициите или работните места чија примарна цел е да се намали работната сила. Во производството, малопродажбата или услугите се отпуштаат најмногу вработени, а намалувањето на човечките ресурси се случува во приватниот, но и во јавниот сектор (Masky, 2004). Статистиката за намалувањето на вработените е отрезнувачка. Заводот за статистика на работната сила во САД информира дека повеќе од 4,3 милиони работни места се елиминирани во периодот помеѓу 1985 и 1989 година (Lee, 1992). Cameron (1994) изјавува дека 85% од претпријатијата на *Fortune 500* намалиле човечки ресурси помеѓу 1989 и 1994 година, и 100% имаат петгодишни планови за намалување на човечките ресурси. Постојат големи докази дека намалувањето на човечките ресурси станува популарна стратегија за реструктурирање (Mirabal и DeYoung, 2005; Gandolfi, 2008).

Zyglidopoulos Stelios го истражува влијанието на намалувањето на човечките ресурси врз корпоративната репутација. Притоа се развиваат и се тестираат две хипотези. Резултатите од истражувањата се следни. Намалувањето на човечките

ресурси има негативно влијание врз корпоративната репутација, односно претставува закана за корпоративната репутација. Понатаму, намалувањето на човечките ресурси е попозитивно за корпоративната репутација отколку намалувањето на дејноста на претпријатието и продавањето на подружниците и намалување на човечките ресурси како резултат од нив.<sup>39</sup>

Во обид да се обезбеди подобро разбирање како влијае намалувањето на човечките ресурси врз корпоративна репутација, се образложува како може да влијае намалувањето на човечките ресурси врз секоја димензија која го определува индексот за корпоративна репутација (слика 5.11).

Слика 5.11 Влијанието на намалувањето на човечките ресурси врз репутацијата на претпријатието



Извор: Djordjevic B., Djukic S. (2008), "The impact of downsizing on the Corporate Reputation", Faculty of Economics, University of Nis, Vol. 5, No 1, pp. 51-62.

<sup>39</sup> Zyglidopoulos, S. C. (2005), „The Impact of Downsizing on Corporate Reputation“, *British Journal of Management*, Vol. 16, No. 3, pp. 253-259.

Индексот за корпоративна репутација ги сублимира осумте општествени димензии кои ги рефлектираат повеќето конституенти на претпријатието, како што се инвеститорите, вработените, потрошувачите или глобалната општествена заедница. Овие димензии се: (1) квалитет на менаџментот; (2) квалитет на производите/услугите; (3) иновативност; (4) атрактивна финансиска позиција; (5) одговорност кон општеството и животната средина; (6) вредност на инвестицијата на долг рок; (7) поширока употреба на средствата на претпријатието; и (8) можност за привлекување, развивање и задржување талентираниите луѓе.

- ▶ (1) **Квалитет на менаџментот.** Истражувачите утврдија дека реализирањето на процесот на намалувањето на човечките ресурси вообичаено влијае врз 10% од работната сила на претпријатието.
- ▶ (2) **Квалитет на производите/услугите.** Многумина истражувачи укажуваат на тоа дека намалувањето на човечките ресурси и квалитетот се два концепти кои не одат заедно рака под рака. Кога претпријатието се ориентира за намалување на трошоците, се загрозуваат квалитетот и задоволството на потрошувачите.
- ▶ (3) **Иновативност.** Некои истражувачи утврдија дека кога претпријатијата се соочија со резевите на човечките ресурси, тие беа толку длабоки, така што се изгубија круцијалните вештини за раст и развој на долг рок.
- ▶ (4) **Атрактивната финансиската позиција.** Голем број истражувачи се согласуваат со тоа дека намалувањето на човечките ресурси ги намалува шансите да се постигнат финансиските цели.
- ▶ (5) **Одговорност кон општеството и животната средина.** Стратегијата на намалување на човечките ресурси доведува до многу негативни ефекти врз општеството: невработеност, губење на приходите, притисок врз општествените фондови итн.
- ▶ (6) **Вредност на инвестицијата на долг рок.** Секое претпријатие треба да развие своја мисија, цел и вредности. Сепак, процесот на намалување на човечките ресурси може да ги скрши утврдените вредности, парадигми, митови, безбедноста на работното место, интеграцијата, тимската работа, почитувањето, итн.
- ▶ (7) **Поширока употреба на средствата на претпријатието.** Вообичаено, намалувањето на човечките ресурси доведе до нивно најмување од страна на



доставувачите, и на тој начин се овозможува подобро користење на средствата на претпријатието.

- ▶ (8) **Можност за привлекување, развивање и задржување талентираниите луѓе.** Додека претпријатијата донесуваат одлуки да ги намалат човечките ресурси, особено преку масовни отпуштања, тие ѝ праќаат порака на животната средина дека претставуваат само трошок.<sup>40</sup>

Намалувањето на човечките ресурси не треба да биде решение на краток рок со цел да се намалат трошоците и да се зголеми профитот. Наместо тоа, намалувањето на човечките ресурси мора да биде интегрирано во добро подготвена визија која јасно покажува дека тој процес ќе креира конкурентна предност. Само во тој случај намалувањето на човечките ресурси може позитивно да влијае врз репутацијата на претпријатието. Сепак, покрај фактот што повеќе аргументи покажуваат дека намалувањето на човечките ресурси му се заканува на корпоративната репутација, менаџерите продолжуваат со истата практика на намалување на човечките ресурси. Истовремено, академските кругови ја продолжуваат својата дебата за оваа контроверзна тема.

---

<sup>40</sup> Djordjevic B., Djukic S. (2008), "The impact of downsizing on the Corporate Reputation", Faculty of Economics, University of Nis, Vol. 5, No 1, pp. 51-62.

## ЗАКЛУЧОЦИ

Врз основа на теоретските и емпириските истражувања на проблематиката на вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација, можат да се извлечат следниве заклучоци:

1. Корпоративното управување се состои од внатрешни и надворешни механизми за управување. Внатрешните механизми на корпоративното управување се: одборот на директорите, акционерските состаноци и гласањето, како и платата на главниот извршен директор. Тие се предмет на контрола на надворешните сили кои ја проверуваат валидноста и исправноста на нивните одлуки и резултати. Претпријатија во кои менаџерите поседуваат помалку акции имаат повеќе predisпозиции да се вклучат во неповрзани спојувања. Нивните резултати ја потенцираат динамичката природа на корпоративното реструктурирање со преземањето, а подоцна и со продажбата на тие средства.

2. Претпријатијата го определуваат квалитетот на воздухот што го дишаме, квалитетот на водата што ја пиеме, а и каде живееме, многу повеќе од која било друга институција. Слабо управуваните претпријатија имаат пониски оперативни резултати, пониски вреднувања и помал износ на парични исплати на своите акционери, додека подобро управуваните претпријатија имаат повисоки оперативни резултати, поголеми вреднувања и им се исплатуваат повеќе пари на своите акционери. Рејтингот на управување покажува дека подобро управуваните претпријатија имаат посупериорни финансиски резултати. Комерцијалните рангирања не го предвидуваат управувањето – односно соодветните резултати со прецизност.

3. Извршниот директор, односно членовите на органот на управување во Република Македонија се избираат за период кој се определува со статутот, но кој не може да биде подолг од шест години. Ако во статутот не е определено траењето на мандатот, нивниот мандат изнесува четири години. Мандатот на главниот извршен директор во испитани 188 претпријатија во просек изнесува шест и пол години во САД. Просечниот мандат на главниот извршен директор се зголеми на 7,8 години на глобално ниво во 2006 година, а просечниот мандат на главниот извршен директор во Северна Америка изнесува 9,8 години. Азиско-пацифичката област го постигна својот најголем просек на мандатот од 9,5 години. Само Европа се соочи со намалување на мандатот на 5,7 години. Возраста на главниот извршен директор во оставка се намали на рекордно ниво од 54,5 години во Европа, укажувајќи дека главниот извршен директор сè уште е под

---

голем притисок во таа област. Бројот на главните извршни директори кои даваат оставка поради конфликтот со членовите на одборот се зголеми од 2% во 1995 година на 11% меѓу 2004 и 2006 година. На глобално ниво, стапката на надворешни главни извршни директори кои поднесуваат оставка се зголеми од 14% во 1995 година на 30% во 2003 година, намалувајќи се на 18% во 2006 година. Во 2006 година, главниот извршен директор кој создаде подобри резултати во однос на оној кој потфрли со резултатите има двапати повеќе можности да остане повеќе од седум години на функција

**4.** Ниту стравот од можност за повторно вработување ниту, пак, монетарните казни одредени од страна на комисијата за хартии од вредност не се ефективни во претензијата менаџерите во истите претпријатија со екстремно зголемени непотребни приходи да ги продадат своите удели кога претпријатијата ќе се соочат со намалување на резултатите. Зголемувањето на инклинацијата главниот извршен директор да бара надворешни консултации за стратегиските работи кои се разликуваат од неговите погледи треба да ги зголеми резултатите на претпријатието. Концентрацијата на задолженост и сопственост го намалува дискреционо однесување на менаџерите. Индикатори на дискреционо однесување претставуваат менаџирањето на приходите и преголемите ненаплатени побарувања. Се забележува дека менаџирањето на приходите се зацврстува со влегување на институционалните инвеститори во сопственичката структура. Поголемиот дел од неизвршните директори во одборот и во комисијата за ревизија се карактеризираат со незадоволително управување со приходите, мерено преку апсолутното ниво на дискрециони ненаплатени побарувања. Пресметаните трошоци за сопственост на контролниот пакет претставуваат 6-25% од вредноста на претпријатието помеѓу различни категории сопственици со контролен пакет. Структурите за контрола на малцинските акционери бележат поголеми трошоци во поразвиените земји во кои се посилни правните рестрикции на егоистичните и сопствени интереси. Со користење на премијата за гласање во претпријатијата во Италија и САД (со две класи), се пресметува дека приватните бенефиции од контролата треба да бидат минимум 30% од пазарната вредност на капиталот во Италија, додека во САД се само 4%.

5. Претпријатијата опфатени во *Fortune*, 91% како член во одборот на директорите имаат пензиониран извршен директор, 83% имаат извршен директор од друго претпријатие, 56% имаат академско лице и 52% имаат поранешен владин службеник. Во однос на полот и расата, соодносот се подобрува, и тоа, 74% имаат жена во одборот на директорите, 65% имаат член со етничка припадност, а малцинства се членови во 41% од одборот на директорите. Претпријатијата често се соочуваат со сериозни препреки кога цела група луѓе, односно членови на одборот на директорите игнорираат, т.е. не сакаат да ги видат негативните тенденции кои се појавуваат кај главниот извршен директор. Членовите на одборот на директорите поинаку се однесуваат кога се набљудувани. Јавните претпријатија со независни членови во одборот на директорите имаат поголеми приноси во капиталот, поголеми профитни стапки, поголеми дивиденди и поголем откуп на акциите.

6. Корпоративното управување е важно. Постои премија поврзана со добро управување, имајќи ги предвид сите ограничувања при нејзиното мерење. Успешноста на корпоративното управување се мери преку премијата која институционалните инвеститори би ја платиле за претпријатијата со успешно корпоративно управување во одредени пазари во соодветната земја. Претпријатијата кои се најдобро рангирани имаат и супериорни финансиски резултати. Институционалните инвеститори се подготвени да платат поголеми премии за акциите од претпријатијата со добро корпоративно управување, пред сè, кога се работи за претпријатија од земји каде што е слаба правната заштита на инвеститорите. Проактивните акционери се императив за доброто корпоративно управување. Имено, ја поставуваат доктрината на претпријатијата како демократски институции, каде што мнозинството управува со претпријатието, меѓутоа не на штета на малцинските акционери. Поголемите акционери со контролирачки пакет ја задржуваат контролата, но задржуваат и мал дел од правата на паричните текови и се стремат кон експропријација на малцинските акционери, што значително се ефектуира во вреднувањето на претпријатието.

7. Обелоденувањето податоци и информации вклучува изнесување во јавноста такви податоци и информации за претпријатијата што имаат посебно значење за инвеститорите кои се заинтересирани да вложат во тие претпријатија. При анализирањето на акционерските структури на *Roche*, *Novartis*, *Sanofi-Aventis*, *L'Oréal*,

*Total, Siemens, BASF, Assicurazioni Generali, ENI, Fortis* и *Endesa*, се смета дека не постои цврста корелација меѓу акционерската структура и нејзината ефективна политика за управување со даноците. Надворешните сопственици ги фаворизираат законите за поопширно известување на финансиските податоци и информации, додека менаџерите се спротивставуваат на ваквиот вид обврски. Во 2004 година значително се зголемија трошоците за да се известува според новите стандарди кои произлегуваат од законот на Sarbanes-Oxley. Аналитичкото следење на обелоденувањето на финансиските податоци и информации на претпријатието влијае врз намалувањето на разликите во аналитичките предвидувања на приходите. За разлика од Америка, динамиката на информирање за пазарите на капитал за претпријатијата од континентална Европа е послаба. Претпријатијата во индустриите во кои има чести спојувања и консолидирања и во кои менаџерите имаат 5% или повеќе удел во капиталот почесто ги обелоденуваат сопственичката структура и податоците за односите со инвеститори.

**8.** Со промената на културните и општествените норми во Кина се променува свеста доброволно да се обелоденат информациите, покрај моралните обелоденувања кај кинеските претпријатија кои котираат. Претпријатијата во Бразил се карактеризираат со мали одбори, каде што се членови на контролирачката фамилија, немаат независни директори, формалните процеси се ограничени и обелоденувањето на финансиски податоци е разновидно. Нивото на обелоденување на податоци и информации во Гана е ниско. Корелацијата помеѓу обелоденувањето и финансиската избалансираност е незначителна. Во согласност со иницијативите на тајванските законодавни тела, практиките на солидното корпоративно обелоденување податоци и информации имаат значителна функција при креирањето на резултатите на претпријатието.

**9.** Пазарната капитализација, стапката на поврат на капиталот и стапките на ликвидност се поврзани со уделот на странскиот капитал. Овие резултати се конзистентни со фактот дека странските инвеститори ги претпочитаат претпријатијата со ефективни структури на корпоративно управување, претпријатијата со подобра избалансираност на информациите, како и ликвидните претпријатија. Транспарентноста претставува непосреден пристап на инвеститорите до податоците за работење на претпријатијата, а тие мора да бидат навремени, точни и целосни.

Транспарентноста, меѓу другото, е предуслов за добро корпоративно управување и е многу важна за едно претпријатие. Посилните права на акционерите и зголеменото ниво на обелоденување на финансиските податоци и информации го намалува трошокот на капитал. Поголем трошок на капитал се создава преку зголемување на прекумерната контрола, додека се под контрола сите други карактеристики на ниво на претпријатие. Неревизорските надоместоци и вкупните надоместоци имаат негативна конотација кај инвеститорите – практично, колку се повисоки трошоците што му се исплатени на ревизорот, толку е поголема опасноста по независноста на ревизорот, а помал е кредибилитетот на 5 големи ревизори за финансиско известување. Претпријатијата во голема мера го усвојуваат факторот за додадена економска вредност како една компонента во системот за процена на вредноста. Во соодветниот контекст, инвеститорите го проценуваат трошокот на капитал за да дојдат до предвидената вредност на претпријатието.

**10.** Зголемената полемика од страна на најголемиот акционер со контролен пакет ја зголемува вредноста на фамилијарното претпријатие. Во претпријатијата во кои најголем акционер е фамилијата, вториот по големина акционер ја намалува вредноста на претпријатието. Спротивно на овој тренд, институционалниот инвеститор, како втор акционер по големина, ја зголемува вредноста на претпријатието. Сопственоста на фамилијата се одразува супериорно врз резултатите на претпријатието само доколку фамилијата која е основач сè уште е активна во форма на извршна или во форма на надзорна власт. Највредни јавни претпријатија се оние во кои независните директори го ставаат во рамнотежа присуството на фамилијата во одборот на директорите. Според податоците на сите претпријатија од индексот на *Fortune 500*, доколку дисидентите ја вршат улогата на главен извршен директор, се руши вредноста на претпријатието. Конфликтот помеѓу фамилијарните акционери и акционерите кои не ѝ припаѓаат на фамилијата во претпријатијата на главниот извршен директор-дисидент чинат повеќе отколку конфликтот помеѓу сопственикот и менаџерот во нефамилијарните претпријатија. Фамилијарно контролираните претпријатија во кои има незначителна контрола имаат послаби финансиски резултати отколку фамилијарно контролираните претпријатија со значителна контрола и претпријатијата со јавна сопственост.



**11.** Во деловниот свет етиката за 50% од интервјуираните бизнис-луѓе претставува: „Она што чувства кажуваат дека е правилно”, 25% етиката ја дефинираат во рамките на религијата: „Она што е во согласност со религиозните убедувања”, а 18% сметаат дека е: „Она што е во согласност со златното правило”. Игнорирањето или незапознаеноста со прекршоците на своите вработени повеќе не се прифаќа како аргумент во одбраната на менаџментот. Етичките лидери не се кријат од дебатата. Етичките лидери се активни учесници, а институционалната одржливост е на прво место. Консеквенциите од пуштање генетички модифицирани организми во светот не може да се предвиди и претставува предизвик за етиката. Подоцна е откриено дека поленот од некои видови пченка кои биле генетски модифицирани да уништуваат соодветни инсекти ги има уништено и пчелите. Претпријатието *Syngenta Protection Inc.* се соочи со значителен удар врз својата репутација кога активистите на *Greenpeace* на зградата од нивната претпријатие во Базел, Швајцарија, поставиле голем транспарент на кој пишуваше: „Syngenta – убиец на пчелите“. Неетичкото однесување, како и проблемите со производите и услугите се најчестите фактори на деструкција на корпоративната репутација.

**12.** Колку претпријатијата се поголеми, толку се поопштествено одговорни, а финансиските резултати не се поврзани со корпоративната одговорност. Општествената одговорност на претпријатијата се заснова на општествената моќ, а доколку бизнисот има моќ, тогаш претпријатијата имаат одговорност за своите активности во овие области. Покритието на осигурувањето за депозитите кое ја максимизира пазарната дисциплина зависи од специфичните карактеристики на управувањето на банките кои се разликуваат во секоја земја. Преку користење тестови со добро структурирани кластери во индустријата, статистичките резултати укажуваат на 0 зголемени профити на портфолија на долг рок подредени по карактеристиките за управување.

**13.** Примарните фактори кои ја одредуваат промената на мешавината на надоместокот се институционалните фактори кои се однесуваат на јачината на акционерските права и квалитетот на правната заштита во соодветната земја. Институционалните инвеститори ја имаат уникатната перспектива и претставуваат значаен глас при подготовката на глобалните стандарди во различните области врз

основа на своите долгорочни финансиски интереси. Не постои доказ кој ја поддржува тезата дека двојната функција на главниот извршен директор не ги оптимизира финансиските резултати. Менаџерската сопственост и идните резултати на претпријатијата кои се котирали на NYSE, AMEX и NASDAQ за периодот од 1989 до 2006 година се линеарни. Институционалната сопственост, која се рефлектира во надворешната контрола, има послаб позитивен ефект во споредба со менаџерската сопственост која ја контролира внатрешното управување.

**14.** Практично, имаме 4 клучни варијабли кои можат да влијаат врз акционерската вредност во претпријатието, и тоа: (1) износот на нето-добивката; (2) ризикот; (3) износот и природата на средствата; и (4) долгот. Претпријатијата кои поседуваат поликвидни средства: (1) водат кон преземање оперативен лизинг; (2) земаат пократки оперативни лизинг-договори; (3) имаат подолги финансиски лизинг-договори; и (4) бараат пониски маржи во однос на стапките за оперативен лизинг. Можноста да се даде гаранција, пред сè, високоликвидна гаранција, го намалува трошокот од надворешното финансирање и го зголемува капацитетот за земање заеми. Гаранцијата има статистичко и економско значење врз корпоративните инвестиции. Претпријатијата со поголеми загуби на гаранцијата, односно недвижноста, имаат помалку доверба во продолжување на својата соработка со банките и гледаат да обезбедат само минимални, односно мали заеми од банките. Сензитивноста на инвестицијата од паричните текови се намалува кога трошокот на финансирање е релативно низок, а се зголемува кога трошокот на надворешното финансирање е висок.

**15.** Заштитата од ризик може да придонесе за расположливост со сопствени средства за потребите на инвестициските фондови, овозможувајќи им на претпријатијата да го избегнат скапиот трошок на надворешното финансирање. Управувањето со корпоративниот ризик може да придонесе да се намали корпоративниот даночен товар во присуство на сферичен распоред на отплаќање на данокот. Активизмот на фондовите за заштита од ризик од 2005 до 2011 година покажува дека активизмот на фондовите се зголемил од 2005 до 2008 година, а во 2008 година значително опаѓа, што се поклопува со годината на почетокот од финансиската криза.

**16.** Корпоративните комуникации се важни за управување со репутацијата на претпријатието, бидејќи голем број претпријатија пропаѓаат поради слабите

корпоративни комуникации, на голем број претпријатија им недостасува јасна, чадор-платформа за корпоративните комуникации итн. Корпоративното управување е новото лице на управувањето на односите на претпријатието, а соодветно на тоа, импликациите во областа на односите со јавноста, образованието и практиката се енорни.

**17.** Најголемите ризици, односно најсериозните закани по корпоративната репутација се: (1) ризици на човечките ресурси; (2) ризици на мрежите на човечката технологија; (3) ризици на регулаторите; (4) политички ризик. Заканата за корпоративната репутација станува значителна кога: лошите новости се шират побрзо преку медиумите (46%), регулаторите ги зголемуваат стандардите (30%), активистите ги зголемуваат своите дејствувања (29%) итн.

**18.** Во текот на последните шест рецесии, фабриките отпуштаат работници, додека, пак, секторот за услуги додаваат работници. Од 10 работници во секторот за услуги, 6 се жени, додека, пак во фабриките, жените пополнуваат само 3 од 10 работни места. Во економската рецесија, се случуваат неколку предности, пониски се трошоците и полесен е процесот за регрутација на работната сила и помал е притисокот да се зголеми бизнисот. Оттука, рецесијата да се искористи да биде соиграч во поставување на темелите на претпријатието.

**19.** Намалувањето на човечките ресурси имало големо влијание врз рангирањето на претпријатијата. Пред сè, намалувањето на човечките ресурси има негативно влијание врз репутацијата на претпријатието од аспект на корпоративните општествени резултати. Намалувањето на човечките ресурси е попозитивно за корпоративната репутација отколку намалувањето на дејноста на претпријатието, продавањето на подружниците и намалување на човечките ресурси како резултат од нив.

**20.** Економските резултати на банките во Република Македонија се гледаат како промотори на капиталот, охрабрувачи на иновацијата, монетаризацијата, влијаат врз економската активност и даваат свој придонес во монетарната политика. Оценувањето на резултатите во банкарскиот сектор преку избраната методологија CAEL е ефективна мерка и индикатор да се провери одржливоста на економските активности на економијата. Големите банки треба да се придржуваат кон постулатите на BASEL III за следните стрес-тестови, со кој се проверува нивната финансиска кондиција. Разликата

понеѓу моделите CAEL и CAMEL е во тоа што кај CAMEL, покрај адекватноста на капиталот, средствата, ликвидноста, се анализира и менаџментот.

## РЕФЕРЕНЦИ

1. *20 Minuti*, (2013), “Greenpeace: assalto alla Syngenta”, Giovedì, 18 aprile, Ticino, p.11.
2. Aerts, W., Cormier, D., and Magnan M.. (2007), “The Association Between ,Web-Based Corporate Performance Disclosure and Financial Analyst Behaviour Under Different Governance Regimes“, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 6, pp. 1301-1329.
3. Agatiello, O. R.. (2008), “Ethical governance: beyond good practices and standards”, *Management Decision*, Vol. 46, No. 8, pp. 1132-1145.
4. Albrecht, W. S., Albrecht, C. and Albrecht, C. C. (2008), “Current Trends in Fraud and its Detection”, *Information Security Journal: A Global Perspective*, Vol. 17, No. 1, pp. 2-12.
5. Almeida, H. and Campello, M. (2007), “Financial constraints, asset tangibility and corporate investment”, *Review of Financial Studies*, Vol. 20, No. 5, pp.1429-1460.
6. Anderson, R. C. and Reeb, M. D. (2004), “Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49, No. 2, pp. 209-237.
7. Andres, C. (2008), “Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership”, *Journal of Corporate Finance* 14, No. 4, pp. 431-445.
8. Angkinand, A. and Wihlborg, C. (2010), “Deposit insurance coverage, ownership, and banks' risk-taking in emerging markets”, *Journal of International Money & Finance*, Vol. 29, No. 2, pp. 252-274.
9. Antle, S. (2009), “Shareholder rights - More than meets the eye”, *CMA Management*, Vol. 83, No. 8, pp. 33-34.
10. Archambeault, D. D., Todd De Z. F., and Holt, P. T. (2008), “The Need for an Internal Auditor Report to External Stakeholders to Improve Governance Transparency”, *American Accounting Association: American Horizons*, Vol 22, No. 4, pp. 375-388.
11. Ardichvili, A., Mitchell, J.A., and Jondle, D. (2009), “Characteristics of ethical business cultures”, *Journal of Business Ethics*, No. 85, pp. 445-451.

12. Aretz, K., Söhnke M. B. and Gunter D. (2007), "Why hedge? Rationales for corporate hedging and value implications", *Journal of Risk Finance*, Vol. 8, No. 5, pp. 434-449.
13. Baek, H. Y., Johnson, D. R. and Joung W. K. (2009), "Managerial Ownership, Corporate Governance, and Voluntary Disclosure", *Journal of Business & Economic Studies*, Vol. 15, No. 2, pp. 44-61.
14. Ballinger, G. A. and Jeremy J. M. (2010), "The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 31, No. 3, pp. 262-283.
15. Balmer and Greyser (1984), "The New Corporate Communication Wheel", Bernstein, D. (Ed.)
16. Barata, S. (2008), "Ethical corporate governance", *International Financial Law Review*, Vol. 27, No. 10, p. 32.
17. Barnett, M. L. and Ross A. J. H. (2008), "Beyond Corporate Reputation: Managing Reputational Indetdependence", *Corporate Reputation Review*, Vol. 11, No. 1, pp.1-9.
18. Bartram, S. M. (2000), "Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 9, No. 5, p. 279.
19. Bebchuk, L. A., Kraakman R. and Triantis G. (2000), "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights".
20. Beddoes, J. F. (2009), "Ethical leadership for all", *People management*, Vol. 15, No. 3, p. 16.
21. Bekaert, G., Campbell R. H. and Lundblad C. (2003), "Does Financial Liberalization Spur Growth?" *Working Papers - Duke Fuqua School of Business*, pp. 1-50.
22. Bengt, H. (1982), "Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective", pp. 221-225, Swedish School of Economics, Helsinki.
23. Benmelech, E. and Bergman, N. K. (2009) "Collateral pricing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 91, No. 3, pp. 339-360.
24. Berenbeim, E. R. (2005), "Leadership in the 21st Century: Why Ethical Leaders are Different: Executive Action", *The Conference Board Inc.*, No. 146, p.2 in Richardson, J. (2009) (Ed.), *Annual Editions: Business ethics*. 21<sup>st</sup> Ed. in *Ethical leadership: Maintain an Ethical Culture*, McGraw Hill, New York.



25. Berglof, E. and Claessens, S. (2004), "Enforcement and Corporate Governance", *World Bank Research Working Paper*, pp. 5-14.
26. Berk, J. and DeMarzo, P. (2007), *Corporate Finance*, Pearson Education Inc., Boston, pp. 903-911.
27. Bernstein, D. (1984), "Company image and reality - a critique of corporate communications", *Contemplating Corporate Marketing, Identity and Communication*, Roulledge, New York, pp. 14-15.
28. Bertels, S. and Peloza, J. (2008), "Running Just to Stand Still? Managing CSR Reputation in an Era of Ratcheting Expectations", *Corporate Reputation Review*, Vol. 11, No. 1, pp. 56-72.
29. Beurden, P. V. and Gössling, T. (2008), "The worth of values – a literature review on the relation between corporate social and financial performance", *Journal of Business Ethics*, Vol. 82, pp. 407-424.
30. Bhagat, C., Hirt, M. and Kehoe, C. (2013), "Improving Board Governance", *McKinsey Global Survey Results*, pp. 1-8.
31. Bhagat, S., Bolton, B. and Romano, R. (2008), "The promise and peril of corporate governance indices", *Columbia Law Review*, Vol. 108, No. 8, pp. 1803-1881.
32. Bies, S. S. (2002), "Adequate Financial Disclosure", *Vital Speeches of the Day*, Vol. 69, No. 1.
33. Black, B. S., de Carvalho, A. G. and Gorga, E. (2010), "Corporate governance in Brazil", *Emerging Markets Review*, Vol. 11, No. 1, pp. 21-38.
34. Bleischwitz, R. (2007), "*Corporate Governance of Sustainability: A Co-Evolutionary View on Resource Management*", Edward Elgar Publishing Limited, Glos.
35. Blowfield, M. and Murray, A. (2008), "*Corporate responsibility: a critical introduction*", Oxford University Press, Oxford.
36. *BNP Media Security* (2008), "Safeguard Corporate Reputation", No.2, February, p.22.
37. Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A. J. (2014), *Investments*, 10<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, NY.
38. Bolton, P. and Von Thadden, E. (1998), "Blocks, Liquidity, and Corporate Control", *Journal of Finance*, Vol.53, No. 1, pp. 1-25.

39. Boubaker, S. (2007), "Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France" *Multinational Finance Journal*, Vol. 11, No. 3/4, pp. 211-252.
40. Bowen, R. H., Gond, J.-P. and Bowen, P. G. (2013), *Social responsibilities of the businessmen*, University of Iowa Press, Iowa City in Bowen, R. H. (Ed.) (1953), *Social responsibilities of the businessmen*, Harper & Row, New York.
41. Boyson, N. M. and Mooradian, R. M. (2009), "Corporate Governance and Hedge Fund Activism", Northeastern University, May.
42. Bradley M., Brav A., Goldstein I., and Jiang W. (2010), "Activist Arbitrage: A Study of Open-Ending Attempts of Closed-End Funds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, pp. 1-19.
43. Brammer, S., Millington, A. and Pavelin, S. (2009), "Corporate Reputation and Women on the Board", *British Journal of Management*, Vol. 20, No. 1, pp. 17-29.
44. *Brand Strategy* (2003), "CEOs watch their reputation", 177, p. 35.
45. Branscome, G. C. (2008), "Ethical leadership", *Public Management*, Vol. 90, No. 5, pp. 2-4.
46. Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F. and Thomas, R. (2008), "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, pp. 1729-1775.
47. Brayden, K. G. and Whetten, A. D. (2008), "Rethinking the Relationship Between Reputation and Legitimacy: A Social Actor Conceptualization", *Corporate Reputation Review*, pp. 192-207.
48. Brealey, R. A. and Myers, S. C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill Higher Education, New York.
49. Brewster, D. (2009), "David Swensen: The campus endowment legend likes to keep it simple", *Financial Times in McKinsey on Finance*, No. 37, March 29, p.20.
50. Brown, G. D. and Marcus, C. L. (2004), "Corporate Governance and Firm Performance", *Georgia State University*, pp. 1-52.
51. Bruno, V. G. and Claessens, S. (2007), "Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?", World Bank Research Working Paper 4140, World Bank, Washington.

52. Bryan, S., Nash, R. and Patel, A. (2010), "How the Legal System Affects the Equity Mix in Executive Compensation", *Financial Management*, Vol. 39, No. 1, pp. 393-418.
53. *Business Week* (1996), "The Best and Worst Boards: Our New Report Card on Corporate Governance", 25 November, p. 86.
54. Cadbury, A. (2002), "*Corporate Governance and chairmanship. A personal view*", Oxford University Press, Oxford.
55. Cane, M. B., and Silva, S. L. (2009), "Shareholder Democracy And The SEC's Proxy Rules: In The Boardroom", *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 15, No. 1, pp. 241-258.
56. Carroll, B. A. (1999), "Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct", *Business and Society*, Vol. 38, No. 3, pp. 268-295.
57. Caza, L., Barker, B. A., and Cameron, K. S. (2004), "Ethics and ethos: The buffering and amplifying effects of ethical behavior and virtuousness", *Journal of Business Ethics*, Vol. 52, No. 2, pp. 169-178.
58. Certo C. S. and Certo S. T. (2012), *Modern Management: Concept & skill*, 10th Edition, Pearson Education Inc., Upper Saddle River.
59. Chang, K., and Noorbakhsh, A. (2009), "Does national culture affect international corporate cash holdings?" *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 19, No. 5, pp. 323-342.
60. Chang, S. J. & Daesing, H. (2001), "Corporate Governance in 21<sup>st</sup> century: New Managerial Concepts for Supranational Corporations", *American Business Review*, pp. 32-32 & p.13.
61. Cheeseman, H. R. (1998), *Business Law: The legal, ethical, and international environment*, Prentice-Hall Inc, Upper Saddle River.
62. Chen, K., Chen, Z. and Wei, J. (2009), "Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3, pp. 273-289.
63. Cheng, A., Collins, D. and Huang, H. (2007), "Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital", *CFA Digest*, Vol. 37, No. 1, pp. 3-5.

64. Cheung, W., Fung S. and Chuan, T. (2009), “The impacts of managerial and institutional ownership on firm performance: The role of stock price informativeness and corporate governance”, *Corporate Ownership & Control*, Vol. 6, No. 4, pp.115-127.
65. Chi, L. C. (2009), “Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market”, *Expert Systems with Applications*, Vol. 36, No. 8, pp. 11198-11203.
66. Chih, H. L., Chih, H. H. and Chen, T. Y. (2010), “On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 93, No. 1, pp. 115-135.
67. Clark, G. L., Salo, S. and Hebb, T. (2008), “Social and environmental shareholder activism in the public spotlight: US corporate annual meetings, campaign strategies, and environmental performance”, *Environment & Planning*, Vol. 40, No. 6, pp. 1370-1390.
68. Clark, N. (2009), “Downturn Opens Doors for Some Low-Cost Airlines”, *New York Times*, October 24, p. 2.
69. Cleary, S., Povel, P. and Raith, M. (2007), “The U-shaped investment curve: theory and evidence”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, pp. 1–39.
70. Copley, M. and Craig, P. (2010), “Another hit to active management”, *Wall Street Journal*, March 1.
71. Coffee J. Jr. (2001), “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control”, *Yale Law Journal*, No.1, p. 111.
72. Colvin, G. (2010), “How are most admired companies different? They invest in people and keep them employed -- even in a downturn”, *Fortune* 161, No. 4, p. 82.
73. Conger, J. A., Lawler III E. E. and Finegold, D. L. (1998), “Appraising Boardroom Performance”, *Harvard Business Review*, pp. 136-148.
74. Conger, J. A., Lawler III E. E. and Finegold, D. L. (2001), *Corporate Boards: New Strategies for Adding Value at the top*, Jossey-Bass, San Francisco.
75. *Corporate governance rating & Investor report* (2005), “Deminor Corporate Governance Rating Services”, p. 198.
76. *Corpororate Board* (2007), “Rate of global CEO turnover has plateaued”, 28, 165, July/August, pp.27-28.

77. Cox, P., (2009), "Responsible investment in fund management: It works, but when?", University of Exeter Business School, Devon, October.
78. Coyne, P. C. and Coyne, E. J., Sr. (2007), "Surviving your new CEO", *Harvard Business Review*, pp.62-69.
79. Crane, A. and Matten, D. (2004), *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York.
80. Cremers, M. K. J. and Vinay B. N. (2005), "Governance Mechanism and Equity Prices", *The Journal of Finance*. Vol. LX, No. 6.
81. Cronqvist, H. and Nilsson, M. (2003), "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 4, pp. 695-719.
82. Csikszentmihalyi, M. (2003), *Good business: Leadership, flow, and the making of meaning*, Penguin Books, New York.
83. Czinkota, M. R., Ronkainen A. I. and Moffett H. M. (2005), *International Business*, 7th Edition, South-Western, Mason.
84. Dadhich, A. and Kanika T. B. (2008), "Ethical Leader Behaviour and Leader-Member Exchange as Predictors of Subordinate Behaviour", *The Journal for Decision Makers*, Vol. 33, No. 4, pp. 15-25.
85. Dahlsrud, A. (2008), "How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 15, pp.1-13.
86. Daines, R., Ian G. and Larcker, D. (2009), "Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings?", *Law & Economics Research Paper Series*, No. 360, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Palo Alto.
87. Dash, E. (2009), "Some Wall Street Year-End Bonuses Could Hit Pre-Downturn Highs", *New York Times*, November 5, p. 3.
88. David, F. R. (1989), "How companies define their mission", *Long range planning*, Vol. 22, No. 1, pp. 90-97 and Starkey, K. (1998) "Durkheim and the limits of corporate culture: Whose culture?", *Journal of Management Studies*, Vol. 35, No. 2, pp. 125-136.
89. Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. and Kent, P. (2005), "Internal governance structures and earnings management", *Accounting & Finance*, Vol. 45, No. 2, pp. 241-267.

90. Davis, K. (1960), "Can Business Afford to Ignore its Social Responsibilities?", *California Management Review*, Vol. 2, No. 3, pp. 70-76.
91. Denis, D. and McConnell, J. (2003), "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 1-36.
92. Djordjevic B., Djukic S. (2008), "The impact of downsizing on the Corporate Reputation", Faculty of Economics, University of Nis, Vol. 5, No 1, pp. 51-62.
93. Dolgopiatova, T. (2009), "Corporate Governance in Russian Companies: The Role of Globalization and the Crisis", *Problems of Economic Transition*, Vol. 52, No. 6, pp.76-92.
94. Dotlich, D. L. and Cairo, P. C. (2005), "The unnatural leader. Training and Development", Jossey-Bass Inc., New York.
95. Douglas, W. O. (1934), "Directors Who Do Not Direct", *Harvard Law Review*, Vol. 47, No. 8, pp. 1305-1364.
96. Dow, G. K. (2003), *Governing the Firm*, Cambridge University Press, Cambridge.
97. Drucker, P. F. (2002), *The Effective Executive*, Harper Business Essentials, Harper Collins Publishers Inc., New York.
98. Drucker, P. F. (2006), *The Practice of Management*, Harper Collins Publishers Inc., New York.
99. Duhe, S. C. (2009), "Good management, sound finances, and social responsibility: Two decades of U.S. corporate insider perspectives on reputation and the bottom line", *Public Relations Review*, Vol. 35, No. 1, pp. 77-78.
100. Dyck, A., Volchkova, N. and Zingales, L. (2008), "The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia", *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 3, pp. 1093-1135.
101. Einhorn, B. (2009), "Will Hardship Pay Survive the Downturn?", *BusinessWeek Online*, No. 18.
102. Emerald (2004), "Corporate Governance", *The International Journal of Effective Board Performance*, pp. 5-17.
103. Emmerson, R. (2010), "Public's say on director wages", *Advertiser*, p. 75.
104. Ewing, R. D. (2005), "Chinese Corporate Governance and Prospects for Reform", *Journal of Contemporary China*, Vol. 14, No. 43, pp. 317-338.

105. Fahy, M., Roche J. and Weiner, A. (2005), *Beyond Governance: Creating Corporate Value through Performance, Conformance and Responsibility*, John Wiley & Sons, Ltd., West Sussex.
106. Félix, J. L. and Hoffmann, P. S. (2005), “Earnings management and internal mechanisms of corporate governance: empirical evidence from chilean firms”, *Corporate ownership & control* 3, No. 1, pp. 17-29.
107. Fenwick, T., and Bierema, L. (2008), “Corporate social responsibility: Issues for human resource development professionals”, *International Journal of Training and Development*, Vol. 12, No. 1, pp. 24-35.
108. Fernandez, Z. J. C. (2007), “An introduction to corporate governance: Corporate Governance”, Swiss State Secretariat For Economic Affairs, No. 18, Skopje.
109. Ferns, B., Emelianova, O. and Prakash, S. S. (2008), “In His Own Words: The Effectiveness of CEO as Spokesperson on CSR-Sustainability Issues”, *Corporate Reputation Review*, Vol. 11, No. 2, pp. 116-129.
110. *Finweek* (2008), “Talented CEOs drive corporate reputation”, pp. 13-14.
111. Flatt, S. J. and Kowalczyk, S. J. (2008), “Creating competitive advantage through intangible assets: the direct and indirect effects of corporate culture and reputation”, *Advances in Competitiveness Research*, Vol. 16, No. 1, pp. 13-30.
112. Fombrun, C. and Shanley, M. (1990), “What’s in a name? Reputation building and corporate strategy”, *Academy of Management Journal*, Vol. 33, No. 2, pp. 233-258.
113. Fox, M. B. (1999), “Required disclosure and corporate governance“, *Law & Contemporary Problems*, Vol. 62, No. 3, p. 113.
114. Francis, J. R., Khurana, I. K. and Pereira, R. (2005), “Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World”, *Accounting Review*, Vol. 80, No. 4, pp. 1125-1162.
115. Gaines-Ross, L. (2009), “Where have all the reputation gone?”, *Conference Board Review*, Vol. 46, No. 3, pp. 21-22.
116. Gan, J. (2007), “Collateral, debt capacity, and corporate investment: Evidence from a natural experiment”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, No. 3, pp. 709-734.
117. Garcia, F. H. and Ewing, A. (2008), “Defending corporate reputation from litigation threats”, *Strategy & Leadership*, Vol. 36, No. 3.



118. Gardner, H. (2007), *Responsibility at work: How leading professionals act (or don't act) responsibly*, Jossey-Bass, San Francisco, pp.157-166.
119. Gavazza, A. (2010), "Asset liquidity and financial contracts: Evidence from aircraft leases", *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, No. 1, pp. 62-84.
120. Geppert, J. and Lawrence, J. E. (2008), "Predicting Firm Reputation Through Content Analysis of Shareholders' Letter", *Corporate Reputation Review*, pp. 285-307.
121. Ghani, W. I., Tezel, A., Ragan, J. M. and Stagliano, A. J. (2005), "Disclosure Of EVA Use In Corporate Financial Reports: A Descriptive Analysis", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 21, No. 1, pp. 81-92.
122. Giarmarco, J. H. and Grassi Jr., S. V. (2008), "Practical Succession Planning for the Family-Owned Business", *Journal of Practical Estate Planning*, pp.39-49.
123. Goins, S. and Gruca, T. S. (2008), "Understanding Competitive and Contagion Effects of Layoff Announcements", *Corporate Reputation Review*, Vol. 11, No.1, pp. 12-34.
124. Gordon, J. N. and Roe, M. J. (2004), "Convergence and Persistence in Corporate Governance", Cambridge University Press, Cambridge.
125. Graetz, F. and Smith, A., (2010), "Managing Organisational Change: A Philosophies of Change Approach", *Journal of Change Management*, Taylor & Francis, Vol. 10, No. 2, pp. 135-154.
126. Guay, W. R. (2008), "Discussion of Accounting Discretion, Corporate Governance, and Firm Performance", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 25, No. 2, pp. 407-413.
127. Guedhami, O., and Mishra, D. (2009), "Excess Control, Corporate Governance and Implied Cost of Equity: International Evidence", *Financial Review*, Vol. 44, No. 4, pp. 489-524.
128. Gupta, A. (2008), "Transparency Under Scrutiny: Information Disclosure in Global Environmental Governance", *Global Environmental Politics*, Vol. 8, No. 2, pp. 1-7.
129. Haan, M. A., and Riyanto, Y. (2006), "The effects of takeover threats on shareholders and firm value", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 59, No. 1, pp. 45-68.
130. Hackethal, A., Schmidt, R. H. & Tyrell M. (2005), "Banks and German Corporate Governance: on the way to a capital market based system?", *Corporate Governance An International Review*, Blackwell Publishing Limited, Vol. 13, pp. 397-407.

131. Hagenbaugh, B. (2009), “Women fare better in recession than men”, *USA Today*. January 12.
132. Hannagan, T. (2008), *Management: Concepts & Practices*, 5<sup>th</sup> Edition, Pearson Education Limited, Essex.
133. Hanson, R. C., and Moon H. S. (2006), “Corporate Governance and Asset Sales: The Effect of Internal and External Control Mechanisms”, *Financial Review*, Vol. 41, No. 3, pp. 361-386.
134. Harald, B. (2005), “Change of Governance in Historic Perspective: The German Experience”, *European Corporate Governance Institute*, March, p. 126.
135. Hatcher, T. (2002), *Ethics and HRD: A new approach to leading responsible organizations*, Perseus Books Group, Perseus Publishing, New York.
136. Hawley, J. P., and Williams, A. T. (2005), “Shifting ground: emerging global corporate-governance standards and the rise of fiduciary capitalism”, *Environment & Planning*, Vol. 37, No. 11, pp. 1995-2013.
137. Hendry, K. and Geoffrey C. K. (2004), “The Role of the Board in Firm Strategy: Integrating agency and organisational control perspectives”, *Corporate Governance*, pp. 500-520.
138. Hill, C. W. L. (2009), *International Business: Competing in the global marketplace*, 7<sup>th</sup> Edition, The McGraw-Hill Companies Inc, New York.
139. Hindle, T. (2008), *Guide to Management Ideas and Gurus*, Profile Books Ltd., London.
140. Hitt, A. M., Duane, I. A. and Hoskisson, E. R. (2007), *Strategic Management Competitiveness & Globalization: Concept & Cases*, 7<sup>th</sup> Edition, Thomson South-Western, Thomson Learning Inc., Thomson Higher Education, Mason.
141. Hopkins, M. (2003), *The planetary bargain: Corporate social responsibility matters*, Earthscan Publications Ltd., London.
142. Howard, J. (2006), “Strategies for shareholder value enhancement: by taking an integrated approach to the examination of key underlying variables”, *CMA Management*.
143. Hugh, S. and Rajsewararao, C. (1998), “Corporate Governance and the timeliness of change: Reorientation in 100 american firms”, Quorum Books, Westport, p. 52.

144. Hutton, J. G., Goodman, M. B., Alexander, J. B. and Genest, C. M. (2001), "Reputation Management: The New Face of Corporate Public Relations?", *Public Relations Review*, Vol. 27, No. 3, pp. 247-61.
145. Ian, D. (2010), "Letter to a newly appointed CEO", *McKinsey Quarterly*, pp. 1-10.
146. Ingley, C. and Van der Walt, N. (2002), "Boards Dynamics and the Politics of Appraisal", *Corporate Governance: An International Review* 10, pp. 163-174.
147. Iyengar, R. J., and Zampelli, E. M. (2009), "Self-selection, endogeneity, and the relationship between CEO duality and firm performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 30, No. 10, pp. 1092-1112.
148. Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. J. and López-de-Foronda, O. (2008), "The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16, No. 3, pp. 146-159.
149. Jeffrey, G. N. (2003), "An International Relations Perspective in the Convergence of Corporate governance: German Shareholder Capitalism and the EU, 1990-2000", *Law Working Paper*, p. 6.
150. Jersild, T. N. (2002), "Duties Of Company Directors: The Developing Law In Macedonia", *Review of Central & East European Law*, Vol. 27, No. 1, pp. 53-69.
151. Jesover, F., and Kirkpatrick, G. (2005), "The Revised OECD Principles of Corporate Governance and their Relevance to Non-OECD Countries", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 2, pp. 127-136.
152. Jimena, J. (2009) "How to create value through ethical leadership", *Canadian Mining Journal*, Vol. 130, No. 2, p. 11.
153. Johnson, C., Beiman, I. and Thompson, J. (2007), "Balanced scorecard for state-owned enterprises. Driving performance and corporate governance", Asian Development Bank, p. 77 во (2007), *Deminor Corporate Governance Rating Services*, p. 197.
154. Johnson, S. A., Moorman, T. C. and Sorescu, S. (2009), "A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 11, pp. 4753-4786.
155. Jolly, A. (2002), *The European Business handbook*, Kogan Page Ltd., London.

156. Kang, E. (2008), "Director interlocks and spillover effects of reputational penalties from Financial Reporting Fraud", *Academy of Management Journal*, Vol. 51, No. 3, pp. 537-555.
157. Kaptein, M. (2008), "Ethics programs and ethical culture: A next step in unraveling their multi-faceted relationship", *Journal of Business Ethics*, Vol. 89, pp. 261-281.
158. Kaptein, M. (2011), "Understanding unethical behavior by unraveling ethical culture", *Human Relations*, Vol. 64, No. 6, pp. 843-869.
159. Kearney, B. and Tryfonas, T. (2008), "Security Patterns for Automated Continuous Auditing", *Information Security Journal: A Global Perspective*, Vol. 17, No. 1, pp. 13-25.
160. Kenneth, A. K. and Nofsinger, J. R. (2004), *Corporate Governance*, Prentice Hall, New Jersey.
161. Kharif, O., (2008), "AT&T Layoffs: The Tip of a Telecom Downturn", *BusinessWeek Online*, December 08, p.13.
162. Khurana, I. K., and Raman, K. K. (2006), "Do Investors Care about the Auditor's Economic Dependence on the Client?", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23, No. 4, pp. 977-1016.
163. Khurana, I. K., Pereira, R. and Xiumin, M. (2006), "Firm Growth and Disclosure: An Empirical Analysis", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 2, pp. 357-380.
164. Koegel, J. (2006), "Building Brand Equity on Wall Street Focus of ACB Investor Relations", *Community Banker*, January, p. 38.
165. Korkki, P. (2009), "Displaying Resilience in a Downturn", *New York Times*, September 27, p. 2.
166. Korn and Ferry, "28<sup>th</sup> Annual Board of Directors Study 2001", Study IV, New York.
167. Kotler, P. and Lee, N. (2005), *Corporate Social Responsibility: Doing the most good for your company and your cause*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken.
168. Kouzes, J. M. and Barry Z. P. (2002), *Leadership the challenge*, Jossey-Bass, San Francisco.
169. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, pp. 1113-1155.

170. *La Repubblica Affari & Finanza*, (2013), “Le pagelle” „Рангирање на репутацијата на главните извршни менаџери во Италија“, 4 novembre, p.38.
171. Latha, C. (2009), “Measuring Value Enhancement through Economic Value Added: Evidence from Literature”, *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15, No 9, September 9, pp. 46-62.
172. Lipman, F. D. and Lipman, L. K. (2006), *Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private, and Not-For-Profit Organizations*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.
173. London School Of Public Relations (2013), *Tools of PR and reputation management*, London School Of Public Relations, London.
174. Longenecker, J. G., et al. (2007), *Small Business Management: An Entrepreneurial Emphasis*, South-Western, Mason.
175. Love, E. G., and Kraatz, M. (2005), “How do firms' actions influence corporate reputation? The case of downsizing at large U.S. firms”, *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, New York.
176. Lustenberger, M. (2006), “Value Enhancement Potential through Achievable Corporate Taxes”, University of Zurich, Zurich, August.
177. Lyandres, E. (2007) “Costly external financing, investment timing, and investment–cash flow sensitivity“, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, No. 5, pp. 959-980.
178. Mabe Jr. W. F, (2004), “Globalization and Corporate Governance: The Effect of Capital Mobility on Financial Disclosure Laws in Developed Countries”, *Conference Papers - American Political Science Association*, pp. 1-38.
179. Matusevich, K. (2011), “Leadership and Education: Exploring ethical organizational culture, corporate social responsibility, and other selected predictors of work-related”, Barry University, Miami.
180. McCann, J. and Holt, R. (2009), “Ethical Leadership and Organizations: An Analysis of Leadership in the Manufacturing Industry Based on the Perceived Leadership Integrity Scale”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 87, No. 2, pp. 211-220.
181. McDonald, M. L., Khanna, P. and Westphal, J. D. (2008), “Getting Them To Think Outside The Circle: Corporate Governance, CEOs' External Advice Networks, And Firm Performance”, *Academy of Management Journal*, Vol. 51, No. 3, pp. 453-475.

182. McNamara, C. (2009), *Basic Overview of Role of Chief Executive*, Free Management Library, Authenticity Consulting LLC, 12 February.
183. Meadows, B. et al. (2004), "Taking on a giant", *People*, Vol. 62, No. 2, July 12, p.75.
184. Miller, R. L. and Gaylord A. J. (2004), *Business Law Today: Comprehensive Edition, Text & Cases: E-Commerce, Legal, Ethical, and International Environment*, 6th Edition, Thomson South-Western, Mason.
185. Mishra, C. S., Randøy, T. and Jenssen, J. I. (2001), "The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance", *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 12, No. 3, pp. 235-259.
186. Monks, R. A. G. and Minow, N. (2012), *Corporate Governance*, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex.
187. Murphy, S. K. (2009), "Crisis Communications and Your Corporate Reputation", *Vital Speeches of the Day*, Vol. 75, No. 1, pp. 32-34.
188. Nadler, L., and Nadler, Z. (1989), *Developing human resources*, 3<sup>rd</sup> Edition, Jossey-Bass Inc. Publishers, San Francisco.
189. Nordberg, D. (2008), "The ethics of corporate governance", *Journal of General Management*, Vol. 33, No. 4, pp. 35-52.
190. O'Callaghan, T. (2005), "The Regulatory Power of the Corporate Reputation: Corporations Confront Anti-Corporate Activism in an Era of Globalisation", *Conference Papers - International Studies Association*, pp. 1-49.
191. Obloj, T. and Obloj, K. (2007), "Diminishing Returns From Reputation: Do Followers Have a Competitive Advantage?", *Corporate Reputation review*, Vol. 9, No. 4, pp. 213-224.
192. O'Shea, D. (2003), "ITU Show Still Drawing Vendors Despite Industry Downturn", *Telephony*, Vol. 224, No. 20, p. 22.
193. Overbay, Z. (2003), "Reputational Risk: Managing the Hidden Corporate Asset", *CPCU Society*, Vol. 5, No. 8, August, p.1-5.
194. Pablo de Andres, V. A. and Lopez, F. (2005), *Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness*, Blackwell Publishing Ltd, Vol. 13, No. 2, March, Oxford, pp. 197-210.

195. Parekh, R., Klaassen, A. and Johnson, B. (2008), “For holding companies, downturn will slow already-slow deal-making”, *Advertising Age*, Vol. 79, No. 35, p. 59.
196. Peloza, J. and Papania, L. (2008), “The Missing Link between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Stakeholder Salience and Identification”, *Corporate Reputation Review*, Vol. 11, No. 2, pp. 169-181.
197. Pfau, M. et al. (2008), “The Influence of Corporate Social Responsibility Campaigns on Public Opinion”, *Corporate Reputation Review*, Vol. 11, No. 2, pp. 145-154.
198. Post, J. E., Lawrence, A. T. and Weber, J. (2002), *Business and Society: Corporate Strategy, Public Policy, Ethics*, 10<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Irwin, New York.
199. Prior, D., Surroca, J. and Tribo, J. A. (2008), “Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship Between Earnings Management and Corporate Social Responsibility”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16, No. 3, pp. 160-177.
200. Ramsted, E., Choi, H. W. and Park, S. (2005), “Despite Pressure, Samsung Resists Changing Its Ways”, *Wall Street Journal - Eastern Edition*, March 16, pp.A1-A6.
201. Rexrode, C. (2009), “Critics fight Wachovia settlement: Harris joins shareholders troubled that deal would pay only attorneys and might bar future lawsuits”, *The Charlotte Observer, North Carolina*, August 12.
202. Rhodes, M. and Van Apeldoorn, B. (1998), “Capital unbound? The transformation of European corporate governance”, *Journal of European Public Policy*, Vol. 5, No. 3, pp. 406-427.
203. Richardson, E. J. and Kehoe, J. W. (2012), *Annual Editions: Business Ethics 12/13*, Mc.Graw-Hill/Dushkin, New York.
204. Righi, S. (2014), “Business: È la tedesca Bmw l’azienda con la miglior reputazione in Italia”, *CorriereEconomia*, 5 maggio, p.6.
205. Roe, M. J. (2003), *Book Review of Political Determinants of Corporate Governance: Political context, Corporate Impact*, Oxford University Press, New York.
206. Ross, S. A., Westerfield, R. W. and Jordan, B. D. (2006), *Fundamentals of Corporate Finance*, The McGraw-Hill Companies Inc., New York.
207. Rue, L. W. and Byars, L. L. (1992), *Management: Skills and Application*, 6<sup>th</sup> Edition, Irwin, Burr Ridge.



208. Rui da, S. and Batista, L. (2007), "Boosting government reputation through CRM", *International Journal of Public Sector Management*, Vol. 20, No. 7, pp.588-607.
209. Ryan, T. M. and Jacobs, C. A. (2005), "Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation", John Wiley & Sons Inc., Hoboken.
210. Sanchez, J. L. and Sotorrio, L. (2007), "The Creation of Value Through Corporate Reputation", *Journal of Business Ethics*, Vol. 76, No. 3, pp. 335-346.
211. Sapovadia, V. K. (2003), *Good Corporate Governance: An Instrument for Wealth Maximisation*, MBA Department of Saurashtra University Conference, Rajkot.
212. Schermerhorn, J. R. (2008), *Management*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.
213. Scholte, J. A. (2000), "Globalization: A critical introduction" St. Martin's Press. in Crane, A. and Matten, D. (Ed.) 2004, *Business Ethics: A European perspective*, Oxford University Press Inc., New York.
214. Senate Communication Counsel & TNS (2007), "Reputation risk on the increase: National Survey", *Managing Reputation in New Zealand: An investigation into perceptions of reputation and risk management*, TNS Global, Parnell.
215. Sethi, P. S. (2008) "Globalization and Corporate Reputation", *Corporate Reputation Review*, Vol. 11, No. 2, p. 115.
216. Shaw, W. H. (2008), *Business Ethics*, Wadsworth Cengage Learning, Boston.
217. Shih-Ping, J. (2008), "Effects of corporate reputations, relationships and competing suppliers' marketing programmes on customers' cross-buying intentions", *Service Industries Journal*, Vol. 28, No.1, pp. 15-26.
218. Shleifer A. and Vishny W. R. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, Vol. 94, No. 3, Part 1, pp. 461-488.
219. Silva, P. and Tosi, H. L. (2004), "Determinants of the anonymity of the CEO evaluation process", *Journal of Managerial Issues*, Vol. XVI, No.1, Spring, pp. 91-95.
220. Smith, B. (2009), "The Buck Starts Here", *Inside Counsel*, Vol. 20, No. 213, p. 8.
221. Soederberg, S. (2007), "Corporate Governance and Shareholder Fetishism? US Public Pension Plans and the Limits to Activism", *Conference Papers - International Studies Association*, Vol. 1.

222. Solomon, D. and Bryan-Low, C. (2004), “Companies Complain About Cost Of Corporate-Governance Rules”, *Wall Street Journal – Eastern Edition*, pp. A1-A4, February 10.
223. Solomon, J. and Solomon, A. (2004), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex.
224. *Spencer Stuart Index* (2009), Spencer Stuart, Chicago, pp. 19-35.
225. Statman, M. (1987), “How many stocks make a diversified portfolio?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 353-363 and Flood, C. “Weighing the benefits of concentration and diversification”, *Financial Times*, April 18, 2010.
226. Steger, U. (2004), *Mastering Global Corporate Governance*, John-Wiley & Sons Ltd., West Sussex.
227. Strine, L. Jr. (2007), “Toward common sense and common ground? Reflections on the shared interests of managers and labor in a more rational system of corporate governance”, University of Iowa, Faculty Scholarship *Journal of Corporation Law*, Vol. 179, pp.17-18.
228. Sue, C. (2007), “The 18 Immutable Laws of Corporate Reputation”, *Personnel Today*, p. 38.
229. The Blackwell Encyclopedia of Management (2005), in Werhane P. H. and Freeman, E. R. (Ed.), *Business Ethics*, Blackwell Publishing, Malden, p. 202.
230. Tonello, M. (2005), “Family-Controlled Corporations: Defining Corporate Governance Best Practices to Add Firm Value”, *The Conference Board: Executive action series*, No.161, pp. 1-8.
231. Trevino, K. L. and Nelson, K. A. (2011), *Managing Business Ethics: Straight Talk About How To Do It Right*, 5<sup>th</sup> Edition, Wiley & Sons Inc., Hoboken.
232. Trevino, L. K., Butterfield, K.D. and McCabe, D.L. (1998), “The ethical context in organizations: Influences on employee attitudes and behaviors”, *Business Ethics Quarterly*, Vol. 8, No. 3, pp. 447-476.
233. Tsamenyi, M., Enninful-Adu E., and Onumah, J. (2007), “Disclosure and corporate governance in developing countries: evidence from Ghana”, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22, No. 3, pp. 319-334.

234. Turker, D. (2009), "Measuring corporate social responsibility: A scale development study", *Journal of Business Ethics*, Vol. 85, p. 411.
235. Tyler, W., Deephouse, D. L. and McNamara, G. (2007), "Substantive and Evaluative Media Reputations Among and Within Cognitive Strategic Groups", *Corporate Reputation Review*, Vol. 9, No. 4, pp. 225-242.
236. Velasquez, M. G. (2014), *Business Ethics: Concept and Cases*, 7<sup>th</sup> Edition, Pearson Education Limited, Essex.
237. Vidaver-Cohen, D. (2007), "Reputation Beyond the Rankings: A Conceptual Framework for Business School Research", *Corporate Reputation Review*, Vol. 10, No. 4, pp. 278-304.
238. Villalonga, B. and Amit, R. (2006) "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, pp. 385-417.
239. Vo, T. (2008), "Rating Management Behavior and Ethics: A Proposal to Upgrade the Corporate Governance Rating Criteria", *Journal of Corporation Law*, Vol. 34, No. 1, pp. 1-41.
240. Wadhwa, V. (2008), "Startups: The Upside of a Downturn", *BusinessWeek Online*, 10 November, p. 23.
241. Walid, B. A. and André P. (2006) "Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, No. 3/4, pp. 517-543.
242. Wang, A. (2008), "Dimensions of Corporate Social Responsibility and Advertising Practice", *Corporate Reputation Review*, Vol. 11, No. 2, pp. 155-158.
243. Wearing, R. (2005), *Cases in Corporate Governance*, SAGE Publications, London.
244. Weiss, W. J. (2006), *Business ethics: A Stakeholder and Issues Management Approach*, 4<sup>th</sup> Edition, Thomson Higher Education, Mason.
245. Wen, Q. and Leung P. (2006), "Cultural impact on Chinese corporate disclosure? A corporate governance perspective", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 21, No. 3. pp. 241-264.
246. Werther Jr., B. W. and Chandler, D. B. (2011), *Strategic Corporate Social Responsibility: Stakeholders in a Global Environment*, 2<sup>nd</sup> Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks.

247. White, I. G., Ashinapul, C. S. and Fried, D. (2003), *The Analysis and Use of Financial Statements*, 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons Inc., New York.
248. Wiest, J. L. (2007), “An Effective Compliance and Ethics Program Is an Ethical Compliance Program”, *CPCU eJournal*, Vol. 60, No. 6, pp. 1-17.
249. Williams, J. R., Schnake, E. M. and Fredenberger, W. (2005), “The Impact of Corporate Strategy on a Firm’s Reputation”, *Corporate Reputation Review*, Henry Stewart Publications, Vol. 9, No. 3, pp. 187-197.
250. Winn, M. I, McDonald, P. and Zietsma, C. (2008), “Managing Industry Reputation: The Dynamic Tension Between Collective And Competitive Reputation Management Strategies”, *Corporate Reputation Review*, Vol. 11, No. 1, pp. 35-55.
251. Wong, S. (2010) “Why stewardship is proving elusive for institutional investors”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, July/August, pp. 406-411.
252. Wong, S. (2010),”How institutional investors should step up as owners”, *McKinsey Review*, p.1.
253. Yeh, Y., Lee, T. and Woidtke, T. (2001), “Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan”, *International Review of Finance*, Vol. 2, No. 1/2, p. 21.
254. Zafirau, S. (2008), “Reputation Work in Selling Film and Television: Life in the Hollywood Talent Industry”, *Qualitative Sociology*, Vol. 31, No. 2, pp. 99-127.
255. Zajac J. E. (1990), “CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis”, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, No.3, p. 219.
256. Zikmund, W. G. (2003), *Business Research Methods*, 7<sup>th</sup> Edition, Thomson South-Western, Mason.
257. Zyglidopoulos, S. C. (2005), “The Impact of Downsizing on Corporate Reputation“, *British Journal of Management*, Vol. 16, No. 3, pp. 253-259
258. Zyglidopoulos, S. C. (2004), “The Impact of Downsizing on the Corporate Reputation for Social Performance”, *Journal of Public Affairs*, Vol. 4, No. 1, pp. 11-25.
259. Клаиќ, Б. (1983), *Рјечник страних ријечи*, Накладни завод Матице Хрватске, Загреб.
260. Народна Банка на Република Македонија (2007), “Notes on methodology for the monetary sector tables“, Chapter V, p. 28.

261. Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва, (2007), IFC, Скопје.
262. Член 378-381 (2004), Закон за трговските друштва, Скопје.
263. Шуклев, Б. (2011), *Корпоративно управување*, Економски факултет-Скопје, Скопје.
264. Шуклев, Б. (2013), *Менаџмент*, 8е, Економски факултет - Скопје, Скопје.

Листа за користени извори од веб страницата:

1. *Combined Code* (2003), <[http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)> (accessed March 22 2014)
2. *Corporate Reputation Watch Survey* (2003), “Hill & Knowlton and Korn/Ferry International”, p.6, <[www.corporatereputationwarch.com](http://www.corporatereputationwarch.com)> (accessed 01 February 2014).
3. <<http://qz.com/128669/nokias-outgoing-ceo-has-a-great-excuse-for-not-returning-his-e19-million-bonus/>> (accessed 01 November 2013)
4. [http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p400e\\_130129\\_Results\\_of\\_the\\_Swiss\\_Say\\_on\\_Pay\\_Votes\\_.pdf](http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p400e_130129_Results_of_the_Swiss_Say_on_Pay_Votes_.pdf) (accessed 20 September 2013)
5. Link group Research, <[http://www.link-elearning.com/lekcija-Dru%C5%A1tvena-odgovornost-i-menad%C5%BEerska-etika\\_4233](http://www.link-elearning.com/lekcija-Dru%C5%A1tvena-odgovornost-i-menad%C5%BEerska-etika_4233)> (accessed 15 October 2013)
6. <[http://www.businessweek.com/smallbiz/content/nov2008/sb2008117\\_695019.htm](http://www.businessweek.com/smallbiz/content/nov2008/sb2008117_695019.htm)>(accessed 22 March 2010)
7. *Deminor Corporate Governance Rating Services* (2008), <<http://www.deminor.com>>, 05 December, (accessed 14 January 2009)
8. *Fortune*, (2009), <<http://www.fortune.com>>, 23 January (accessed 10 April 2010).
9. *Corporate Governance Network* (2008), <<http://www.corpgov.net>>, 05 December (accessed 13 August 2013)
10. McFarland, J. (2010), “Canada’s pension funds: Stronger returns, at a cost”, *Globe and Mail Inc.*, <<https://secure.globeadvisor.com/servlet/ArticleNews/story/gam/20100405/RPENSION05ART1936>> , 05 April (accessed 11 November 2011)
11. Noked, N. (2012), “Hedge Fund Activism in Technology and Life Science Companies”, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*,

- <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/04/17/hedge-fund-activism-in-technology-and-life-science-companies/>> (accessed 14 August 2013)
12. Righist, (2013), “Credito & Bilanci Che sofferenze: 100 milioni al giorno”, *Corriere economia*, (Economiafc\_nazionale\_web (2013\_09\_16)\_pagina 5.pdf (secured)), 15 Settembre, pp. 5-7 (accessed September 16, 2013)
13. Rovnick, N. (2013), “The World’s Oldest Bank admits dodgy derivatives trades, fleeing depositors and a mysterious death caused reputational damage”, <<http://qz.com/69214/the-worlds-oldest-bank-admits-dodgy-derivatives-trades-fleeing-depositors-and-a-mysterious-death-caused-reputational-damage/>> 31 March (accessed 1 November 2013)
14. Mallin, C. A., (2004), “Corporate Governance”, *The Office for National Statistics*, p.4, <<http://www.statistics.gov.uk/statbase/tsdtables1.asp?vlink=srs>>, Oxford University Press, New York, p.63 (accessed April 21, 2010).
15. UBS, <[http://www.ubs.com/ch/it.html?campid=sem--ch-ita-google-branding\\_sen\\_dt\\_ch\\_ita\\_brandterms\\_b-brand\\_terms+italian-ubs\\_svizzera-broad](http://www.ubs.com/ch/it.html?campid=sem--ch-ita-google-branding_sen_dt_ch_ita_brandterms_b-brand_terms+italian-ubs_svizzera-broad)> (accessed 14 September 2013)
16. <[www.senatecommunications.co.nz](http://www.senatecommunications.co.nz)>(accessed 06 March 2013)

## ПРИЛОГ

### Потврда за извршена лектура

### ПОТВРДА

Јас, Весна Костовска, овластен лектор по македонски јазик, потврдувам дека е извршена лектура на докторскиот труд под наслов „Вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација“, изработен од страна на Маја Павловиќ.

Лектурата е извршена врз основа на договор склучен помеѓу мене, Весна Костовска, како вршител на делото, и Маја Павловиќ, како нарачател на делото.

Скопје, 2013

Овластено лице





### **Потврда за извршена лектура**

### **ПОТВРДА**

Јас, Весна Костовска, овластен лектор по македонски јазик, потврдувам дека е извршена лектура на докторскиот труд под наслов „Вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација“, изработен од страна на м-р Маја Павловиќ.

Лектурата е извршена врз основа на договор склучен помеѓу мене, Весна Костовска, како вршител на делото, и м-р Маја Павловиќ, како нарачател на делото.

Скопје, 2015





РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА  
МИНИСТЕРСТВО ЗА КУЛТУРА  
Комисија за полагање испит за лектор

Број 27-219/4  
26.06.2009 година  
С к о п ј е

Ев. книга бр. 03-323/1  
Страница бр. 98

Врз основа на член 7, став 2 од Законот за употребата на  
македонскиот јазик („Службен весник на РМ“, бр. 5/98),  
Комисијата за полагање испит за лектор издава

# УВЕРЕНИЕ

за положен испит за лектор

на Весна Симон Костовска  
роден-а на 03.09.1984 г. во Охрид  
Р. Македонија на ден 26.05.2009 година

пред Комисијата за полагање испит за лектор, при Министерството  
за култура на Република Македонија, го положи испитот за лектор.  
Ова уверение е ослободено од плаќање административни такси  
согласно член 18, став 1, точка 29 од Законот за административните  
такси („Службен весник на РМ“, бр. 17/93, 20/96 и 7/98).

Претседател на  
испитната комисија,

*Т. Вонески*

Јас, **НОТАР, БИЛЈАНА ПЕЦОВСКА**  
за подрачјето на основните судови на градот Скопје,  
потврдувам дека е ова препис на изворната исправа-на  
оверениот препис

Уверение Бр.27-219/4 од 26.06.2009 год.

Напишан е на рака ( со молив, со хемиско пенкало, со  
мастило), со машина за пишување, со други механички  
или хемиски средства (фотокопије и слично), кој има 1  
страници.

Изворната исправа по мое сознание - по тврдењето на  
странката се наоѓа /

ја донесе со себе, побара препис Весна Костовска  
ул.галичица бр.47/2-1, Охрид

Нотарската такса по заверка тарифен број од 10 од  
Законот за СТ.

во износ од 25 денари наплатена и поништена на  
примерокот кој останува за архивирање.

Ослободено од плаќање на нотарски такси по тарифен  
број / од Законот / .

Нотарската награда е пресметана во износ од 100  
денари, и трошоци / денари.

Број: УЗП 4554/13

Во Скопје, 30.12.2013 година



## Изјава

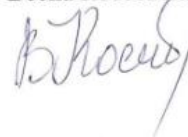
Јас, Весна Костовска, со ЕМБГ: 0309984435011 и адреса на живеење: ул. „Галичица“ бр. 47/2-1 Охрид, како овластен лектор со уверение за положен испит за лектор издадено на ден 26.6.2009 година од страна на Министерството за култура на Р. Македонија, изјавувам дека извршив лектура и коректура на докторската дисертација со наслов „Вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација“ на Маја Павловиќ од Економски факултет – Скопје при Универзитетот „Св. Кирил и Методиј“ во Скопје.

Датум и место:

18.2.2015 г.

Лектор:

Весна Костовска




Јас, НОТАР Јасмина Радончиќ Скопје  
За подрачјето на основните судови на градот Скопје  
бул.Крсте Мисирков бр.3

Потврдувам дека: Весна Костовска од Охрид, ул.Галичица бр.47/2-1  
Во мое присуство-споорачно го потпиша писменото-стави свој ракознак (десен показалец) на него-го призна потпишок за свој.  
Идентитетот на учесникот го утврдив самиот врз основа на лична карта А1792594 издадена од МВР Охрид.  
Потпишокот ракознакот на писменото е втиснат.  
Согласно член 63 став 4 од Законот за нотарјатот, учесниците се известени дека нотарот не е одговорен за содржината на писменото ниту е должен да испитува дали учесниците се овластени за таа правна работа.  
Нотарската такса за заверка по тарифен број од член 102 од Законот за судски такси 50,00 денари наплатена поинштена на примерокот кој остава за архивирање.  
Ослободено од плаќање на нотарски такси, вр основа на член 1. од Законот 1.1.  
Нотарската награда е пресметана во износ 100,00 денари и трошоци/ден.

Број : УЗП 1.235/15  
Во Скопје 18.02.2015 година

Нотар  
Јасмина Радончиќ  
ЈАСМИНА РАДОНЧИЌ  
СКОПЈЕ





### Изјава

Јас, Маја Павловиќ, со ЕМБГ: 0405977455111 и адреса на живеење: ул. „Жванска“ бр. 1, во Скопје, како докторант на Економскиот Факултет-Скопје, во состав на Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ во Скопје, изјавувам дека поднесената докторска дисертација под наслов „**Вредноста на корпоративното управување и заканата за корпоративната репутација**“ претставува мој самостоен труд и истиот претставува резултат на самостојна научна работа спроведена во текот на истражувањето. Согласно сум да ги сносам сите обврски и одговорности, кои произлегуваат од неовластено користење на туѓ текст или плагијаторство во согласност со важечките законски и подзаконски акти кои ги регулираат авторските и сродни права.

Датум и место:

18.2.2015 г. Скопје

Давател на изјава:

Маја Павловиќ

*м-р Маја Павловиќ, М.С.*