



Универзитет „Св.Кирил и Методиј“ во Скопје
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ – СКОПЈЕ



Кандидат:

м-р Анита Блажевска

**ЕФЕКТИВНОСТА НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ ВО РЕПУБЛИКА
МАКЕДОНИЈА**

(докторска дисертација)

Ментор:

проф. д-р Бобек Шуклев

Скопје, април 2016 година

На синот Филип

и ќерката Ева

ЧЛЕНОВИ НА КОМИСИЈАТА:

1. проф. д-р Бобек Шуклев, Економски факултет – Скопје

2. проф. д-р Љубомир Дракулевски, Економски факултет – Скопје

3. _____

4. _____

5. _____

Апстракт

Ефективноста на корпоративното управување е еден од најзначајните аспекти на корпоративното управување. Особено по појавата на голем број корпоративни скандали, ефективноста на корпоративното управување добива посебно значење. Ефективноста во голема мера зависи од прашањата како што се организацијата на одборите, нивниот состав, формирањето комисији, ефикасноста на состаноците на одборот на директори, улогата на претседателот на одборот и раздвојувањето на улогата на претседателот на одборот од улогата на главниот извршен директор. Ефикасното функционирање на одборот на директори подразбира структурирање на одборот според регулаторните барања, но истовремено и постоење култура и предизвици во одборот на директори, континуирано оценување на одборот на директори, а особено оценување на главниот извршен директор, кое претставува клучно прашање во системот на оценување. Современото корпоративно управување се занимава и со конфликтот на интереси меѓу различните групи стејкхолдери, како што се сопствениците, вработените, менаџерите и други. Со интернационализацијата на прекуграничните портфолија и со финансиските кризи кои се случија во многу делови од светот, можеби не изненадува фактот што институционалните инвеститори многу повнимателно гледаат на корпоративното управување на компаниите. За да се добие комплетна претстава за ефективноста на корпоративното управување во Република Македонија, спроведено е емпириско истражување во 50 големи акционерски друштва.

Клучни зборови: корпоративно управување, ефективност на корпоративно управување, ефикасност на одбор на директори, претседател на одбор на директори, главен извршен директор, оценување, одговорност, компетентност, институционални инвеститори.

Abstract

The effectiveness of the corporate governance is one of the most important aspects thereof. The corporate governance gains special significance particularly after the occurrence of a large number of corporate scandals. The effectiveness largely depends on the issues such as the organisation of the boards, their composition, the establishment of commissions, the efficiency of the meetings of the board of directors, the role of the president of the board and the separation of the role of the president of the board from the role of the chief executive officer. The efficient functioning of the board of directors implies structuring of the board in accordance with the regulatory requirements, but also at the same time it implies existence of culture and challenges in the board of directors, continuous evaluation of the board of directors, and especially evaluation of the chief executive officer which is a key issue in the evaluation system. The modern corporate governance also deals with conflict of interest between different groups of stakeholders, such as the owners, the employees, the managers, etc. As a result of the internationalisation of the cross-border portfolios and the financial crisis that affected many parts of the world, perhaps it is not surprising that many institutional investors are more carefully scrutinizing the corporate governance of the companies. In order to get a complete perception about the effectiveness of the corporate governance in the Republic of Macedonia, an empirical survey was conducted in 50 large joint stock companies.

Key words: corporate governance, effectiveness of corporate governance, efficiency of board of directors, president of the board of director, chief executive officer, evaluation, responsibility, competency, institutional investors.

СОДРЖИНА

Вовед

1. Актуелност на проблематиката на истражувањето.....	10
2. Предмет и цел на истражувањето.....	10
3. План на презентирање на материјата.....	11
4. Методологија на истражувањето.....	13

ГЛАВА 1: СОВРЕМЕНИ КОНЦЕПЦИИ НА КОРПОРАТИВНОТО

УПРАВУВАЊЕ

1. Карактерот на корпоративното управување.....	14
2. Теории на корпоративното управување.....	16
2.1. Теорија на застапување.....	17
2.2. Теорија на трансакциски трошоци.....	21
2.3. Теорија на стејкхолдери.....	22
3. Принципи на корпоративно управување.....	24
3.1. Карактерот на принципите на корпоративното управување.....	25
3.2. Принципи на ОЕЦД за корпоративно управување.....	25
3.3. Принципи на ASX за корпоративно управување.....	27
3.4. Принципите на корпоративно управување и конфликтот на интереси.....	29
4. Модели на корпоративното управување.....	30
4.1. Англоамерикански модел.....	31
4.2. Континентален модел.....	33

ГЛАВА 2: ОЦЕНКА НА ЕФИКАСНОСТА НА ОДБОРОТ НА ДИРЕКТОРИ

1. Потреба од ефикасност во одборот на директори.....	37
2. Зголемување на квалитетот на директорите.....	40
3. Перформансите на директорите во одборот на директори.....	43
4. Критериуми за оценување на резултатите на одборот.....	46

5. Оценување на перформансите на главниот извршен директор.....	48
6. Ефикасност на состаноците на одборот.....	53
7. Одредување на составот на одборот на директори.....	56
8. „Enron“ и ефективноста на корпоративното управување.....	62

ГЛАВА 3: НЕУСПЕХОТ И РЕФОРМИТЕ НА КОРПОРАТИВНОТО

УПРАВУВАЊЕ

1. Дифузија на одговорноста во корпоративното управување.....	65
2. Конфликтот на интереси во корпоративното управување.....	66
3. Прикриени конфликти во корпоративното управување.....	74
4. Критики на одборот на директори.....	76
5. Злоупотреби во корпоративното управување.....	78
5.1. Злоупотреба на односите помеѓу групите во корпоративното управување.....	78
5.2. Корпоративното управување во поврзаните компании.....	79
6. Влијаните на кодексот „Sarbanes-Oxley“ врз иднината на корпоративното управување.....	84
7. Утврдување на ризикот во корпоративното управување.....	86

ГЛАВА 4: УЛОГАТА НА ОДБОРОТ НА ДИРЕКТОРИ ВО КОРПОРАТИВНОТО

УПРАВУВАЊЕ

1. Определување на улогите на одборот на директори и на менаџментот.....	91
1.1. Кодекс на корпоративно управување.....	92
1.2. Дефинирање на политиката на корпоративно управување.....	94
2. Одговорности на директорите во одборот на директори.....	95
2.1. Лојалност на директорите во одборот на директори.....	95
2.2. Избегнување на несообразно дејствување на директорите во одборот на директори.....	96
2.3. Права и обврски на акционерите.....	100
3. Улогите на главниот извршен директор и на претседателот на одборот на директори.....	103

4. Предизвици на одборот на директори.....	107
5. Културата во одборот на директори.....	108
6. Компетентност на директорите во одборот на директори.....	111

ГЛАВА 5: ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ И КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

1. Улогата на институционалните инвеститори во корпоративното управување.....	116
2. Цели на инвеститорите во корпоративното управување.....	118
3. Влијанието на институционалните инвеститори врз корпоративното управување.....	120
4. Политики на институционалните инвеститори во корпоративното управување.....	125
5. Активности на институционалните акционери.....	127
6. Способноста на институционалните акционери и учеството во корпоративното управување.....	130

ГЛАВА 6: СОВРЕМЕНИ АСПЕКТИ НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

1. Корпоративното управување во јавните компании.....	133
1.1. Модели на корпоративно управување во котираните компании.....	133
1.2. Видови одбори на директори во котираните компании.....	136
1.3. Предизвици на корпоративно управување во котираните компании.....	140
2. Корпоративното управување во непрофитните организации.....	141
3. Корпоративното управување во средните и мали компании.....	148
4. Корпоративното управување во семејни бизниси.....	153

ГЛАВА 7: КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Вовед.....	165
2. Теоретски осврт на корпоративното управување во Република Македонија....	170

2.1. Карактеристики на корпоративното управување во Република Македонија	170
2.2. Модели на организацијана корпоративното управување во македонските акционерски друштва.....	178
3. Методологија на истражувањето.....	181
4. Анализа на корпоративното управување во акционерските друштва во Република Македонија.....	183
4.1. Дескриптивна статистика.....	183
4.2. Параметарска статистичка анализа на разликите помеѓу трговските друштва во однос на избрани карактеристики.....	205
5. Заклучоци од емпириското истражување.....	210
ЗАКЛУЧОК	214
РЕФЕРЕНЦИ	219
ПРИЛОГ	236

1. Актуелност на проблематиката на истражувањето

Корпоративното управување претставува збир од процеси, политики, закони и институции што влијаат врз начинот на кој се управувани, администрирани и контролирани компаниите. Корпоративното управување исто така претставува систем на структурирање, операционализирање и контролирање на компанијата со цел постигнување на долгорочните стратески цели заради задоволување на потребите на акционерите, кредиторите, вработените, потрошувачите, добавувачите, како и сообразност со законските прописи и воедно пресретнување на потребите на општеството и на опкружувањето.

Корпоративното управување било предмет на многу значајни дебати во САД, особено кон крајот на 20 век. Со цел да се задоволат потребите на стејкхолдерите биле направени силни напори за реформа во корпоративното управување. Истовремено, со истражување на различни аспекти на функционирањето на одборот на директори е анализирана можноста за зголемување на ефективноста на корпоративното управување.

Проблематиката на ефективноста на корпоративно управување е истражувана најмногу во САД и во земјите на Европската унија. Во Република Македонија ефективноста на корпоративното управување е во мала мера истражувана. Ова претставува самостојно истражување во кое се анализираат македонските трговски друштва и ефективноста на корпоративното управување во нив.

2. Предмет и цел на истражувањето

Предмет на истражувањето на докторскиот труд се ефективноста на корпоративното управување во меѓународните компании и во трговските друштва во Република Македонија и нејзиното унапредување.

Целта на истражувањето се однесува на оценувањето на влијанието на ефикасноста на одборот на директори, улогата на реформите во корпоративното управување, како и на улогата на институционалните инвеститори врз унапредувањето на корпоративното управување. Целта на истражувањето е остварена со следниве задачи:

- идентификување услови за ефикасност на одборот на директори;

- согледување на ефектите од ефикасноста на одборот на директори врз унапредувањето на управувањето во компаниите;
- согледување на правната рамка за постоење ефективност во корпоративното управување;
- истакнување на актуелноста на ефективноста на корпоративното управување на глобално ниво и во Република Македонија.

3. План на презентирање на материјата

Материјата на докторската дисертација на темата ефективност на корпоративното управување во Република Македонија е систематизирана во вовед, седум глави, заклучок, референци и прилог.

Во **воведот** на докторскиот труд е елаборирана актуелноста на проблематиката, односно причината за интересот за обработка на таа тема, по што се дефинирани предметот и целта на истражувањето, претставени се и планот за презентирање на материјата, како и методите што беа користени при истражувањето.

Во **првата глава** на докторскиот труд со наслов **Современи концепции на корпоративното управување** се опфатени теоретските аспекти на корпоративното управување и притоа е даден осврт на различните теории на корпоративното управување. Истражувањето во оваа глава беше фокусирано и на принципите на корпоративно управување и на нивното влијание врз ефективноста на корпоративното управување. На крајот од оваа глава се анализирани моделите на корпоративно управување како англоамериканскиот и континенталниот модел со посебен осврт на сличностите и на разликите кои постојат помеѓу нив.

Оценка на ефикасноста на одборот на директори е насловот на **втората глава** во докторската дисертација. Истражувањето е фокусирано на потребата од ефикасноста на одборот на директори во корпоративното управување со посебен осврт на влијанието и на улогата на ефикасноста на одборот на директори. При тоа е даден посебен осврт на перформансите на директорите во одборот на директори, оценувањето на директорите во одборот на директори, одредувањето на составот на одборот на директори и на ефикасноста на состаноците на одборот. На крајот на оваа глава е даден посебен осврт на случајот „Enron“ и на неговото влијание врз ефективноста на корпоративното управување.

Во *третата глава* од докторската дисертација со наслов *Неуспехот и реформите во корпоративното управување* се анализирани дифузијата на одговорноста, конфликтот на интереси што постои во корпоративното управување, критиките на одборот на директори, како и злоупотребите во корпоративното управување. На крајот на оваа глава е ставен посебен акцент на утврдување на ризикот во корпоративното управување и на влијанието на кодексот „Sarbanes-Oxley“ врз иднината на корпоративното управување.

Улогата на одборот на директори во корпоративното управување е насловот на *четвртата глава* во докторската дисертација. Истражувањето се однесува на кодексот на корпоративното управување, политиката на корпоративното управување, одговорностите на директорите во одборот. Исто така е даден посебен осврт на улогите на главниот извршен директор и на претседателот на одборот на директори, како и на предизвиците со кои се соочува одборот на директори. На крајот од главата посебно се истражувани културата на одборот на директори и компетентноста што треба да ја поседуваат директорите.

Во *петтата глава* од докторската дисертација со наслов *Институционалните инвеститори и корпоративното управување* е анализирана улогата што ја имаат институционалните инвеститори во корпоративното управување. Потоа се разгледани и целите на институционалните инвеститори, како и нивното влијание врз корпоративното управување. Анализирани се и политиките на институционалните инвеститори и нивните активности. На крајот на главата е даден посебен осврт на способноста на институционалните акционери и на нивното учество во корпоративното управување.

Современи аспекти на корпоративното управување е насловот на *шестата глава* од докторската дисертација. Истражувањето во оваа глава е фокусирано на корпоративното управување во јавните компании, непрофитните организации и во средните и малите компании. На крајот од главата акцент е ставен на корпоративното управување во семејните бизниси.

Во *седмата глава* од докторската дисертација со наслов *Корпоративното управување во Република Македонија* е спроведено емпириско истражување во трговските друштва во Република Македонија. Анализирани е правната рамка за корпоративно управување во Република Македонија, анализирани се добиените податоци од истражувањето спроведено за ефективноста на корпоративното

управување во трговските друштва и утврдени се факторите што влијаат врз ефективноста на корпоративното управување во Република Македонија. Исто така, утврдени се и бариерите за ефективно корпоративно управување во Република Македонија.

На крајот на трудот е презентираан и **заклучок** во кој се сублимираат резултатите од истражувањето за ефективноста на корпоративното управување на глобално ниво и во Република Македонија.

Интегрален дел претставуваат и **референциите**, кои се употребени при изработката на оваа докторска дисертација. Референциите ги составуваат библиографски единици на книги и статии од домашни и странски извори. Од нив 164 се објавени по 2000 година а 44 пред почетокот на 21 век. Исто така, референциите се проширени со извори од Интернет.

На крајот, во **прилогот** на докторскиот труд е приложен список на анкетирани трговски друштва, анкетен прашалник, изјава за плагијат, изјава на лекторот дека е текстот лекториран и копија од уверението за положен лекторски испит заверена на нотар.

4. Методологија на истражувањето

За разработка на темата на докторскиот труд се вршеше прибирање, систематизирање и анализирање на расположливи податоци, со употреба на логички оправдан и научно фундиран пристап.

Употребени се следните научни методи:

- **аналитички метод**, кој е застапен низ целиот труд и кој беше користен при анализата на податоците и на сознанијата за предметната материја;
- **дескриптивниот метод**, кој е застапен во објаснувањето и во опишувањето на истражувањето во сите негови сегменти;
- **параметарски статистички методи**, кои се застапени во некои делови каде што со помош на овие методи беа анализирани актуелните состојби и беа донесени заклучоци од направените компарации или наведените податоци;

ГЛАВА 1 СОВРЕМЕНИ КОНЦЕПЦИИ НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

1. Карактерот на корпоративното управување

Управувањето го докажува своето постоење од моментот кога луѓето започнале да се организираат заради остварување заеднички цели. Институциите на управувањето обезбедуваат соодветна рамка во која се одвива социјалниот и економскиот живот на заедниците. Владата и други регулаторни агенции обезбедуваат платформа со законодавството, а од друга страна, пак, одборот на директори, акционерите, финансиските институции, ревизорите, сметководителите и вработените на компанијата имаат своја улога во корпоративното управување. Сепак, во пресрет на промените во економијата, нивните традиционални улоги треба добро да се приспособат.

Автентичноста на корпорацијата како форма на бизнис и причината за нејзиниот исклучителен подем во текот на последните три века беа и остануваат нејзиниот капацитет да го комбинира капиталот и на тој начин и економската моќ на неограничен број луѓе (Ваќан, 2008, р.8). Според најсеопфатните дефиниции за корпоративно управување, компаниите се одговорни пред целото општество, идните генерации и природниот свет. Корпоративното управување е дефинирано како систем на одвојување на овластувањата, подеднакво за оние што се внатре и надвор од компаниите, што обезбедува компаниите да ја спроведуваат својата одговорност кон сите стејкхолдери и да дејствуваат на еден општествено одговорен начин во сите области на нивната деловна активност.

ОЕЦД обезбедува функционална дефиниција на корпоративното управување (OECD, 1999): „Корпоративното управување е систем со кој се водат и се контролираат деловните корпорации. Структурата на корпоративното управување ја определува распределбата на правата и одговорностите помеѓу различните учесници на корпорацијата, како на пример оние на одборот, менаџерите, акционерите и останатите стејкхолдери и детално ги опишува правилата и процедурите на донесување на корпоративните одлуки. На тој начин, таа ги обезбедува и структурата со која се поставуваат целите на компанијата, средствата со чија помош се остваруваат тие цели и начинот на следење на перформансите.“

Значењето на корпоративното управување за стабилноста и за правичноста на едно општество е опфатено во една поширока дефиниција дадена од Кадбури (Cadbury, 2004): „Корпоративното управување се занимава со одржување баланс помеѓу економските и социјалните, како и помеѓу индивидуалните и заедничките цели. Корпоративната рамка е таа која треба да обезбеди ефикасна употреба на ресурсите во согласност со бараната одговорност на раководството. Целта е да се пресретнат колку што е можно поблиску интересите на поединците, корпорациите и на заедницата“.

Остварувањето на различните интереси во форма на продуктивна соработка не е едноставна задача и токму затоа директорите во компаниите често се одговорни за балансирање на спротивставените интереси на различните групи кои учествуваат во јавните корпорации (Brian, et al, 2001, p.409). Природата на менување на корпоративното управување е согледана во дефиницијата дадена од Комисијата за глобално управување (1995), според која корпоративното управување е континуиран процес со кој конфликтноста или различните интереси може да бидат приспособени, како и дека може да биде преземена кооперативна акција.

Марк Горген (Marc Goergen, 2012) го дефинира корпоративното управување како справување со конфликтот на интереси помеѓу оние што го обезбедуваат финансирањето и менаџерите; акционерите и стејхолдерите; различните типови акционери (мнозински и малцински); и заштита или намалување на конфликтот на интереси.

Во поширока смисла, корпоративното управување упатува на начинот на кој се управувани, администрирани и контролирани корпорациите. Корпоративното управување исто така се однесува на односите помеѓу различни внатрешни и надворешни стејхолдери вклучувајќи ги и владините процеси, заради постигнување на целите на корпорацијата. Од примарна важност се механизмите и контролите кои се создадени со цел да го намалат или да го елиминираат проблемот сопственик - менаџер (Baker, et al, 2010).

Корпоративното управување претставува „рамка на правила, односи, системи и процеси во која се остварува и се контролира корпорацијата“. Тоа опфаќа механизми со кои компаниите, како и оние што ги контролираат сносат одговорност (Owen, 2003).

Еден од клучните елементи за подобрување на економската ефикасност е доброто корпоративно управување. Денес, корпоративното управување е општо прифатено како суштествен предуслов за воспоставување атрактивен инвестициски

амбиент, кој се карактеризира со конкурентни компании и ефикасен финансиски пазар. Доброто корпоративно управување игра клучна улога во подобрувањето на перформансите на компаниите, со олеснување на пристапот за компаниите на пазарот на капитал, зголемувањето на довербата на инвеститорите, односно со придонесот за поголема конкурентност помеѓу компаниите.

2. Теории на корпоративното управување

Табела 1.1. Влијание на теориите врз развојот на корпоративното управување

Теорија	Резиме
Теорија на застапување	Теоријата на застапување го идентификува односот на застапување каде едната страна (сопственикот) делегира обврски на другата страна (менаџери).
Економија на трансакциски трошоци	Економијата на трансакциски трошоци ја третира компанијата како сопствена управувачка структура. Постоенето на избор на соодветна структура на управување може да допринесе за усогласување на интересите на директорите и сопствениците.
Стеикхолдери	Теоријата на стеикхолдери има во предвид поширока група на конституенти наместо да се фокусира на акционерите. Доколку се нагласи улогата на стеикхолдерите, структурата на управување на компанијата може да обезбеди директно претставување на различните групи на стеикхолдери.
Теорија на проорганизациско управување	Менаџерите се сметаат како повереници на средствата на компанијата и се предиспонирани да дејствуваат во најдобар интерес на акционерите.
Класна хегемонија	Менаџерите се сметаат себеси како елита на врвот на компанијата при што ќе назначуваат нови менаџери земајќи во предвид како новите назначувања може да соодветствуваат со елитата.
Менаџерска хегемонија	Менаџментот на компанијата, со сето негово познавање на секојдневните оперативни активности, може ефективно да доминира над менаџерите како и да го намали влијанието кое го имаат менаџерите.
Процес на зависност	Процесот на зависност може да биде координиран со помош на структура и правила; корпоративната структура зависи од структурите на економијата.
Институционална	Институционалното окружување влијае на општествените верувања и практики кои пак имаат влијание на различните 'учесници' во рамки на општеството.

Извор: Mallin, A. C. (2010), „Corporate governance“ Oxford University press, Oxford, p.16.

Управувањето се покажало како проблем од моментот кога луѓето започнале да се организираат заради остварување заедничка цел. Како да се обезбеди моќта на организацијата за остварување на договорената цел е постојано актуелна тема. Институциите на управување обезбедуваат рамка во која се одвива општествениот и економскиот живот.

Развојот на корпоративното управување е непосредно поврзан со економскиот развој на индустрискиот капитализам: различни структури на корпоративно управување еволуирале со различни корпоративни форми дизајнирани да овозможат остварување економски можности или да решат нови економски проблеми. Во табелата 1.1 се презентирани теориите на корпоративното управување и влијанието врз развојот на корпоративното управување.

2.1. Теорија на застапување

Теоријата на застапување е една од теориите на подрачјето на организациските науки. За економистите, долгогодишното третирање на компанијата како „црна кутија“ можеби ја направи оваа теорија да стане револуционерна. Нејзината специфичност е тоа што сопственикот (principal) како една засегната страна делегира активности на менаџерот (agent), кој ја извршува активноста како друга засегната страна. Со други зборови, акционерите, кои се сопственици на компанијата, им го делегираат дневното донесување одлуки во компанијата на менаџерите, кои се „агенти“ на акционерот. Притоа се создаваат односи на застапување што се дефинираат во договор кој се склучува помеѓу сопственикот и менаџерот. Постои одвоеност на сопственоста и на контролата што доведува до ноторниот „проблем на застапување“. Агенцискиот проблем најпрво бил истражуван од Рос (Ross, 1973), со првата детална теоретска експлозија за теоријата на агенцискиот проблем презентираан во Јенсен и Меклинг (Jensen и Meckling, 1976).

По поделбата на сопственоста и управувањето според Берле и Минс (Berle и Means, 1932), постои проблем како може да се осигури сопственикот дека менаџерите дејствуваат во насока на остварување на интересите на сопствениците, а не на сопствените интереси. Менаџерите на компанијата повеќе сакаат да ги следат своите сопствени цели, како што е постоењето цел да добијат што е можно најголем бонус. Менаџерите покажуваат тенденција кон „егоизам“. Ова може да резултира во една

тенденција тие да се фокусираат на проекти и на инвестиции на компанијата што обезбедуваат големи краткорочни профити место да се максимизира богатството на акционерите со инвестирање во проекти кои по својата природа се долгорочни. Во ова опкружување на корпоративно управување менаџерите се доведени во искушение да ги надополнат надоместоците кои ги добиваат со што е можно повеќе дополнителни привилегии - повторно нешто што води до намалување во вредноста на акционерот. Намалувањето на благосостојбата на акционерот е позната како „*резидуална загуба*“.

Теоријата на застапување се занимава со решавање на два проблема што вообичаено се појавуваат во односот на застапувањето (Clarke, 2004):

- Проблем на *застапување* кој се појавува кога целите на сопственикот и менаџерот се спротивставени и истовремено тешко е или скапо за сопственикот да докаже како дејствува менаџерот, односно не може да ги оценува перформансите на менаџерот;
- Проблем на *поделбата на ризикот* кој се појавува кога сопственикот и менаџерот имаат различни ставови кон ризикот. Имено, сопственикот и менаџерот претпочитаат различни начини на дејствување како резултат на различниот степен на ризик.

Постојат две претпоставки со кои може да се ограничи однесувањето на менаџерот. Имено, првата е со помош на склучување *договор*, при што се постигнува намалување на спротивставеноста на интересите на двете договорни страни. Во случај на склучување ваков договор, веројатно е дека менаџерот ќе се однесува во интерес на сопствениците. Втората претпоставка е дека *информациските системи* го ограничуваат однесувањето на менаџерот. Имено, информациските системи овозможуваат сопственикот да биде информиран за дејствувањето на менаџерот, при што тој нема да дејствува во насока на измама на сопственикот.

Постојат неколку начини на кои се влијае врз односот помеѓу сопствениците и менаџерите:

- поседувањето на менаџерите на дел од капиталот;
- ефикасните пазари на труд и капитал;
- улогата на одборот на директори како информациски систем што акционерите во големите компании може да го употребат како средство за мониторирање на однесувањето на менаџерите.

Од причина што предмет на анализа во теоријата на застапување претставува договорниот однос помеѓу сопственикот и менаџментот, во фокусот на оваа теорија е определувањето најефикасен договор земајќи ги предвид препоставките за луѓето, организацијата и информациите. Најзначајните аспекти на теоријата на застапување се прикажани во табела 1.2.

Постојат неколку начини на кои акционерите може да ги мониторираат менаџерите и тоа (Solomon, 2007):

1. Акционерите како сопственици на компанијата имаат право да влијаат врз начинот на кој се води компанијата со *гласање на годишното генерално собрание*.
2. Со правата на гласање на акционерите поврзан е *механизмот за преземање*, кој претставува уште едно средство за контролирање на менаџментот на компанијата. Џенсен и Рубак (Jeansen и Ruback, 1983) го нагласуваат значењето на берзата како средство за дисциплинирање на менаџментот на компанијата со механизмот за преземање. Ако акционерите се незадоволни од менаџерската структура на компанијата, тие може да гласаат во корист на преземање. Заканата за преземање сама по себе е притисок да се дисциплинираат менаџерите затоа што не постои веројатност дека сакаат да си ја изгубат работата. Договорите на директорите претставуваат едно од средствата со кое тие може да добијат одредена сигурност и покрај тоа што долгорочните договори стануваат помалку популарни затоа што реформата во корпоративното управување продолжува.
3. Акционерите може да се обидат да ги *усогласат интересите на менаџерите со нивните сопствени интереси* со донесување акционерски одлуки, при што една група акционери колективно лобира во компанијата за прашања од кои се незадоволни.
4. *Клучните институционални инвеститори* може да влијаат врз менаџментот на компанијата во која се инвестира со состаноци во четири очи помеѓу претставник од институционалниот инвеститор и менаџер на компанијата. Ваквите состаноци се случуваат сè почесто и се чини дека на важен начин влијаат врз корпоративното однесување. Холандија ја имаше предвид функцијата на ваквите состаноци од перспектива на финансиското известување

покажувајќи дека се развива приватно обелоденување со ангажирање и дијалог како дополна на јавното корпоративно обелоденување.

Табела 1.2 Приказ на Теоријата на застапување

Клучна идеја	Односот на сопственик-менаџер треба да влијае на ефикасната организација на информациите како и трошоците кои влијаат на ризикот
Предмет на анализа	Договор помеѓу сопственикот и менаџерот
Човечки претпоставки	Сопствен интерес
	Ограничена рационалност
	Отпор кон ризик
Организациски претпоставки	Постоење на конфликтни цели на учесниците
	Ефикасноста како критериум за ефективност
Информациони претпоставки	Асиметрија на информациите помеѓу сопственикот и менаџерот
Информациони претпоставки	Информациите како добро за продажба
Договорни проблеми	Застапување
	Поделба на ризикот
Проблем	Односот во кој сопственикот и менаџерот имаат делумно различни цели и приоритети на ризик (на пример, надомест за менаџерите, регулатива, лидерство, вертикална интеграција, трансферните цени)

Извор: Thomas, C., (2004), *Theories of corporate governance*, Routledge Taylor&Francis group, London, p.79.

Решенијата за проблемот на застапувањето во рамките на корпоративното управување вклучува прифаќање „трошоци за застапување“ кои овозможуваат создавање поттик за менаџерите, како и усогласување на интересите на сопствениците со интересите на менаџерите. Теоријата на застапувањето ги истакнува надзорната улога на одборот и значењето на предавање информации од менаџментот до одборот со цел успешно надгледување. Клучните препораки кои произлегуваат од теоријата на застапувањето вклучуваат формални системи на контрола, буџетски контроли и ограничувања, ревизии, системи за стимулирање поставувајќи ги во една линија интересите на менаџерите со оние на сопствениците.

2.2. Теорија на трансакциски трошоци

Со векови постоела идеја конципирана како трошоци за трансакцијата (Aristotle's Politics и Smith's Wealth of nations). Џон Хикс (John Hicks, 1935) прв се согласува со општото објаснување базирано на „триење“: „најочигледен вид „триење“, и несомнено еден од најважните е цената на пренос на средства од една форма во друга“.

Теоријата на трансакциски трошоци за прв пат била анализирана од Саерт и Марч (Cuert и March, 1963), а подоцна и теоретски образложена од Вилијамсон (Williamson, 1981). Таа претставува интердисциплинарен сојуз на правото, економијата и организацијата. Оваа теорија се обидува да ја третира компанијата како една организација што се состои од луѓе со различни ставови и цели.

Теоријата на трансакциски трошоци се темели на фактот дека компаниите станале толку големи што при распределбата на ресурсите се замена за пазарот. Централен фокус на анализа во теоријата на трансакциски трошоци претставува **трансакцијата**. Според Вилијамсон (Williamson, 1996), комбинацијата на луѓе и трансакција сугерира дека менаџерите се опортунисти и ги организираат трансакциите во насока на остварување на сопствените интереси. Опортунистичко однесување може да има големи последици врз корпоративното финансирање затоа што би ги обесхрабрило потенцијалните инвеститори да инвестираат во компаниите.

Начинот на кој е организирана компанијата ја утврдува нејзината контрола врз трансакциите. Во оваа парадигма, менаџерите практикуваат „ограничена рационалност“. Симон (1957) ја дефинира „ограничената рационалност“ како однесување кое намерно е рационално, но истовремено и самоограничувачко.

Теоријата на трансакциски трошоци исто како и теоријата на застапување ја дели претпоставката личен интерес, која е длабоко во човековата природа. Една од клучните разлики помеѓу теориите се нивните појдовни точки: теоријата на застапување, која се занимава со проблемот на застапување, а теоријата на трансакциски трошоци се занимава со поширокото прашање на ефикасноста на трошоците на трансакцијата.

Теоријата за трансакциски трошоци и теоријата на застапување се разликуват по следното (Solomon, 2007, pp. 22-23):

1. Една од главните разлики помеѓу теоријата на застапување и теоријата за трансакциски трошоци е едноставно **користењето различна таксономија**.
2. Теоријата за трансакциски трошоци претпоставува дека луѓето често се **опортунисти**, додека теоријата на застапување ги разгледува **моралниот ризик и трошоците на застапување**. Теоријата на застапување смета дека менаџерите бараат дополнителна заработувачка, додека кај теоријата на трансакциски трошоци менаџерите ги организираат своите трансакции опортунистички.
3. **Предметот на анализа** во теоријата на застапување е индивидуалниот менаџер, додека во теоријата за трансакциски трошоци е трансакцијата.

2.3. Теорија на стејкхолдери

Со текот на времето улогата на компаниите во општеството добива сè поголемо внимание, со нивното влијание врз вработените, животната средина, локалните заедници, како и врз нивните акционери. Теоријата на стејкхолдери е помалку од една формално обединета теорија а повеќе традиција за истражување која вклучува филозофија, етика, политичка теорија, економија и право. Односот со засегнатата страна претставува однос на размена, во кој групата засегнати страни ги снабдуваат компаниите со „придонеси“ и очекуваат нивните интереси да бидат задоволени со „поттикнувања“ (Solomon, 2007, p.23).

Теоријата на стејкхолдери се развива постапно уште од 1970 години. Фридман (1984) предложил општа теорија за компанијата, со вклучување отчетност кон голем број засегнати страни.

Менаџерите во сите типови компании се соочени со дилемата како да ги задоволат барањата на акционерите и на останатите групи стејкхолдери. За поддржувачите на „теоријата на стејкхолдери“, акционерите се само една од бројните важни групи стејкхолдери. Како и потрошувачите, набавувачите, вработените и локалните заедници,

Табела 1.3 Што очекуваат стејкхолдерите?

Стејкхолдер	Очекувањата на стејкхолдерите од компанијата	Природата на одговорност на компанијата
Вработени	Наградување, услови за работа, обука	Извештаи на компанијата, информации за вработување
Сопственици	Дивиденди и следење на цената на акциите	Годишен извештај и годишна сметка, информации за спојување и превземање
Потрошувачи	Квалитет, услуги, безбедност, вредност на парите	Литература за продажба, рекламирање, сервисирање
Банки	Ликвидност и солвентност на компанијата, генерирање на готовина	Коефициенти, залог, предвидување на готовина
Добавувачи	Стабилен и долготраен однос	Плаќање во согласност со условите
Влада	Усогласеност со закон, работни места, конкурентноста, точни податоци	Извештаи за регулаторните органи
Поширока јавност	Придонес за заедницата	Извештаи за безбедност, извештаите на печатот
Опкружување	Замена на необновливи ресурси	Извештаи за животната средина, извештаи за усогласеност

Извор: Thomas, C., (2004), *Theories of corporate governance*, Routledge Taylor&Francis group, London, p.195.

акционерите имаат удел во и се под влијание на успехот или на неуспехот на компанијата. Компанијата и нејзините менаџери имаат посебни обврски на акционерите да им обезбедат да добијат фер поврат на нивните инвестиции, но истовремено има посебни обврски кон другите заинтересирани страни, кои често се и над оние што се бараат со закон. Во случаи кога интересите и барањата на одделни засегнати страни, вклучувајќи акционери, се конфликтни, тие мора да бидат „моделирани“ со цел да се исполнат основните обврски на останатите заинтересирани страни. Според очекувањата на стејкхолдерите презентирани во табелата 1.3., може да се заклучи дека менаџерите може да обезбедат попрецизни информации.

Во корпоративното право, акционерите се дадени со статус на сопственици на компанијата. Тие се во состојба да ги изберат сите или повеќето од членовите на одборот на директори, кој, пак, има право да ангажира и да им даде отказ на високи извршни директори и да одобри или да одбие важни политики и стратегии на компанијата. Исто така, акционерите имаат право да ја третираат компанијата како средство со цел да се зголеми повратот на нивните инвестиции. Додека одборот треба да се осигури дека компанијата ги почитува своите законски и договорни обврски на други засегнати страни, исто така потребно е да се разгледа и крајната цел на компанијата да биде максимизација на профитот и на вредноста за акционерите.

Постои една растечка перцепција во рамките на корпоративните заедници дека компаниите што работат добро во таа социјална, етичка и еколошка област исто така добро работат и финансиски. Според Александар и Бухолц (Alexander and Bucholz, 1978), една причина дека корпоративното финансиско работење може позитивно да е поврзано со корпоративното општествено одговорно работење произлегува од ставот дека ако менаџментот на компанијата дејствува на еден општествено одговорен начин, за нив постои поголема можност да имаат способности добро да ја водат компанијата, да го подобрат нивното финансиско работење и да направат атрактивна инвестиција. Друга причина поради која менаџментот на компанијата би сакал да се занимава со социјални прашања и со прашања од животната средина е во случај кога нивното финансиско работење може да биде негативно погодено поради општествено неодговорно однесување.

3. Принципи на корпоративно управување

Меѓународните институции вршат притисок, особено врз малите и млади економии, кои зависат од нивната помош, за прифаќање одредени нови стандарди и начела на корпоративно управување. Сепак, во наметнувањето на овие стандарди, меѓународните институции им даваат доволна флексибилност на националните авторитети за да ја надминат суетата за ограничена автономија во креирањето на својата национална политика. Така, овие организации со помош на таканареченото „soft law“ повеќе ја дополнуваат отколку што ја заменуваат државата. Нивната главна цел е да дадат незадолжителни и правно необврзувачки правила и препораки (Коевски, 2005, стр.320).

3.1. Карактерот на принципите на корпоративно управување

Тешко е да се имаат принципи на корпоративно управување што може да се применат во сите држави. Ова произлегува не само поради немање правна инфраструктура, но исто така и поради различната политичка перцепција. Принципите во основа се незадолжителни и нивната цел не е да даваат детални упатства за националното законодавство. Тие имаат за цел да обезбедат појдовна точка за компаниите и за нивното корпоративно управување, корпоративни структури и практики. Тие може да се користат од креаторите на политики при преиспитување и развивање на законските и регулаторните рамки за корпоративно управување. Принципите по својата природа се еволутивни и треба да се набљудуваат во насока на:

- обезбедување основа за ефикасна рамка за корпоративно управување;
- ефикасно остварување сопственост;
- справување со конфликт на интереси.

Со цел да се остане конкурентен во светот кој се менува, компаниите мора да внесуваат новини во практиката на своето корпоративно управување, при што се приспособуваат на начин да се задоволат новите барања и да се искористат новите можности. Владите имаат голема одговорност за обликување делотворна регулаторна рамка што овозможува доволна флексибилност за да овозможи ефикасно функционирање на корпоративното управување. Од владите и од останатите учесници во корпоративното управување зависи одлуката за начинот на примена на принципите во разработката на нивната рамка за корпоративно управување.

3.2. Принципи на ОЕЦД за корпоративно управување

Принципите на ОЕЦД за корпоративно управување се создадени како резултат на соработка на националните влади со други релевантни меѓународни организации и приватниот сектор, со цел да се изработат збир на стандарди и насоки за корпоративно управување. Целта на Принципите е да им се помогне на владите, на земјите-членки на ОЕЦД, но и на земјите што не се членки на ОЕЦД, во нивните напори да ја проценат и да ја подобрат правната, институционалната и регулаторна рамка за корпоративно управување во нивните земји, да обезбедат насоки и предлози за берзите, инвеститорите, корпорациите и другите учесници во процесот на развој на добро корпоративно управување. Принципите се однесуваат како на финансиските, така и на

нефинансиските компании чии акции се понудени на пазарот и во компаниите чии акции не се понудени на пазарот.

Имајќи предвид дека многу фактори имаат влијание врз процесот на управување во компаниите и се од значење за долгорочен успех, Принципите се сконцентрирани на проблемите на управување што произлегуваат од раздвојувањето на сопственоста и контролата.

Денес, овие принципи се единствен меѓународно прифатен документ за принципи на управување што ги обработува сите сфери на корпоративното управување - правните, институционалните и регулаторните структури и практики што го составуваат амбиентот во кој работат компаниите.

Принципите на ОЕЦД претставуваат мерило за креаторите на политики, инвеститорите, корпорациите и другите заинтересирани страни. Принципите овозможуваат пошироки можности за соработка помеѓу земјите- членки на ОЕЦД и оние што не се членки на ОЕЦД. Креаторите на политики денес се свесни во која мера доброто корпоративно управување придонесува за финансиската стабилност на пазарот, инвестирањето и економскиот раст. Компаниите исто така се свесни до кој степен доброто корпоративно управување придонесува за нивната конкурентност.

Принципите претставуваат незадолжителни стандарди и добри обичаи, како и начин на примена што може да се приспособи кон специфичните услови на одделни земји и региони. ОЕЦД нуди форум за дијалог и размена на искуства меѓу земјите-членки и оние што не се членки. Заради обезбедување чекор со постојаното менување на условите, ОЕЦД континуирано го следи развојот на корпоративното управување, ги согледува трендовите и пронаоѓа решенија за нови предизвици. Тоа нема да ги искорени криминалните активности, но ќе го отежне нивното реализирање бидејќи правилата и прописите што се усвојуваат се во согласност со Принципите.

Водичот за корпоративно управување на ОЕЦД претставува дополнување на принципите на ОЕЦД. Водичот ги содржи следните правила што се сметаат како „најдобра практика“ (OECD, 2004):

- ***Обезбедување ефективна законска и контролна рамка за јавните претпријатија.*** Законската и контролната рамка за јавните претпријатија треба да обезбеди подеднаква конкуренција со приватните претпријатија со намера да се избегнат пазарни дисторзии. Рамката треба да се гради и да биде компатибилна со принципите за корпоративно управување на ОЕЦД;

- **Државата да дејствува како сопственик.** Државата треба да биде информирана и активен сопственик и треба да формулира јасна и конзистентна политика на сопственост, обезбедувајќи управувањето на јавните претпријатија да се извршува транспарентно и на одговорен начин, со потребниот степен на професионализам и ефективност;
- **Праведен третман на акционерите.** Државата и јавните претпријатија треба да ги препознаат правата на сите акционери и во согласност со принципите за корпоративно управување на ОЕЦД да обезбедат нивен еднаков третман и еднаков приод до корпоративните информации;
- **Односи со стејхолдерите.** Државната политика на сопствеништво треба во целост да ја почитува одговорноста на јавните претпријатија кон стејхолдерите и да бара од нив да известуваат за нивните односи со стејхолдерите;
- **Транспарентност и обелоденување.** Јавните претпријатија треба да применуваат високи стандарди на транспарентност во согласност со принципите за корпоративно управување на ОЕЦД;
- **Одговорност на одборите на јавните претпријатија.** Одборите на јавните претпријатија треба да имаат соодветен авторитет, компетентност и објективност за извршување на својата функција на стратегиски водич и набљудувач на менаџментот. Тие треба да дејствуваат со интегритет и да бидат одговорни за своите акции.

3.3. Принципи на ASX за корпоративно управување

Советот за корпоративно управување во Австралија (ASX) бил формиран во август 2002 година и од неговото основање со него претседава Австралиската комисија за хартии од вредност (Exchange ASX group). Неговата мисија е да се осигури дека развиената рамка за корпоративното управување, базирана на принципи, продолжува да биде практичен водич за компаниите што котираат на берзата, за нивните инвеститори и за пошироката австралиска заедница.

Принципите на ASX за корпоративно управување претставуваат само препораки и тие не се задолжителни и немаат капацитет да ги спречат корпоративниот неуспех или, пак, несоодветното корпоративно донесување одлуки. Структурите на

корпоративното управување и практики продолжуваат да имаат значајна улога во одредувањето на цената на капиталот на глобалниот пазар на капитал.

Упатството за известување што го следи секој Принцип утврдува кое обелоденување и каде е потребно тоа. Постојат барања да се направат информациите јавно достапни, идеално на веб-страницата на компанијата. Овие информации треба да се јасно презентирани во одделен дел на страницата наменет за информации за корпоративното управување. Извештајот за корпоративно управување, како составен дел на годишниот извештај на компанијата, треба да содржи референци, линкови или инструкции што ќе овозможат акционерите лесно да добијат пристап до тие информации.

Согласно со Советот на ASX, принципите и препораките претставуваат дестилација на практики што може да им помогнат на компаниите да спроведуваат робусна рамка на корпоративното управување. Притоа, пристапот за известување „*if not, why not*“ вклучува:

- идентификување на препораките што не ги следела компанијата;
- објаснување зошто компанијата не ги следела релевантните препораки;
- објаснување како неговите практики се во согласност со „духот“ на релевантните принципи.

Советот на ASX цени дека „if not, why not“ платформата за известување овозможува австралиските компании да имаат стабилна и флексибилна структура за управување, обелоденување и балансирање вистинско управување со интересите на акционерите. Оваа политика обезбедува инвеститорите да добијат доволно информации со цел да се разберат процесите на управување, како и да изградат нивно сопствено мислење за нивната целисходност.

Основните начела за корпоративно управување се (www.asx.com.au/corporategovernance):

1. **Солидни основи за менаџмент и надзор** - утврдување и објавување на соодветните улоги и одговорности на одборот на директори и на менаџментот.
2. **Структурирање на одборот на директори со цел зголемување на вредноста** - постоење на одбор со соодветна големина, ефективен состав и заложба за ефективно извршување на своите одговорности и должности.
3. **Промовирање на етичко и одговорно донесување одлуки** - активно промовирање на етичко и на одговорно донесување одлуки.

4. **Зачувување на интегритетот во финансиско известување** - постоење на структура што на независен начин го потврдува интегритетот на финансиското известување на компанијата.
5. **Давање навремено и балансирано обелоденување** - промовирање навремено и балансирано обелоденување на сите прашања што имаат материјалност и кои се однесуваат на компанијата.
6. **Почитување на правата на акционерите** - почитување на правата на акционерите и овозможување ефективно остварување на тие права.
7. **Препознавање и управување со ризикот** - воспоставување здрав систем за мониторинг и управување и внатрешна контрола.
8. **Праведно и одговорно наградување** - да се обезбеди соодветно наградување, како и неговата јасна поврзаност со перформансите.

3.4. Принципите на корпоративно управување и конфликтот на интереси

Односот помеѓу учесниците на системот на управување влијае врз корпоративното управување. Акционерите што имаат мнозинско учество, а кои може да бидат поединци, семејства или други корпорации што дејствуваат преку холдинг-компаниии или заемно поседуваат акции може значително да влијаат врз однесувањето на компанијата. Како сопственици на акции, институционалните инвеститори сè повеќе имаат потреба од право на учество во корпоративното управување на некои пазари. Некои акционери вообичаено не бараат да ги остварат своите права на управување, но може да бидат многу заинтересирани да добијат фер третман од акционерите со мнозинско учество и од менаџментот. Доверителите играат значајна улога во извесен број системи на управување и може да послужат како надворешна контрола на резултатите на компанијата. Вработените и другите заинтересирани страни играат значајна улога со својот придонес на долгорочен успех и резултати на компанијата, додека владите ја утврдуваат севкупната институционална и законска рамка за корпоративно управување. Улогата на секој од овие учесници и нивното меѓусебно дејствување доста варираат како меѓу земјите-членки на ОЕЦД, така и помеѓу земјите што не се членки на ОЕЦД. Овие односи подлежат на дел од законите и прописите, а дел на доброволно приспособување и, што е најзначајно, на пазарните закони.

Степенот до кој корпорациите се придржуваат кон основните принципи на добро корпоративно управување е сè позначаен фактор за донесување одлука за инвестирање. Од особена важност е односот помеѓу практиката на корпоративно управување и сè поголемиот меѓународен карактер на инвестициите. Меѓународните текови на капиталот им овозможуваат на компаниите пристап за финансисрање од многу поголем број инвеститори. Дури и кога компаниите првенствено не се потпираат на страната на изворите на капитал, почитувањето на добрата практика на корпоративно управување ќе придонесе со помош на довербата на домашните инвеститори, намалувањето на трошокот на капитал, со поддршката на добро функционирање на финансискиот пазар и на крајот ќе доведе до стабилни извори на финансирање.

4. Модели на корпоративното управување

Постоењето на квалитетен систем на корпоративно управување може да се искористи за поголема продуктивност и за минимизирање на трошоците на работење на компанијата, како и за зголемување на конкурентската способност на компанијата на пазарот. Од друга страна, непостоењето на квалитетен систем на корпоративно управување во компаниите и несоодветната заштита на правата на инвеститорите може да придонесат за намалување на довербата и негативно да влијаат врз инвестициската клима.

Белезите по кои се групирани одделни модели на корпоративно управување и се разликуваат меѓусебе се следниве:

- **Правни.** Моделите на корпоративно управување се разликуваат во зависност од тоа како се регулирани правата на акционерите земајќи го предвид основното правило „една акција еден глас“, како се регулираат односите на сите групи на стејкхолдери, како се структурирани органите на раководење и како се остварува транспарентноста на информациите.
- **Економски.** Моделите се разликуваат во зависност од тоа какви се врските на компаниите со пазарите на капитал, улогата на пазарите на капитал за развој на бизнисите, врската со банките и учеството на банките во дејноста и управувањето со компаниите.

- **Културни.** Основните модели се разликуваат во зависност од тоа какви се културните карактеристики и навики во земјите и како тие разлики се одразуваат на корпоративното управување.

Не постои единствен модел на добро корпоративно управување. Законот за трговските друштва во Република Македонија ги дефинира системите на управување. Имено, според член 342 од Законот, постојат едностепен и двостепен систем на управување. Притоа, истовремената примена на системите ја отежнува ефективноста на корпоративното управување.

4.1. Англоамерикански модел

Англоамериканскиот модел (модел на акционери) е со едностепена структура претставена од одбор на директори составен од извршни и од неизвршни директори. Постои добро развиен систем за заштита на акционерите вклучувајќи ги и малцинските акционери. Корпоративното управување се развива во согласност со принципите на корпоративната општествена одговорност. Постои добро разработен и практикуван систем за транспарентност на информациите.

Во рамките на моделот се јавуваат разлики, а една од сушествените е раздвојувањето на позицијата претседател на одборот на директори од функцијата главен извршен директор. Разлики постојат и врз основа на членскиот состав и на активностите на одборот на директори. Овој модел има доста широк територијален опфат: Англија, САД, Канада, Австралија. Разликите во рамките на англоамериканскиот модел се јавуваат и врз основа на степенот на влијание на државата во економијата, односно земјите што го практикуваат овој модел на корпоративно управување се карактеризираат со ограничена улога на државата врз економијата, односно со повисок степен на либерализација.

Англоамериканскиот модел се карактеризира со удел во сопственоста на поединецот и повеќе институционални инвеститори, со добро развиена законска рамка за дефинирање на правата и на обврските на трите клучни учесници, имено на менаџерите, директорите и акционерите, како и со релативно едноставната интеракција помеѓу акционерот и компанијата.

Зголемувањето на основната главнина е типичен метод за зголемување на капиталот на корпорациите како во Велика Британија, така и во САД. Токму затоа САД е најголемиот пазар на капитал во светот и истовремено Лондонската берза е берза трета по големина во светот (во однос на пазарната капитализација) по Њујоршката берза и таа во Токио.

Во англоамериканскиот модел се вклучени следните учесници: менаџерите, директорите, акционерите (особено институционалните инвеститори), владините агенции, берзите и др. Од нив, како што е прикажано на слика 1.1, три големи учесници го формираат тоа што вообичаено се нарекува „триаголник на корпоративното управување“

- менаџерите,
- директорите и
- акционерите.

Интересите на акционерите и на менаџментот не се совпаѓаат секогаш. Овој конфликт на интереси се надминува со законите што ги регулираат компаниите кои предвидуваат избор на одборот на директори од акционерите. Директорите во одборот, со набљудување на однесувањето на менаџерите, дејствуваат во интерес на акционерите.

Зголемувањето на сопственоста од институционалните инвеститори резултира со зголемување на нивното влијание. Како резултат на тоа се случуваат и законските промени во насока на интересите на институционалните инвеститори и нивната интеракција во процесот на корпоративното управување.

Слика 1.1 Учесници во англо-американскиот модел



Извор: Сопствена конструкција

САД имаат најсеопфатни барања за обелоденување во споредба со кое било друго право. Од американските корпорации се бара да обелоденат широк спектар на информации: финансиски податоци за корпорацијата, анализа на структурата на капиталот на акционерското друштво, сеопфатни информации за секој кандидат на одборот на директори, за вкупниот надоместок исплатен на главниот извршен директор, како и податоци за индивидуалните надоместоци за секој од петте највисоко платени извршни директори, кој треба да биде именуван, сите акционери што поседуваат повеќе од пет проценти од вкупниот акционерски капитал на акционерското друштво, информации за предложените спојувања и реструктурирања, предлог за измени и дополнувања на статутот и имиња на предложени ревизори.

4.2. Континентален модел

Континенталниот модел на корпоративно управување се карактеризира со двостепена структура на управување составена од надзорен одбор и од управен одбор со јасно разграничување на функциите на контрола и управување. Надзорниот одбор е составен од претставници на акционерите, вработените и сл. додека управниот одбор го составуваат менаџери на компанијата.

Континенталниот модел се карактеризира со органи на управување што се средни по големина. Членовите на органите на управување се со врвно образование (Франција) и често со технички професионални квалификации (Германија).

Германскиот модел на корпоративното управување значително се разликува од англо-американскиот и од јапонскиот модел иако некои од неговите елементи личат на јапонски модел. Некои елементи на моделот се применуваат и во Австрија, Холандија и во скандинавските земји. Некои корпорации во Франција и во Белгија од неодамна имаат прифатено одредени елементи од германскиот модел. Германскиот систем е банкарски базиран систем и често се нарекува универзален банкарски систем.

За разлика од него, јапонскиот систем, таканаречен „keiretsu“, се карактеризира со вкрстена сопственост на компаниите и со испреплетени односи. Банките имаат долгорочни удели во германските корпорации и како и во Јапонија, банкарските претставници се избираат во германските одбори. Меѓутоа, оваа застапеност е постојана, за разлика од ситуацијата во Јапонија, каде што банкарските претставници биле избрани во органите на управување само во време на финансиска нестабилност. Во 1990 година, трите најголеми германски банки (Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG и Comerbank AG) имале свои членови во надзорните одбори на 85 од стоте најголеми германски корпорации.

Повеќето германски корпорации традиционално повеќе претпочитаат банка како извор за финансирање на капиталот отколку финансирање на капиталот преку акционери. Како резултат на тоа, капитализацијата на пазарот на акции е мала во однос на големината на германската економија. Исто така, нивото на индивидуална сопственост на акциите во Германија е ниско, со што се одразува германската конзервативна стратегија за инвестирање. Структурата на корпоративното управување е насочена кон зачувување на односите меѓу клучните учесници, особено банките и корпорациите.

Процентот на учество на странски удел во германскиот капитал е значаен, а во 1990 година тој бил 19%. Овој фактор полаку почнува да влијае врз германскиот модел бидејќи странските инвеститори од и надвор од Европската унија почнуваат да се залагаат за нивните интереси. Глобализацијата на пазарите на капитал, исто така, ги принудува германски корпорации да ги променат нивните начини на финансирање. Кога „Daimler-Benz AG“ решил да ги објави своите акции на „NYSE“ во 1993 година, бил принуден да ги прифати „GAAP“. Овие сметководствени принципи обезбедуваат

многу поголема финансиска транспарентност отколку германските сметководствени стандарди. Поточно, „Daimler-Benz AG“ бил принуден да даде отчет за огромните загуби што можело да има „скриен“ карактер под закрила на германските сметководствени правила.

Англоамерикански наспроти континентален модел. Според Френкс и Мејер (Franks, Mayer, 1994) разликите во моделите на корпоративното управување во различни држави не се резултат на начинот на кој се користат системите за финансирање на компаниите, туку поради начинот на кој се организирани сопственоста и контролата. Најзначајните разлики помеѓу англоамериканскиот и континенталниот модел се следните:

Концентрација на акционери. Земјите со англоамерикански модел имаат ниска концентрација на акционерите, додека во земјите со континентален модел акционерските групи имаат голем процент од вкупниот број акции со кои јавно котираат. Френкс и Мејер (Franks, Mayer, 1994) посочуваат дека во англоамериканскиот модел има голем број котирани компании, додека во континентален модел се котирани само мал дел од вкупниот број компании.

Идентитет на акционерите. Поради законските регулативи, во земјите со англоамерикански модел на многу финансиски институции не им е дозволено да поседуваат акции во јавно котираните компании во сопствено име. Тие главно дејствуваат преку агенти. Во континентална Европа, од друга страна, приватни лица и компании дејствуваат директно и не користат агенти за управување со нивните акции.

Ликвидност на пазарот. Земјите со англоамерикански модел и со континентален модел имаат различен број котирани компании како процент од вкупниот број компании во земјата. Во САД и во Велика Британија, многу компании јавно тргуваат со своите акции. Ова значи дека многу компании имаат малку личен контакт со нивните акционери. Пензискиот систем во англоамериканскиот модел обезбедува многу финансиски ресурси што доаѓаат на пазарот преку институционалните инвеститори. Во континентално-европските земји, од друга страна постојат помалку компании со кои јавно се тргува. Во овие земји лицата имаат тенденција да ги инвестираат своите заштеди врз индивидуална основа (Hulle, 1997). Затоа што повеќе компании се приватни, постојат силни лични односи меѓу управувањето на компанијата и нејзините акционери.

Заемни акционери. Според Хул (Hulle, 1997), прописите како што се „arm’s length principle“ меѓу поврзаните компании имаат ограничувачко влијание на комплексноста на сопственичката структура во земјите со англо-американски модел. Разликите меѓу англоамериканскиот и континенталниот модел на корпоративно управување се презентирани во табела 1.4.

Табела 1.4. Разлики меѓу англоамерикански и континентален модел

	Англоамерикански модел	Континентален модел
Земја	САД, Велика Британија	Германија, Јапонија
Сопственост	Дисперзирана	Концентрирана
Односи со инвеститорите	Развиени	Ограничени
Контрола	Одбор на директори	Мнозински акционери
Пазар на капитал	Високо ликвиден	Недоволно ликвиден
Вклучени акционери	Ограничени	Распространети
Број на котираните компании	Прекумерно	Помалку
Објавување на Извештајот на активности	Вообичаено	Не вообичаено
Најдобра примена на кодекс	Ефективно	Не ефективно
Односи помеѓу акционерите и менаџерите	Ограничени-не се лични	Интензивни
Идентитет на сопствениците	Институционални инвеститори	Фамилии, приватни компании и финансиски институции

Извор: Serbetci, S., (2011), *Corporate Governance*, LAP Lambert Academic publishing, Saarbrücken, p.83.

ГЛАВА 2: ОЦЕНКА НА ЕФИКАСНОСТА НА ОДБОРОТ НА ДИРЕКТОРИ

1. Потреба од ефикасност во одборот на директори

Со колапсот на „Enron“, „Adelphia“, „WorldCom“ и на други компании, радикално се зголемени мониторингот и многубројните нови регулаторни барања од инвеститорите. Цврстото корпоративно управување претпоставува постоење на група од искусни и мудри директори што ја раководат компанијата во име на нивните сопственици. Одборот во своето дејствување се соочува со два вида проблеми:

- *механички проблеми*, како големината, организацијата и составот на одборот, кои се забележливи однадвор и тие се регулирани,
- *структурни проблеми*, кои, од друга страна, се тешко забележливи однадвор и затоа не може да бидат регулирани.

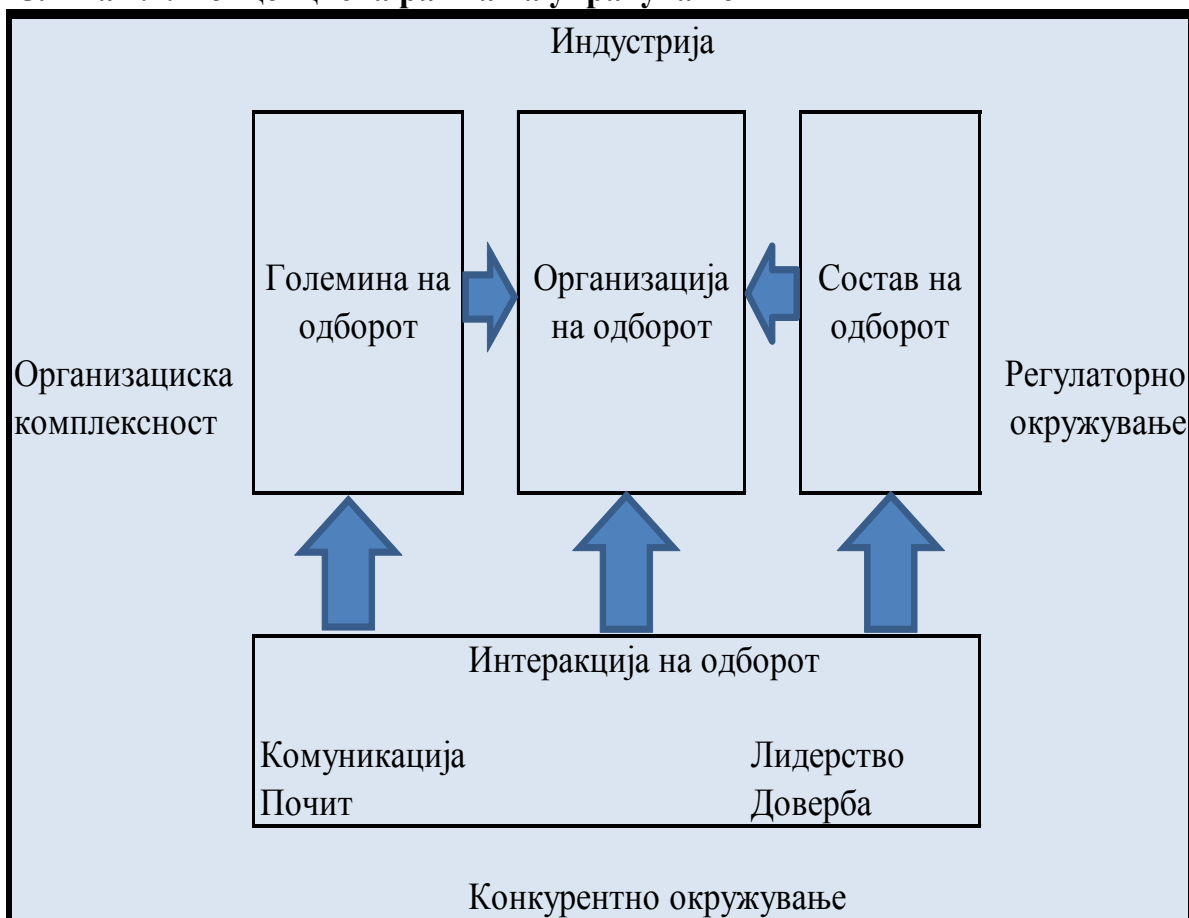
Во теоријата и практиката не постои една формула за совршен одбор на директори. Од една страна, потребно е одборот да извршува активности согласно со регулативите, а од друга страна успешно да управува. Ефикасната структура за даден одбор зависи од повеќе фактори како што се: индустријата во која дејствува компанијата, комплексноста на организацијата на компанијата, конкурентната и регулаторната средина. На слика 2.1. е претставена концепциската рамка на управување.

Со цел да се овозможи ефикасност во одборот потребно е организацијата на компанијата (Farrar, 2006, p.90):

1. Да му овозможи на одборот да обезбеди стратегиска насока за компанијата и ефективен надзор на менаџментот;
2. Да разјасни соодветни улоги и одговорности на членовите на одборот и на извршните директори со цел да овозможи отчетност на членовите на одборот и на менаџментот пред компанијата и пред нејзините акционери;
3. Да обезбеди рамнотежа на овластувањето така што ниту еден поединец да нема неограничени овластувања;

Работењето и функционирањето на одборите на директори во практиката е различно. Сепак, потребно е работата на одборот да се подели на повеќе комисии во неговиот состав. Имено, со формирањето на комисијата за ревизија, ризик, номинирање и награда, сите одговорности на одборот може да се завршат ефикасно.

Слика 2.1. Концепциска рамка на управување



Извор: Sherwin, L., (2003), „*Building an affective board*”, Bank Accounting & Finance, p.24.

Согласно со член 359 од Законот за трговските друштва во Република Македонија, органот на управување односно надзорниот одбор може да формира една или повеќе комисиии од редот на своите членови и од други лица. Комисиите не може да решаваат за прашања што се во надлежност на органот на управување, односно на надзорниот одбор, ниту може да им се пренесат нивните права и обврски. Исто така, составот, условите, содржината на работата и начинот на работењето на комисиите се уредуваат поблиску со статутот и со другите акти на друштвото.

Комисија за ревизија. Во своите одговорности вклучува: разгледување на финансиските извештаи и на клучните финансиски показатели; спроведување редовни состаноци со внатрешните и со надворешните ревизори и одобрување на системот на интерни контроли. Претседателот на оваа комисија има финансиско или сметководствено искуство.

Комисија за ризик. Ова е релативно нова комисија во финансискиот сектор. Може да биде самостоен комитет или поткомитет на комитетот за ревизија. Комитетот за ризик има најмал број одговорности кои се екстремно значајни: одобрување стратегија за управување со ризик, вклучувајќи и планирање на деловниот континуитет; дефинирање на процесите и на контролните механизми за управување со ризикот.

Комисија за номинирање. Ги има следните одговорности: оценување и препорачување квалификувани членови на одборот; определување колку места за директори се отвораат и какви вештини треба да поседуваат директорите и развивање и спроведување годишно оценување на директорите. Комисијата за номинирање и комитетот за награда може да се комбинираат во еден комитет во компаниите со средна и со мала големина, но тие треба да бидат одделени во големите и комплексни институции.

Комисија за наградување. Треба да ги изврши следниве одговорности: разгледување на наградувањето на извршниот директор наспроти конкуренцијата и најдобрите практики; разгледување на работата на извршниот директор и разгледување на надоместот за одборот и последователно планирање.

Основањето на комисијата не го гарантира неговиот успех. За ефикасно функционирање на одборот, потребно е комисиите детално да ги идентификуваат и да ги посочуваат секој проблем и ризик во својата работа. За да го сторат тоа, потребно е комисиите да бидат слободни да изберат и да користат надворешни ресурси, да донесат одлуки врз база на информации и да ги пренесат сите релевантни информации на целиот одбор врз редовна основа.

Како што е прикажано во табела 2.1, согласно со „UK Board Index 2014“, во „FTSE 150“ учеството на компаниите што имаат три комисии во одборот во 2014 година е намален и изнесува 42,7% споредено со 45% во 2013 година, 49% во 2012 година и 52% во 2011 година. Учеството на компаниите со комисија за ризик е зголемено од 16% во 2013 година на 19% во 2014 година. Неколку компании го имаат поделено ризикот во неколку категории и имаат посебна комисија за секоја категорија. Учеството на компаниите што имаат комисии за општествена одговорност, здравје и безбедност изнесува 34%.

Табела 2.1. Комисии во одборот на FTSE 150 во 2014

Број на комисии	% на компании	
	2014	2013
3	42,7	45,3
4	42	38,7
5	8	12,7
6	6,7	3,3

Тип на комисија	% на компании	
	2014	2013
Ревизија	100	100
Наградување	100	100
Номинирање	100	100
Корпоративна/ Општествена одговорност	18,7	25,3
Здравје, Безбедност, Околина	15,3	8,7
Ризик	19,3	16,1

Извор: Spencer Stuard Board Index, (2014), „UK Board Index 2014”, p.22, available at: <https://www.spencerstuart.com> (accessed 27 May 2015)

Одборот ја зголемува својата ефикасност и ако ги извршува своите активности како тим со големи перформанси. Компонентите на еден тим со големи перформанси вклучуваат (Sherwin, 2003): споделена заложба за заеднички цели, индивидуална одговорност кон постигнување на целите, меѓузависност и отворена комуникација и доверба.

2. Зголемување на квалитетот на директорите

Секој член на одборот, вклучително и претседателот на одборот, неопходно е да поседува одредени квалитети. Квалитетите што ги бараат претседателите од новоназначените членови во одборите на компаниите се презентирани на слика 2.2, а се рангирани со одговорот „многу важен“.

Слика 2.2. Квалитети барани од новоназначените директори во одборот рангирани со определбата „многу важен“



Извор: Шуклев, Б., (2011), „Корпоративно управување“, Економски факултет Скопје, стр.47.

Стратегиската свесност, објективноста и комуникациската способност се рангирани највисоко, при што речиси половина од испитаниците одговориле со определбата – „многу важен“. Перспективата и интелигенцијата се поврзани со способноста компанијата да се разбере како целина, во контекст на нејзиното работење и на пазарното окружување. Надворешните членови ги поддржуваат новите стратегии, ги активираат ресурсите и го шпитат претпријатието од надворешните ограничувања.

Учесниците во истражувањето дале разновидни одговори на едно отворено прашање што се однесувало на тоа кои *други квалитети* ги бараат тие од директорите на компаниите. Групирани во категории, врвните десетина квалитети барани од директорите на компаниите биле: поттик, решителност, ентузијазам, лојалност и посветеноост; интегритет; специјализирано знаење; широко разбирање на бизнисот; презентациски и комуникациски способности; лидерство; финансиска писменост и познавање; хумор; интелигенција-здрав разум (Шуклев, 2011, стр. 47).

Претседателот, како лидер на тимот во салата на одборот, потребно е да има одредени дополнителни квалитети. Според „Handbook of international corporate

governance“ (2009), претседателот треба да поседува квалитет да *обезбеди правилен притисок врз одборот*. Ако притисокот е преслаб, тогаш постои ризик од опасноста да се навлезе во зоната на „fat cat“. Ако, пак, е преголем, тие ризикуваат да завршат во зоната на „headless chickens“. Се чини дека најдобрите претседатели секојпат се во состојба да воспостават соодветна рамнотежа и да ги избегнат и двата краја од овој спектар. Тие создаваат еден *дух на конструктивна дебата* обезбедувајќи едно чувство на голема енергија и на смиреност. Најдобриот претседател исто така има способност да *обезбеди состаноците да бидат раководени ефикасно* со вистински фокус на стратегиските цели. Сите претседатели треба да поседуваат квалитет *да препознаат конфликт и да се справат со него*. Од големо значење е навреме да се забележат различните интереси или личните судири и тие да се разрешат пред да се развијат во деструктивна сила. Да се знае кога е потребно да се натпреварува, да се соработува, да се прави компромис, да се приспособи или да се избегне е од клучно значење за нивниот успех според Институтот на директорите на Велика Британија (IoD 2009). Исто така, директорите е потребно да поседуваат квалитет на *емоционалната интелигенција*. Според Џорџ (George, 2000), емоционалната интелигенција игра клучна улога во перцепцијата за ефикасноста на лидерите. Поточно, повеќето од истражувањата покажале дека лидерите со поголема емоционална интелигенција се истовремено и поефикасни.

Согласно со Прирачникот за корпоративно управување во македонските акционерски друштва, членовите на одборот на директори е неопходно да ги поседуваат особините и квалификациите како што е прикажано во табела 2.2.

Како интегрален дел од развивањето една професионална класа директори, од членовите на одборот потребно е да се бара да посетуваат континуирана *едукација* од моментот кога дошле во нивниот прв одбор и потоа на секоја трета година. Ако директорите се сериозни во поглед на нивните одговорности, треба да сакаат да се вклучат во процесот на интелектуално учење, како што би го сториле тоа за која било друга професија. Едукацијата е значајна со цел директорите да го зголемат својот квалитет. Согласно со „UK Corporate governance Code“ (2014), се препорачува дека директорите

Табела 2.2. Особини на личноста и квалификации што треба да ги поседуваат членовите на одборот на директори, односно надзорниот одбор

Особини на личноста	Квалификации
Лидерство	Искуство во индустријата
Интегритет	Деловно расудување
Одговорност	Посебни вештини на пр.
Зрелост	1. Финансии и сметководство
Работна етика	2. Управување со ризици и интерни контроли
	3. Стратешки менаџмент

Извор: „Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва”, (2011), ИФЦ, Скопје, стр.198.

треба да добијат соодветна обука кога за прв пат ќе бидат именувани во одборот на една компанија што котира на берза. Некои држави, како Индија на пример, бараат одредена задолжителна обука за директорите.

3. Перформансите на директорите во одборот на директори

Одборот на директори и неговите комисии треба да имаат соодветна рамнотежа на вештини, искуство, независност и знаење на компанијата со цел да ги извршуваат своите обврски и надлежности ефективно. За да се биде директор, неопходно е поседување способности, искуство и разбирање. Според Јенсен (Jensen, 1993), одборите во компаниите што добро функционираат треба да бидат релативно неактивни и да покажуваат малку конфликти. Во такви компании одборите работат рутински при извршувањето на задачите на одборот. Улогата на одборот станува сè повеќе значајна за време на кризи, кога интересите на акционерите се загрозени.

Според Валабханени (Vallabhanneni, 2008) функцијата на одборот вклучува одреден број конкретни одговорности:

Планирање за развој на менаџментот и за сукцесијата. Одборот треба да ги надгледува плановите на компанијата за развивање план за врвниот менаџмент и планот за главниот извршен директор и за сукцесијата на врвниот менаџмент.

Разбирање, прегледување и набљудување на спроведувањето на стратегиските планови на корпорацијата. Одборот има одговорност да ги набљудува стратегиските планови на корпорацијата од нивното воведување па сè до нивниот развој и извршување од менаџментот.

Разбирање и одобрување годишни оперативни планови и буџети. Одборот е одговорен да ги разбере, да ги одобри и да ги надгледува годишните оперативни планови на корпорацијата и да ги прегледа годишните буџети презентирани од менаџментот. Одборот треба да го набљудува спроведувањето на годишните планови за да процени дали се ефективно спроведени и дали се во границите на одобрените буџети.

Фокусирање на интегритетот и на јасноста на финансиските извештаи и на финансиското известување на корпорацијата. За да се постигне точност и јасност, одборот, кому му помага неговиот комитет за ревизија, треба да ги разбере финансиските извештаи на корпорацијата, вклучувајќи го и тоа зошто се избрани сметководствени стандарди значајни за бизнисот на корпорацијата, кои клучни мислења и проценки биле направени од менаџментот и како изборот на начелата и донесувањето на тие мислења и пресметки влијаат врз презентираниите финансиски резултати на корпорацијата.

Давање совет на менаџментот во однос на значајни прашања со кои се соочува корпорацијата. Директорите може да му понудат на менаџментот едно богатство од искуства и голем број перспективи. Тие на менаџментот му даваат совет и насока за време на формалните состаноци на одборот и на комитетот и се на располагање за неформални консултации со главниот извршен директор.

Прегледување и одобрување значајни корпоративни процедури. Како што се бара според законите за компаниите, одборот ги прегледува и ги одобрува конкретните корпоративни процедури како што се изборот на извршни функционери, објавувањето дивиденди и одобрувањето на големите зделки.

Именување директори и членови на комитет и надгледување на ефективно корпоративно управување. Одговорност на одборот е, преку неговата комисија за номинација, да назначува директори и членови на комисија и да ги

мониторира составот, независноста, структурата и оценувањето на одборот и на неговите комисии.

Надгледување на правно и на етичко усогласување. Одборот треба да ја утврди заложбата на компанијата за интеграција и почитување на законската регулатива. Одборот треба да ја надгледува политиката на компанијата во врска со законското и со етичкото однесување

Претседателот на одборот е потребно одговорно да го води одборот, да обезбеди одборот да се состанува често, директорите да имаат пристап до сите информации што им се потребни за да дадат соодветен придонес на состаноците на одборот и на сите директори да им се даде можност да зборуваат на состаноците на одборот. „Примарната задача на претседателите е да претседаваат со своите одбори. Токму за тоа и се именувани, претседавањето на одборот е само нивна одговорност.“ (Cadbury, 2002)

Очекувањата од членовите на одборот, како лица што придонесуваат за лидерството на компанијата, се следни (Poza, 2010, pp.258-259):

- **Интегритет.** Ова е клучно начело врз кое се гради која било лидерска активност вклучувајќи ја активноста на одборот. Да се биде способен да се признаат бруталните факти на тековната состојба на компанијата е во срцевината на лидерството на одборот. Исто така, од основно значење е да се дејствува со корпоративна совест за етичко однесување, а истовремено да се признаат бројните интереси на засегнатите страни.
- **Храброст.** Ефективните одбори повикуваат на конфронтација и на дебата. Тоа не е лично. Ефективните советодавци во одборот нудат различни перспективи и ги оспоруваат тековните или популарните ставови.
- **Тимски играч.** Директорите мора да се способни да се вклучат во конфронтација, заедничко истражување и комплементарни расправи што додаваат на вредноста (која произлегува од нивните различни способности). Тие исто така треба на главниот извршен директор и на клучниот менаџмент често да им даваат повратни информации.
- **Извршување.** И покрај тоа што интелигенцијата и аналитичката способност може да се од голема корист за советодавниот одбор, само оние што спровеле идеи сфаќаат колку време е потребно големите идеи да почнат да растат и да дадат плод.

- **Шампион.** Во развивање луѓе што ќе им помогнат на другите да успеат. Директорите треба да се способни да ги олеснат постигнувањата на другите. Тие мора да имаат капацитет да ги натераат луѓето да ги подобрат своите резултати за остварувањето на целите.
- **Упорен и проактивен.** Еден ефективен советодавец треба да проследува, да презема акција и да направи нештата да се случат, дури и помеѓу состаноците на одборот. Проактивниот став на еден советодавец по бројни прашања и активности на крајот ќе има влијание врз конкурентноста, ефективноста и долгорочното работење на компанијата.
- **Фокусирање на иднината.** Преиспитувањето на минатото може да го унапреди учењето од искуството, но примарната одговорност на директорите во одборот е да помогнат во создавање една поефективна иднина. Поголемиот дел од дневниот ред на одборот треба да се фокусира на планирање и на дефинирање стратегии, а не на испитување на историјата.

4. Критериуми за оценување на резултатите на одборот

Психолозите и специјалистите за организациско учење се согласуваат дека луѓето и организациите не може да учат без повратни информации. „Без оглед колку еден одбор е добар, тој сигурно ќе стане подобар ако е набљудуван интелегентно.“ (Gandossy, et al, 2002, p.113).

Покрај должностите и одговорностите на директорите, акционерите треба да знаат како се оценети директорите, кои критериуми се користеле и како се применуваат тие во практиката, особено во однос на платата. Одборот треба да изнесе на виделина дали има процес за оценување на работењето, како за одборот како целост, така и за одделни негови членови. Потребно е да се изнесе на виделина како одборот ја оценува својата работа и како се користат резултатите од оценувањето. Во 2014 година, според „Spencer Stuard Board Index 500“, 98% од одборите изјавиле дека реализираат некоја форма на годишно оценување на одборот, за разлика од 94% во 2009 година.

Оценувањето на одборот претставува востановена активност за која повеќето компании користат надворешни консултанти најмалку на секои три години. Поретко се користат надворешни олеснувачи во спроведувањето на процесот на оценување и исто така поретко компаниите го одложуваат надворешното оценување во случаи кога има значителна корпоративна активност или значајна реконструкција на одборот. Во 2014

година, според „Spencer Stuard Board Index S&P 500“, 60% од одборите користеле само внатрешни ресурси и 39% користеле услуги на надворешни консултанти, додека во 2013 година 55% од одборите ги користеле само внатрешните ресурси и 43% користеле услуги на надворешни консултанти.

За оценување поединечни директори може да се користат техника на *самооценување* или *техника на оценување од своите колеги*. Целта на самооценувањето е да се охрабрат директорите да ги ревидираат своите придонеси во активностите на одборот и да си ги согледаат своите добри страни и слабости. Со оценувањето од колегите, со што директорите ги идентификуваат своите индивидуални добри страни и слабости, најдобро се постигнува објективно оценување. На тој начин се определуваат добрите страни и слабости на секој директор и нивниот придонес за ефективност на одборот. Оценувањето исто така може да се користи за да се идентификуваат пропустите во вештините на одборот. Итражувањето покажува дека многу директори ценат дека личната оценка од директорот претставува особено корисен процес (Conger, et al, 2001, p.112).

Оценувањето на резултатите треба да се базира на објективни критериуми. Изборот на соодветни критериуми и утврдувањето дали овие критериуми се исполнети ѝ се препуштаат на комисијата за наградување.

Критериумите за оценување на перформансите на претседавачот се следните (Шуклев, 2011, стр.185):

- Има за цел да се осигури дека одборот на директори ќе направи осврт на сите соодветни прашања (на пример, прашања од стратегиска природа што може да имаат подалекусежно влијание, кои не може да се променат, имаат широк радиус и кои вклучуваат алокација или реалокација на значајни ресурси);
- Има силна смисла за да одреди кои од овие стратегиски прашања се приоритетни и ги применува при презентирање на прашањата пред одборот на директори;
- Има за цел да се осигури дека состаноците на одборот на директори се добро организирани;
- Има за цел да се осигури дека има доволно време на располагање за време на состаноците на одборот на директори да се дискутираат овие важни точки ставени на дневен ред;

- Знае кога треба да резимира и да ја заклучи дискусијата;
- Ги поттикнува членовите на одборот да земат учество во дискусиите и умее да го извлече најдоброто од секој од присутните на состаноците;
- Има за цел да се осигури дека одборот на директори во детали ги разгледува прашањата поврзани со сукцесијата на врвниот менаџмент;
- Има за цел да се обезбеди дека одборот на директори се погрижил менаџментот да развие предизвикувачки, а сепак реални стратегии за компанијата;
- Внимава на тоа дека одборот на директори инсистира на ефикасен и ефективен менаџмент и систем на контрола со цел да се обезбеди остварување на корпоративните цели;
- Обезбедува постојана надградба и усовршување на одборот на директори (оценувајќи ги и обучувајќи ги членовите на одборот на директори).

Добро спроведеното оценување има потенцијал да даде голема корист, со што ќе му се помогне на одборот: да потврди дека тој има поволна рамнотежа на вештини и други квалитети и го фокусира вниманието на квалитетите што се бараат кај секој нов директор; ги идентификуваат стратегиските приоритети; развиваат вештини, знаење и разбирање кај индивидуалните директори; ги прегледуваат своите практики и процедури и на тој начин стануваат поефикасни и поефективни; го оправдуваат тоа што се препорачува избор на секој директор по три години (онаму каде што одговара). Спроведената оценка треба да се објави во годишниот извештај и во годишните сметки заедно со поединости на употребениот метод за оценување.

5. *Оценување на перформансите на главниот извршен директор*

Оценувањето на главниот извршен директор претставува клучно прашање во системот на оценување на корпоративното управување. Улогата на одборот во оценувањето на работата на извршниот директор претставува значајна компонента на реформата на корпоративното управување. Сите директори треба да заземат активна улога во дизајнирањето на ефикасен процес за оценување на извршниот директор. Оценувањето на извршниот директор претставува една од најкритичните и најтешките функции на одборот. Оценувањето опфаќа два аспекта и тоа (Шуклев, 2011, стр.153):

- *минатите перформанси* или со што се соочувал во претходната година фокусирајќи се на одговорноста и на наградите за минатите перформанси и
- *целите во наредниот период* или со што ќе се соочува следната година фокусирајќи се на идните цели и дали главниот директор има визија, стратегија и лични способности за остварување на тие цели.

Првиот чекор во процесот на оценување на главниот извршен директор претставува дефинирање јасни цели. Процесот може да има три различни, но тесно поврзани цели:

- Да им овозможува на одборот, на неговите раководители и на неговите соодветни комисии да работат со извршниот директор за да воспостават јасен фокус за идниот правец на компанијата одредувајќи ги стратегиските цели;
- Да му дава можност на одборот да го поддржи развојот на извршните директори поставувајќи цели и постојано обезбедувајќи повратни информации во областите во кои извршниот директор треба да го промени однесувањето, да научи нови вештини или да посвети поголемо внимание;
- Да нуди корисни начини за одборот и за неговите комитети да ги соберат и да ги интерпретираат податоците што информираат за оценувањето на поранешната работа на извршниот директор, што води кон дискусии за надоместокот и на извршниот директор и за натамошното вработување.

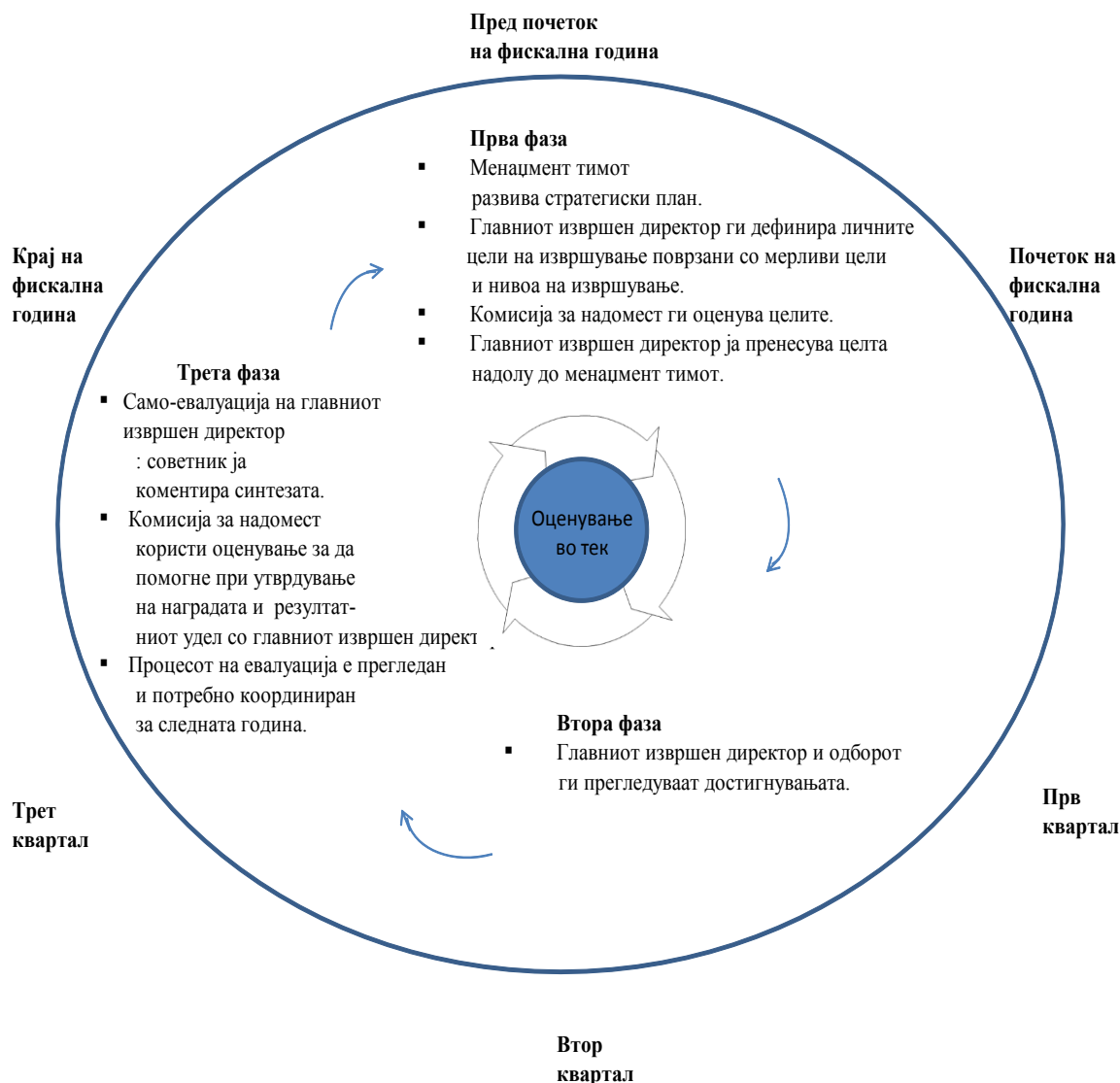
Секој одбор дизајнира свој процес за оценување на извршниот директор со креирање на следните стратегиски фази (Nadler, et al, 2006, p. 150):

- Креирање заемно разбирање за целта на оценувањето на извршниот директор;
- Дизајнирање последователен процес за идентификување на целите, следење на напредокот и оценување на работата на крајот од секоја година;
- Идентификување на соодветните области за кои треба да се оценува работата на извршниот директор;
- Одредување на најдобриот начин за собирање податоци за перформансите на извршниот директор што не се поврзани со финансии и затоа е тешко тие да се измерат;
- Ефикасно комуницирање со извршниот директор за прашања поврзани со работата.

Периодичното оценување и континуираната комуникација се само два елемента од процесот на оценување на извршниот директор, кој бара од одборот да направи многу повеќе отколку само да го оценува извршниот директор на листата со финансиски достигнувања на крајот на секоја година. Колку е постар извршниот директор, толку е поголемо неговото влијание врз организацијата на компанијата и е помалку ригорозен процесот на оценување. Исто така, очигледна е личната димензија на оценување на извршните директори – вообичаено силни, моќни луѓе на кои, по природа, им е тешко да прифатат критична повратна информација.

Многу извршни директори веруваат дека никој, вклучувајќи ги членовите на одборот, не можат да ја проценат сложеноста на нивната работа или да ја расудат правилно нивната работа. Процесот на оценување на главниот извршен директор е составен од специфичен збир на активности што се реализираат во три фази како што е прикажано на слика 2.3.

Слика 2.3. Временска линија на оценување на главниот извршен директор

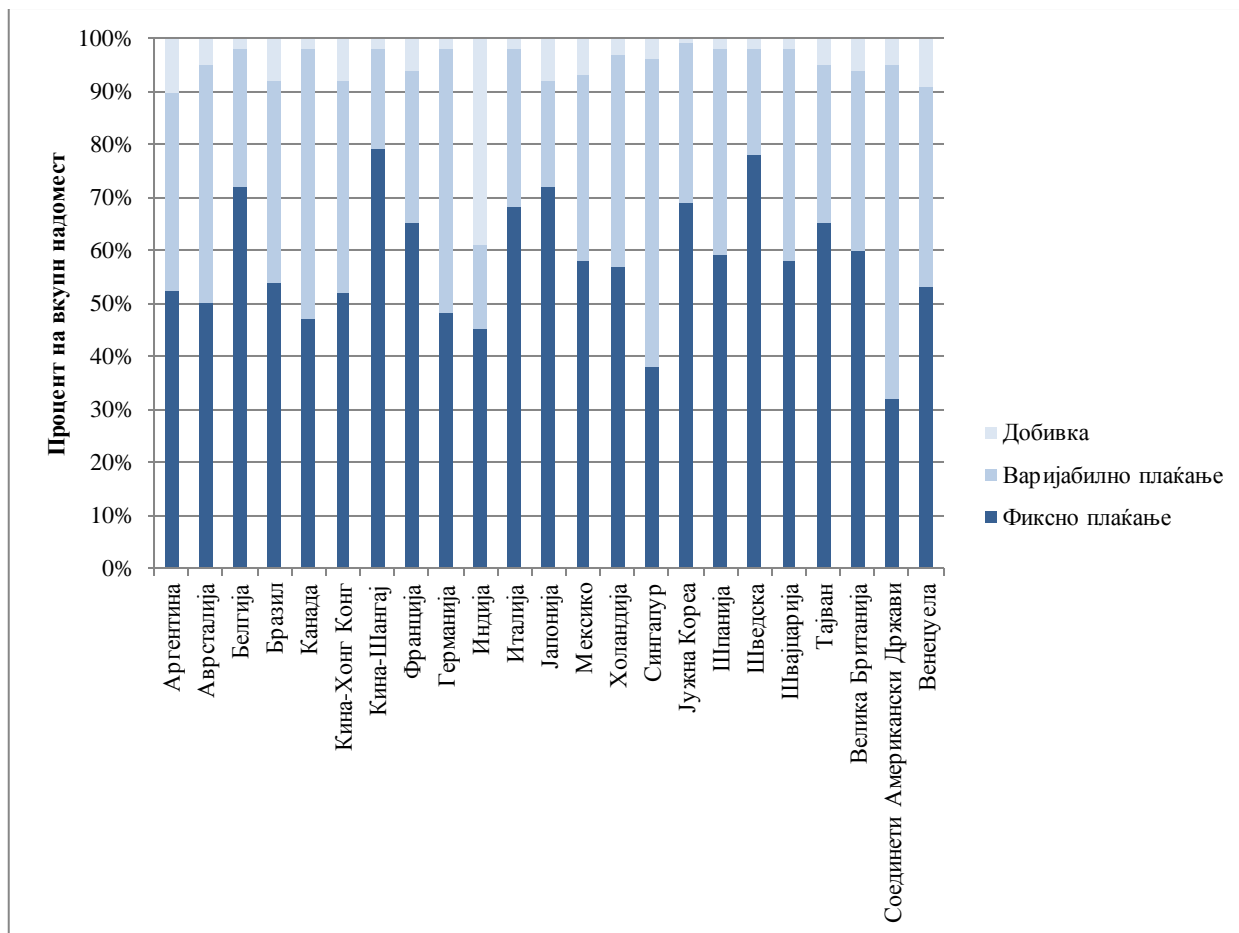


Извор: Nadler, et al., (2006), *Building better boards*, Jossey-Bass, San-Francisco, p.158.

Во процесот на оценување постои човечка димензија, потенцијален судир на егото со интересите што води до промена на врските и до промена на балансот на моќта меѓу извршните директори и одборите. Извршните директори веќе ја немаат можноста да одбијат да ги променат своите идеи или да се спротистават на редовните оценувања. Денес тие имаат три алтернативи и тоа: тие можат да седнат и да гледаат како одборот го развива процесот; тие можат да се обидат да го ублажат процесот насочувајќи го одборот кон површна листа за оценување што ги задоволува законските барања; заедничкиот напор на извршниот директор и на одборот да дизајнираат процес за

оценување кој е сериозен, внимателен, од помош за извршниот директор и корисен за компанијата и за нејзините акционери.

Слика 2.4 Елементи на наградата на главните извршни директори во светот, 2003



Извор: Kenneth, et al, (2007) *Corporate governance*, Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, p.22.

Според истражувањата спонзорирани од „Policy Studies and United for a Fair Economy“ во Вашингтон, јазот во платите помеѓу платата на извршен директор и просечната плата на работник во 1982 година била 42:1. Во 2000 година, соодносот на платата на извршен директор и на работник достигна гигантски 531:1 додека во 2003 година се намали на 282:1.

Согласно со слика 2.4, во 2003 било направено истражување за структурата на наградата која ја примаат главните извршни директори структурирана како дел кој е фиксен, варијабилен и кој зависи од добивката. Притоа може да се заклучи дека во

најголем број држави-учеснички во истражувањето најзначајно учество има фиксниот дел од надоместокот на главниот извршен директор.

6. Ефикасност на состаноците на одборот

Состаноците на одборот претставуваат највисок механизам за донесување одлуки во една компанија. Тоа е најважниот форум за преземање стратегиски одлуки базирани на информативните извештаи за менаџментот. Одборот треба да одржува редовни состаноци со дневен ред и притоа да постои формален распоред на прашања за кои одборот има право да носи одлуки. Треба да постојат утврдени и соодветни процедури за известување за одборот и за неговите поткомитети.

Одборот треба да планира на состаноците да ги разгледа следните прашања (Yilmaz, 2009, p.4):

- прашања за кои се цени дека се важни за главниот извршен директор;
- прашања што треба да ги изнесе комитетот пред целиот одбор;
- стратегиските приоритети на компанијата;
- активностите за ублажување на ризикот за важните ризични области за компанијата;
- внатрешните системи за контрола;
- одобрување и набљудување на буџетот;
- големи инвестициски одлуки;
- спојување и набавки;
- ефикасноста на влогот на компанијата;
- оценувања на перформансите и надомест на извршните директори;
- нов бизнис, пазар и
- можности за развој на производ.

Често поставувано е прашањето: колку често се состанува одборот? Тој треба да се состане минимум четири пати во текот на годината, а пожелно е и почесто. Во 2014 година, според „Spencer Stuard Board Index S&P 500“, направена е анализа на одржани состаноци на одборот во текот на една година, не земајќи ги предвид ад-хок средбите, комуникацијата по телефон или видео. При тоа, поголемиот дел од компаниите, 54%, одржуваат помеѓу шест и девет закажани состаноци на одборот во текот на годината.

Исто така, се забележува намалување на бројот на компаниите кои одржуваат десет или повеќе состаноци на одборот во текот на годината.

Табела 2.3 Број на состаноци на одборот

	<5	5	6	7	8	9	10	11	12	>12
2014 (%)	2,0	6,7	20,7	20,0	19,3	14,7	6,7	5,3	4,0	0,7
2013 (%)	1,3	4,0	15,4	15,4	16,8	10,7	12,1	10,1	4,7	9,4

Извор: Spencer Stuard Board Index, (2014), „UK Board Index 2014”, p.17, available at: <https://www.spencerstuart.com> (accessed 27 May 2015)

Според презентираниите податоци во табела 2.3, може да се констатира дека според „UK Board Index 2014“ година, намален е бројот на состаноци на одборот во текот на една година во споредба со 2013 година. Имено, од испитаните компании во 2013 година, 9,4% одржале повеќе од 12 состаноци во текот на годината, додека во 2014 тој процент драстично се намалува на 0,7%.

Одделните комисии треба да се состанат најмалку исто толку често колку и целиот одбор, особено комисијата за ревизија. Ако директорите не присуствуваат на состаноците, тоа е еден можен знак дека не обрнуваат доволно внимание на работењето на одборот (Gandossy, et al, 2004, p.264).

Поврзаноста помеѓу фреквентноста на состаноците на одборот и вредноста на компанијата не е целосно јасна. Постојат трошоци поврзани со состаноците на одборот вклучувајќи време за менаџирање, патни трошоци и надоместок на директорите. Исто така, има и полза вклучувајќи и повеќе време за директорите да се состанат, да постават стратегија и да го следат управувањето. Зголемувањето на фреквентноста на состаноците е еден прилично евтин начин за компанијата да ја зголеми својата вредност. Директорите што имаат повеќе време да се состануваат се подобри во донесувањето одлуки како одговор на криза бидејќи временските ограничувања се сметаат за главна пречка за поактивно следење од одборот на директори.

Согласно со член 356 од Законот за трговските друштва во Република Македонија, секој член на органот на управување, со барање поднесено во писмена форма, може со наведување на причините и на целта да бара од претседателот да свика состанок. Ако членот добие поддршка од најмалку една третина од членовите на

органот, претседателот мора да свика состанок во рок од 15 дена од денот кога е поднесено барањето. Исто така, согласно со член 381 од Законот, надзорниот одбор во текот на годината одржува најмалку четири редовни состаноци. Надзорниот одбор може да одржува и други состаноци што ги свикува претседателот на надзорниот одбор по писмено барање на овластениот ревизор или на друго лице овластено во статутот.

Во Нов Зеланд, со подзаконски акт согласно со Законот за трговските друштва од 1993 година, се предвидени одредби во кои е уредена постапката за состанок на одборот. Поставени се следниве правила (Farrar, 2006):

1. Претседавач;
2. Известување за состанок;
3. Метод на одржување состанок;
4. Кворум;
5. Гласање;
6. Протокол од состанок;
7. Едногласна резолуција;
8. Други постапки.

Директорите ретко прават проблеми на состаноците на одборот од неколку причини:

- **Непостоење независност.** Еден директор се етикетира за „независен“ ако тој не е вработен од компанијата, односно ако нема конфликт на интересите во остварувањето на неговата набљудувачка мисија. Меѓутоа, во практика, директорите често имаат конфликти на интереси.
- **Недоволно внимание.** Многу надворешни директори во најголемите компании во САД се извршни директори на други компании. Покрај тоа што се оптоварени со активности во својата компанија, тие истовремено се и директори во голем број други одбори. Во такви околности тие може да дојдат на состаноците на одборот неподготвени и може да се потпрат целосно врз селективните информации што ги презентира менаџментот на компанијата.
- **Недоволно стимулирање.** Надоместокот на директорите, традиционално, во поголемиот дел се состои од хонорари и од привилегии. Често постои слаба врска помеѓу работењето на

компанијата и надоместокот на директорите, и покрај тоа што во САД постои еден тренд за зголемување на надоместокот во форма на акции и опции за акции.

- **Избегнување конфликт.** Освен во случај кога станува збор за отпуштање на менаџментот, дури и за независните директори е тешко да му се спротивстават на менаџментот затоа што тие се ангажирани во еден постојан однос со врвните извршни директори.

7. Одредување на составот на одборот на директори

Составот и големината на одборот на директори зависат од големината и од сложеноста на работењето на компанијата. Ефикасното функционирање на одборот бара повеќе од структурирање на одборот според регулаторните правила и најдобрите практики. Од големо значење е одборот да ја рефлектира заедницата во компанијата во која дејствува и истовремено да поседува матрица за различни вештини и искуство зависно од специфичните потреби на компанијата. Законската рамка во однос на составот, структурата и на организацијата на органите на управување на друштвата е крајно флексибилна и е оставено на друштвата да решат какви ќе бидат нивните органи на управување од аспект на бројот на членови, структурата и организацијата.

Составот на одборот има влијание врз тоа како функционира одборот, како се донесуваат значајни инвестициски и финансиски одлуки. Одборите се составени од два вида директори: прво, оние што освен што се членови на одборот исто така имаат извршни одговорности во нивниот редовен работен однос (извршни или внатрешни директори) и, второ, директори на одредено работно време, кои немаат извршни одговорности во поглед на дневното работење на компанијата (неизвршни или надворешни директори). Неизвршните директори не се хомогени во поглед на експертизата, функцијата или припадноста. Една категоризација на неизвршните директори е според разликата помеѓу оние поединци што го имаат местото во одборот главно поради некоја претходна деловна врска со компанијата и директори без никаков договорен однос со компанијата освен нивните хонорари. Првата група обично се нарекува „придружни аутсајдери“, додека втората група се нарекува или

„непридружни аутсајдери“ или, како што е во извештајот на Кедбури (Cadbury, 1992), „независни неизвршни директори“.

Селекцијата на директорите во одборот е од големо значење за ефективното функционирање на одборите. Критериумите за идентификување директори се следниве (Gandossy, et al, 2004, p.21):

1. Да се бара знаење место имиња;
2. Повеќе да се фокусира на карактерот отколку на независноста;
3. Грубо отстранување на оние со скриени комерцијални или социјални агенди;
4. Да се најдат луѓе со страстен интерес во бизнисот;
5. Да се избегнат директори што ги собираат одборите како трофеи;
6. Да се игнорираат лажни рецепти од консултанти за управување.

Структурата и составот на одборот се смениле зачудувачки малку со текот на времето. Предноста на помалиот одбор е зголемената ефикасност поради тоа што директорите ќе имаат подобри можности за комуникација, за меѓусебно слушање и за водење на дискусиите во вистинска насока. Кевин Марфи (Kevin Murphy), претседател на „Berks County Community Foundation“, вели: „Кога имавме 30 директори во нашиот одбор, се чувствував како да имаме прес-конференција.“

Согласно со Законот за трговските друштва во Република Македонија, одборот на директори може да има најмалку 3, а најмногу 15 члена. Бројот на извршните членови секогаш треба да биде помал од бројот на неизвршните. Исто така, една четвртина од неизвршните членови мора да бидат независни.

Хилиер и МекЛоган (Hillier и McColgan, 2006) истакнале дека по „Cadbury Report“ (1992) имало тенденција на значително зголемување на учеството на независни директори во одборот и соодветно намалување на учеството на внатрешни (извршни) директори. Некои одбори ценат дека нивната разновидност се зголемува како нус-производ на вработувањето нови видови директори, особено помлади, кои можат да го зајакнат познавањето на одборот за области како што се дигитализацијата, социјалните медиуми и сл. Ова придонесува за зголемениот број директори номинирани за прв пат. Согласно со „Spencer Stuard Board Index 2014 FTSE“ 150 компании во Велика Британија, направено е истражување на најголемите 150 компании во 2014 година, со исклучок на инвестициските фондови. Притоа, во 2013/14 година прв пат номинираните директори

учествувале во вкупниот број директори на одборот со 31%, во споредба со 2012/13 година кога учествувале со 11% .

Просечната големина на одборот изнесува 10,5 директори во 2014 година, мало зголемување од 10,3 во 2013 година. Компаниите кои имаат одбор со девет или десет директори (вклучувајќи го и претседателот) составуваат 42% од испитаните компании во 2014 година.

Како што е претставено во табела 2.4, бројот на одбори со 8 или со помалку директори се намалува, додека одборите со број на директори помеѓу 9 и 11 директори и помеѓу 12 и 14 директори се зголемил. Поделбата помеѓу неизвршни и извршни директори се намалува, имено, во 2012 година, 71% од сите директори се неизвршни директори, со исклучок на претседателот, додека во 2013 година оваа бројка се намалила на 68%, а во 2014 се намалила уште повеќе - до 63%.

Едно од примарните прашања што се однесуваат на квалитетот на одборот е независноста на одборот. „Combined code“ (2003) наведува дека „освен кај малите

Табела 2. 4 Големина на одборот

Големина на одбор	% на компании	
	2014	2013
<8	18,7	23
9-11	56	53
12-14	19,3	18
15<	6	6

Извор: Spencer Stuard Board Index, (2014), „UK Board Index 2014”, p.12, available at: <https://www.spencerstuart.com> (accessed 27 May 2015)

компаниии, најмалку половина од одборот, исклучувајќи го претседавачот, треба да е составен од неизвршни директори за кои одборот утврдил дека се независни.“ Пред донесувањето на „Combined code“ (2003), Кедбури објавил Код на најдобри практики (Code of best practice) препорачувајќи дека секоја компанија треба да има најмалку три независни директори.

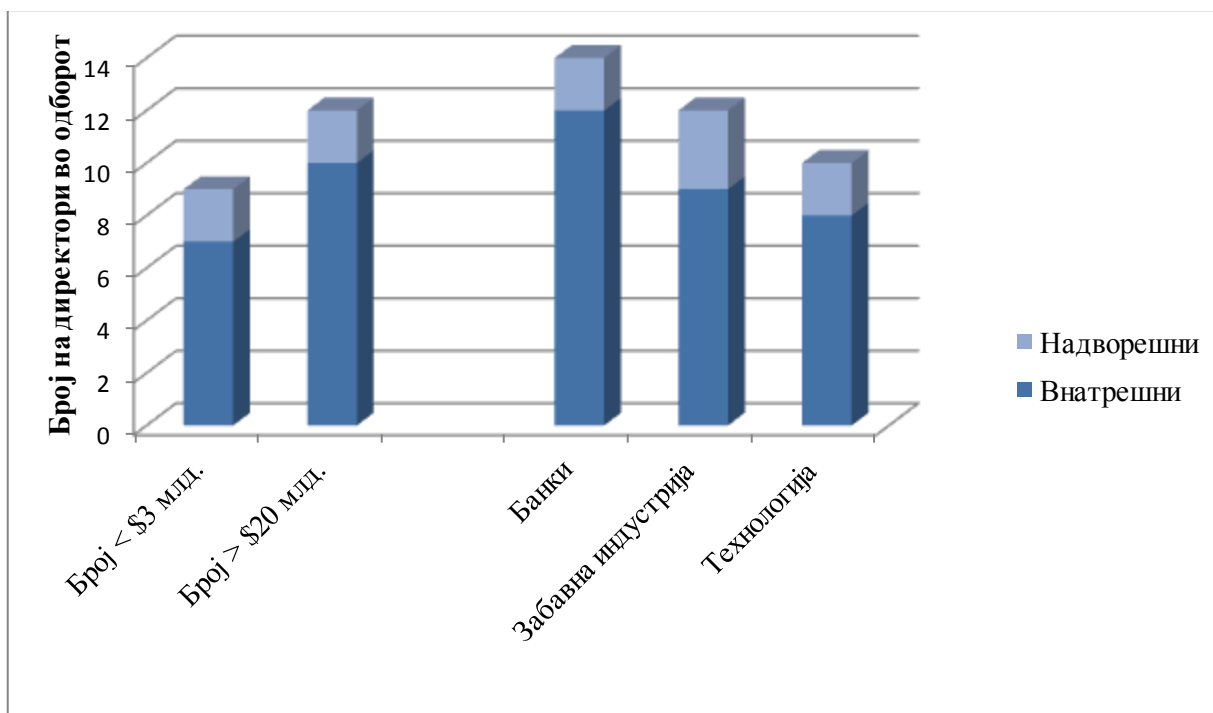
Рахеја (Raheja, 2005) укажува дека извршните директори се важен извор на специфични знаења за компанијата, но тие не може да се однесуваат на начин за да ги задоволат барањата на акционерите поради сопствениот интерес, како и со недостаток на независност од врвниот менаџмент. Лошите перформанси на одборот даваат поттик да се назначат нови неизвршни директори со цел да се подобри набљудувањето на

одборот, Хермалин и Вајсбах (Hermalin, Weisbach, 1988). Присуството на неизвршните директори генерално треба да обезбеди „подобро“ управување. Според МекНалти и Петигру (McNulty, Pettigrew, 1999), неизвршните директори се во можност да влијаат врз корпоративната стратегија. Меѓутоа, законите за управување кај дел од европските земји не бараат експлицитно конкретен број независни директори. Законот за корпоративното управување на Италија од 2002 година наведува дека „соодветен број неизвршни директори треба да се независни.“ Ивештајот „Aldama“ од 2003 година на Шпанија сугерира „...еден доста значаен број независни директори имајќи ја предвид сопственичката структура на компанијата...“.

Сликата 2.5. го покажува просечниот број на надворешни и на внатрешни директори во компаниите во САД групирани според големината на компанијата и според различните индустрии. Заедничко за сите нив е големото учество на надворешни членови. Исто така, може да се заклучи дека просечната големина на одборот во компаниите во САД изнесува 10 членови од кои 8 се независни.

Според Фама (Fama, 1980), од надворешните директори се очекува да дејствуваат во име на надворешните акционери, да ги надгледуваат извршните директори и менаџментот. Како резултат на ова, од неизвршните директори се очекува да бидат независни во извршувањето на нивната набљудувачка функција. Сепак, во унитарниот одбор, сите директори законски се одговорни за сите активности во компаниите во Велика Британија. Поради ова, неизвршните директори исто така треба да работат заедно со извршните директори во иницирањето и во спроведувањето на корпоративната политика и

Слика 2.5 Просечна големина на одбор и негова независност согласно со големината на компанијата и дејноста во САД



Извор: Kenneth, et al, (2007) *Corporate governance*, Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, p.47.

да обезбедуваат административни и стратемиски совети. Неизвршните директори се загрижени за својот личен углед во пазарот на трудот, Фама и Јенсен (Fama, Jensen, 1983). „Cadbury report“ (1992) посочува дека присуството на неизвршните директори треба да биде ефикасно во подобрувањето на независноста на одборот и на работата на компанијата и поради ова да ја намали финансиската загуба. Кодот за најдобри практики препорачува дека одборот треба да вклучи неизвршни директори во доволен број со цел да им дадат на неизвршните директори одредена тежина при одлуките на одборот.

Во последниве години, застапеноста на жените во одборите добива значително растечки фокус. На пример, во 2012 година, според извештајот „Credit Suisse Research Institute“, половата застапеност и корпоративната ефикасност покажуваат дека за време од шест години завршувајќи во 2011 година, компаниите со минимум застапеност на жени имале подобри перформанси, цена на акциите, повисок поврат на капиталот, како и подобар просечен раст од компаниите кои работат без жени во нивните одбори.

Застапеноста на жените во одбори „S & P 500“ се зголемува во последните години. Имено, согласно со „Spencer Stuart Board Index“, во 2014 година жените претставуваат 19% од независните директори на компаниите „S & P 500“, за разлика од 16% во 2009 година и 16% во 2004 година. Во 2014 година 66% од компаниите „S & P 500“ имаат две или повеќе жени во одборот, во споредба со 45 % во 2004 година.

Според истражувањата на „Spencer Stuart Board Index“ на „FTSE 100“, во 2014 година е видливо зголемувањето на жените во одборот како што е прикажано во табела 2.5., притоа во 2011 година само 12,3% од испитаните одбори имале жена-директор во својот состав. Во следните години тој број се зголемувал sukcesивно на 15%, 18%, за во 2014 да достигне 21%. Исто така, значително е зголемувањето на жените неизвршни директори, кои во 2012 година учествувале со 18,7% во вкупниот број независни директори, додека во 2014 година тоа учество се зголемило на 29,7%. Исто така, во 2013 година жените претставувале 24% од новите директори во одборите, додека во 2014 година 30% најмногу од кога и да е досега. Во 2009 година тие претставувале само 17% од новите директори во одборот.

Табела 2.5 Жените во одборот

	во %			
	2014	2013	2012	2011
Жени директори	21	18	15	12,3
Жени неизвршни директори	29,7	23	18,7	-
Жени извршни директори	6,6	5,5	5,9	-

Извор: Spencer Stuard Board Index, (2014), „UK Board Index 2014“, p.12, available at: <https://www.spencerstuart.com> (accessed 27 May 2015)

При едностепениот систем на управување, согласно со член 367 од Законот за трговските друштва, одборот на директори има најмалку три, а најмногу 15 члена. Во двостепениот систем на управување, согласно со член 247 од Законот, надзорниот одбор се состои од најмалку три члена. Исто така, членовите на надзорниот одбор се избираат за време од четири години, освен ако со договорот за друштвото не е определено поинаку и тие може да бидат повторно избрани без разлика на тоа колку мандати биле избрани, освен ако со договорот за друштвото не е определено поинаку.

„Yeh, et al,“ (2011) користејќи ги податоците од дваесетте најголеми институции од земјите на Г8 (Австралија, Канада, Франција, Германија, Италија, Јапонија, Велика Британија и САД), од кои четири се земји од обичајното право, а четири од земјите на граѓанското право, констатирале дека „перформансите за време на кризен период се

поголеми кај финансиски институции со повеќе независни директори во комитетите за ревизија и ризик. Влијанието на независноста на комитетот врз перформансите е особено посилено кај земјите со граѓанско право. Исто така, односите независност - перформанси се поважни во финансиски институции со претерано однесување при преземање ризик“.

8. „Enron“ и ефективноста на корпоративното управување

Како што е презентирано во табелата 2.6, „Enron“ е само еден од корпоративните скандали што го потресоа светот во периодот помеѓу 1999 година и 2005 година. При тоа се констатира дека акционерите во ерата „Enron“ немаат моќ да се осигурат дека нивните интереси се целосно земени предвид од одборот и менаџментот. Иако не може да се најде една заедничка причина за сите скандали, сепак може да се заклучи дека едно заедничко објаснување е односот помеѓу акционерите, одборот и менаџментот.

Некои од недостатоците на одборот на „Enron“ придонесоа за падот на компанијата, губењето на илјадници работни места и пензии и, конечно, за губењето на довербата во финансиските пазари на САД. На 7 мај 2002 година Сенатот на САД го донесе следниот заклучок во врска со улогата на одборот во колапсот и со стечајот на оваа компанија (Тикваровска, et al, 2007, стр.173):

Неисполнување на фидуцијарната обврска: Одборот на „Enron“ не успеа да ги заштити акционерите на компанијата и придонесе за колапсот на седмото по големина јавно поседувано друштво во САД.

Недоволна независност: Финансиските врски помеѓу друштвото и некои од членовите на одборот ја компромитираа независноста на одборот на „Enron“.

Судир на интереси: И покрај очигледниот судир на интереси, одборот на „Enron“ одобрил договор без преседан, со кој на финансискиот директор на компанијата му овозможил да основа и да раководи приватни фондови, кои потоа влегувале во деловни релации со „Enron“ и на тој начин профитирале за сметка на „Enron“.

Преголеми награди: Одборот на „Enron“ одобрил преголеми надоместоци за менаџментот на друштвото, не го надгледувал кумулативниот одлив на пари произлезен од

Табела 2.6 Скандали во корпоративното управување

Компанија	Година	Држава	Опис на скандал
Daewoo	1998	Јужна Кореја	Сметководствена измама и проневера на пари од поранешен главен извршен директор
Flowtex	1999	Германија	Несолвентност по искажани нереални финансиски извештаи за продажба
Enron	2001	САД	Стечај на седмата по големина компанија во САД по сметководствената измама
Marconi	2001	Велика Британија	Стечај поради прескапа аквизиција и занемарена контрола
Swissair	2001	Швајцарија	Несолвентност поради погрешна стратегија, неефикасност на одборот
НИН	2001	Австралија	Манипулација на берзата
OneTel	2001	Австралија	Претерано оптоварување на буџетот со преамбициозни аквизиции
Allied Irish Bank (AIB)	2002	Ирска	Загуба од 691 милион американски долари поради неовластено тргување
Worldcom	2002	САД	Компанијата паѓа со 41 милијарда американски долари поради лажни сметководствени податоци
Тусо	2002	САД	Претерано оптоварување на буџетот со преамбициозни аквизиции доведува до банкрот
Vivendi	2002	Франција	Претерано оптоварување на буџетот со преамбициозни аквизиции доведува до загуби од 23,3 милијарда американски долари
Royal Ahold	2003	Холандија	500 милиони американски долари сметководствена измама
Parmalat	2003	Италија	Необјавени долгови во износ од 14,3 милијарди евра
Volkswagen	2005	Германија	Злоупотреба на корпоративните фондови со цел да се обезбеди несоодветна корист

Извор: Ulrich Steger and Wolfgang Amann, "Corporate governance", 2008, John Wiley & Sons, Ltd., p.6

годишниот план за бонуси и работа на телата за 2000 година и не ја надгледувал или прекинал приватната повеќемилионска кредитна линија финансирана од компанијата.

Високоризични сметководствени практики: Одборот на „Enron“, и покрај тоа што бил свесен за своите одлуки, дозволил компанијата да презема високоризични сметководствени операции.

Широк спектар активности што не биле евидентирани во сметководството на компанијата, ниту биле јавно обелоденети: Одборот на „Enron“, со целосно знаење, дозволил компанијата да презема активности вредни милијарди долари без да ги евидентира, со цел да прикаже подобра финансиска состојба од реалната; тој, исто така, не обезбедил информации во врска со материјалните, неевидентирани обврски, кои подоцна резултирале со пропаѓање на компанијата.

Основната цел на речиси сите реформи по „Enron“ е да се зајакне одговорноста на директорите на корпорациите со нивните одбори и со нивните акционери. Пред сè, теоретичарите ги потценија степенот на интересите на акционерите и контролата од акционерите, кои се од клучно значење за унапредувањето на интересите на другите стејкхолдери на компанијата.

ГЛАВА 3 НЕУСПЕХОТ И РЕФОРМИТЕ НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

1. Дифузија на одговорноста во корпоративното управување

Работењето во една комплексна глобална економија е незамисливо без помош од професионални специјалисти за одделни финансиски и технолошки прашања, даночни закони, сложени прописи, сметководствени процедури и сл. Под притисок лично да се заштитат од правната одговорност и од други ризици, компаниите најмуваат специјалисти за да ги намалат ризикот и грешката и да развијат структури за да се максимизираат ефикасноста и ефективноста. Со креирање на една затворена мрежа на специјалисти, сите сегменти на работењето се покриени. Инвестициските банкари ја советуваат компанијата како да се финансираат капиталните добра и корпоративните експанзии. Ревизорот сугерира како најдобро да се презентира финансиска слика за компанијата. Даночните специјалисти и адвокатите се одговорни да го усогласат работењето на компанијата согласно со законските регулативи. Набавувачите, потрошувачите и вработените го гледаат ова присуство на специјалисти како сигурност дека тие ги одобруваат деловните практики на компанијата.

Во практиката често професионалните специјалисти го игнорираат она што секој од нив знае дека е професионално и етички погрешно, при што ја отстрануваат нивната сопствена одговорност. Многу специјалисти имаат само делумно знаење за една трансакција со проневера, доволно малку за да се сомневаат во сомнителните податоци. Специјалистите може да не видат знаци за проблеми од спроведувањето едноставно поради тоа што тие не знаат доволно за големата слика за да ги постават вистинските прашања. Тоа води до една друга причина зошто специјалистите не можат да ги согледаат нелегалните активности: во одредени случаи, да знаат или да дејствуваат не е во нивен најдобар интерес затоа што може да биде доведен во прашање нивниот углед. Можноста да согледаат може да значи признавање дека тие грешеле во минатото (Gandossy, et al., 2004).

Исто така, постојат периоди кога професионалците знаат за лошото работење, но нивните професионални стандарди ги спречуваат да откријат на трети страни што знаат тие. Но, сè повеќе и повеќе денес професионалците им гарантираат доверливост на своите коминтенти, па со тоа затвораат една голема можност аутсајдерите да дознаат за неправилностите што ги извршиле компаниите. Со вакви стандарди за поддршка често

е лесно да ги затворат своите очи пред нелегална активност или барем да ги остават настрана сомнежите. Според „Sarbanes Oxley Act“, внатрешните ревизори, надворешните ревизори, па дури и надворешните правни советници мора да ги искажат своите грижи во врска со лошото однесување. Со овој акт се бара од еден адвокат да го извести главниот извршен директор на компанијата за докази за материјална повреда на законот за хартиите од вредност, повреда на повереничката должност или за слични правни повреди. Ако главниот извршен директор не одговори соодветно со навремени истраги, од адвокатите се бара да продолжат да известуваат во комисијата за ревизија на компанијата составена од независни директори или кај директорите на одборот. Се разбира, проблемот на системите често е оружје за сторителите (Gandossy, et al, 2004).

Ако лошото однесување било направено од врвниот извршен директор, тогаш грешно се пренесува една состојба на легитимност. Меѓутоа, структурата што обезбедува комфор создава други тешкотии. Се разбира, една од нив е апатијата на посматрачот: претпоставува дека некој друг ќе дејствува. Информациите се дифузни и фрагментирани (Gandossy, et al, p.7).

2. Конфликтот на интереси во корпоративното управување

Корпоративното управување треба да додаде вредност на компанијата со подобро донесување одлуки. Најзначајните одлуки, оние што ја оформуваат судбината на компанијата, се донесуваат од оние што се на врвот од хиерархијата. Овие одлуки не се само позначајни и во поголемиот дел се доста неизвесни. Тие често треба да ги земат предвид дилемите, како што се конфликтните цели што не може да се решат во дадена временска рамка или со расположливи ресурси. Суштината на теоријата на застапување е дека интересите на различните актери во една корпорација, менаџментот, сопствениците и одборот, не се природно подредени. Современото корпоративно управување првенствено се занимава со конфликтот на интереси меѓу групите стејкхолдери, како што се сопствениците, вработените и менаџерите или она што Вулф и Патлер (Wolfe, Putler 2002) го опишуваат како улога базирана на различните групи стејкхолдери.

Конфликтот на интерес е дефиниран како „ситуација во која одреден интерес на некое лице има тенденција да влијае врз правилното донесување одлука во корист на

друг“ (Peters, et al, 2012) Според „Conflict of Interest Guidelines“, конфликтот на интерес се дефинира како „ситуација што произлегува од конфликтот меѓу вршењето на доверената должност и приватниот или личен интерес“. Директивата на ЕУ што се спроведува кај инвестициските друштва од 2006 година споменува „штетен“ конфликт на интерес, а со тоа значи дека некои конфликти може да бидат неутрални или бенигни (2004/39/ЕС 2004). За одделните системи на корпоративно управување е карактеристичен различен конфликт на интерес како што е презентирано во табела 3.1.

Табела 3.1. Компаративни системи на корпоративно управување и конфликтот на засегнатите страни

Менаџерски	Стеикхолдер	Семеен
Поделена сопственост, Извршна контрола	Поделена сопственост, внатрешна контрола	Концентрирана сопственост, внатрешна контрола
Дофат на рака	Взаемна поврзаност	Дофат на рака, взаемна поврзаност
Капитал на инвеститорите наспроти професионални менаџери, капитал на инвеститорите наспроти вработените	Инвеститор на капитал наспроти внатрешен стеикхолдер	Семејство наспроти аутсајдери
Знаење наспроти рутина, искусни наспроти неискусни вработени, доверители наспроти инвеститори на капитал	Кредитор наспроти инвеститор на капитал, основни наспроти споредни вработени, основни наспроти споредни купувачи/добавувачи	Мнозинство наспроти малцинство, семејство наспроти професионални извршители, дофат на рака наспроти купувач/добавувач

Извор: Carney., at all., *Corporate Governance and stakeholder conflict*, Published online:04 February 2010.

Не постојат едноставни насоки за тоа како да се решат конфликтите што се појавуваат и за тоа како да се преговара за компромиси. Но, со цел ефективно менаџирање на конфликтните ситуации, секој треба да е свесен дека тензијата во врвниот менаџмент може да се разбранува низ целата компанија, да ги активира политиките и да ги вознемири луѓето. Исто така, овие конфликти не треба да се

игнорираат и нивното решавање истовремено претставува предуслов за културата на одборот во поглед на соработката.

Наградите на менаџментот, моќта и статусот често се повеќе поврзани со големината на компанијата отколку со перформансите на цената на нивната акција. На тој начин, менаџерите може да го сметаат тоа за предност - „растот на компанијата да биде“ над големината што го максимизира богатството на акционерите. На пример, една статија на „Wall Street Journal“, во врска со големите отпуштања во „Coca-Cola“ во јануари 2000 година, забележува дека „Одборот станал сè поуморен да гледа како профитот го голтаат бирократијата и вработените што ја зголемија компанијата до 30000 вработени за време на славните денови на „Coke“ во изминатата декада.“ Други засегнати страни во компанијата често ќе ги поддржат менаџерските стратегии што ја зголемуваат компанијата на сметка на акционерите. Вработените се против да гледаат дека нивните работни места исчезнуваат, а локалните политичари нема да сакаат да видат да се намалат локалните активности затоа што овие активности генерираат работни места и приход од данок.

И покрај тоа што секоја конфликтна ситуација има свои специфични карактеристики, постојат одредени типични сценарија на конфликт на интереси (Steger, et al, 2012):

Одбор наспроти менаџмент. Имајќи ја предвид распределбата на моќта, одговорноста и отчетноста, поделбата на трудот помеѓу одборот и менаџментот не е ниту видна, ниту фиксирана. Една промена во еден од факторите за оформување на корпоративното управување има влијание врз структурата на моќ на одборот. Ова претставува една од најверојатните појави за конфликт: регулаторите ги присилуваат одборите да бидат повнимателни, а главниот извршен директор ги брани своите стратегии. На врвот на организацијата многу нешта остануваат неутврдени и покрај максимата: транспарентност, отвореност и решавање на проблемот прв пат кога ќе се појави. Во односот помеѓу одборот и менаџментот треба да се разгледаат подетално две ситуации: промената во стратегијата и појавувањето на „токсичен“ главен извршен директор. Кога се размислува за стратегиска промена, потребно е главниот извршен директор да го информира одборот во рана фаза така што тој ќе може да ги согледа причините кои стојат зад таквата промена. На главниот извршен директор му треба посветеност од одборот, не само формална согласност. Второто прашање се однесува на темната страна на успехот: појавувањето на „токсичен“ главен извршен директор.

Вообичаено, тоа се главни извршни директори што се многу успешни долг временски период. Со оглед дека биле толку успешни, тие мислат дека се непобедливи и секојпат имаат право. Тие слушнале сè, така што престануваат да слушаат; тие водат еден помпезен животен стил и ги користат корпоративните ресурси. Тие дозволуваат околу нив само луѓе што викаат да и го отфрлаат секој потенцијален конкурент или сукцесор. Не е едноставно за еден одбор да се справи со ваква ситуација. Пред сè, промените што се случуваат во однесувањето на главниот извршен директор се појавуваат бавно, но сигурно и можеби не е лесно да се откријат. Истовремено, финансиските показатели на компанијата сè уште се добри.

Конфликти во рамките на одборот. Во одборот постојат три типични констелации на конфликт:

1. Немање посветеност на една култура за справување со несогласувањата. Со цел да се формира еден тим во кој членовите си веруваат еден на друг и меѓусебно се почитуваат, се охрабрува водење на дебата, се прифаќа несложување, а сепак се постигнува консензус. Ова е права уметност на лидерство. Одговорноста да се поттикне ова главно лежи кај претседавачот на одборот. Меѓутоа, ова исто така може доста лесно да појде во лоша насока: малата толеранција на несложување, личната нетрпеливост, стресот и ароганцијата се непознати карактеристики во салите на одборот.
2. Главен извршен директор кој се обидува да го подели одборот претставува применување на старата римска поговорка: „*divide et impera*“. Главен извршен директор кој не сака цврст одбор бидејќи тој го ограничува неговото владеење, лесно може да доведе до искушение да се формира фракциски одбор. Ширењето гласови, селективни информации, поттикнување сомневања во поглед на чесните намери на спротивставената страна се типични тактики што се користат (не само во салите на одборот) за да го спречат одборот да се обедини против еден моќен главен извршен директор. Меѓутоа, не само главниот извршен директор може да се занимава со такви мали завери, туку исто така и претседавачот што сака да манипулира со одборот и со неговите одлуки. Ова е особено можно да се случи кога еден поранешен главен извршен директор е назначен за претседавач на еден одбор, при што тој може да продолжи со играта на моќ што ја претпочитал во неговата претходна улога.

3. Членови на одбор што застапуваат спротивставени интереси, односно *фракциски одбор*, кој станува непосредна закана за компанијата. Тогаш играта на моќ е загрозена поради спротивставени интереси на различни фракции што го попречуваат донесувањето одлуки.

Одбор/менаџмент против сопствениците. Постојат типични конфликти на инсајдери наспроти аутсајдери. Тие се случуваат ако еден институционален инвеститор се обидува да ги промени правилата за корпоративно управување или насоките на политиката на акционерите и покрај тоа што одборот и менаџментот ја бранат првичната политика. Вакви конфликти се типични за англо-саксонските земји, кои имаат повеќе институционални инвеститори или поголема база на фрагментирани акционери. Една од дефанзивните мерки против преземање е разнишани одбори, што значи дека новите сопственици не може да го отстранат одборот за да ги заменат постојните членови на одборот со нивните сопствени подржувачи. Судието „Mannesmann–Vodafone“ во Германија укажува дека ова понекогаш има непредвидени последици кога на поранешните членови на одборот и на извршните директори на одборот треба да им се суди поради проневера. Во одредени случаи до ваквите конфликти може да дојде кога, според законот или договорна спогодба, мнозинството на членовите на одборот треба да се граѓани на земјата-домаќин (на пример, во Австралија и Швајцарија). Во такви случаи одборот може да се спротивстави на одлуките на сопствениците/седиштата, како што беше во случајот на „Аха Australia“, кога австралискиот одбор одби и забрани исфрлање на малцинските акционери. Спротивно, пак, во „GE“ надворешните директори видно се поврзани со акционерите затоа што тие поседувале (на почетокот од 2000 година) во просек од 6,6 милиони американски долари поединечно од акциите на „GE“. Според студијата на „Korn/Ferry“ од 2004 година, на 65% од директорите им било побарано да поседуваат одредени акции на компанијата (Kenneth, et al, 2007, p.51).

Во случајот „Mills v. Mills“, главниот судија Латам (Latham) ја признал неможноста да реши спор помеѓу групи акционери иматели на различни класи акции. Тој изјавил: „Од директорите се бара да дејствуваат не само по прашања што ги погодуваат односите на компанијата со лица кои не се членови на компанијата но, исто така, и во однос на прашања што ги погодуваат пред сè правата на акционерите. Онаму каде што има преференцијални и обични акции, една конкретна одлука може да е од таков карактер да мора неопходно спротивно да влијае врз интересите на една класа

акционери, а да е корисна за интересите на друга класа. Во таков случај, прашањето што се поставува понекогаш воопшто не е прашање на интересот на компанијата, туку прашање за тоа што е правично помеѓу акционерите иматели на различни класи акции.“ (Farrar, 2006, p.109)

Конфликт помеѓу сопствениците. Сопствениците на компанијата може да се разликуваат во голема мера, дури и во случај на компании што котираат на берзата. Една од претпоставките за вредноста на акционерот е дека сите акционери се третираат исто. Овој мит претежно се пропагира од финансиските аналитичари, инвестициските банкари и од други што сакаат да продадат акции или кои треба да се справат со својот сопствен проблем сопственик-менаџер. Малцинските акционери вообичаено не го искажуваат својот интерес, туку едноставно се повлекуваат ако се незадоволни, мнозинските акционери се борат ако видат дека нивното сфаќање за акционерската вредност е повредено. Ова често се случува помеѓу мнозинските акционери што контролираат една компанија со повеќекратни гласачки права и малцински акционери кога ќе се судрат поради стратегијата, но исто така поради процените, сомневањето дека вредноста ќе биде префрлена на здружените компании под услови што се поволни за мнозинските сопственици, застапеноста во одборот итн. (Steger, et all, 2008, pp.111-114)

Во презентацијата на неодамнешната конференција на која се разгледуваа најновите прашања што се појавија во односите меѓу акционерите и заинтересираните страни, Колин Мелвин (Colin Melvin, директорот за корпоративно управување во „Hermes“) зборувал за слична, но малку порафинирана верзија на овој дијаграм за да го прикаже елементот на конфликт во институционалните инвестиции. Неговите идеи се резимирани на слика 3.1. конфликтот се појавувал бидејќи иако вистински

Слика 3.1 Извори на конфликт во пензиски инвестициски фонд



Извор: Solomon, J., (2007), *The role of Institutional investors in corporate governance*, John Wiley&Sons, Ltd., Chachester, p.115.

сопственици на акциите на компанијата се корисниците на пензискиот фонд, постои цела низа посредници помеѓу вистинските сопственици и директорите на компанијата. Нивната вклученост креира трошок и резултира со престанување на вистинската одговорност. Штетно е интересите на сопствениците да бидат разводнети од посредниците кои профитираат од нивната вклученост, но кои не се вклучени во компанијата во која инвестирале. Компаниите не ги слушаат ставовите на акционерите поради овие конфликти во сопственоста и со тоа се губи вредноста.

Во законите за компаниите, конфликтите на интерес се третираат доста сериозно. Во Законот за корпорациите (2001) на Австралија се наведува „Еден директор

на компанија што има материјален интерес по прашање кое се однесува на работите на компанијата мора на другите директори да им даде известување за интересот. Потребно е интересите да се изнесат на виделина во вид на договори или на предложени договори, канцеларии и имот но должноста за да се изнесат на виделина може повеќе да се прошири“. Актот го нуди следниот механизам за справување со декларираниот конфликт на состанокот на одборот: „Еден директор на јавно поседувана компанија што има материјален личен интерес по прашање кое се разгледува на состанокот на директори не смее да биде присутен додека прашањето се разгледува на состанокот или додека се гласа по прашањето“.

Согласно со Законот за трговските друштва во Република Македонија, судирот на интереси е дефиниран во член 239 и тој гласи:

„(1) За секој договор или друга деловна активност на друштвото во коишто друштвото е странка и во коишто управителот, членот на надзорниот одбор, односно контролорот, има интерес, дури и на посреден начин, мора да се постапи согласно со членовите 457, 459 и 460 од овој закон. Управителот, членот на надзорниот одбор, односно контролорот, ако друштвото има орган на надзор, кој има интерес е должен веднаш да го пријави тоа. (2) Ако управителот, содружник, член на надзорниот одбор, односно контролорот дојде до сознанија дека е исполнет некој од условите од ставот (1) на овој член, за тоа веднаш мора да го извести собирот на содружниците, надзорниот одбор, односно контролорот и да ги приложи сите материјални докази кои се однесуваат на природата и обемот на тој интерес. Управителот, членот на надзорниот одбор, односно контролорот има право да биде сослушан, но не може да учествува во расправата или во одлучувањето во врска со договорот или со другата деловна активност, ниту во донесувањето на одлуката за давање на одобрението од членот 460 на овој закон. (3) Ако собирот на содружниците, надзорниот одбор, односно контролорот не дадат одобрение или ако одлуката со којашто дале или одбиле да дадат одобрение е спротивна на законот, односно на договорот за друштвото не можат да се истакнуваат барања спрема трети лица, освен ако друштвото докаже дека третото лице знаело за непостоењето на одобрението или за незаконитоста на одлуката, односно за нејзината спротивност со договорот за друштвото или, со оглед на сите околности, морало да знае за тоа.“

3. Прикриени конфликти во корпоративното управување

Два од проблемите со управувањето сега се забранети од законодавството на „Sarbanes Oxley Act“. Едниот е забранетата практика на сметководствените компании да бидат јавни ревизори на компаниите на кои тие им даваат консултативни услуги. Другиот проблем се аналитичарите во брокерските компании кои нереално ја зголемуваат вредноста на акциите на компаниите клиенти на нивните големи инвестициски банки.

Големите компании оттогаш го разгледувале прашањето на доста различни начини. „Institutional Shareholder Services“ (ISS) на интернетската страница ги објавил своите членови на одборот и нивната изјава во врска со конфликтот на интересите. Кажано накратко, тие тврделе дека нема да седат на двете страни од масата на која им се дава совет на институционални инвеститори да ги совладаат таквите напори. Тие тврделе дека создале една подвоеност во нивниот бизнис користејќи различен персонал за овие напори, како и физичка подвоеност - слична на Кинескиот сид.

Се чини дека нема таков Кинески сид што ги штити нивните консултантски компании за управување на конфликти со нивните служби за рангирање на управувањето. Според тоа, се чини дека истиот персонал на „Corporate Programs“ е тој што ги рангира компаниите вклучувајќи ги и оние компании за кои „ние даваме препораки за подобрување на политиката за корпоративно управување на вашата компанија или воспоставување збир на начела за корпоративно управување“. „Corporate Programs“ исто така давале советодавни услуги поврзани со измените за наградата на директорот, воведување барања за сопственост на акции на функционер и на директор и измени во состојбата на вклучувањето на една компанија“. Некои компании ценеле дека со цел да се дешифрира значењето на нивните „ISS“ рангирања тие морале да ги користат нивните консултантски услуги и да научат како да ги зголемат своите „ISS“ рејтинзи. Главниот извршен директор на „ISS“, Џејми Хард (Jamie Heard) го тврдел спротивното, „многу компании всушност значително ги подобриле своите резултати без да користат наши консултантски услуги“.

„Governance Metrics International“ (GMI) се чини дека се откажува од таквите политики на „ISS“ и покрај тоа што нивниот главен оперативен службеник претходно бил главен извршен директор на „ISS“. „GMI“ изјавиле: „Ние нема да ѝ дадеме консултантски услуги за корпоративно управување на ниту една компанија што е дел

од нашата истражувачка сфера или пак се очекува да стане дел од таа сфера во рок од дванаесет месеци”. Потоа, да се осигури дека „ISS“ ја почувствувал штаканицата, тие додаваат, „да се направи тоа, според наше мислење, ќе влијае врз нашиот углед за независност и кредибилитет“. Други конкуренти на „ISS“, како што е пионерот во управувањето „Corporate Library“ и бирото за кредитна анализа достоино за почитување „Standard&Poog’s“ исто така избегнувале советодавни услуги за управување во врска со нивните рејтинзи (Gandossy, et al., 2004).

Директорите треба да имаат големо разбирање за да решаваат конфликт на интереси помеѓу директорот и компанијата. Должноста за лојалност во обичајното право била добро развиена релативно рано со оглед на тоа дека деловната соработка како правен институт се развила во една серија иновации и реформи дадени во законот за партнерството и за трустовите и тоа дека, аналогно на тоа, позицијата на директорот се ценела иста како онаа на старателот или на повереникот. Во други правни традиции позицијата на повереник на директорите е помалку нагласена, а должноста да се избегнуваат конфликти на интерес, а не да се профитира од позицијата во одборот на компаниите е помалку нагласена. Најзначајните судири кои се однесуваат на должноста за лојалност се: (1) трансакции на сродна страна, (2) корпоративни можности, т.е. користење информации што ѝ „припаѓаат“ на компанијата. Многу други аспекти поврзани со очекувањето дека директорот ќе се однесува лојално кон компанијата може да се поврзани со овие две главни применувања на должноста за лојалност и покрај тоа што во некои правни системи тие може да се регулирани посебно.

Следејќи ја терминологијата на обичајното право, должноста за лојалност претставува една компилација на функционално споредливи правни инструменти. Тие опфаќаат бројни поверенички стандарди па сè до приоди што користат правила со кои се утврдува внатрешната власт, надворешната застапеност, класифицирањето трансакции на сродната страна во забранети спогодби, спогодби што бараат оддавање и одобрување, обични трансакции, валидни без дополнителни барања. Се чини дека ефективноста на соодветните правила зависи од флексибилноста што ја дозволуваат тие и дека некои приоди повеќе тежат да се приспособат за една примена која е чувствителна на посебностите на еден поединечен случај отколку на другите случаи. Должноста за лојалност е понекохерентно регулирана отколку должноста за грижа. Во повеќето држави таа содржи барем некои итни правила за трансакции на директорот со

компанијата, корпоративни можности и/или конкурентно однесување од директорот. Меѓутоа, експресните правила за ситуации на конфликт на интерес се применуваат. Ова не мора неопходно да значи постоење на пропусти во правниот систем затоа што секое право ги знае повереничките начела што произлегуваат од општото граѓанско право, на пример, правото за застапување. Во Холандија и во Финска судовите ја користат општата формулација за позицијата на директорите, холандските правила бараат директорите да дејствуваат „согласно со она што се бара во стандардите за разумност и правичност, тие ќе бидат одговорни за правилно извршување на задачите што им се доделени“. Финското правило бара менаџерите да дејствуваат со должна грижа и да се промовираат интересите на компанијата. Може да се случи тесно приспособените правила да се поефективни во спречувањето повреди и во обезбедувањето правна сигурност.

4. Критики на одборот на директори

Имајќи предвид дека една од главните функции на одборот е да го оценува врвниот менаџмент, особено главниот извршен директор, често се поставувало прашањето дали одборот е способен сериозно да го оцени или да му се спротивстави на главниот извршен директор.

Меѓу 39 компании што се вклучени во „Dow Jones Industrial Average“, составени од големите корпорации на САД, само 10 компании имаат раздвоена улога на главен извршен директор и претседавач на одборот. Во однос на компаниите котирани според „Fortune“, само 10% имаат неизвршни претседавачи. Според тоа, едно исто лице што ја управува компанијата исто така раководи со состаноците на одборот и со неговиот дневен ред, па како резултат на тоа ги контролира информациите што му се достапни на одборот. И покрај тоа што повеќето одбори имаат повеќе аутсајдери отколку инсајдери, овие таканаречени „надворешни“ членови на одборот имале некој вид бизнис или лични врски со главниот извршен директор. Одборите на компаниите што биле вклучени во скандали биле со поранешни или сегашни извршни директори. Понатаму, на еден од надворешните директори на „Tyco International“ му биле исплатени 10 милиони долари затоа што помагал да се организира купувањето на групата „CIT“. Поранешниот главен извршен директор на „Adelphia“, Џон Ригас (John

Rigas), заедно со неговите три сина ги држел четирите од деветте места во одборот. Дали може од овој квартет да се очекува да бидат објективни набљудувачи?

Еден друг проблем со некои одбори е тоа што на директорите не им е доделен значителен интерес во компанијата. На пример, повеќето од внатрешните директори на „Disney“ поседуваат малку акции или никакви акции. Во 1997 година, „Business Week“ известил дека одборот на „Occidental Petroleum“ му одобрил една исплата од 95 милиони американски долари на својот главен извршен директор, но двајца членови од неговиот одбор, Џорџ О. Ноли и Азиз Д. Сирани (George O.Nolley, Aziz D.Syrani), поседувале поединечно само 2280 и 1450 акции од акциите на компанијата и покрај фактот што биле во одборот 14 години.

Дали директорите се способни да обезбедат време и експертиза што се потребни за целосно да ја сфатат главната оперативна и финансиска одлука на компанијата? Некои директори, особено оние што се потенцијално добри во таа улога, може да членуваат во повеќе одбори истовремено. Според „Business Week Article“ од 1977 година, неколку лица се директори во 10 или во повеќе компании. „Coca-Cola“ има 5 директори што работат во најмалку 5 одбори. Освен тоа, повеќето директори исто така држат работни места со цело работно време, што бара доста напор. Често тие самите се извршни директори на компанијата. Дополнително, некои директори едноставно немаат искуство да бидат членови на одбор. Тоа значи дека независноста сама по себе не е доволен квалитет да се биде ефективен директор.

На крајот, како што беше споменато претходно, некои одбори се едноставно преголеми, што дава помала веројатност дека сите директори ќе бидат активно инволвирани и ќе биде потешко да се заврши потребната работа. Одборот на „Disney“ има 16 членови, а на „Enron“ 15. Дали е тоа преголемо и дали е ова дел од проблемот? Некои академски истражувања веруваат дека е така. Како што беше претходно споменато, според истите студии, компаниите со помалку директори имаат поголеми вредности вклучувајќи ја и нивната ефективност. Како заклучок, денес многу проблеми ги вознемируваат одборите. Многу директори можеби навистина биле независни, тие се презафатени, а може да немаат и експертиза да ги извршуваат своите обврски. Овие проблеми може да објаснат зошто се случуваат корпоративни скандали (Kenneth, et al, 2007).

5. Злоупотреби во корпоративното управување

5.1. Злоупотреба на односите помеѓу групите во корпоративното управување

Земјите како Италија, Франција и Белгија во своите закони за компаниите имаат одредби за групациите на компании. Слично на случајот на индивидуална компанија, групацијата односно компанијата-мајка има право и должност да ги менаџира групацијата и нејзините компании во состав, во согласност со севкупните интереси на групацијата. Главната предност на признавањето на интересот на групацијата е тоа што нуди повеќе јасност за директорите на подружниците, како и одредување трансакција што треба да ја одобрат тие. Неколку земји, како Португалија, Унгарија, Чешка и Словенија, Хрватска и надвор од ЕУ - Бразил, го имаат усвоено германскиот модел и имаат воспоставено самостоен орган на групацијата согласно со законите за компаниите. Таму се всушност два вида германски групи: фактички и договорни (OECD, 2012).

Според *фактичката* контрола, компанијата е сопственик на акциите или на правото на глас во друга компанија. Какво било негативно влијание од матичната компанија мора да биде изнесено на виделина и е предмет на ревизија. Секој акционер може да бара посебна истрага од регулаторот на финансиските пазари ако според одборот негативното влијание не е правилно надоместено. Матичната компанија и нејзините директори за негативното влијание се одговорни не само на подружницата, но, исто така, и на акционерите на подружницата ако тие имаат дополнителна загуба со падот на цената на акциите на компанијата. Директорите и членовите на надзорниот одбор на подружницата може да бидат индивидуално и колективно одговорни за подружницата ако „го покријат“ негативното влијание на матичната компанија без надоместок.

Договорна групација е создадена со договор за контрола со управниот одбор на компанијата, при што се обврзува да се следат упатствата на матичната компанија и вообичаено целиот профит од подружницата се пренесува на матичната компанија. Исто така, матичната компанија мора да ги покрива загубите на подружницата врз годишна основа, со цел одржување на капиталот. Доверителите и акционерите се заштитени; тие стануваат иматели на преференцијални акции и добиваат фиксна

дивиденда. Тие исто така имаат право на откуп на акции што ги поседува матичната компанија во подружницата по фер цена.

5.2. Корпоративното управување во поврзаните компании

Согласно со член 491 од Законот за трговските друштва, „поврзани друштва се правно самостојни друштва кои се поврзуваат и кои воспоставуваат меѓусебни односи како:

- 1) друштво коешто во друго друштво има учество, значајно учество, мнозинско учество или мнозинско право во одлучувањето или заемно учество и
- 2) зависно, владејачко друштво и друштва кои дејствуваат заеднички.“

Во доцните 1980 години при пропаѓањето на берзата, откриен се голем број случаи во кои биле прекршени или заобиколени основните правила користејќи членови од семејството или сродни компании. Трансакциите вклучувале заеми на директори, меѓукомпаниски заеми, наградувања извршни директори и давачки за услуга и други некомерцијални аранжмани. Како што покажува доказот на Постојаниот комитет за законски и уставни работи на Домот на претставниците на Австралија од 1991 година, во одредени компании имало „значителни трансфери на богатството од акционерите кон менаџментот“. Законот не успеал да ограничи и да наложи соодветно прикажување на трансакциите од личен интерес помеѓу една компанија и партиите поврзани со компаниите (Farrar, 2006, p.121).

Тркалезната маса на ОЕЦД што се одржала во Азија нив ги идентификувала како главен проблем (ОЕЦД, 2009), како и тркалезните маси за корпоративно управување во Латинска Америка (ОЕЦД, 2003). Исто така и најновата „Зелена книга“ на Европската комисија (2011) го поставила прашањето дали на малцинските акционери им треба поголема заштита од трансакциите *со поврзани страни* и ако им треба, какви мерки може да се преземат. Најмалку три земји-членки на ЕУ или вовеле нови регулативи за транспарентност и одобрување (Италија), или размислуваат за тие прашања (Франција).

Како дел од тој процес, тие ги поделиле трансакциите на поврзаните компании како трансакции што ги сметаат за бенигни и на трансакции што ги сметаат за потенцијално проблематични. Од друга страна, процесите на спроведување и надомест на штета за малцинските акционери во голема мера се разликуваат делумно поради

ефикасноста на правните системи и исто така поради ограничувањата на законската регулатива. Клучните елементи за управувањето со трансакциите на поврзани компании вклучуваат дефиниција, регулатива и прикажување, откривање и процеси за одобрување на мониторинг и санкции. За таа цел се усвои Меѓународниот сметководствен стандард 24 за да ги дефинира трансакциите на поврзаните страни и поврзаните страни за целите на финансиско известување.

Денес, подобрувањето на деловните практики резултира со посоодветен третман на малцинските акционери (ОЕЦД, 2012). ОЕЦД го објавила својот извештај „Трансакции со поврзани страни и права на малцинските акционери“ во 2012 година, во кој се дадени неколку клучни препораки:

- На глобално ниво, потенцијалот за злоупотреба на трансакциите со поврзани страни се перцепира како критично политичко прашање. Иако тие се ретко забранети, правните системи барале да се воведат процеси за одобрување за да се минимизира негативниот потенцијал. Пристапот на земјите варира, па затоа извештајот од 2014 година се фокусира на искуството на пет правни системи (Белгија, Индија, Израел, Италија и Франција) со поопшти информации за 31 друга земја.
- Иако со воведувањето на Меѓународниот сметководствен стандард 24 за трансакциите со поврзани страни низ целиот свет се вовел важен стандард за транспарентност, сам по себе тој не е доволен. Правните системи што биле предмет на ревизија вовеле барања за тековно прикажување на материјалните трансакции. Дефинирањето на материјалноста е посебен предизвик со индикации дека квантитативните критериуми може да бидат поефективни. Исто така, може да биде неопходен постојан мониторинг од регулаторот. Трансакциите исто така се класификувани според тоа дали се според пазарни услови и/или дали се повторливи.
- Во однос на одобрувањето на трансакциите со поврзани страни, голем акцент е ставен на одобрувањето од одборот, со тенденција за делегирање на оваа задача на комитет на независни членови на одборот. Често се поставуваат прашањата за тоа како да се осигури ефективна независност на членовите на одборот од контролирачките акционери. Земени се три пристапи што претставуваат добри практики. Прво, акционерите имаат право на глас при одобрувањето на одредени трансакции, а акционерите што се заинтересирана

страна се исклучени. Второ, малцинските акционери може да гласаат директно за член на одборот по нивен избор. Трето, во некои случаи контролирачкиот акционер има доверителска должност кон другите акционери и компанијата. Трансакцијата со поврзана страна која претставува злоупотреба би била против интересите на неконтролирачките акционери и со тоа би претставувала прекршување на должноста.

- Спроведувањето е клучен проблем во целиот свет и понатаму останува како предизвик. Во неколку правни системи сега се преземени чекори за формирање специјализирани судови и во две од нив регулаторите сега бараат надоместување на судските трошоци за деривативните акционерски постапки.
- Во повеќето земји во светот, компаниските групации и концентрираната сопственост се нормални. Во такви услови, трансакциите помеѓу поврзани страни главно се извршуваат со контролирачките акционери и/или со членките на компаниската групација. Тоа предизвикува посебни проблеми во управувањето и во класификувањето на трансакциите со поврзани страни. Некои меѓукомпаниски трансакции со подружници во 100% сопственост може да не претставуваат голема закана за злоупотреба, но други може да претставуваат голем проблем. Во некои правни системи законот и правната практика признаваат дека директорите на компанијата својата должност ѝ ја должат на компаниската групација. Во други права, контролирачката компанија мора да преземе одговорност за своите постапки.

Комисиите за внатрешна контрола или комисијата за ревизија често се користат за одобрување трансакции на поврзани компании, особено оние што се сметаат за материјални и неповторливи или кои не се според пазарните услови. Тоа не го ослободува целиот одбор од преземање одговорност. Во Франција, независните директори немаат *de jure* улога, а главната улога му е доделена на надворешниот ревизор. Иако и Соединетите Американски Држави и Велика Британија беа пионери во користењето независни директори за одобрување трансакции за сопствена корист, нивното користење во контролирани компании е многу попроблематично бидејќи тие својата позиција им ја должат на мнозинските акционери.

Во некои земји, на пример Германија, управниот одбор би продолжил да има овластување да ја застапува компанијата во една таква трансакција. Меѓутоа, ова не се

применува кај сите системи со двостепен одбор. Словенечкиот закон, на пример, пропишува дека е потребно овластување од надзорниот одбор кога директорот (или член од семејството) има 10 или повеќе проценти од акционерскиот капитал, кога е тивок партнер или учествува на некој друг начин во добивките на друго претпријатие. Ако има износи помали од 10%, директорот сепак мора да го извести надзорниот одбор во рок од три работни дена. Законот за компании не забранува заинтересираните директори да учествуваат и да гласаат на состанокот на одборот, кој решава за заинтересираните трансакции, но добрата практика (и моделот на членовите за здружување што се применуваат ако компанијата не усвои алтернативни членови) бара директорот да се воздржи од гласање. Покрај тоа, во Велика Британија, компании што котираат со премиум на Лондонската берза подлежат на дополнителни барања. Правилата за котирање што ги усвоија „UK Listing Authority“ (UKLA) бараат таквите компании да им ги прикажат трансакциите поврзани со страната за која станува збор на своите акционери и да добијат одобрување од акционерот за трансакцијата. Трансакциите поврзани со страната за која станува збор се дефинирани како трансакции помеѓу компанијата и, меѓу другите, директорот, директорот во сенка или важен акционер на компанијата. Важно е тоа што на заинтересираниот директор не му е дозволено да гласа за резолуцијата со која се одобрува трансакцијата на соодветната страна.

Во секое право, корпоративното право и другите сродни регулаторни рамки кои ги покриваат трансакциите на поврзана страна усвојуваат една комбинација на голем број регулаторни стратегии, како што се одобрување од одборот и одобрување од акционерите. Забранување на трансакциите на поврзана страна е помалку често и нивната покриеност е ограничена. Во 12 земји (на пример, Бразил, Чиле, Естонија, Франција, Кина, Унгарија, Индија, Кореја, Португалија, Турција, и Соединетите Држави) се забрануваат голем број материјални трансакции на поврзана страна фокусирајќи се главно на заеми помеѓу една компанија и еден од нејзините директори. Некои права (на пример, Нов Зеланд) забраниле голем број материјални трансакции на поврзана страна, додека оваа забрана може да се откаже со одобрување на мнозинските акционери. Во поглед на прикажувањето на трансакциите на поврзана страна, сите права усвоиле или меѓународен сметководствен стандард (IAS24), или локален стандард кој е еквивалентен на „IAS24“, со кој сите компании што котираат на берзата во своите финансиски извештаи треба годишно да ја објават која било трансакција пред

директорите, извршните директори и акционерите. Покрај периодичните објавувања, некои правни системи (на пример, Аргентина; Естонија; Израел; Хонг Конг; Кина; и Велика Британија) бараат веднаш да се објави секоја значајна трансакција на поврзана страна откако биле утврдени термините и условите. Обично содржат материјали што се неопходни за акционерите да решат дали да ја одобрат трансакцијата на генералното собрание на акционери. Во многу права одборот е задолжен да донесе одлуки за трансакциите на поврзана страна примарно во најдобар интерес на компанијата. Најчеста основа за одговорноста на одборот се неговите поверенички должности. Речиси кај половината од правните системи се бара одборот експлицитно да одобри одредени видови трансакции на поврзани компании. Во оние права во кои се бара одобрување од одборот преовладува воздржување на соодветни членови на одборот. Независните членови на одборот играат клучна улога, со тоа што ги прегледуваат роковите и условите за трансакции на страната за која станува збор, често како член на комитетот за ревизија. Во некои права потребна е или се препорачува една независна формална проценка со цел да се образложи добрувањето на одборот. Одобрувањето од акционерот на трансакциите поврзани со страната за која станува збор може да се смета за една алтернатива или дополнување на одобрувањето на одборот, но практиката не е широко распространета и често се применува само за големи трансакции или за оние што не се според пазарните услови. Во Аргентина, Чиле, Италија и Турција, потребно е одобрување од акционерот само кога трансакцијата не е одобрена од независните директори. Во Велика Британија, претходно одобрување од акционерот е задолжително за нерутинските трансакции на поврзани компании на компании што котираат на берзата. Во 16 земји се бара одобрување од акционерот како една дополнителна контрола за потенцијалната злоупотреба на трансакциите поврзани со страната за која станува збор, 10 од овие земји усвоиле одредби за одобрување од незаинтересирани акционери („малцинско одобрување“ или „мнозинство од малцинството“). Во осум права како предуслов за одобрување од акционерот потребно е да се добие мислење или проценка од надворешни ревизори или од други надворешни специјалисти.

6. Влијанието на кодексот „Sarbanes-Oxley“ врз иднината на корпоративното управување

Одговорот на Конгресот на САД за она што во тоа време изгледало дека е отворање на една голема погрешна линија во корпоративното управување и поткопување на акционерскиот капитал на пазарот на САД било брзањето да се донесе актот „Sarbanes–Oxley“. Ова законодавство правело обид да воспостави нов режим на интерни контроли во корпорациите на САД, кои ќе се одразат во деловните прописи во целиот свет.

„Sarbanes-Oxley“, нацрт-закон изготвен од демократскиот сенатор Пол Сарбејнс (Paul Sarbanes) и од републиканскиот конгресмен Мајкл Оксли (Michael Oxley), беше потпишан како закон од Претседателот на САД Џорџ В. Буш (George W. Bush) на 30 јули 2002 година. Актот формира едно ново тело за надзор за да ги регулира ревизорите, да создаде закони што се однесуваат на корпоративната одговорност и да се зголемат казните за службениците во врска со корпоративниот криминал (Kenneth, et al, 2007, p.133). Откако го потпишал како закон, претседателот Џорџ Буш изјавил дека тој вклучува „најдалекосежни реформи на американските деловни практики од времето на Франклин Д. Рузвелт“ (Bumiller, 2002). Актот содржи 11 делови вклучувајќи и одредби за следните прашања:

- Прикажување задолжителна „контрола на контролните системи“ во врска со финансиското известување, која мора да биде потврдена од независни ревизори;
- финансиски извештаи кои треба да бидат потпишани од главните извршни функционери и од главните финансиски функционери;
- правила за независноста на ревизорот (термински ограничувања за водечки ревизор, забрана против спојување на консултирањето и ревизијата итн);
- формирање одбор за надзор на сметководството на јавно котирана компанија, една полуприватна институција, која ќе треба да ја надгледува ревизорската професија;
- задолжителни независни ревизорски комитети да ги нагледуваат односите помеѓу компанијата и нејзиниот ревизор;
- забрана на лични заеми за секој извршен функционер или директор;
- забрано известување за инсајдерско тргување;

- забрана на инсајдерско тргување во периоди на привремен прекин („blackout“) на пензискиот фонд;
- значително зголемени кривични и граѓански казни за повреди на законот за хартиите од вредност;
- заштита на дојавувачите на информации што ѝ даваат информации на јавноста.

„Sarbanes-Oxley“ претставува еден комплексен придонес во областа на практиката што е веќе доста регулирана со Законот за компаниите и со кодексите за најдобра практика. Постојат нови директиви на ЕУ за транспарентност (2004), проспекти (2003), транспарентност, злоупотреба на пазарот (2003), преземања (2004), финансиски инструменти (2004). Уште повеќе, сите европски земји сега имаат усвоено кодекси за корпоративно управување врз основа на придржување или објаснување. Повеќето од новите регулативи за корпоративно управување може да се ценат за „втора генерација“ во смисла на тоа дека тие се однесуваат не само на контрола на извршните директори, туку надворешните ревизори треба да ги контролираат постапките за внатрешна контрола што се дизајнирани со цел контрола на извршните директори. Чудно е тоа што тие институции за кои се смета дека не успеале во бројни случаи – ревизори, одбори, акционери – сега преземаат една уште поголема улога во корпоративното управување. Кога контролата не функционира или, пак, кога се тврди дека не функционира, одговорот беше да се контролираат надворешните ревизори - и можеби третата генерација контроли не е далеку од воспоставување.

Клучните цели на „Sarbanes–Oxley Act“ се да се зголеми независноста на одборот како во поглед на размерот на независните директори што работат во одборите на приватните компании на САД, така и во поглед на дефиницијата за тоа што претставува „независност“ на еден директор и да се подобри надгледувањето на одборот со јасно дефинирање на одговорностите на одборите и на нивните комитети.

Вилијам Х. Доналдсон (William H. Donaldson), Претседавач на Комисијата за хартии од вредност на САД, на тркалезна маса одржана во 2005 година со главните финансиски функционери на корпорациите загрижени од обемот на работата наведен во делот од Актот за известување за внатрешни контроли, „Sarbanes–Oxley“ го бранел како: „неопходна и разбирлива реакција на една низа корпоративни скандали без преседан, кои имале корен во едно нетолерантно управување, сметководство и во ревизорските неуспеси”.

Делот од Актот бара менаџментот да процени и да извести за неефективноста на внатрешните контроли во врска со финансиското известување и надворешниот ревизор на компанијата да извести подеднакво и за внатрешните контроли, и за проценката од менаџментот на овие контроли. Барањата на внатрешната контрола може да имаат најголем потенцијал за да ги подобрат точноста и верувањето во финансиското известување.

Според Елиот Шпицер (Eliot Spitzer), врховен обвинител на државата Њујорк, „Клучната лекција научена од неодамнешните скандали е дека проверките на системот не успеале. Кодексот на честа не функционираше за главниот извршен директор. Контролата врз одборот не функционираше. Само регулирањето било целосен неуспех. Но, една работа функционираше - спроведувањето на законот“. (Wall St Journal, 5 April 2005)

Ревизорските правила на ЕУ и на САД сега се „доста конвергентни“ и ги следат принципите на независен јавен надзор, осигурување на квалитетот на ревизијата, почеста ротација на ревизорите и избегнување конфликт на интереси. Усвојувањето на Меѓународните стандарди за финансиско известување и регулаторната конвергенција отвораат можност за широко распространето формално усвојување на Меѓународните стандарди за ревизија.

7. Утврдување на ризикот во корпоративното управување

Контролирано преземање ризик лежи во срцето на сите деловни активности. Рамнотежа помеѓу ризикот и наградата е суштината на бизнисот, без преземање ризици компаниите не може да генерираат добивка.

Профилот на ризик за компаниите се менува како одговор на опкружувањето. Во извештајот на Чартис (Chartis) за 2010 година, за управувањето со ризик и за можностите во корпоративниот сектор, е заклучено дека компаниите со промет од 5 до 50 милиони фунти го сметаат посткризниот период како многу неизвесен период. Над 80% од испитаниците сметаат дека ризиците сега изгледаат пореално, во однос на сериозноста на влијанието што можеле да го имаат врз бизнисот, во споредба со периодот пред 5 до 10 години (Institute of directors, 2012).

Управувањето со ризикот во основа е функција на извршниот менаџмент. Опфатот, организацијата, и функционирањето на оваа функција се утврдуваат од

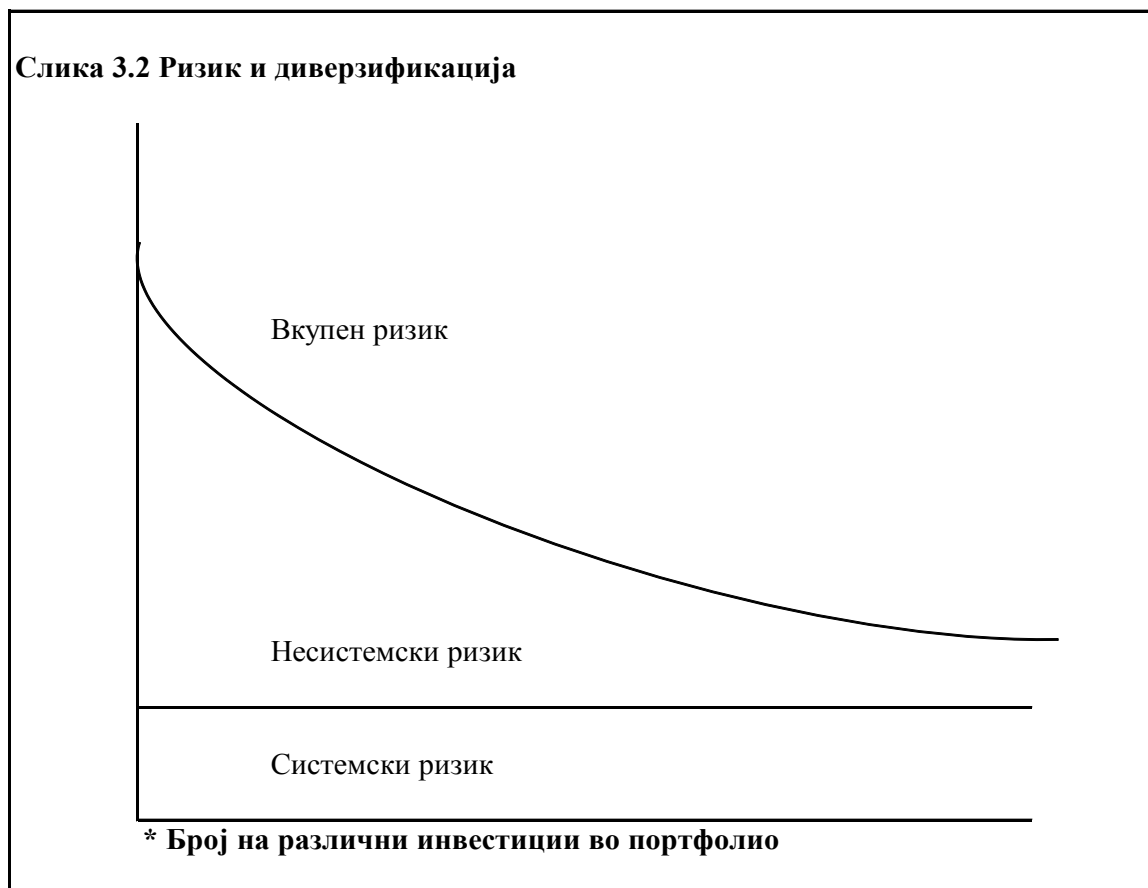
главниот извршен директор. Секоја сугестија дека управувањето со ризикот не е дел од одговорноста на главниот извршен директор е еднаква на поткупување на одговорноста на менаџментот на главниот извршен директор.

Многу компании што формираат посебна комисија за ризик или што воспоставуваат комисија за ревизија поседуваат одговорност за ревизија и за ризик истовремено. Директорите во одборот се одговорни за системот на внатрешна контрола на компанијата и за постоењето механизми со кои ќе обезбедат внатрешните контроли на компанијата и системите за управување со ризик да функционираат ефикасно.

Подеднакво, многу компании особено поголемите компании или оние со значителни прекуокеански трансакции може да согледаат дека имаат интерес или *валутна изложеност* што треба да се покрие. Злоупотребата на деривативите со слаба внатрешна контрола и со непостоење на набљудување доведе до пад на банката „Barings“ и други компании подеднакво може да се во ризик. Според тоа, еден комитет за ризик ги разбира ризиците со, меѓу другото, користење деривативи а ова ќе бара високо ниво на финансиско искуство и способност да се бара надворешен професионален совет онаму каде што е неопходен.

Влијанието на бројот на различните инвестиции во портфолија врз ризикот е прикажан на слика 3.2, при што се констатира дека износот на несистемски ризик се намалува како резултат на зголемување на бројот на поединечни видови удели во портфолиото.

Слика 3.2 Ризик и диверзификација



Извор: Crowther, D., Seifi, S., (2011), *Corporate Governance and International Business*, Ventus Publishing ApS, bookboon.com , p.76.

Патан (Pathan, 2009) користејќи еден примерок од 212 големи холдинг-компаниии на банки во САД во периодот од 1997 до 2004 година, ја испитувал релевантноста на структурата на одборот на банката врз преземањето ризик од банката. Тој заклучил дека „силни одбори на банка, особено мали и помалку рестриктивни одбори, позитивно влијаат врз преземањето на ризикот од банките. Спротивно на ова, моќта на главниот извршен директор негативно влијае врз преземањето ризик од банката“. Во меѓувреме Јатим (Yatim, 2010), во една студија за 690 компании кои се котираат на берзата на Малезија за финансиската година 2003, нашол силна поддршка за една асоцијација помеѓу воспоставување комитет за управување со ризик и цврсти структури на одбор. Поконкретно, резултатот покажа дека компаниите со голем дел неизвршни директори во одборите и компаниите што ги одвојуваат позициите на главните извршни функционери и на претседавачите на одборот постои веројатност да формираат самостоен комитет за управување со ризик. За компаниите со поголемо искуство во одборот и со совет на одборот исто така постои веројатност да формираат комитет за управување со ризик. Овие наоди сугерираат дека посилените одбори ги

покажуваат својата заложба и свест за подобро опкружување на внатрешна контрола (Malin, 2010).

„ASX“ упатува на тоа дека одборот или соодветниот комитет треба да воспостават политики за надзор и за управување со ризикот. Со цел да се биде во состојба да се управува со ризикот, на одборот му е потребна (Arguden, 2009, p.119):

- **Ментална подготовка.** Идентификувањето на ризиците бара добро разбирање на индустријата и на конкурентските динамики, како и на социјалните, економските, политичките, технолошките и еколошките трендови. За подобрување на надлежностите, потребни се не само бројни извори на информации, туку исто така алтернативни планови за акција подготвени врз основа на сценарио за анализа и симулација.

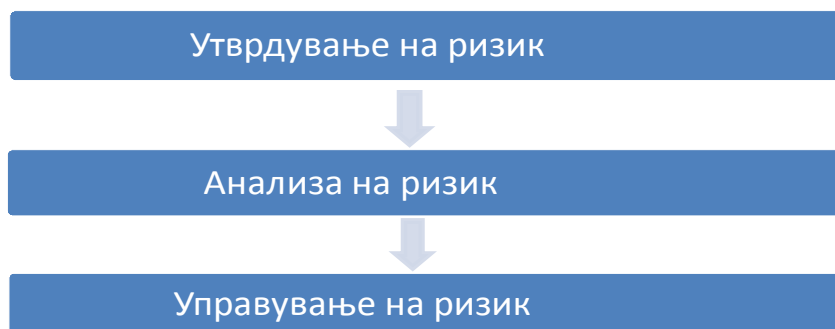
- **Споделување на ризикот.** Причините за формирање заеднички вложувања во мегапроекти вклучуваат не само зголемување на фондот, туку и споделување на ризикот. Ризиците може да се споделат не само со партнерите на заедничкото вложување, туку исто така и со набавувачите или со потрошувачите.

- **Диверзификација.** Една од клучните причини за постоење на повеќе конгломерати на пазарите што се појавуваат во кои социјалните и економските ризици се повисоки е диверзификацијата на ризикот. Клучот за да се има добра диверзификација на ризикот е да се работи во различни индустрии што имаат мала корелација со деловните кругови на секоја од нив.

- **Финансиска промисленост.** Користење понизок однос на долг/акционерски капитал, внимателно постапување со салдото на благајната и термински несогласувања на вредноста на валутата во билансната состојба, претставуваат алатки кои често се користат од високо нестабилните и претпазливи пазари.

Пред да се превземе одредена стратегија за ризикот, неопходно е да се преземат фазите презентирани на слика 3.3.

Слика 3.3 Фази во постапувањето со ризикот



Извор: Crowther, D., Seifi, S., (2011), „*Corporate Governance and International Business*“, Ventus Publishing ApS, bookboon.com , p.70.

Управувањето со ризик претставува еден значаен аспект од деловниот менаџмент и има улога што треба да ја игра во врска со ова затоа што целосното познавање на корпоративното управување и неговите импликации може да го намалат ризикот. Во поглед на нивниот став за ризикот, луѓето може да се класификуваат во три вида:

- **Оние што бараат ризик.** Лице што бара ризик е лице кое ќе ја процени можноста за позитивен резултат повисоко отколку ризикот од негативниот резултат. Кога ќе се соочи со две еднакви можности за добивка или за загуба што произлегуваат од одредена одлука, лицето кое бара ризик ќе избере да продолжи поради можноста за профит.
- **Против ризик.** Лицето кое е против ризик ќе ја оцени можноста од негативен резултат повисоко отколку можноста од позитивен и во истата ситуација ќе избере да не продолжи поради можноста од загуба.
- **Неутрален ризик.** Едно лице кое е неутрално во поглед на ризикот ќе ги оцени подеднакво и двата резултата и ќе биде индиферентно за тоа дали да продолжи или не во оваа ситуација.

ГЛАВА 4 УЛОГАТА НА ОДБОРОТ НА ДИРЕКТОРИ ВО КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

1. Определување на улогите на одборот на директори и на менаџментот

Определувањето на односот помеѓу одборот и менаџментот е од клучно значење за успешно корпоративно управување. Тоа е однос што мора да продолжи да се одржува континуирано во баланс. Она што е потребно е заеднички да се определат улогите од одборот и од менаџментот, заемно почитување на двете страни, продолжувајќи отворен дијалог и комуникација, како и постоење на силно лидерство во рамките на одборот.

При поделбата на работата помеѓу менаџментот и одборот генерално се можни две сценарија:

- ***Одбор кој секогаш вели „да“.*** Одборот на директори има целосна одговорност да назначи главен извршен директор и да раководи со неговите активности со цел да обезбеди задоволување на интересите на акционерите. Сепак, сè поретки се претерано задоволни одбори затоа што поголемите преседани се насочени кон одговорноста на директорите.
- ***Одбор како пречка на менаџментот.*** Одбори кои се наметнуваат, при што ја доведуваат во прашање мотивацијата на главниот извршен директор. Исто така, членовите на одборот или ќе ја киднапираат улогата на извршниот член или ќе создадат толку многу оперативни граници, со што ефективно работеење на компанијата едноставно не е можно. Од перспектива на менаџментот, треба да се земе предвид како ќе се чувствува ако одборот премногу навлезе во „територијата“ на менаџментот.

Директорите историски биле помалку ефективни да го спречат менаџментот да се занимава со бескорисна диверзификација или да го присилуваат да отфрли вишок готовина отколку да ги отстранат менаџерите кои имаат мали перформанси. Поврзано со ова, според Вафеас (Vafeas, 1999), постои евиденција дека намалувањето во цената на акцијата води кон зголемување на активноста на одборот, како што е измерено од бројот на годишните состаноци на одборот.

Согласно со „ASX Recommendations for corporate governance and best practice“, како прво основно начело се наведува дека една компанија треба да ги признае и да ги објави соодветните улоги и одговорности на одборот и на менаџментот.

1.1 Кодекс на корпоративно управување

Кодексот на корпоративно управување на компанијата претставува изјава за принципите врз кои се извршува практиката на корпоративното управување на компанијата. Кодексите се само препораки и немаат обврзувачки карактер. Веројатно главната причина зошто тие имаат влијание е дека тие ја едуцираат јавноста вклучувајќи ги и инвеститорите. Сè додека се подготвени од стручни и независни тела што имаат авторитет, тие се повољни за ефикасно управување. Во 2007 година Меѓународната федерација на сметководители („International Federation of Accountants“) го дефинира кодексот на корпоративно управување како: (<http://en.wikipedia.org>)

„Принципи, вредности, стандарди или правила на однесување што ги водат одлуките, процедурите и системите на една компанија на начин што придонесува за зголемување на благосостојбата и на вредноста на клучните стејкхолдери и ги почитува правата на сите конституенти кои се под влијание на операциите и на активностите што ги извршува“

Цел е транспарентно да ја претстави управувачката структура на компанијата и да ја демонстрира посветеноста на компанијата кон доброто корпоративно управување со развивање и унапредување на (Тикваровска, et al, 2007, стр.54):

- Одговорно и совесно управување;
- Ефективен надзорен одбор и извршни тела што дејствуваат во најдобар интерес на компанијата и на нејзините акционери вклучувајќи ги и малцинските акционери, изнаоѓаат начини да ја подобрат вредноста на акциите со одредени, одржливи методи и
- Соодветно објавување информации и транспарентно работење, како и ефективен систем за управување со ризици и внатрешна контрола.

Одделните земји имаат усвоено кодекси за корпоративно управување во кои се опфатени различни аспекти на управувањето презентирани во табела 4.1:

Табела 4.1 Кодекси за добро управување

	Независни директори	Разграничување на улогите на главниот извршен директор	Ротација на надворешниот ревизор?	Фреквенција на финансиско известување	Барање за "comply or explain"
Brazil CVM Code (2002)	Што е можно повеќе	Преферирање на поделба	Не се опфатени	Квартално	Не
France Bouton report (2002)	Најмалку една половина од одборот	Нема препорака	Редовно	Не е дадена препорака	Не
Russia CG Code (2002)	Најмалку една четвртина од одборот	Поделба согласно закон	Не се опфатени	Квартално	Не
Singapore CG Committee (2001)	Најмалку една третина од одборот	Постои препорака	Не се опфатени	Квартално	Да
United Kingdom Cadbury Code (1992)	Мнозинство на неизвршни директори	Постои препорака	Периодично	Полугодишно	Да
Combined Code (2003)	Најмалку една половина од одборот	Преферирање на поделба	Не се опфатени	Полугодишно, за компании кои котираат	Да
United States Conference Board (2003)	Значително мнозинство во одборот	Поделбата е една од трите прифатливи опции	Се препорачува за ревизорска компании	Квартално, согласно закон	Не

Извор: Tirole J., (2006), *The Theory of corporate finance* Princetone University Press Princetone and Oxford, Oxford, p.35.

Со усвојувањето, следењето и редовно надградување на кодексот за корпоративно управување, компанијата ја потврдува својата намера транспарентно да го води и да го промовира доброто корпоративно управување. За да ја зацврсти довербата на акционерите, вработените, инвеститорите и јавноста, кодексот на корпоративно управување на компанијата треба дури и да оди преку границите на

воспоставената законска рамка и да ги вклучи најдобрите национални и меѓународни практики за добро корпоративно управување.

1.2 Дефинирање на политиката на корпоративно управување

Политиката што овозможува прецизно управување на компанијата следи одредени начела како во однос на предметот за кој станува збор, така и во однос на нејзиниот состав или архитектура. Политиката на корпоративно управување е еден целосен систем што произлегува од природата на овластувањето на одборот. Почнувајќи од фундаменталните основи, политиката произведува начела за управувањето што се разумни за директорите, извршните директори и за другите. Споделената перцепција за целта и за природата на одборот која е резултат на ова дава една основа за дизајнирање управување така што одборот ќе може да се справи со реалниот свет, конкретните прашања што произлегуваат од една кохерентна и моќна перспектива. Природата на управувањето и неговите барања во поглед на процесите, структурите и вештините не се исти како оние за менаџментот.

Политиката на управување утврдува сеопфатен збир на алатки со кои одборот може да навлезе во корпоративната комплексност користејќи еден прецизен приод во поглед на предизвикот што постои отколку само да додаде повеќе работи што треба да ги направат директорите. Одборот се договара во пишана форма, па според тоа е експлицитна, изјава за неговата волја, и само оние што биле во салата на одборот кога таа волја била искажана и кои имаат долго и точно паметење знаат што рекол одборот. Харисон (Harison, 1987) го потврдува овој феномен и открива дека одборот не учествува активно во иницијативата и во формулацијата на корпоративните политики. Кога одборот воспоставува политика што ги контролира следните четири категории, одборот ја контролира организацијата затоа што сето она што управувањето и менаџментот може да го направат е вклучено во овие категории (Carver, et al, 2002, pp.23-24):

- **Процес на управување:** политиките ги опишуваат внатрешните операции на одборот, методите на управување, одговорностите и филозофијата;
- **Делегирање на одбор - менаџмент:** политиките ги пропишуваат методите на делегирање и на набљудување на одговорноста на одборот за перформансот на менаџментот;

- **Цели:** политиките пропишуваат која вредност треба компанијата да ја произведе во име на сопствениците, обично одредена форма на вредност на акционерот.

2. Одговорности на директорите во одборот на директори

Рамката на корпоративно управување треба да осигури стратегиско водење на компанијата, ефикасно надгледување на менаџментот од одборот и одговорност на одборот спрема компанијата и спрема акционерите.

2.1. Лојалност на директорите во одборот на директори

Повеќе правни системи го опишуваат директорот дека има две должности, должноста за грижа и должноста за лојалност (Anand, 2008).

- **Должноста за лојалност** значи дека еден директор мора да покаже цврста и неподелена лојалност кон акционерите на компанијата.
- **Должноста за грижа** значи дека директорот мора да даде должно внимание во донесувањето одлуки. Тој мора да открие што е можно повеќе информации по прашањето за кое станува збор и при донесување одлука да е во состојба да покаже дека ги разгледал сите разумни алтернативи.

Лојалноста на директорите кон друштвото е една од најзначајните претпоставки за добро извршување на работните обврски и за изградба на соодветна рамка за добро корпоративно управување. Со прифаќањето на овој принцип, директорите се обврзуваат дека интересите на друштвото, а не нивните лични интереси ќе бидат во преден план при извршувањето на нивните овластувања и должности (Тикваровска, et al, 2007, стр. 217).

Членовите на одборот мора секојпат да останат лично лојални на својата компанија, не смеат да ја искористат предноста на деловните можности на компанијата, да им помагаат на конкурентите или да вршат комерцијални трансакции со компанија што не одговара на нормалните пазарни услови. За учеството на членовите на одборот во одбори на други компании мора да се информира претседавачот на одборот, при што треба да се испита секаков можен судир на интереси. Исто така, ако еден директор учествува во одбори во две компании со конфликтни интереси, тој ќе биде принуден да

даде оставка во едниот одбор затоа што видно не може да покаже лојалност истовремено кон акционерите на двете компании. Лојалност на директорот кон компанијата исто така подразбира исклучување на користењето информации за друштвото или деловни трансакции на друштвото за постигнување лична корист. Должноста на лојалност бара директорите да не се занимаваат со практики што директно или индиректно им штетат на интересите на нивниот сопственик. Ова ги спречува директорите да се збогатат за сметка на сопствениците.

2.2 Избегнување на несообразно дејствување на директорите во одборот на директори

Потребата од унапредување на културата на отворено несосгласување претставува предуслов за избегнување несообразно дејствување на директорите во одборот. Главниот извршен директор и одборот може да го усогласат тонот што поздравува интерно давање повратни информации така што проблемите може да се идентификуваат и да се коригираат пред да настанат големи катастрофи во однос на интегритетот, финансиските односи и односите со јавноста (Gandossy, et al, 2014, pp.19-20).

Дали подигањето на гласот е пристojно, а недоразбирањето е прифатено или дури и очекувано и дали некое отстапување од ставот на еден доминантен главен извршен директор или неземањето предвид на мислењето на директорот се смета за нелојалност? Менаџерите ќе работат напорно во име на акционерите ако тие внимателно се набљудувани и ако ги имаат правните стимуланти. Меѓутоа, начин да се усогласат стимулансите на менаџерите со оние на акционерите е да се зголеми казната за менаџерите што се однесуваат на начин што не им е од корист на акционерите. Според „Sarbanes-Oxley“, се зголемува обемот на казни за кривични дела. Во јули 2005 година, Берни Еберс (Bernie Ebbers), основач и поранешен главен извршен директор на „WorldCom“, бил осуден на 25 години затвор затоа што бил вмешан во проневера во „WorldCom“ што изнесувала 11 милијарди американски долари. Исто така, Денис Козловски (Denis Kozlowski), поранешен главен извршен директор на „Tucos International“, добил казна по пресудата дека е виновен за голема кражба против „Tucos International“. Дали казнувањето служи да се одврати лошото однесување на

менаџментот? Често е случај „морковите“ или наградите да се подобри мотиватори отколку „стаповите“ или казнувањето (Kenneth, et al, 2007, p.21).

Со цел ефикасно дејствување на одборот, неопходно е да се избегнува несообразното однесување на директорите. Знаците на опасност за одборот го вклучуваат следното однесување на директорите (Gandossy, et al, 2004):

Отворено непочитување или недоверба помеѓу членовите на одборот и главниот извршен директор. И покрај тоа што одборот на директори е неспорно одговорен за корпорацијата, тој ги делегира активностите на извршните директори, кои се именуваат од членовите на одборот. Со оглед на тоа дека членовите на одборот ги назначуваат главниот извршен директор и другите извршни членови, тоа претставува знак на опасност кога односите ќе се влошат и ќе водат кон непочитување и недоверба. Ова може да укажува на тоа дека одборот не бил доволно независен да именува извршни членови по негов избор или, пак, дека главниот извршен директор се вкоренил.

Неединствен одбор. Често, особено кај големи одбори, директорите гравитираат кон помали групи. Ова е пожелно кога овие групи се во вид на функционални комитети и поволно кога тие се само групи на директори истомисленици, кои не тежат да доминираат или да ги вознемируваат другите директори. Меѓутоа постојат ситуации кога одборот има две или повеќе јасно одредени фракции на директори што работат еден против друг. Ова не е поволна ситуација никојпат во рамките на еден одбор затоа што тоа може да ја попречи продуктивноста и често е индикативно дека интересите на акционерите не се ефективно претставени.

Мало присуство на состаноците на одборот Една постојана шема на мало присуство на членовите на одборот е индикација на неефективен одбор. Ова е особено точно во ситуации во кои исто така постои неуспех да се справат со отсутноста. Одборот на директори има една неверојатно значајна улога во рамките на корпорацијата и таа улога не може да се исполни без активно и суштинско вклучување на директорите. Отсутен одбор е силна индикација дека извршните членови лошо управуваат.

Судир на интерес. Без оглед дали се стварни или видливи, судирите на интерес се опасни. Неуспехот да се решат судирите на интереси што се појавуваат и лошо управуваните политики за нивно откривање и елиминирање може да укажуваат на еден неефективен одбор. Понатаму, постојаните судири на интереси претставуваат еден

голем ризик дека интересите на другите, покрај оние на акционерите, влијаат врз одлуките на одборот.

Неуспех да се придржуваат кон политиките. Кога одборот на директори постојано не успева да се придржува кон своите сопствени политики, вклучувајќи ги политиките за етичките и оние што се однесуваат на процесите на донесување одлуки, тоа претставува индикација дека одборот е вкоренет и им служи на своите сопствени интереси. Слична ситуација е онаа во која одборот на корпорацијата не успева да се придржува кон повелбата и секундарното законодавство на компанијата, особено кога таквите неуспеси се игнорираат.

Лоша комуникација со инвеститорите. Без оглед дали е резултат на намерна тајност или на институционални бариери, немањето комуникација помеѓу одборот на директори и акционерите е индикатор за лошо корпоративно управување. Кога акционерите не се информирани за активностите на корпорацијата, тие не се во состојба ефективно да ги остварат своите права на глас и да доставуваат предлози. Ова може да укажува или да доведе до ситуации во кои интересите било на одборот или на извршните членови се остварени пред интересите на акционерите.

Незнаење за активностите на компанијата. Од членовите на одборот на директори не се бара да ги сфатат деталите од корпоративната активност затоа што тие се избрани не да ја водат компанијата, туку да го раковојат нејзиното водење. Токму поради оваа причина една од примарните функции на одборот е да назначи една способна група извршни членови што ќе ги води активностите на корпорацијата. Меѓутоа, со цел ефективно да се набљудуваат одлуките и постапките на извршните членови, членовите на одборот мора да имаат разумно ниво на знаење. Кога членовите на одборот немаат соодветно образование и искуство да ги сфатат активностите на корпорацијата, тие се повеќе подложни да бидат доминирани од извршните членови. Слични ситуации се појавуваат кога одборот не е соодветно информиран за корпоративната активност и покрај тоа што има капацитет да го направи тоа.

Неспорно придржување кон иницијативи и одлуки на извршните членови. Постојат неколку случаи кога хиерархиската структура на корпорацијата станува обратна и извршните членови го водат одборот место одборот да ги води извршните членови. Ваквите ситуации може да се многу опасни за инвеститорите затоа што постои веројатност да резултираат со игнорирање на нивните права. Пример за ваков

резултат би бил намален надоместок или плаќање на испратнина на главниот извршен директор.

Надмен одбор. Спротивното од еден одбор што е подреден на желбата на извршниот член е оној што ја попречува неговата способност да раководи со корпорацијата. Одборот се менува со назначување на едно стручно и ефективно извршно тело што ќе раководи со активностите на компанијата. Тогаш одборот е одговорен да управува со извршните членови за да обезбеди нивните постапки да се во најдобар интерес на компанијата. Пречекорувајќи ја својата улога и обидувајќи се да ја водат корпорацијата зад грбот на извршниот член, предизвикуваат една опасна ситуација која не само што ја попречува хиерархијата на управување, но исто така ризикува да му наштети на финансискиот успех на компанијата.

Малцински прашања доминираат на состаноците. Кога еден или повеќе членови на одборот доминираат на еден состанок на директори поставувајќи прашања што не предизвикуваат загриженост кај акционерите или кај значителен дел од одборот, тие ја намалуваат продуктивноста на одборот и ги ставаат во прв план своите сопствени интереси. Одбори што постојано се преоптоваруваат со такви проблеми покажуваат една неспособност самите да се управуваат и/или да ги контролираат поединечните директори. Ова може да е симптом на едно поголемо прашање во врска со неадекватноста на одборот и на почетокот може да доведе до идни проблеми.

Игнорирање предлози од акционер. На одборот на директори на корпорацијата му се дозволени дискрециски привилегии да ги вклучат предлозите од акционер на гласачките ливчиња и за спроведување предлози што добиле мнозинство гласови. Еден одбор што постојано ги одбива предлозите на акционерот може да има една шема за игнорирање на интересите на акционерот.

Задкулисни договори. Високо ниво на задкулисни договори и непостоење отворена комуникација меѓу членовите на одборот на директори е индикација за нездрави односи на директор. Овие задкулисни договори може исто така да претходат на значајни одлуки и на политички импликации што ги одразуваат повеќе интересите на поединечните директори отколку интересите на акционерите.

Недоволна самостојност. Независноста на одборот на директори е интегрална компонента за добро корпоративно управување. Со цел одборот ефективно да ги набљудува и да ги оценува активностите на извршните членови, мора да е составен од членови што не се вклучени во други области од корпорацијата. Меѓутоа, важно е да се

напомене дека вклучувањето независни членови во одборот не е доволно за да се создаде еден независен одбор. Вистинската независност исто така бара да се вклучат независните членови во комитетите на одборот и да се овозможи донесување одлуки од корпоративната структура. Ситуации во кои е попречено комуницирањето со независните членови на одборот или, пак, кога е попречено нивното вклучување во активностите за донесување одлуки од одборот, може да се индикатори за еден необјективен одбор.

2.3. Права и обврски на акционерите

Акционерите имаат ограничена одговорност и затоа имаат ограничени права да влијаат врз насоката на компанијата. Во суштина, функционирањето на тие права спаѓа во три категории. Тие имаат право да го „избираат“ одборот на директори. Второ, акционерите имаат право да достават акционерски предлози за гласање. Ако сакаат нивните предлози да бидат циркулирани преку полномошно на компанијата, тоа мора да биде ограничено во однос на предметот. На крајот, акционерите имаат право да поднесат тужба против компанијата или против одборот ако тие не ги исполнат нивните обврски. Една цела категорија на тужења во САД, наречени „деривативни“ тужби, се уникатни бидејќи се работи за акционери што тужат во име на корпорацијата и обично против сопствените извршни директори за активности за кои ценат дека требало да ги изврши корпорацијата. Овие тужби се чести во САД, но ретко се оди на судење бидејќи речиси сите се решаваат со спогодби од осигурителот на компанијата. Во минатото, тие беа многу доходовни за адвокатите, но акционерите немале многу корист од нив бидејќи исплатите на осигурувањето честосе враќале во корпоративниот буџет. Во поново време, за спогодби се потребни специфични подобрувања на управувањето, како и казни. Деривативните тужби се многу поретки во Велика Британија поради одлуката од 1843 година во спорот Фос против Харботл (Foss vs. Harbottle), со кој се воспоставува повисок стандард за повреда во прилог на тужбеното барање, вообичаено измама или постапување надвор од делокругот на доделеното овластување (Monks, 2011).

Правата што произлегуваат од акциите може да се поделат на имотни и на неимотни, во зависност од користа што ја остваруваат од нив сопствениците. Некои од нив се поврзани со постапките за донесување одлуки од значење за работењето и за

организацијата на друштвото, додека други се поврзани со остварувањето капитална добивка и поврат на инвестицијата со исплата на дивиденда (Тикваровска, et al, 2007).

Во групата *неимотни права* спаѓаат:

- правото на глас,
- право на известување за состојбите на друштвото,
- правото на поднесување тужба против одлуките на собранието на акционери,
- правото на еднаков третман,
- правото на увид во акционерската книга.

Во групата *имотни права* спаѓаат:

- право на слободно располагање со акциите, кое значи дека тие може слободно да се пренесуваат со трговски пренос преку склучување берзански трансакции,
- право на исплата на дивиденда, односно право на исплата на дел од добивката на друштвото е право како на имателите на обични акции, така и на имателите на приоритетни акции,
- право на исплата на остаток од стечајна или ликвидациска маса е право во случај на отворање постапка на ликвидација на друштвото, имотот на друштвото што останува по намирувањето на обврските кон доверителите се распределува меѓу акционерите во зависност од бројот на акциите што ги поседуваат и од повластените права што произлегуваат од акциите.
- правото на првенство на запишување на новоиздадени акции им овозможува на постојните акционери да запишат од новите акции што друштвото планира да ги издаде пред таквата можност да им биде дадена на другите лица.

Поединечните акционери немаат никаква должност спрема другите акционери и покрај тоа што имаат должности кон компанијата да плати за нивните акции. Колективно мнозинството има должност пред компанијата да плати за своите акции. Колективно мнозинството има должност да дејствува во рамките на уставот и онаму каде што постои измена во уставот која се однесува на експропријација на акции што ги има малцинството, постои должност да дејствува за соодветна цел и правично. Покрај ова, и во исклучителни случаи кога мнозинскиот акционер дејствува како директор во сенка, не постои повереничка должност да се контролираат акционерите онаква каква што постои во корпоративните закони на САД. Современото

корпоративно управување сè уште се обидува да формулира соодветни должности кои се однесуваат на саморегулирањето (Farrar, 2006, p.167).

Основните обврски на акционерите се (Тикваровска, et al, 2007):

- Да му го платат на друштвото целиот износ на акциите што ги имаат запишано. Акционерот е должен да му го плати на друштвото номиналниот износ на акцијата, односно поголемиот износ, ако акцијата е издадена со износ поголем од номиналниот. Забрането е пребивање на уплатите што треба да ги изврши акционерот врз основа на запишаните акции, со побарувања што ги има од друштвото врз друга основа, ниту пак може над непаричните влогови да оствари право на задржување.
- Да достават навремено известување до централниот депозитар на хартии од вредност за промените во податоците што се водат во него. Само акционерите што имаат извршено целосна уплата на акции може да го користат правото на глас.

Што е акционерски активизам? Слободно кажано, секојпат кога акционерите ќе го изнесат своето мислење за да се обидат да влијаат врз една компанија, тие се активни акционери. Акционерите што гласаат за своите акции доставуваат предлози за да се гласа по нив или што присуствуваат на годишни состаноци на акционерите со сигурност се сметаат за активни. Дури и пишувањето едно писмо до менаџментот во врска со некој аспект од работењето на компанијата или со социјалните политики може да се смета за активизам на инвеститорот. Акционерскиот активизам се однесува на три видови акционери: поединечни акционери, големи акционери и институционални акционери. Притоа, голем акционер може да биде или еден поединец, или еден институционален инвеститор.

Еден индивидуален инвеститор, со скромен број акции, е во состојба да присуствува на состанокот на акционери, да доставува предлози да се гласаат на тие состаноци и да гласа на таквите состаноци. Општо земено, Левис Гилберт (Lewis Gilbert) всушност се смета за првиот индивидуален акционер-активист. Во 1932 година, како сопственик на 10 акции во Консолидираната компанија за гас во Њујорк присуствувал на годишното собрание. Додека бил на состанокот, тој бил изненаден и вчудовиден дека не му била дадена можност да постави прашање. Потоа, Гилберт и неговиот брат влијаеле да се направи реформа и во 1942 година „SEC“ создале едно

правило да им се дозволи на акционерите да поднесуваат предлози кои може да се стават на гласање.

Денес, секој еден што поседува повеќе од 2000 американски долари или 1 процент од акциите на компанијата врз постојана основа во период од најмалку 1 година може да достави предлог на разгледување и за него да се гласа на собранието на акционерите. Од компаниите се очекува да достават предлози пред состаноците на нивните акционери. Секоја година се доставуваат околу илјада предлози од акционерите. Денес, повеќето од предлозите на акционерите се ориентирани кон управувањето, главно се обидуваат да измислат едно здружување на кое може да се разгледаат прашања во врска со амандмани против преземање, правила за гласање на акционер или за состав на одборот. Откако овие предлози ќе се усвојат или, пак, ќе се изнесат пред менаџерите, со сигурност може да имаат потенцијален позитивен ефект за компанијата. Ли Гринвуд (Lee Greenwood) е активен акционер добро познат на менаџментот на „General Mills“. Гринвуд еднаш едноставно предложил дека „Wheaties“ треба да се појават во авиокомпаниите и во хотели. Меѓу бројните поединечни акционери активисти, Евелин И. Дејвис (Evelyn Y. Davis) најверојатно е најпознатата чија слика излезе во магазинот „People“. Како скроман акционер на околу 120 компании, Дејвис присуствувала на околу 40 состаноци на акционерите секоја година. Што правела таа на тие состаноци? Секој еден од новинарите па сè до извршните членови се согласиле дека таа „предизвикала пекол“. Дејвис ги искарала извршните членови за сè, од доведувањето под прашање на одлуките за спојување па сè до огромниот износ што го добиваат тие. Повеќето поединечни акционери активисти користат помалку драматични методи. Сепак, доволно луѓе како Евелин Дејвис енергично и често сакале другите само да ги слушнат и ги сметаат за „корпоративни критизери.“ (Keneth, 2007, pp.90-93).

3. Улогите на главниот извршен директор и на претседателот на одборот на директори

Треба да постои јасна поделба на одговорностите на чело на компанијата помеѓу водењето на одборот и одговорноста на главниот извршен директор за водење на бизнисот на компанијата. Ниту еден поединец не треба да има неограничена моќ на решавање. Тоа е една од значајните разлики помеѓу структурите на корпоративно

управување во САД и во Велика Британија. Со унитарниот одбор во САД обично претседава главниот извршен директор на компанијата. Тоа е исклучително невообичаено во Велика Британија и е против принципот кој експлицитно утврдува дека „улогите на претседавачот и на главниот извршен директор не треба да ги извршува исто лице. Поделбата на одговорностите помеѓу претседавачот и главниот извршен директор треба да биде јасно воспоставена, утврдена во писмена форма и одобрена од одборот“. Насоката на Хигс за улогата на претседавачот ја потенцира улогата на претседавачот во воспоставувањето на севкупната атмосфера на одборот, во однос на неговиот интегритет или на неговата конструктивна и отворена дебата поврзана со ефективното решавање. Претседавачот мора да го управува одборот и да креира тим составен и од извршни и од неизвршни директори и да има соодветно воведување во работата на новите членови и аранжмани за развој на сите директори (Calder, 2008, p.69).

Ако главниот извршен директор и претседавачот на одборот е исто лице, постои вроден конфликт на интерес. „Young“ (2000) и „Dahya et al“ (2002) низ нивните истражувања документирани докажале дека во Велика Британија компаниите се повеќе подготвени да се раздели улогата на претседател на одборот и главен извршен директор.

Согласно со „Spencer Stuard Board Index S&P 500“ улогата на главен извршен директор и претседател на одбор ја вршела една личност во 53% од испитаните компании во 2014 година, 63% во 2009 година и 74% во 2004 година. Со тоа се покажува дека сè повеќе одбори ја раздвојуваат улогата на претседател на одборот со улогата на главен извршен директор.

Примарната улога на претседателот на одборот е да обезбеди ефективност на одборот во определувањето и во спроведувањето на стратегијата на компанијата. Според „Handbook of Internationale Corporate Governance“ (2009) главните *улоги на претседателот* се следните:

- Од него или од неа се очекува да дејствува како *водечки претставник* на компанијата, чија работа вклучува презентирање на целите и на политиките на компанијата пред надворешниот свет.
- Претседавачот *претседава* на генерални состаноци и на состаноци на одборот. Во однос на вториве, тука е вклучено да се утврди редоследот на дневниот ред,

да се обезбеди одборот да добие правилни информации и да се води евиденција за придонесот на поединечните директори и да се обезбеди сите да се вклучени во дискусиите и во донесувањето на одлуки. На сите состаноци претседавачот треба да ги насочи дискусиите за да се дојде до консензус и да ги сумира дискусиите така што секој да разбере што е договорено.

- Тој или таа преземаат **водечка улога во утврдувањето на составот и на структурата на одборот**. Ова вклучува редовни прегледи на вкупната големина на одборот, рамнотежата помеѓу извршните и неизвршните директори, рамнотежата во однос на возраста, искуство и личноста на директорите.
- Тој или таа дејствува како **ментор** и го пофалува одборот пред главниот извршен директор и предвреме дава свој придонес во клучните процеси како што се стратегија, развој на менаџментот и успешно планирање.

Значителните разлики помеѓу главниот извршен директор и претседавач се во тоа што:

- Претседавачите го спроведуваат **овластувањето** во одборот, додека главните извршни членови го спроведуваат овластувањето што им го делегирало одборот.
- Претседавачите ја остваруваат својата **власт** во име на одборот; главните извршни членови имаат лично овластување во согласност со условите на нивното назначување.

Пожелно е улогите на претседавачот и на главниот извршен директор да се раздвојат, со што ќе се помогне да се обезбеди ниту еден поединец да не е премногу моќен. Одборот треба да одржува рамнотежа помеѓу извршните и неизвршните директори. Сите директори треба да имаат пристап до секретарот на компанијата и исто така да се во состојба да даваат самостоен професионален совет. Претседавачот треба да држи состаноци со неизвршните директори без присуство на извршните.

„*Combined Code*“ (2006) наведува дека ниту еден поединец не може да има повеќе од едно претседателство во 100 компании на една „FTSE“, меѓутоа „*Combined Code*“ (2008) ја отстранил оваа рестрикција. Образложението за ваквата измена е дека со тоа што еден поединец ќе се ограничи да претседава со само едно „FTSE“ од 100 компании, не се води сметка за тоа во кои другите активности може да е ангажиран тој; овие други активности можеби не претставуваат тешкотија и во тој случај би било изводливо да се претседава со повеќе од една „FTSE“ од 100 компании. „*Combined*

Code“ (2010) наведува дека одборот не треба да се согласи извршниот директор што е во редовен работен однос да преземе повеќе од една неизвршна директорска функција во едно „FTSE“ од 100 компании или да е претседавач на таквата компанија.

Студија објавена во 2010 од „PWC“ наречена директори што водат: студијата за нивно сè поголемо влијание и значење откри дека „еден директор кој е лидер значително помага да ги фокусира талентот и мудроста на одборот кога ќе дојде до тешки ситуации: перформансите и наследувањето на менаџментот, управувањето со ризик, спојувањата и набавките и решавањето други внатрешни и надворешни прашања.“ Анкетираните директори што се лидери изјавиле дека најзначајните придонеси на улогата биле:

- Преземање одговорност за подобрување на перформансот на одборот,
- Градење продуктивен однос со главниот извршен директор и
- Обезбедување лидерство во кризни ситуации.

Улогата на претседавачот е еден од најважните клучеви што може да го отклучи потенцијалот на одборот. Ниту еден во компанијата или од одборот нема никаков авторитет, или воопшто никаква улога, освен ако не му ја додели одборот. Авторитетот за управување е даден на една група од еднакви, во која ниту еден член нема авторитет врз друг и сигурно ниту еден член нема никаков авторитет врз групата како целина.

Без оглед колку е неопходна улогата на претседавачот, ако ѝ се даде премногу авторитет, тоа може да ја поткопа одговорноста на групата. Дури и кога одборот формално не му дава на претседавачот преголема моќ, постои опасност тој да го направи тоа ненамерно. Целта на позицијата претседавач не е да ја ослободи групата од нејзиното тешко групирање, туку да помогне компетентно да се справи со нејзината групна природа. Претседавачот што „го спасува“ одборот од неговата одговорност ја поткопува целата причина за постоењето на одборот. Еден компетентен претседавач што го држи одборот за збор е непроценлив.

Исто така претседавачот работи за одборот, а не обратно. Тој или таа станува слуга на одборот со цел да ја задоволи потребата од лидерство на својата група. Всушност, директорите бараат претседавачот да дејствува на таков начин што тие како поединци може да се трансформираат во едно одговорно тело.

Можно е една група без лидер да зборува како група, да решава како група и целосно да ги дисциплинира своите интеракции како група, но за повеќето групи што

имаат енергични и лица со верба во себе, овие достигнувања се нереални. Групата што е парализирана, збунета или со која доминира една моќна личност претставува речиси неизбежна опасност. На одборот му треба помош од претседавачот да го држи чеканот и да ја зајакне заложбата на одборот да дисциплинира и ниту во еден момент да не биде супериорен (Carver, et al, 2002).

4. Предизвици на одборот на директори

Во една студија на промена на улогата на одбори, „Taylor et al“ (2001) идентификувал три главни предизвици со кои се соочува одборот. Овие предизвици требало да создадат повеќе различни одбори на директори, да се посвети поголемо внимание на создавањето повеќе ефективни одбори и да бидат во можност да реагираат соодветно на какви било промени во културата на корпоративното управување. Со создавањето подобри одбори, иновациите и претприемништвото треба да се охрабри и истовремено да се подобри деловното управување.

Одборот ќе се фокусира на вредностите на бизнисот што ќе ѝ дадат на компанијата конкурентна предност. Јасно е дека составот на одборот ќе игра клучна улога во тоа дали една компанија може успешно да одговори на овие предизвици. Присуството на најсоодветен неизвршен директор ќе му помогне на одборот во оваа задача. Епстајн и Рој (Epstein, Roy 2006) наведуваат дека одборите со високи перформанси мора да постигнат три основни цели (Malin, 2013):

1. Да обезбедуваат стратемиски насоки кои ќе овозможат раст и просперитет на компанијата;
2. Да обезбедуваат одговорност на компанијата кон своите стејхолдери вклучувајќи ги акционерите, вработените, потрошувачите, набавувачите, регулаторите и заедницата;
3. Да осигури дека висококвалификуван менаџерски тим ја управува компанијата.

Најголем предизвик за одборот е планирањето на наследувањето на главниот извршен директор, поради тоа што токму тука главниот извршен директор/претседавачот ги контролираат дневниот ред, информациите и пристапот до врвниот менаџмент и може да создадат една непремостлива бариера за независна контрола. Одборите тежнеат да бараат „лидерство“ и „визија“ кога треба да бараат стратемиски, политички и менаџерски вештини. Одборите на директори мора да сфатат

дека планирањето за наследување на главниот извршен директор е нивна одговорност, а не на главниот извршен директор. Одборите мора да се сигурни секојпат да имаат готово едно име во случај нивниот главен извршен директор да е онеспособен, да направил голема грешка или ако ја напушта позицијата. Тие секојпат треба да се добро запознаени со кадрите за да добијат една перспектива за перформансите на главниот извршен директор и едно чувство за тоа кој треба да се негува како кандидат за позицијата на главниот извршен директор. И тие секојпат треба да имаат чувство за тоа кога ќе започнат да бараат и како тоа ќе се спроведе (Monks, 2011, p.262).

5. Културата во одборот на директори

Ако не ја менаџирате културата, таа ве менаџира вас и дури и да не сте свесни за степенот до кој се случува тоа. Според Лихт (2014), културата претставува споделени премолчани претпоставки на една група што научила да се справува со надворешни задачи и со внатрешни односи. Според тоа, културата е производ на социјално учење. Начините на размислување и однесување што се споделуваат *и кои функционираат* стануваат елементи на културата.

Социјалниот научник Рејмонд Вилијамс напоменува дека „културата е еден од двата или трите најкомплицирани зборови во англискиот јазик“ Дефиницијата што ја предложил научникот Герт Хофстед, кој бил пионер во оваа област, културата ја цени за „колективно ниво на ментално програмирање што се споделува со некои, но не со сите други луѓе“ или за „софтвер на умот“.

Искусството со „Enron“, како и помалку драматичните неуспеси на управувањето, го потенцираат значењето на културата на одборот. Процесот на одборот за самооценување дава една конструктивна, незаканувачка можност за директорите да разговараат во врска со управувањето и да усвојат чекори што ќе ги зајакнат подеднакво и нивните формални структури и нивната култура.

Културата на одбор може да биде пасивна или наметлива, пријатна или трудољубива прифаќајќи рационализации или барајќи резултати. Одборот може да биде наклон да прифати просечна работа или да го предизвика ангажманот на одборот за да достигне поголеми цели. Најмногу од сè, директорите не сакаат да бидат „воопшто недобредојдени“, кои стојат сами за да ја совладаат мудроста. Кога

извршните директори бележат цврсти финансиски добивки, многу директори не сакаат да бидат „нежни“ прашувајќи дали менаџментот на компанијата ги следи етичките и законски правила.

Сепак, секој храбар став започнува со еден глас. Често, желбата на еден директор да ѝ се спротивстави на групата или да замоли за помош за да разбере ги отвора портите на истрагата, која води до увид, мудрост и до подобри одлуки. Извршниот директор работи добро со одбор што предизвикува, учи и донесува одлуки на високо ниво. Одборите треба да создадат **култура за одговорност**, а не потчинета согласност. Одговорниот одбор презема сериозна одговорност за работата на компанијата. Одговорноста е камен-темелник врз кој се гради сето раководство. Културата на одговорност на одборот се карактеризира со пет видливи, меѓусебно забележливи однесувања (Bader, B., available online, www.greatboards.org):

Посветеност. Без разлика на улогите што ги имаат надвор од одборот, членовите на ефективниот одбор мора целосно да бидат посветени на компанијата и на нејзината мисија, визија и вредности;

Независност. Директорите никогаш не можат да забораваат дека корпорацијата не им припаѓа на одборот или на менаџерскиот тим, туку на сопствениците - нејзините акционери. Како едно тело кое е одговорно пред сопствениците, одборот треба да работи со одреден степен на независност за да потврди дека и менаџментот им служи добро на засегнатите страни. Ова не значи дека одборот треба да биде сомнителен или негативен, туку, напротив, треба да дејствува на начин што вклучува одговорност и независност. Денес, извршните директори препознаваат дека информираниот, ангажираниот и независниот одбор е нивниот најсилен сојузник во овие предизвикувачки, конкурентни времиња.

Доверба. Без доверба и почит во одборот и кон менаџментот, одборите кои ја истакнуваат својата моќност и ја наметнуваат својата независност може лесно да преминат во личен конфликт, недоразбирање и поделба. Кога недостига доверба и наметливите директори поставуваат љубопитни прашања, менаџментот станува дефанзивен. *Довербата е како лепило што ги соединува многуте гласови на независните директори во еден тим.* Членовите на одборот и на менаџментот треба да веруваат дека секој во просторијата работи со добра волја кон заедничката цел, за доброто на организацијата. Довербата не може да се претпостави, таа треба да се заработи. Едно нешто што менаџментот може да го направи за да ја измери довербата

на одборот е да го поддржи одборот со информации кои се точни, навремени и целосни. „Извршниот директор секогаш сака да го претвори состанокот на одборот во состанок за поддршка“, вели критичарот за корпоративно управување Нел Миноу. Зафатените членови на одборот ќе кажат: „Немам време за добрите вести. Она што ми треба да ми кажеш се лошите вести.“ Во истата насока, за да се стекне довербата на менаџментот, на одборите им требаат компетентни членови што ги ценат сложените прашања со кои се соочува организацијата, ја разбираат разликата помеѓу раководството и менаџментот и знаат како да дадат конструктивна критика. Доверливите директори избегнуваат лични агенди, ги избегнуваат конфликтите на интереси и ги задржуваат доверливите информации за себе. Како може извршниот директор да биде искрен кога сè што тој му кажува на одборот стигнува до државниот клуб или до собата на медицинскиот персонал од конкурентната болница следниот ден? Добрите информации градат доверба, изненадувањата не. Кога одборот има цел и контекстуални информации пред состаноците, дискусиите ќе бидат фокусирани и продуктивни. Балансираните картички со резултати им дозволуваат на директорите накратко да ја видат работата на организацијата на клучните индикатори и да ги испитаат вознемирувачките разлики.

Трудољубивост. Членовите на одборот треба да ја завршат својата работа, да ги искористат предностите од едукативните можности и да ги користат состаноците да учат активно учествувајќи во дискусијата. Очекувањето дека членовите на одборот ќе учествуваат, ќе поставуваат прашања, треба да биде дел од нивниот напишан опис за работата, соопштен и засилен од председавачот на одборот.

Искреност. Искреноста треба да ја има во сите одбори и на сите состаноци на комитетите на одборот, кои се теренот за играње на кој посветеноста, независноста, довербата и трудољубивоста се ставени во акција. Претседавачот на одборот ја поставува атмосферата за искреност со охрабрување истрага, активно учество и конструктивно несогласување, и со воспоставување агенди што создаваат време за суштински разговори за најважните прашања со кои се соочува организацијата. Структурно, агендите, времето и должината на состанокот може или да ги поттикнат или да ги ограничат искрените дискусии. Кога состаноците се многу кратки и агендите се преполни од почеток до крај со извештаи и рутински бизнис, има малку време за учење, прашување и детални разгледувања. Членот на одборот што сака да постави

чувствително прашање или тема не може да најде простор за да го направи тоа конструктивно.

Секој одбор, без разлика колку се добронамерни и чесни неговите членови и менаџментот, треба да направи *оценување на својата култура*. Одборите може да имаат корист повикувајќи надворешен специјалист секоја година, кој ќе ги оцени нивните структури, извештаи и процедури и ќе ги интервјуира членовите на одборот за културата. Како цел, надворешните оценувања на стратегиската позиција на организацијата, финансиската состојба и квалитетот на грижата, надворешното оценување на раководството му дава на одборот објективна основа со информации, која постојано се подобрува.

Шеин (1999) го развива концептот на културата како збир од психолошки predispositions развиени и споделени од членовите на една група во текот на одреден временски период што ги наведува да размислуваат и да дејствуваат на одредени начини. За таа цел, одборот не се разликува од кое било друго културно групирање иако степенот на групирање се чини дека ја прави клучната разлика (Pye, 2001, p.7).

6. Компетентност на директорите во одборот на директори

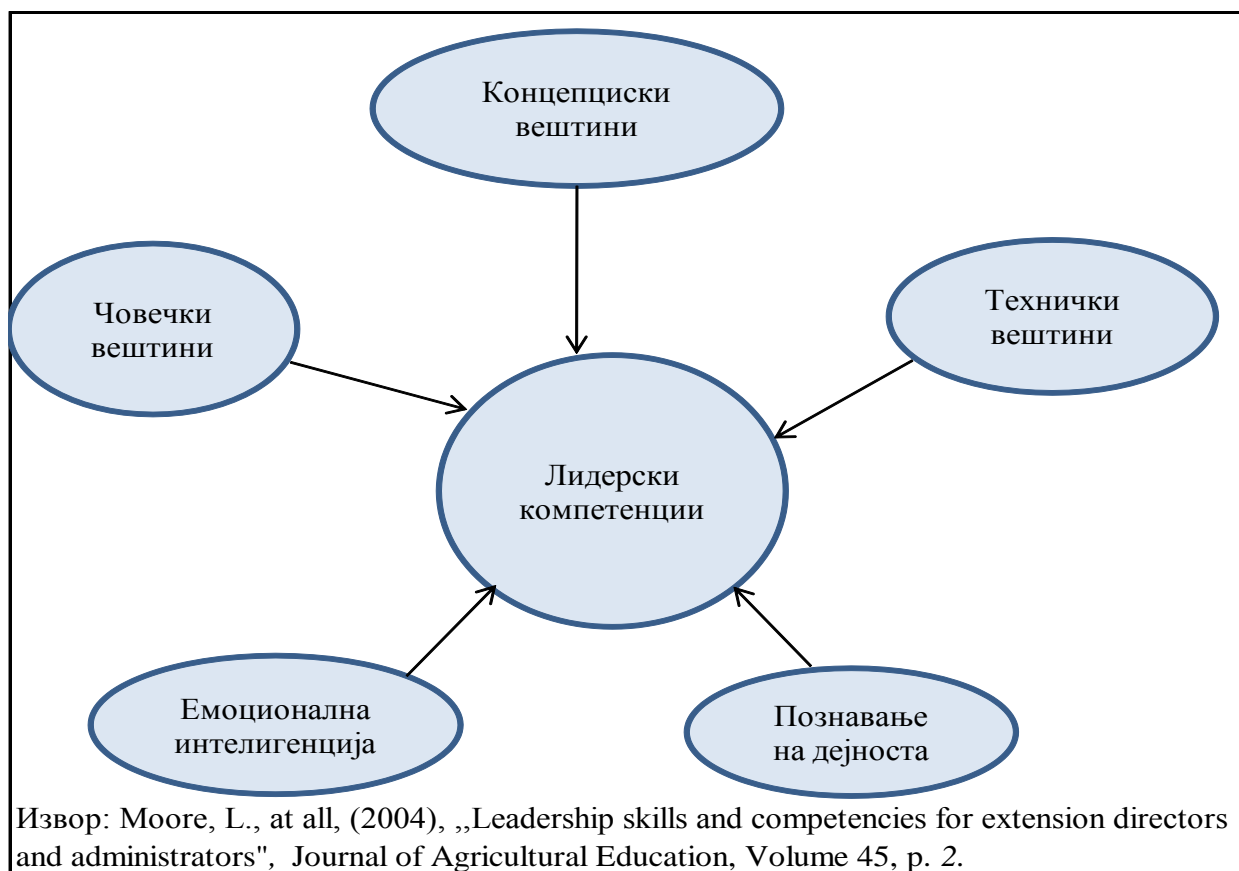
Според Херингер (2002), компетенцијата може да се дефинира како способност на поединецот да ја изврши задачата користејќи ги своето знаење, образование, вештини и искуство. Идентификацијата на клучните компетенции овозможува раст на поединецот и на организацијата и ѝ помага на организацијата да ги исполни идните барања (Pickett, 1998). Исто така, Перник (2001) идентификувал три начини на кои организациите ги утврдуваат важните лидерски компетенции: (1) користат генерички лидерски компетенции, кои ги има во теоријата, (2) создаваат свои компетенции или (3) добиваат компетенции од мисијата и од основните вредности на организацијата. Како резултат на организациските разлики, како големина и структура и на различните методи за идентификување на лидерските компетенции не постои универзален збир од лидерски компетенции соодветни за сите организации. Според Дејвис (1999), потребни се следните компетенции за градење еден ефективен одбор: вештина во комуницирањето, ефективна интеракција со другите, способност да се планира, да се делегира, да се оценува (Ingley, et al, 2001, p.5).

Индивидуалните компетенции што се бараат од членовите на одборот се следниве (Yilmaz, 2009, p.4):

- **Лидерство со искуство во секторот**, национално и меѓународно познавање и искуство во рамките на дејностите што може да бидат значајни за компанијата;
- **Искуство во поглед на засегнатата страна**. Да ги разбере грижите и внатрешното работење на клучните засегнати страни на корпорацијата што ќе му овозможи на членот на одборот да ја води корпорацијата подеднакво и за време на процесот на развивање стратегии и при нивното применување.
- **Искуство на врвниот менаџмент**. Поседување вештини и искуство доволно големи во одредени функционални области за да обезбедат одредници и доволно сеопфатни за да се разберат меѓусебните односи помеѓу функциите за да водат кон континуиран развој на квалитетот на менаџментот.
- **Односи на високо ниво**. Да има цврсти, стратегиски важни односи со националните и со меѓународните институции што се релевантни за корпорацијата.
- **Искуство за географијата или за прашања поврзани со географијата**. Да има добро разбирање на трендовите и на опкружувањето кои се релевантни за корпорацијата или да има искуство кое е релевантно за животниот циклус на компанијата.

Притоа, како што е претставено на слика 4.1, лидерската компетенција бара поседување на следните вештини: човечки вештини, концептуалност, технички вештини, вештини за емоционална интелигенција и познавање на индустријата.

Слика 4.1 Лидерски компетенции



Ајерс и Стоне (Ayers, Stone 1999) ја подржуваат врската меѓу емоционалната интелигенција и суштинските компетенции на персоналот. Мејер и Саловеј (Mayer, Salovey 1997) пресметале дека емоционалната интелигенција игра значајна улога не само во регулирањето и во контролирањето на емоциите, туку исто така и во развивање интелектуални и когнитивни процеси (Song, et al, 2010). Таа емоционална интелигенција што се цени за исклучиво индивидуална способност на поединецот ќе му овозможи да го минимизира чувството на аверзија од ризик и ќе обезбеди ефикасност на контролата. Емоционалната интелигенција му овозможува на секој поединец (без оглед дали е лидер, менаџер или контролор) да биде свесен за добрите страни и за слабостите на неговата компанија, како и одговорност за надлежностите на водечкиот тим за кои постои веројатност дека ќе го намалат степенот на оптимизам. „Zeidner, et al.“ (2004) ја покажаа позитивната улога што може да ја одигра емоционалната интелигенција во намалувањето на количеството пристрасен оптимизам меѓу извршните директори. „Ben-David, et al.“ (2006) постулираат дека постои веројатност еден екстреман апел за механизми за доверба да резултира со губење на ефективност.

Како илустрација, преголема доверба со сигурност ќе го охрабри лидерот да ги прецени неговите лични проекти, (Baker, et al, 2004). Уште повеќе, а според (Духејм и Швенк, 1983), лидерот тежи да верува дека тој ја има контролата врз инвестициските планови или врз други елементи врз кои тој нема влијание. Од податоците сè повеќе се гледа дека поединците надарени со високо ниво на емоционална интелигенција би биле посвесни за влијателните фактори што ги погодуваат нивните позитивни и негативни емоции. (Rode, et al, 2007)

Според Кац (1955), вештината може да се дефинира како „способност која може да се развива, не мора да е вродена и која се манифестира низ работата, а не само во потенцијалот.“ Успешните лидери треба да ја поседуваат секоја вештина, но количеството на секоја вештина може да се разликува во зависност од позицијата во организациската хиерархија. Техничките вештини се поважни во пониските нивоа на менаџмент според Големан, (1998). Како што лидерот се искачува нагоре по организациската хиерархија, тој повеќе се потпира на техничките вештини од колегите отколку на своите (Hicks, Gullett, 1975). Човечките вештини се важни низ сите нивоа на менаџментот. Концептуалните вештини се можеби најважните на врвните нивоа на менаџментот, каде што се потребни одлуките за политиката, долгорочното планирање и одредувањето на работата на одборот. Поновите пристапи кон лидерските вештини се засноваат на класификацијата на технички, човечки и концепциски вештини, но се малку поразлични. Големан (1998) истакнал три домени на лидерски вештини: чисто технички вештини, когнитивни способности и оние што демонстрираат емоционална интелигенција. Големан (1998) ја вклучил емоционалната интелигенција како збир на лидерски вештини бидејќи гледал на неа како на различна компетенција кај лидерите. Всушност, тој изјавил дека емоционалната интелигенција е два пати поважна од другите кога се применува на сите нивоа на работа во рамките на организациската хиерархија и открил дека со помош на емоционалната интелигенција, а не со концепциските вештини, може да се објасни 90% од разликата во ефикасноста на врвните менаџери и на просечните лидери.

Во обид појасно да се дефинира развојот на лидерството, „National Impact Study of Leadership Development in Extension“ (NISLDE) го прашал персоналот задолжен за проширување што им значи лидерството. Резултатот бил идентификација на 13 лидерски компетенции:

- решавање проблеми;
- насочување проекти или активности;
- формирање и работење во група;
- планирање групна акција;
- управување на состаноци;
- ефикасно комуницирање;
- развивање вештини во наставата;
- мобилизирање за групна акција;
- разбирање и личен развој;
- разбирање на финансиските прашања;
- разбирање на лидерството;
- разбирање на општеството и
- разбирање на општествените промени (Paxson, Howell, Michael & Wong, 1993).

Некои лидерски комптенции може да се пренесат, но важно е да се разгледаат одредени потребни компетенции во рамките на одредена организација. (Barner, 2000)

ГЛАВА 5 ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ И КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

1. Улогата на институционалните инвеститори во корпоративното управување

Институционален инвеститор претставува широк поим што ги опфаќа пензиските фондови, инвестициските компании, осигурителните компании, банките, вклучувајќи ги и хец-фондовите. Тој исто така ги вклучува и менаџерите на фондовите, кои се професионалци во управувањето со инвестициите во име на други институционални инвеститори.

Потенцијалното влијание на големите акционери било идентификувано уште во триесеттите години од минатиот век кога Берл и Минс (Berle и Means, 1932) го потенцирале одвојувањето на сопствениците од контролата на бизнисот. Во текот на дваесеттиот век, шемата на сопственост продолжила да се менува и, особено во САД и Велика Британија, индивидуалната сопственост на акции се намалила, а институционалната сопственост на акции се зголемила. На почетокот на овој век, институционалните инвеститори поседуваат голем дел од капиталот во многу земји во светот. Не може да се потцени клучната улога која ја имаат институционалните инвеститори во корпоративното управување. Со интернационализацијата на прекуграничните портфолија и со финансиските кризи кои се случија во многу делови од светот, можеби не изненадува фактот што институционалните инвеститори многу повнимателно гледаат на корпоративното управување на компаниите. Институционалните инвеститори ја играат улогата на теоретски арбитражи на финансиските пазари во реалниот свет (Ramadorai, 2010).

Во истражувањата за формирањето на цените на средствата Кемпбел (Campbell, 2000), континуираните финансии на Сундарсен (Sundaresan, 2000) и во корпоративните финансии на Зингалес (Zingales, 2000), институционалните инвеститори се споменати само попатно. Очигледно е дека институционалните инвеститори имаат само мала улога во финансиската теорија. Во текот на изминатата деценија, сопственоста на акционерскиот капитал во инвестициските компании, банкарските доверителски сектори, осигурителните компании, фондациите, заедничките фондови и во пензиските фондови драматично се зголеми. Институционалните инвеститори се сè поважни како иматели на акционерски капитал на финансиските пазари. Денес, голем дел од глобалните средства со кои се управува се во непосредна контрола на „класичните“

институционални инвеститори: пензиски и заеднички фондови кои често се активни менаџери и осигурителни компании кои вообичаено се сметаат за попасивни.

Табела 5.1 Категории на сопственост во Велика Британија 1963-2010 во проценти

Тип на инвеститор	1963	2010
Индивидуален	54	11,5
Осигурителна компанија	10	8,6
Пензиски фонд	6	5,1
Инвестициски фондови	1	6,7
Останати финансиски институции	11,3	16
Прекуокеански	7	41,2

Извор: Malin, C., (2013), *Corporate governance*, Oxford University Press, Oxford, p.105.

Видливо е од податоците во табела 5.1 дека во 1963 година индивидуалните инвеститори поседувале 54% од акциите во Велика Британија. Процентот на акции кој го поседуваше оваа група постојано опаѓаше до 1989 година, кога се намалила на нешто под 21%. Од 1989 година имало неколку фактори кои требало да ја поттикнат индивидуалната сопственост на акции. Најпрво, постоеле големи проблеми со приватизацијата кои се појавиле во Велика Британија во раните деведесетти години, а во последните години била извршена трансформација на меѓусебните компании во акционерски друштва на некои од големите финансиски институции. Меѓутоа, до 2010 година процентот се намалил на 11,5%. За разлика од нивото на сопственост на акции на индивидуалните инвеститори, сопственоста на акции на осигурителните компании и на пензиските фондови драматично се зголемила во текот на истиот период, и тоа на 13,4% и 12,8%, соодветно во 2008 година. Истражувањето на сопственоста на акции спроведено од „Office of national statistics“ на Велика Британија во 2012 година, кое обезбедува статистички податоци со состојба на крајот на декември 2010 година, покажува дека релативниот процент што го поседуваат овие две групи паднал на најниско ниво од почетокот на истражувањето на сопственоста на акции во 1963 година, и тоа на 8,6% и 5,1% за осигурителните компании и пензиските фондови, соодветно.

ОЕЦД проценува дека во 2009 година, институционалните инвеститори управувале со финансиски средства од над 53 милијарди американски долари, вклучувајќи и околу 22 милијарди американски долари во акции. Како резултат на тоа

„ефективноста и кредибилитетот на целокупниот систем за корпоративно управување и надзор на компаниите во голема мера ќе зависи од институционалните инвеститори кои можат информирано да ги искористат нивните акционерски права и ефективно да ги искористат нивните сопственички функции во компаниите во кои инвестираат“.
(OECD, 2011)

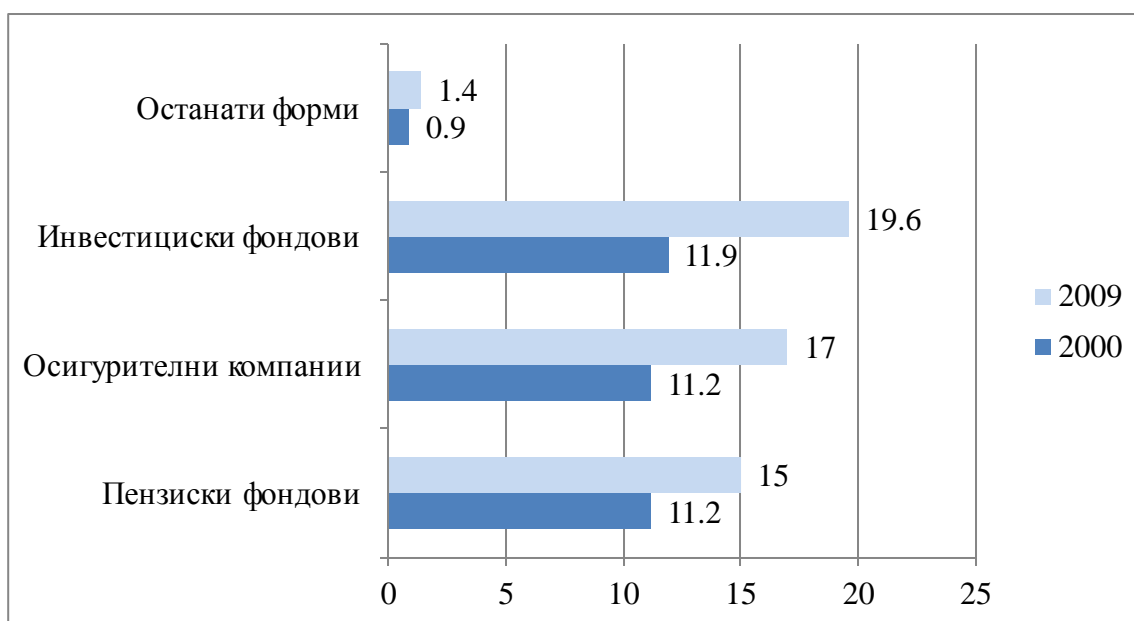
2. Цели на инвеститорите во корпоративното управување

Институционалните инвеститори „може да обезбедат информирана противтежа на акционерите со цел да ги заштитат од одборот на компанијата и од менаџментот кои работат за други интереси, а не за компанијата и за нејзините акционери во целина“ (OECD, 2011). OECD води база на податоци користејќи класификација која се базира на финансиските сметки на националното сметководство (Gonnard, et al, 2008). До 2009 година, индустријата за управување со инвестиции во областа на OECD беше одговорна за приближно 53 милијарди американски долари во инвестициски фондови кои се најголемата поединечна класа иако далеку од доминантни. Претходното истражување на OECD покажува дека активистичките хец-фондови евидентирале околу 200 милијарди американски долари во 2006/2007 година, додека приватните капитални фондови управувале со околу 1,5 милијарди американски долари во целиот свет (OECD, 2007).

Институционалните инвеститори имаат хетерогени ставови за целите на инвестирање и за механизмите за корпоративно управување. На пример, едно истражување на инвеститорите во различни правни системи (McCahery, et al, 2010) покажува дека тие имаат различни преференции во однос на механизмите за управување. Најважното прашање за хец-фондовите била сопственоста на акционерски капитал од менаџери (односно, прашањата на порамнување), додека најважно прашање за осигурителните компании е високото слободно флукутирање (можноста за лесна ликвидација на акциите). Затоа тие преферираат големи, ликвидни компании. Заедничките фондови ги сметаат сопственоста на акционерски капитал од менаџерите и транспарентноста за уделите на големите акционери за најважни. Меѓутоа, најважните поттикнувачи на активност кај акционерите не беше корпоративното управување само по себе, туку незадоволството од целите и стратегијата на компанијата, планираните аквизиции и корпоративната стратегија во целост.

Финансиските средства со кои управуваат институционалните инвеститори вклучуваат не само акции, туку исто така и обврзници, заеми и депозити. Институционалните инвеститори традиционално инвестираат главно во „акции и друг капитал“ и во „хартии од вредност освен акции, со исклучок на финансиски деривати“, кои едноставно се испуштени од „хартиите од вредност освен акции“ и не се вклучени во ниту една категорија, како што е прикажано на слика 5.1.

Слика 5.1. Финансиски средства управувани од институционалните инвеститори во земјите на ОЕЦД



Извор: ОЕЦД Institutional Investors Database, <http://stats.oecd.org>, пристапено на 04.05.2015.

Шлајфер и Вишни (Shleifer и Vishny 1986) укажуваат дека институционалните инвеститори бараат да ги заштитат значајно своите акции во компаниите преку активен мониторинг. Покрај тоа, растот на индексни фондови, каде што продажбата на акциите е исклучена како одговор на слабите резултати на акциите, ги поттикнува институциите да ги следат стратегиите за купување и воздржување. Стратегиите за купување и воздржување може да ги мотивира институциите да преземат поголем интерес во корпоративното управување. „Coffee“ (1991) тврди дека остварувањето „глас“ во корпоративното управување е помалку скапо поради значителната сопственост на капиталот од институциите и „зголемувањето на капацитетот за колективна акција“. Смит (1996) обезбедува докази дека акционерскиот активизам, во најголем дел, резултира со изменета структура на управување која, пак, резултира со значително

зголемување на вредноста на акциите. Вообичаено, институциите ги продаваат акциите на компаниите што беа погрешно раководени. Сепак, продажбата на големи блокови акции стана поскапа бидејќи таквите големи продажби вообичаено вклучуваат значителни попусти. Една друга веродостојна причина за растот на активизмот може да биде ограничување за традиционалните механизми на корпоративното управување, како што се одборот на директори и пазарот за корпоративна контрола при усогласувањето на интересите на менаџерите и на инвеститорите (Parthiban, et al, 1996).

Тенденцијата на институционалните инвеститори да ги збогатат своите удели води до потенцијална координација на неуспеси како треба да соработуваат различните институции со цел да се врши колективна контрола над управувањето. Институционалните инвеститори нечесто членуваат во одборот на директори. Оттука, тие може да немаат никакво директно влијание врз однесувањето на управувањето според Портер (1992). Исто така, институционалните акционери ја немаат потребната експертиза со секојдневните активности на бизнисот за ефикасно да го следат управувањето според Тејлор (1990). Ликвидноста на берзата исто така може да им овозможи на институционални инвеститори да продаваат бргу во време на криза, а не да се обидат да ги решаваат проблемите на компанијата со кои се соочуваат. Менаџерите на фондовите понекогаш се принудени да ги ребалансираат нивните портфолија често бидејќи тие сè почесто се оценуваат врз квартална основа. Како резултат на тоа, тие може да имаат малку време за активно да се вклучат во корпоративното управување.

3. Влијанието на институционалните инвеститори врз корпоративното управување

Имајќи ја предвид големината на нивните удели во акции, моќта на институционалните инвеститори е несомнена. Хиршман (Hirschman, 1970) го идентификувал искористувањето на институционалната моќ во една рамка на „излез и глас“, при што „незадоволството го припишува директно на менаџментот“ (опцијата на глас) или со продавање на уделот во акции (опцијата на излез). Комитетот на Кедбури (Cadbury, 1992) ценел дека институционалните инвеститори имаат посебна должност да се обидат да се погрижат дека неговите препораки ќе бидат усвоени од компаниите наведувајќи „особено сметаме на институциите...да го искористат своето влијание како сопственици за да се погрижат дека компаниите во кои инвестирале го почитуваат

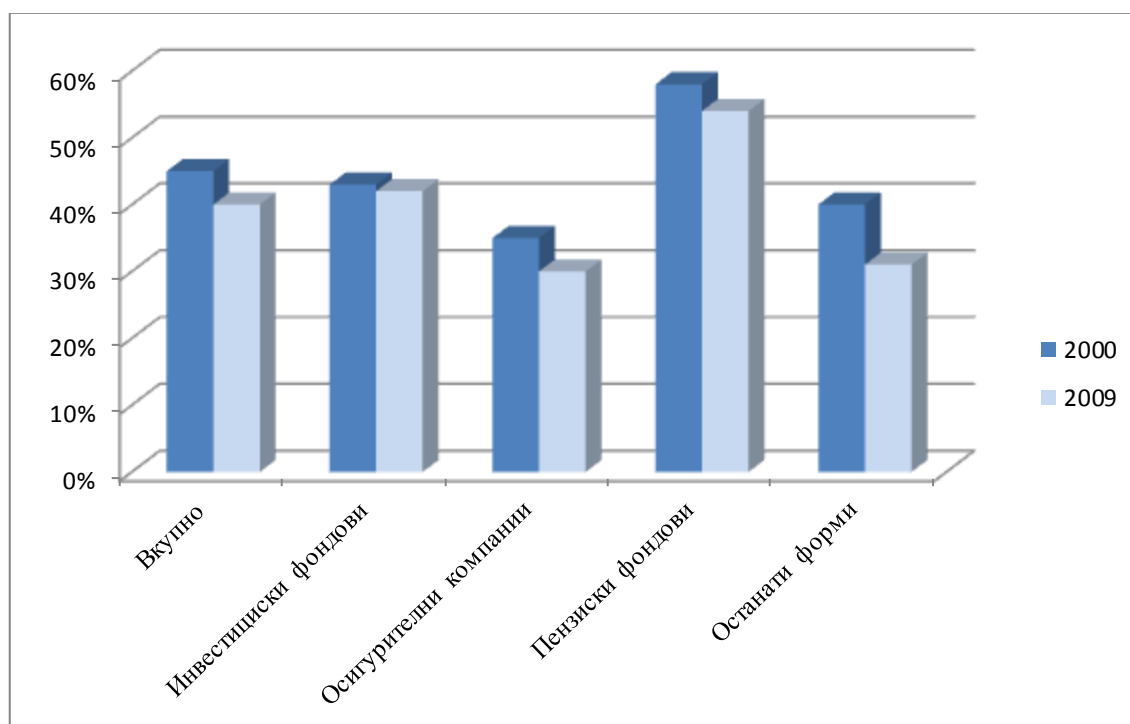
Законот.“ Сличен став бил изразен во извештајот на Гринбури (Greenbury, 1995), при што една од главните точки за преземање активност е дека „институционалните инвеститори треба да ги искористат својата моќ и влијание за да обезбедат спроведување на најдобрата практика како што е утврдено во Законот.“ Слично на тоа, во извештајот на Хемпел (Hampel, 1998) е наведено „јасно е ... дека дискусијата за улогата на акционерите во корпоративното управување главно ќе ги засега институционалните инвеститори.“ (Malin, 2013).

Акционерскиот активизам означува влијание на инвеститорите врз работењето на компанијата. Акционерскиот активизам се зголемува во последните години поради скандалите кои се случуваат во корпорациите и во корпоративното управување (Шуклев, 2011, стр.228).

Од податоците презентирани на сликата 5.2. може да се заклучи дека осигурителните компании имаат најмало учество во поседувањето удел, од само 30% во 2000 година и од 32% во 2009 година, истовремено пензиските фондови имаат најголемо учество од 57% во 2000 година и од 54% во 2009 година.

Потенцијалот на институционалните инвеститори да вршат значително влијание врз компаниите има јасни импликации за корпоративното управување, особено во однос на стандардите на корпоративното управување и на проблемите поврзани со спроведувањето. До ревизијата на „Combined Code“ во 2010 година, тој содржеше принципи на добро управување во однос на институционалните акционери. „Cadbury Report“ и „Myners Report“ (1995) го потенцирале значењето на одржувањето редовни состаноци со извршните директори на компаниите во кои имаат инвестирано.

Слика 5.2 Акциите и останати удели поседувани од различен тип на институционален инвеститор



Извор: OECD, Institutional Investors Database (<http://stats.oecd.org>), пристапено на 05.05.2015

Од податоците во табелата 5.2. може да се заклучи дека институционалните инвеститори значително го зголемуваат своето влијание во американските врвни корпорации во периодот од 1987 година до 2009 година. Имено, нивното учество во 50 врвни корпорации во 1987 година изнесувало 48,7%, додека во 2009 година изнесувало 63,7%. Забележително најголемо е зголемувањето на учеството во 100 врвни корпорации, кое во 1987 година изнесувало 46,6%, додека во 2009 година изнесувало 73%.

Во 2002 година „Hermes“, голем и влијателен институционален инвеститор со седиште во Велика Британија, ги издал Принципите на „Hermes“. Првиот принцип е дека „компаниите треба да се залагаат за искрен, отворен и постојан дијалог со акционерите“. Ова јасно ја одразува намерата на „Hermes“ за дијалог со компаниите во кои инвестирал.

Табела 5. 2. Учество на институционалните инвеститори во најголемите врвни корпорации во САД, во проценти

	1987	2009
Врвни 50	48,7	63,7
Врвни 250	52,8	69,3
Врвни 500	51,8	72,8
Врвни 1000	46,6	73,0

Извор: The Conference Board, (2010), The 2010 Institutional Investor Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition, New York.

Слично на тоа, во Принципите на „Hermes“ за корпоративно управување (2006), глобалниот принцип кој се однесува на одборот на директори, гласи дека „одборот е одговорен за олеснување на задоволителниот дијалог со акционерите“. Перцепцијата дека институционалните инвеститори треба да ја одиграат клучната улога не е само феномен на Велика Британија. Јусим (Useem, 1996) детално го опишал подемот на „инвеститорскиот капитализам“ во САД и опишал како концентрацијата на акции, а оттаму и моќта, во релативно мал број раце, им овозможи на институционалните инвеститори да го предизвикаат менаџментот директно за прашања што го засегаат (Malin, 2013).

Монкс (Monks, 2001) ги идентификувал „глобалните инвеститори“ како јавни и приватни пензиски фондови на САД, Велика Британија, Холандија, Канада, Австралија и Јапонија. Бош (Bosch, 1993) изјавил дека „институционалните акционери поради нивното зголемено влијание, како резултат на нивната големина, треба активно да се интересираат за управувањето на компанијата и да создадат сопствени принципи на добра практика“. Според Центарот за европски политички студии (CEPS) во извештај од 1995 година „секој обид да се разбере контролата на корпорациите, улогата на осигурителните компании, пензиските фондови и другите институционални инвеститори и другите актери, како што се вработените или банките, треба да се земе предвид до различен степен во европските земји.“

Особено американските и британските пензиски фондови, кои претставуваат околу 72% од вкупните средства на пензиските фондови во западниот свет, можат да бидат од помош при промената на стандардите за корпоративно управување како резултат на активниот став кон инвестицијата која се бара според локалните закони. Големиот удел на институционалната сопственост на акции и во САД (каде околу 55%

од капиталот на САД е во сопственост на институционалните инвеститори и 80% од сите тргувања со акции ги вршат институционалните инвеститори) и во Велика Британија, каде што институционалната сопственост изнесува околу 65-80%, значи дека гласот на институционалниот инвеститор не може да биде игнориран. Федерацијата на европските берзи за хартии од вредност (FESE) (2008) го потенцира трендот кон поголема сопственост на странските инвеститори на котираните акции на европските берзи.

Малин и Мелис (Mallin, Melis 2010) потенцираат дека акционерите се даватели на ризичен капитал и затоа тие треба да бидат во можност да ја заштитат нивната инвестиција со тоа што ќе се погрижат да се постави компетентен одбор за да управува со компанијата и да обезбедат спроведување ефективни стратегии за севкупен корпоративен ефект и за долгорочна одржливост на компанијата. За добро управуваните компании што ги земаат предвид сите ризици на бизнисот, како финансиски, така и нефинансиски се цени дека е помалку веројатно дека ќе работат на начин што ќе ја намали вредноста на инструментите на акционерите и оттаму негативно да влијаат врз другите акционери. „McCahery et al.“ (2010) ценат дека корпоративното управување е важно за институционалните акционери при нивните одлуки за инвестирање и голем дел од нив се подготвени да се ангажираат во акционерски активизам.

Институционалните инвеститори имаат мала моќ на влијание врз одлуките на одборот на директори индиректно и врз корпоративното управување поради фактот што имаат карактер на „малцински акционери“. Формите на акционерскиот активизам што институционалните инвеститори можат да го применат за контрола над менаџментот на компанијата и за решавање на проблемите на организацијата се презентирани на слика 5.3.

Во текот на последниве години има зголемен притисок од владата, крајните корисници и разни акционери врз институционалните инвеститори за да се ангажираат во нивните компании во кои инвестирале. Повеќето големи институционални инвеститори имаат проектни задачи што вклучуваат аспекти на корпоративно управување или имаат издадено посебни упатства за корпоративно управување.

Слика 5.3 Форми на Акционерски активизам



Извор: Solomon, J., Solomon, A., (2005), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Inc., New York, p.97.

4. Политики на институционалните инвеститори во корпоративното управување

„Institutional Shareholder’s Committee“ (ISC) препорачува институционалните инвеститори да дадат јасна изјава за нивната политика за активизам и за тоа како ќе ги исполнат нивните одговорности. Политиката треба да биде јавен документ и да се однесува на следниве области:

- како ќе бидат следени компаниите во кои инвестирале;
- политиката со која се бара придржување кон „Combined Code“ на компаниите во кои инвестирале;
- политиката за состаноци со одборот и со вишиот менаџмент на компанијата во која инвестирале;
- како ќе се решаваат конфликтите на интереси;
- стратегијата за интервенции;
- показател за тоа кога и како може да се преземат понатамошни активности;
- политиката за гласање.

Следењето на работењето треба да биде редовен процес, кој јасно ќе се комуницира и периодично ќе се проверува во поглед на неговата ефективност. Тој треба да вклучува ревидирање годишни извештаи и сметки, циркулари и одлуки и

присуство на состаноците на компанијата. Институционалните акционери особено треба да се обидат да се уверат дека одборот и структурите на комитетите на компанијата во која инвестирале се ефективни и дека независните директори обезбедуваат соодветен надзор и водат јасна ревизорска евиденција од нивните состаноци и од гласовите дадени за одлуките на компанијата, а особено за спорните прашања.

„Institutional Shareholder’s Committee“ (ISC) се залага за институционалните инвеститори да интервенираат кога е неопходно и таквата интервенција може да се случи кога тие се загрижени за голем број прашања вклучувајќи ги и: стратегијата на компанијата; нејзините резултати од работењето; нејзината стратегија за стекнување/отуѓување; независните директори кои не го повикале на соодветна одговорност извршниот менаџмент; неуспешни интерни контроли; несоодветно планирање наследници; неоправдано неусогласување со Комбинираниот закон; несоодветни пакети со надоместоци; пристапот на компанијата кон корпоративната општествена одговорност. Како што може да се заклучи од нејзината содржина, изјавата на „Institutional Shareholder’s Committee“ (ISC) е во насока на значително подобрување на тоа „како институционалните акционери да ги исполнат своите обврски ефективно во однос на компаниите во кои инвестираат.“ Тоа е клучен чекор во поттикнувањето на активизмот на институционалните акционери во препораката на Велика Британија за институционалните инвеститори да објават политика за откривање на гласањето. Најекономичниот начин на откривање вообичаено е преку веб-страница. Институциите може да објавуваат по исклучок, односно таму каде што отстапиле од нивната политика за објавување на гласањето или може да изберат да го прикажат своето гласање во однос на секој глас. Објавувањето на гласањето не треба да го загрози креирањето вредност со ангажирање во компаниите во кои е инвестирано и затоа тоа треба да се врши само по соодветното генерално собрание. Одговорната сопственост бара високи стандарди на транспарентност, честост и грижа од институциите. Исто така, во „ICGN“ (2009) стои: „тоа ќе помогне да се воспостави улога за управување и за акционери, како и за зачувување на правата на акционерите ако институциите се обврзат официјално на принципите утврдени во „Изјавата за принципи на ICGN за одговорности на институционалните акционери.“ (2007)

Во 1999, Соломон ја тестираше хипотезата дека менаџерите на фондови во Велика Британија биле активисти, развивале политика на гласање спротивна од компанијата

во која инвестирале и ја објавувале на своите клиенти, како и на директорите на компанијата во која инвестирале. Резултатот бил дека 72% од испитаните институционални инвеститори имале политика на гласање, во компаниите во кои инвестирале, во писмена форма. Од табела 5.4 може да се види како испитаниците ги рангираат серијата изјави поврзани со акционерскиот активизам.

Табела 5.4. Евиденција на институционалните инвеститори и акционерскиот активизам

Рангирање	Просечен одговор
1	Институционалните инвеститори треба да ја обелоденат на своите клиенти политиката на гласање Целосна согласност
2	Компаниите треба да обелоденат, во публикувана форма, нивото на гласање за секоја резолуција од последното годишно собрание на акционери Целосна согласност
3	Институционалните инвеститори треба да го обелоденат на своите клиенти нивното ниво на гласање во компанијата во која инвестирале Согласување
4	Институционалните инвеститори треба да бидат поактивно инволвирани во менаџерската структура на компаниите во кои инвестирале Делумно несогласување

Извор: Solomon J., (2007), Corporate governance and accountability, John Wiley&Sons, Ltd., New York, p128.

5. Активности на институционалните акционери

Институционалните инвеститори како група акционери се далеку од монолитни, Донг (Dong, 2008). Нивните многубројни разлики водат кон различни пристапи кон проблемите со управувањето во компаниите чии акции ги поседуваат и на тој начин кон различно влијание врз вредноста на компаниите. Паунд (Pound, 1988) предложил три хипотези за односот помеѓу институционалната сопственост и работењето на компанијата: ефикасен мониторинг, конфликт на интереси и стартегиско усогласување. Врз основа на интуицијата, Батачараја и Греам (Bhattacharya, Graham 2007) ја класификувале институционалната сопственост во две групи: институционални инвеститори кои се отпорни на притисоци и институционални инвеститори кои се чувствителни на притисоци.

Зелената книга на Европската комисија за корпоративно управување во финансиските институции (2010) покажува интерес од Комисијата за законите за управување бележејќи дека „недостатокот на интерес кај акционерите“ за корпоративно управување задвижува прашања генерално за ефективноста на правилата за корпоративно управување што се базираат на претпоставката за ефективна контрола од акционерите на сите котираните компании. Слично на тоа, ангажирањето на акционерите претставува вистински предизвик за финансиските институции. Од 31 јануари 2011 година, 108 менаџери на фондови се избрани за да го потпишат Законот на Велика Британија за управување. „Financial Reporting Council“ (2010) проценува дека тие се одговорни за над 40% од сите средства со кои се управува во Велика Британија. Меѓутоа, барем еден автор (Wong, 2010b) цени дека Законот на Велика Британија претставува незадоволителен компромис помеѓу институциите со различни концепции и посветеност кон управувањето.

Способноста на институционалните инвеститори да соработуваат е основна за решавање на проблемот со „free riders“: една институција која работи сама ги сноси сите трошоци, додека бенефициите се акумулираат за сите и нема бенефиции за оние што прават какви било трошоци за активност. Оттаму, нивото на колективна активност може да биде под оптимално. Законите генерално им дозволуваат на институционалните инвеститори да соработуваат иако често тоа подлежи на правила за обелоденување за да се спречи злоупотреба на пазарот и на одредбите за „заедничко настапување“, кои ги поткрепуваат законите за преземање. Во други случаи, правилата за барања за гласање преку полномошник може да бидат клучната бариера, како што тоа беше случај во САД и во Канада повеќе години до воведувањето на реформите (ОЕЦД, 2007).

Тешко е да се документира степенот на соработка помеѓу акционерите. Меѓутоа, едно истражување на МекКери (McCahery, 2010) открило дека 59% од испитаниците изјавиле дека тие размислуваат за координирање на своите активности. Кај 41% од инвеститорите кои не се координирале, повеќе од половина изјавиле дека тоа е првенствено поради загриженост од правен аспект. Интересно е тоа што тие исто така откриле дека најважен поттикнувач на акционерскиот активизам не е незадоволството од цената на акциите на компанијата, туку нејзината (долгорочна) корпоративна стратегија. Околу 80% од инвеститорите изјавиле дека донесле позитивни/активни

одлуки за инвестирање, од кои менаџерите на пензиски фондови се со најнизок процент.

Прашањето во САД за тоа дали институционалните или други инвеститори формирале група врз основа на нивните активности и интеракции е еден од фактите и околностите. Фактот дека институционалните инвеститори меѓусебно се консултираат во врска со нивниот сопственички влог и за плановите кои резултираат за издавачот може да не е доволен за формирање група без позитивниот чин на зближување за да се однесуваат соработувачки во однос на гласањето, поседувањето или отуѓувањето на акциите. Меѓутоа, група може да се формира и без никаков експлицитен писмен договор или план. Ако се формира група, може да се бараат пополнувања, но консултациите не се забранети. Договорите и комуникациите меѓу институционалните или други инвеститори може да ги имплицираат правилата на САД за федерален полномошник до степенот до кој е присутно „барањето за гласање“. Правилата за барање за гласање преку полномошник во другите правни системи исто така ја ограничува соработката помеѓу акционерите (ОЕЦД, 2007).

Во многу случаи, институционалниот инвеститор го заработува својот приход како рамен процент од своите управувани средства што креира поттик за брз развој на фондот. Отстапувањето од зацртаната стапка на поврат може да го заврши мандатот, но менаџерите на фондови ретко добиваат надомест за извршување на работата за да ги поттикне на активно управување и на подобрување на повратот на компаниите во кои инвестирале. Во многу случаи, како на пример во САД, постојат регулаторни одредби што ги дефинираат дозволените видови надоместоци за извршување на работата за заеднички фондови и за јавните пензиски фондови често имаат проблем да се натпреваруваат за кадри на високо ниво. Една студија на Каан и Рок (Kahan, Rock 2006) пресметала дека индиректниот поврат од подобреното извршување на работата во еден фонд во кој шемата за мотивации е ориентирана кон пораст на средствата изнесува, под поволни претпоставки, само околу 3% од средствата. Многу работи ќе зависат од регулативата што често може да утврди кои трошоци може да се префрлат на инвеститорите и кои трошоци треба да ги платат менаџерите на фондот. Спротивно на тоа, хец-фондовите во блиското минато би заработиле околу 20%. Хец-фондовите и приватните акционерски друштва исто така имаат силни мотивации за подобрување на извршувањето на работата од компанијата во која е инвестирано и бонусите често треба

да се реинвестираат за да се поделат ризиците помеѓу менаџерите на фондовите и инвеститорите (ОЕЦД, 2007).

6. Способноста на институционалните акционери и учеството во корпоративното управување

Најчесто за активизмот не се добива никаков надомест и сите добивки од работењето како резултат на активизам се делат со сите акционери вклучувајќи ги и конкурентните заеднички фондови. Мотивирани да ги надминат стандардите поставени во дејноста и конкурентните фондови, менаџерите на фондовите на својата улога гледаат како управувачи на портфолија, а не на компании.

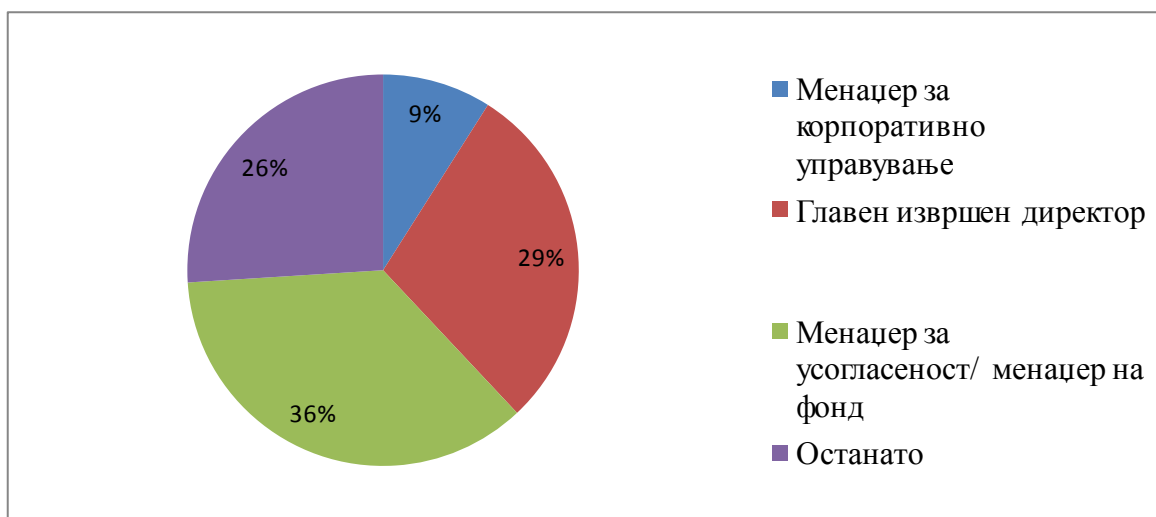
Може да се забележат сè поголем број посредници во инвестицискиот синџир во многу права иако основните причини за ваквиот развој на настаните сè уште не е целосно јасен. Зголемувањето на должината на инвестицискиот синџир е добро илустрирано во случајот во Холандија: во првиот квартал од 2009 година, приближно 93% од холандските пензиски средства беа инвестирани надворешно со еден или со повеќе менаџери на средства, додека овој процент сè уште беше помал од 50% во 2001 година (Eumedion, 2010). Исто така, просечното времетраење на мандатот што пензискиот фонд му го дава на менаџерот е три години и одлуката на пензискиот фонд дали да го продолжи мандатот или не, делумно се базира на финансиските резултати на релевантниот менаџер на средства во тој период, главно во однос на одреден стандард. Тоа може да им даде на менаџерите понатамошна мотивација да ги исполнат краткоричните цели, дури и ако севкупното портфолио не претрпи значајна промена. Исто така зголемениот обем на многу менаџери на фондови во Холандија значи дека тие можат да се оддалечат и од клиентот и од крајните корисници, како и од компанијата чии акции ги поседува фондот. Должината на инвестицискиот синџир може да не е толку важна ако резултира во економии на обем од менаџерите на фондови и ако е надгледуван од корисниците или од нивните агенти. Ревизијата во Австралија утврдила дека пензиските фондови навистина одржуваат близок контакт со менаџерите на фондовите, но тоа е изводливо само поради релативно малиот број на котираните домашни компании. Меѓутоа, во друг извештај е наведено дека многу пензиски фондови, со акционерски капитал од 70-80% од нивните портфолија, не ги испитуваат активностите од ангажманот на нивните пасивни менаџери (Wong, 2010).

Од друга страна, крајните корисници, на пример на еден пензиски фонд, може да не ја следат детално политиката на своите доверители, на советниците на фондот и, на крајот, на компанијата што го управува фондот (ОЕЦД, 2011, р.43).

За успешно корпоративно управување институционалните инвеститори ја оценуваат работата на одборот и тоа на два начина: додека несомнено, финансиските анализи спроведени од нивните тимови на „генијалци за бројки“ се многу важни, тие исто така користат проценки базирани повеќе на „кој“ отколку на „што“ или „како“ за решавањето на одборот, што им помага да ги толкуваат тие податоци. Навистина, како што беше посочено, нивниот однос со членовите на одборот и особено со главниот извршен директор и со претседателот на одборот е она по што се разликуваат.

Студијата за акционерски активизам во Германија во 2009 година открива дека преференциите на активните акционери во голема мера зависат од поединечната компанија и одат подалеку од тесно дефинираните интереси во корпоративното управување. Тие вклучија активности на мерџери и аквизиции, генерални стратегиски прашања, како и состав и надоместоци за надзорниот одбор (кои се клучни прашања за корпоративното управување) и капитална политика (откуп на акции и зголемување на капиталот). Во Германија постојат силни права на првенство во купување (ОЕЦД, 2011).

**Слика 5.4. Авторитет во гласањето за донесување на одлуки
Кој е одговорен да реши како да се гласа за акциите на фондот?**



Извор: Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) Newsletter, April 2008, <http://www.dsw-info.de>, пристапено на 04.05.2015.

Германска анкета (DSW, 2008) укажува дека често е случај одлуките за гласање да се донесени од главниот извршен директор, менаџерот за корпоративно управување, менаџерот за усогласеност и сл., како што е прикажано на слика 5.4. Институционалните инвеститори, исто така, може да имаат конфликт на интереси. „Cohen et al.“ (2007) ја анализираше базата на приватните пензиски планови во САД и заклучил дека тие се со прекумерен број акции кај нивните клиенти, дури и кога акциите се потценети.

Извештајот на ОЕЦД од 2011 година сугерира дека постојат неколку причини зошто не треба гласањето на акционерите да се смета за главна мерка на квалитетот на дијалогот помеѓу компаниите и акционерите (ОЕЦД, 2011, р.57).

- **Со зголемувањето на институционалната сопственост на акции**, се зголеми и директниот ангажман помеѓу големите акционери и одборите. Овие приватни форми на ангажман ги обликуваат видовите предлози што се презентираат на состаноците и ги претвораат резултатите од гласањето во ограничен примерок за испитување на степенот на инвеститорската активност. Како што еден чилеански менаџер на пензиски фонд напомена во интервју спроведено за овој извештај, „поголемиот број состаноци се губење време, јас никогаш не присуствувам на нив, туку праќам многу помлад член на тимот кој знае точно што е договорено и кој се грижи тоа да биде спроведено како што е договорено.“
- **Слепото гласање** е исто така практика што го попречува квалитетот на ангажманот. Не постои вистинска комуникација помеѓу акционерите и компаниите кога гласовите се даваат автоматски или задолжително како одговор на „реално или перцепирано“ регулаторно барање за гласање. Инвеститорите може да бидат позаинтересирани да покажат дека гласале отколку за содржината на одлуката, што резултира со тоа дека тие може и да се решат да издадат „постојани упатства“ секогаш да се гласа со менаџментот. Ова е практика за која „Манифест“ тврди дека е посебно тешко да се докаже бидејќи професионалните инвеститори не можат да си дозволат да бидат видени како го прават „неопходниот минимум“.
- **Високите нивоа на прекугранични инвестиции** може исто така да бидат фактор што води кон ниска присутност или кон ниски нивоа на несогласувања на состаноците.

ГЛАВА 6: СОВРЕМЕНИ АСПЕКТИ НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ

1. Корпоративното управување во јавните компании

1.1 Модели на корпоративно управување во котираните компании

Двете главни алтернативи на американскиот систем на корпоративно управување се германскиот систем и јапонскиот систем (системите на управување на другите земји се варијација на американскиот, германскиот или јапонскиот систем). Германскиот систем се базира на банки и честосе нарекува универзален банкарски систем. Јапонскиот систем се состои од вкргстена сопственост на компании и меѓусебни врски наречени „*keiretsu*“. Двата система се опишани и како системи ориентирани кон врски.

Сопственоста на германските корпорации е далеку поконцентрирана отколку сопственоста на американските корпорации. Поединци поседуваат многу малку акции во јавни корпорации и од практични причини не постојат институционални инвеститори (заеднички фондови, пензиски фондови). Германија не поседува акционерска култура. Капитализацијата на пазарот на котираните акции во Германија изнесува околу 3% од БДП, во споредба со 152% во Велика Британија, 122% во САД и 103% во Шведска.

За разлика од американските корпорации, германските компании имаат два управувачки одбори:

- Надзорен одбор (*Aufsichtsrat*). Сите главни одлуки за инвестирање и финансирање мора да бидат одобрени од надзорниот одбор. Надзорниот одбор се состои од девет до дваесет и два члена. Од аспект на управувањето, можеби е најважно тоа што од надзорниот одбор се бара според закон да има претставници на вработените и претставници на акционерите.
- Управен одбор (*Vorstand*). Управниот одбор е составен од пет до петнаесет вработени со цело работно време во компанијата и е одговорен за работењето на компанијата. Управниот одбор е назначен од надзорниот одбор и му одговара нему. Претставниците на вработените составуваат една третина од надзорните одбори на корпорациите со помалку од 2000 вработени и една половина од надзорните одбори на корпорациите со повеќе од 2000 вработени. Другите членови на одборот се избираат од акционерите. Но, бидејќи повеќе од 50

проценти од издадените акции ги контролираат други компании и банки со комерцијални врски со компанијата, заклучокот дека одборите на германските компании ги претставуваат јавните акционери е неоправдан. Оваа потчинетост на интересите на акционерите на интересите на други акционери е поткрепена со германското законодавство во поглед на одговорноста на членовите на надзорниот одбор. Членовите на надзорниот одбор не сносат одговорност за одлуките на менаџментот кои се штетни за интересите на акционерите како што тоа би било случај во САД според правилата за „должност за грижа“. Со други зборови, што и да претставува надзорниот одбор, тој не го претставува или не е задолжен да го претставува приматот на интересите на акционерите.

Отсуството на ликвиден и ефикасен пазар на капитал го обесхрабрува формирањето нови компании, особено компании за технологија. Овде аргументот се однесува на отсуството на стратегија за излез за основачите и инвеститорите во шпекулативен капитал. Оние што вложуваат капитал во нови компании очекуваат поврат на својата инвестиција плус капитални добивки. Нив им е потребна таканаречената „стратегија за излез“. Тие може да излезат од инвестицијата или со продажба на компанијата на друга компанија или со огласување на компанијата за продажба со издавање јавна понуда. За јавните понуди потребен е пазар на капитал кој добро функционира. Без таков пазар, единствената алтернатива за задржување на уделот во компанијата е нејзината продажба на друга група приватни инвеститори или продажба на друга компанија. Во претходниот случај, цената би била помала отколку онаа што би се постигнала со јавна понуда бидејќи оваа втора група приватни инвеститори се соочуваат со исто толку ликвиден пазар за компанијата како и нејзините првични сопственици. Во вториот случај, цената исто така може да биде помала од онаа што би биле подготвени да ја платат јавните инвеститори, особено ако купувачот знае дека е во доминантна позиција на пазарот. Друг проблем е дека основачите на компанијата може да сакаат да ја одржат компанијата како независна и да ја задржат контролата, но немаат доволно готовина за откуп на инвеститорите во шпекулативен капитал. Ако постои пазар на капитал кој добро функционира, основачите може да ја огласат компанијата за продажба со издавање јавна понуда и сепак да ја задржат контролата. Но, во отсуство на пазар на капитал, основачите може да немаат друга алтернатива освен да ја продадат компанијата на друга компанија и на тој начин да ги изгубат придобивките од контролата врз неа. Во двата случаја се

намалува мотивацијата за формирање нови компании. Резултат на тоа е намалување на инвестициите во нови индустрии и технологии и запирање на претприемачката дејност.

Табела 6.1 Модел на корпоративно управување

Едностепен модел		Двостепен модел	Право на избор на едностепен или двостепен модел	Повеќекратна опција со хибриден систем
Австралија	Кореа	Аргентина	Данска	Италија
Белгија	Мексико	Австрија	Финска	Јапонија
Бразил	Саудиска Арабија	Чешка република	Франција	Португалија
Канада	Сингапур	Естонија	Унгарија	
Чиле	Шпанија	Германија	Луксембург	
Грција	Шведска	Индонезија	Холандија	
Хонг Конг	Швајцарија	Полска	Норвешка	
Кина	Турција		Словенија	
Исланд	Велика Бриганија		Словачка република	
Ирска	САД			
Израел				

Извор: OECD Corporate Governance Factbook, 2014, Paris, p.32

Во табела 6.1 се прикажани модели на корпоративно управување, при што е извршена категоризација на моделот на корпоративно управување на: едностепен, двостепен, право на избор на едностепен или на двостепен модел и повеќекратна опција со хибриден систем.

Споредбата на корпоративното управување на компаниите од јавниот и од приватниот сектор покажува дека постојат одредени сличности, но и разлики помеѓу нив. Имено, како основни заеднички сличности на управувањето со јавниот и со приватниот сектор може да се наведат следните: во приватниот сектор директорите се во својство на застапници на акционерите кои го надгледуваат секојдневното управување на котираната компанија. Паралелно со тоа, во јавниот сектор, функционерите во јавниот сектор, во својство на застапници на даночните обврзници, управуваат со јавната организација со цел да служат во најдобар интерес на општата јавност. Во поглед на управувањето со интересите на различни акционери, во приватниот сектор во моментот има зголемен консензус дека компанијата треба не само да служи на најдобриот интерес на акционерите, туку треба исто така да го земе предвид и интересот на другите засегнати страни на компанијата, како што е интересот

на вработените, корисниците, набавувачите, како и интересот на локалната заедница во која работи компанијата. Во јавниот сектор, различни нивоа на влади ќе имаат различни заинтересирани страни, но крајната цел е да се служи на јавниот интерес и да ѝ се обезбедуваат услуги на заедницата во име на владата и во исто време да се обезбедат соодветни решенија кога постои веројатност од колапс на пазарот (Uhrig, 2003, pp. 30-32).

Разликите помеѓу управувањето на државниот и на приватниот сектор се исто така очигледни: тие им служат на различни групи интереси, а јавниот сектор подлежи на многу поголем надзор. Главната разлика е независноста. Сите субјекти во јавниот сектор подлежат на министерска контрола и ревизија од државен ревизор; тие мора да ги исполнат целите за извршување на работата и тие се ограничени од политичката реалност. Освен тоа, вообичаено изборот и отповикувањето на претседателот на одборот и на главниот извршен директор е дискрециско право на министерот. Друга поврзана разлика е дека ако една компанија пропадне, престанува да постои и сопствениците ја губат својата инвестиција. Владините претпријатија имаат поголема веројатност да бидат спасени и загубите да им бидат апсорбирани ако претпријатието биде затворено.

1.2 Видови одбори на директори во котираните компании

Низ светот може да се најдат различни национални модели за структурата на одборот. Мнозинството регулативи имаат одбори на едно ниво. Други држави имаат одбори на две нивоа кои ја одвојуваат надзорната и менаџерската функција во две различни тела. Три земји (Италија, Јапонија и Португалија) имаат дополнително статуторно тело, главно, за цели на ревизија.

Табела 6.2 Големина на одборот на директори и мандат на членовите на одборот на котирани компании

	Модел на корпоративно управување	Одбор на директори (Надзорен одбор)		
		Големина		Назначување
		Минимум	Максимум	Максимум години
Аргентина	двостепен	3	-	3
Австралија	едностепен	Нема ограничување		3
Австрија	двостепен	Нема ограничување		5
Белгија	едностепен	3	-	6
Бразил	едностепен	3(5)	-(11)	3(2)
Канада	едностепен	3	-	-
Чиле	едностепен	5 или 7	-	3
Чешка Република	двостепен	3	-	5
Данска	едностепен/ двостепен	Нема ограничување		(1)
Естонија	двостепен	Нема ограничување		5
Финска	едностепен/ двостепен	Нема ограничување		(1)
Франција	едностепен/ двостепен	3	18	6 (4)
Германија	двостепен	3	21	5
Грција	едностепен	3(7)	-(15)	6(4)
Хонг Конг, Кина	едностепен	Нема ограничување		3
Унгарија	едностепен/ двостепен	5	11	-
Исланд	едностепен	Нема ограничување		-
Индија	едностепен	3	15	3
Индонезија	двостепен	Нема ограничување		-
Ирска	едностепен	Нема ограничување		-
Израел	едностепен	4	-	-
Италија	едностепен/ двостепен	3	-	3
Кореа	едностепен	Нема ограничување		3
Луксембург	едностепен/ двостепен	Нема ограничување		-
Мексико	едностепен	-(3)	21(15)	-
Холандија	едностепен/ двостепен	Нема ограничување		(4)
Нов Зеланд	едностепен	Нема ограничување		-

Полска	двостепен	3	-	5
Саудиска Арабија	едностепен	3	11	3
Сингапур	едностепен	Нема ограничување		-3
Шпанија	едностепен	Нема ограничување		5
Шведска	едностепен	Нема ограничување		(1)
Швајцарија	едностепен	Нема ограничување		1
Турска	едностепен	5	-	3
Велика Британија	едностепен	2	-	(1)
САД	едностепен	Нема ограничување		3

Извор: *OECD Corporate Governance Factbook*, (2014), OECD, Paris, p.35.

Регулативата на ЕУ нуди избор од два система за европските акционерски друштва, а некои земји во ЕУ воспоставија регулаторна рамка со цел да можат на домашните котираните компании да им дадат избор. Како што е прикажано во табела 6.2, максималниот мандат на членовите на одборот пред реизбор варира од 1 до 6 години (вообичаено 3 години). Годишниот реизбор на сите членови на одборот се бара или се препорачува во 6 држави (Данска, Финска, Јапонија, Шведска, Швајцарија и Велика Британија). Во некои од другите држави, повеќе компании се префрлија на барањето од нивните директори да се кандидираат за годишен реизбор. Во Соединетите Американски Држави, на пример, додека законот од „Delaware“ ѝ дозволува на компанијата да има класификуван одбор, кој вообичаено има три класи директори со мандат во одборот од три години, многу компании применуваат годишен реизбор, а системот на класификуван одбор станува помалку распространет.

За независност на одборот вообичаено е потребно доволен број членови на одборот да бидат независни. И покрај разликите во структурата на одборот, речиси сите држави воведуваат барање или препорака во однос на минималниот број или сооднос на независни директори. Препораката за мнозинска независност е најраспространет стандард. Регулативите на четири држави (Чиле, Франција, Израел и САД) го поврзуваат барањето за независност на одборот со сопственичката структура на компанијата (на пр: компаниите со акционери кои имаат контрола подлежат на помалку строги барања). Во однос на дефиницијата за независност, освен независноста на менаџментот, мнозинството од регулативите бараат сите или одреден број независни директори да бидат независни од поголемите акционери (на пр: акционери кои поседуваат повеќе од 10% од акциите).

Одвојувањето на улогата на претседател на одборот и генерален извршен директор не е распространето помеѓу законодавствата кои дефинираат едностепен модел на корпоративно управување. Само една четвртина од законодавствата имаат имплементирано рамка за поттикнување на одвојувањето на двете позиции, претседател на одбор и главен извршен директор. Индија и Сингапур имаат воведено механизам за мотивација за да се одвојат двете позиции со барање за повисок праг (50% место 33%) за независни директори во одборот во кои претседател е генералниот извршен директор.

Ниту едно законодавство не им забранува на котираните компании да имаат претставник на вработените во одборот. Повеќето земји во ЕУ имаат воспоставено законски барања во однос на минималниот праг за претставници на вработените во одборот, кој варира од 1 член до 50%, а најчесто се 33%. Надвор од Европа, ниту една држава не бара да има претставник на вработените во одборот (OECD Corporate Governance Factbook, 2014, p.35).

Одбори на директори во Австрија. Според една студија спроведена во 2007 година од Федерацијата на европските берзи (FESE), австриската „сопственост на акции е значително концентрирана во домашни инвестори (еднаква на или повисока од 70%)“, учеството на приватните финансиски претпријатија е исклучително високо (33,7%, Велика Британија е единствената земја членка со повисоко учество на овие претпријатија од 44,7%, во сите други земји членки овој процент е под една третина) 15 и исто така учеството на колективните финансиски инвеститори е натпросечно (28,5%). Поединечните инвеститори/домаќинства учествуваат со околу 7,3%, а јавниот сектор поседува 4,9% од австрискиот акционерски капитал. Вкупно, има околу 90 котираните компании во Австрија.

Управниот одбор може да има еден или повеќе членови, кои ги избира надзорниот одбор за период до пет години и чии лични податоци мора да бидат регистрирани во Трговскиот регистар на компании. Спротивно на Законот за трговијата, Законот за трговските друштва не наметнува никакви барања во однос на квалификациите на директорите. Тој не бара експлицитно директорот да живее во Австрија, да има австриско државјанство или каква било експертиза. Надзорниот одбор мора да има најмалку три, но не повеќе од дваесет членови избрани од акционерите. Освен тоа, за секои два члена избрани од генералното собрание, работничкиот совет избира еден претставник на вработените за член на надзорниот

одбор. Во согласност со обичајното право, надзорниот одбор како орган (односно не секој член) мора да има поголеми знаења и искуство со комерцијални и финансиски прашања од просечен бизнисмен; тие мора да имаат способност да ги препознаваат комплексните правни и економски врски и да ги оценат последиците од тие врски за компанијата. Поединечниот член на надзорниот одбор мора да поседува знаење и искуство кои се неопходни за компетентно извршување на должностите на надзорниот одбор.

Едно лице може да биде член на максимум десет надзорни одбори, а може да биде на позицијата претседател на два одбора. За котираните компании предвидува максимум осум членови на надзорен одбор. Исто така, правен застапник на подружница не може да стане супервизор и исто така вкрстените врски се незаконски. Исто така член на управен одбор не може да стане член на надзорен одбор. Изборот на правно лице е исто така забранет. Меѓутоа, прашањето во однос на последиците од изборот кој е спротивен на овие забрани е контроверзно.

1.3 Предизвици на корпоративното управување во котираните компании

Многу од случувањата во корпоративното управување во Европа се фокусирани на котираните компании бидејќи тие вообичаено вработуваат голем дел од работоспособното население во една земја и учествуваат со значителен процент во БДП. Котираните компании се соочуваат со многу предизвици во управувањето. „The Virgin Group“ во Велика Британија е пример за тоа што може да се случува кога сопственикот ги цени надворешните влијанија како премногу неповолни. Ричард Бренсон (Richard Branson) престана да ја котира „Virgin Group“ на Лондонската берза во 1988 година откако се исфрустрира од барањата на јавните акционери. Во 2013 година, тој повторно почна да ја котира компанијата „Virgin Media“. Котираните компании се во фокусот на голема доза на надзор и тие одговараат на правилата и на барањата кои ги наметнуваат надворешни извори. Во продолжение се дадени некои од предизвиците во управувањето со кои се соочуваат тие:

- Тие подлежат на високи нивоа на регулирање и на барања за усогласеност;

- Принципот на постапи или објасни може да доведе до фокус на специфични процеси и до исполнување на бирократски административни барања од инвеститорите;
- Сопственоста на акциите може бргу да се промени, што може да доведе до закана од агресивни и непожелни преземачи;
- Често се чини полесно да се постапи со „copy-paste“ одговор или да се дадат стандардни „изговори“ отколку да се размисли за приспособен пристап што ќе вклучува подетални образложенија;
- Различни организации (Европска Комисија 2009; есо Да 2012) земаат предвид адекватни и разумни образложенија. Изготвени се некои насоки на ниво на земја членка, како на пример од Белгиската Комисија.
- Обврската „постапи или објасни“ составува само дел од кодексите за корпоративно управување. Таа само се фокусира на структурни, влезни елементи и не се применува на повеќе „бихејвиористички“ елементи и на елементи на „динамика на одборот“, кои се од клучно значење за ефективноста на одборот и за добрите практики на управување. Во многу европски земји, малите котирани компании се потпираат на банкарски заеми бидејќи најголемиот дел од нивните акции се во сопственост на членови на семејството кои не сакаат да издаваат акции поради стравот од разводнување на нивниот сопственички удел во компанијата. Ова претерано потпирање на банкарски заеми може да биде штетно за нив, особно во периоди на криза (Andres, et al., 2013).

2. Корпоративното управување во непрофитните организации

По дефиниција, сите непрофитни организации постојат за друга цел освен профит. Ова не значи дека тие не можат или не создаваат профит. Едноставно тие не можат да го вратат профитот на инвеститорите. Нивната основна цел е да се унапреди целта за која се основани. Значењето на управувањето е релативно различно за непрофитни организации. Непрофитните организации се многу разновидни, но заедно тие составуваат посебна, различна класа на организации, ниту владина, ниту бизнис, со свои посебни правила и карактеристики.

Ефикасното управување е од особена важност за успехот на непрофитната

организација. Тоа се однесува на процесот на обезбедување лидерство, правец и одговорност за одредена невладина, непрофитна организација. Во САД и во многу други земји, инкорпорираната непрофитна организација мора да има управен одбор и што се однесува на законот, овој одбор ја претставува „организацијата“. За одборите е заедничко да вработуваат персонал кој всушност ќе ја извршува работата на организацијата, често со поддршка на волонтери.

Професорот „Lyons“ ги опишува посебните карактеристики на непрофитните организации:

- Организации со свои правила;
- Приватни организации;
- Оперираат врз непрофитна основа;
- Вклучуваат степен на волонтерско посветување време;
- Поседуван член се или се поседувани од други непрофитни организации;
- Финансирањето е значително покомплицирано од владините или од приватните организации.

Сепак, непрофитната корпорација не им продава акции на инвеститорите и не котира на берзи. Често овие непрофитни корпорации се основани како дел од процесот на отворање канали за собирање средства кои им се достапни само на добротворни корпорации. Иако тие немаат акционери, непрофитните корпорации и нивните одбори имаат обврски кон заинтересираните страни. Во однос на непрофитната корпоративна структура, заинтересираните страни се исти како и оние во профитабилните организации, со исклучок на акционерите. Заинтересирани страни се вработените, волонтерите, инвеститорите кои не се акционери и други кои нудат финансиска и нефинансиска поддршка. За овие заинтересирани страни непрофитабилната корпорација воспоставува практики на добро корпоративно управување иако доверителските должности, кои се однесуваат на одборите во профитни организации, не постојат во овие корпорации. Голема компонента за подобрување на политиките за корпоративно управување во профитабилните организации е воспоставувањето безбедни сметководствени практики за заштита на средствата на инвеститорите и за да се спречи корпорациите да банкротираат поради скандал.

Подобрената безбедност на сметководствените практики е еднакво важна во непрофитабилните корпорации кои исто така се должни да ги штитат средствата на другите. Во овој случај, парите делумно им припаѓаат на оние што ги донирале, а

делумно на оние на кои им се наменети услугите за да им помогнат. Една стратегија која многу непрофитабилни организации ја сметаат за остварлива е доброволното почитување на „Sarbanes-Oxley Act“ (SOX). Тоа на организациите им дава насока за тоа како да ги имплементираат промените за да ја направат безбедна нивната финансиска евиденција и да го зголемат нивниот јавен имиџ како доверливи организации (Anand, 2008, p.172).

Во однос на подобреното работење, непрофитабилните корпорации кои ги оценуваат нивните тековни практики на корпоративно управување и работат на нивно подобрување ќе имаат корист од (Anand, 2008, p.174):

- **Заштита од злоупотреби.** Дури и непрофитабилните корпорации не се имуни на заканата од злоупотреби и од други криминални активности, како од надворешни, така и од внатрешни сторители. Со подобрување на системите и политиките кои промовираат добро корпоративно управување, овие организации може да ја зголемат нивната заштита од станување жртви на корупција. За возврат, тие ќе може да го одржат нивниот етички имиџ и понатаму да промовираат донации за нивната цел.
- **Поголема интерна организација.** Практиките за добро корпоративно управување бараат силна внатрешна рамка помеѓу улогите на одборот на директори и извршните директори. Креирањето јасни описи на работни места и утврдувањето на функциите на членовите на одборот за разлика од оние на извршните директори е задача која е често запоставувана. Сепак, кога овие две групи јасно ќе ги разберат своите обврски и ограничувања, организацијата ќе ужива зголемено ниво на продуктивност и ограничено ниво на конфликти.
- **Подобрени односи со заинтересираните страни.** Непрофитабилната организација која сака да ги зајакне своите политики за корпоративно управување најверојатно ќе направи напори за подобрување на комуникациите меѓу заинтересираните страни како дел од својата стратегија. Ако на заинтересираните страни им се понуди поголем пристап до потранспарентна организација тоа ќе им помогне да се осигурат дека тие ги даваат своите донации на вистинското место и дека нивните средства не се злоупотребени. Зголеменото ниво на

комуникација исто така помага да се негуваат блиските односи помеѓу заинтересираните страни и одборот, што подоцна може да доведе до зголемена поддршка во своја корист.

Одборот на директори е примарната група луѓе на кои им е доверено и се одговорни за раководството и управувањето на непрофитна организација. Управувањето е централна одговорност на одборот, но вообичаената работа на одборот оди подалеку од тоа управување. Заедничко за одборите и за нивните членови е да служат како:

- Амбасадори кои градат односи и генерираат добра волја;
- Спонзори и претставници кои преговараат во име на организацијата;
- Доверливи советници и консултанти кои нудат насоки и претставуваат силни одбори за главниот извршен директор и персоналот и
- Ресурсни програмери кои ѝ помагаат на организацијата да ги обезбеди основните ресурси.

Одборите редовно ја делегираат работата на организацијата до директорите, вработените, волонтерите, но тие не може да ја делегираат или да ја доделуваат својата одговорност за таа работа. Зголеменото конкурентно опкружување на непрофитните организации, вклучувајќи ја и зголемената конкуренција меѓу непрофитните и профитните бизниси, доведуваат до барањето на уште поголема правна одговорност. Од правна гледна точка, непрофитниот одбор и неговите членови, поединечно, имаат три основни должности.

- **Должност за грижа**, која претставува преземање грижа и остварување на пресудата што кое било разумно и претпазливо лице ќе ја изложи во процесот на донесување информирани одлуки, вклучувајќи и дејствување со добра волја во согласност со она што како член на одборот навистина верува дека е во најдобар интерес на организацијата. Законот препознава и прифаќа дека членовите на одборот несекогаш може да бидат коректни во нивниот избор или одлуки, туку тој смета дека се должни да бидат внимателни, вредни;
- **Должност на лојалност**, која ги повикува одборот и неговите членови да ги земат предвид и да дејствуваат со добра волја за унапредување на интересите на организацијата. Со други зборови, членовите на одборот нема да овластуваат или да се вклучуваат во трансакции, освен во оние во

кои може да се постигнат најдобри можни резултати или услови за организација. Овој стандард ги ограничуваат членовите на управниот одбор да учествуваат во дискусиите и одлуките на одборот кога тие како поединци имаат конфликт на интереси (т.е. нивните лични интереси се во судир со организациските интереси или тие служат на повеќе организации чиј интерес е конфликтен);

- **Должност на послушност**, која бара послушност кон мисијата на организацијата, подзаконските акти и политиките, како и почитување на одредбите и условите на другите стандарди на соодветно однесување како што се законите, правилата и прописите.

Според следната листа на одговорности на одборот, дефинирана од Националниот центар за непрофитни одбори „Ingram“, 2001, одговорност на одборот е:

- Да ги утврди и да ги спроведе мисијата, визијата и суштинските вредности на организацијата;
- Да го регрутира и да го избере извршниот директор на организацијата;
- Да ја подржува и да ја оценува работата на извршниот директор на организацијата;
- Да потврди дека организацијата е ангажирана во планирањето на својата иднина;
- Да ги одреди програмите што ќе ги донесе организацијата за да ги имплементира своите стратегии и да ги оствари своите цели и да ја следи работата на овие програми за да ја оцени нивната вредност;
- Да осигури дека организацијата има финансиски и други ресурси соодветни за имплементирање на своите планови;
- Да обезбеди ефикасно управување со финансиските и со другите ресурси на организацијата
- Да ги подобри кредибилитетот и јавната слика на организацијата;
- Да обезбеди интегритет и одговорност на организацијата;
- Да ја оцени и да ја развие ефикасноста на својот одбор.

Според една анкета за непрофитните организации во САД, реализирана во 2004 година, непрофитниот одбор е составен типично од 12 до 24 члена; просекот за сите

одбори бил 17 члена (Board Source 2004 Governance Index). Одборите мора да се состануваат редовно, но фреквенцијата на состаноците вообичаено варира.

Во извештај на Велика Британија од „Ford Partnership“, „*Under Pressure: Trends in the Governance of Large Charities for the 21st Century*“, биле идентификувани четири култури на управување:

- *Култура на доверба* - легалистичка култура соодветна за оние тела кои се фондови, особено добротворни фондови. Не е соодветна за оние што не се и се стремат да доведат до покonzерватни одлучувања;
- *Култура на членство* вклучува контрола на членството и може да доведе до политички системи и мандати кои може да не се компатибилни со добротворните закони. Културата на членството е особено присутна во здруженијата;
- *Култура на акционер* е соодветна за оние тела што обезбедуваат услуги и се карактеризира со постојан консензус;
- *Стратегиска култура* е пристап кон приватниот сектор концентрирајќи ја моќта на одборите и на главниот извршен директор. Целта е професионализам. Проблемот е осигурувањето одговорност, особено поради тоа што повеќето одбори би биле составени од волонтери.

Во табела 6.3. се претставени примери на приватни и на државни непрофитни организации, како и значајните разлики помеѓу нив. Имено, приватните непрофитни организации најчесто се финансираат од своите членови, донатори и владата, додека државните непрофитни организации се финансираат од своите корисници, донатори и владата. Засегнати страни кај приватните непрофитни организации се корисниците, донаторите, членовите, спонзорите и волонтерите додека кај државните непрофитни организации во засегнати страни е вклучена и јавноста. Орган на управување кај приватните непрофитни организации е одборот на директори кој е избран од засегнатите страни, додека орган на управување кај државните непрофитни организации е одборот на директори назначен од своите

Табела 6.3 Значајни разлики помеѓу приватните и државните непрофитни организации

	Приватни непрофитни организации	Државни непрофитни организации
Примери на организации	Добротворни организации, приватни училишта, универзитети, клубови, здруженија итн.	Државни колеџи, универзитети, болници итн.
Примарни извори за финансирање	Донатори, членови, влада	Влада, корисници, донатори
Засегнати страни	Корисници, донатори, спонзори, членови, волонтери итн.	Корисници, донатори, членови, јавноста итн.
Орган на управување	Одборот на директори избран од засегнатите страни	Одборот на директори назначен од членовите или номиниран од владата
Именување на директор	Директори избрани од гласовите на членовите	Директори избрани од членовите или номинирани од владата
Менаџмент	Одговара на одборот на директори	Одговара на одборот на директори

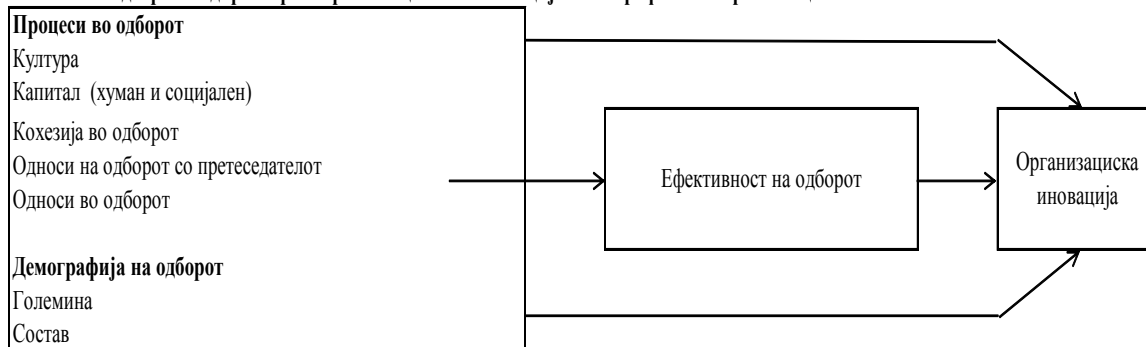
Извор: *Effective non-for profit boards*, Deloitte LLP, Montreal, 2013, p.2

членови или, пак, назначен од владата. Во врска со начинот на именување на директорите во одборот, приватните непрофитни организации се карактеризираат со директори избрани од гласовите на членовите, додека државните непрофитни организации се карактеризираат со директори избрани од членовите или номинирани од владата. Во врска со менаџментот, постои сличност и кај двата вида непрофитни организации во насока на тоа што менаџментот е одговорен пред одборот на директори.

Џон Ц. Вајтхед (John C. Whitehead), претседавач на „Federal Reserve Bank“ во Њујорк, во говорот во 2002 година изјавил: „И покрај замаглување на границите помеѓу непрофитните организации и владините и бизнис-организациите, јасно ми е дека непрофитното управување е различно на многу начини и бара посебна грижа во универзитетските програми за обука. Природата на нивната услужна мисија, обемот на нивните извори на финансирање, нивната мешавина на платен и волонтерски труд, нивното раковоство од волонтерски одбори и нивната улога во застапувањето на социјалните промени се клучните фактори кои бараат посебно внимание во академските програми.“

Непрофитните организации имаат значаен придонес за економијата, особено за услужната економија и имаат важна социјална и политичка улога. На слика 6.1 е прикажано кои процеси во одборот на директори и кои демографски карактеристики на одборот влијаат врз ефективноста на одборот и организациската иновација.

Слика 6.1. Одборот на директори и организациската иновација во непрофитните организации



Извор: Jaskute, K., (2012) *Boards of directors and innovation in Nonprofit organizations*, John Wiley&Sons, Inc., www.wileyonlinelibrary.com, p.442

Овој модел вклучува збир од демографски променливи и процеси, поврзани со одборите на директори и предлага нивно влијание врз иновациите. Предложениот модел исто така вклучува медијатор како променлива, а тоа е ефективноста на одборот.

3. Корпоративното управување во средните и во малите компании

Согласно со Законот за трговските друштва, член 470, трговците се класификувани на големи, средни, мали и микротрговци, во зависност од бројот на вработените, годишниот приход и просечната вредност на вкупните средства по годишните сметки во последните две години (пресметковни години).

Мал трговец е трговецот кој во секоја од последните две пресметковни години, односно во првата година од работењето задоволил најмалку два од можните три следни критериуми, и тоа:

- 1) Просечниот број вработените врз основа на часови на работа да е до 50 работници и
- 2) Годишниот приход да е помал од 2.000.000 евра во денарска противвредност или
- 3) Просечната вредност (на почетокот и на крајот на пресметковната година) на вкупните средства (во активата) да е помала од 2.000.000 ЕВРА во денарска противвредност.

Што претсатвува мало или средно претпријатие отвора тешки прашања на дефиниција. Во „UK Bolton Report“ во 1971 година имало обид да се дефинира поимот мала компанија на следниот начин:

- Во економска смисла, мала компанија е онаа што има релативно мал дел од својот пазар;
- Главна карактеристика на малата компанија е тоа дека е управувана од нејзините сопственици или од претходните сопственици на личен начин, а не со начинот на формализирана менаџмент-структура;
- Таа е независна во смисла на тоа дека не е дел од некоја поголема компанија и дека сопствениците-менаџери треба да бидат слободни од надворешна контрола во донесувањето и на своите одлуки.

Идејата дека претприемачите би имале време за корпоративно управување е контрадикторна. Изгледа како мешање на масло и вода – вежба која е фрустрирачка и бесцелна. Во практиката, повеќе изгледа како постигнување деликатна и нестабилна мешавина која е необично атрактивна.

Оксфордскиот речник го дефинира зборот претприемач како „лице кое има ефективна контрола врз комерцијално претпријатие“. Оваа дефиниција може да се примени на менаџер исто колку и на директор; суштината на претприемништвото е **преземање ризик** за да се добие поголема награда. Имицот на претприемач како пират потекнува од американските „трустови“ од деветнаесеттиот век и од модерните сериски претприемачи како што се Ричард Бренсон и Стелиос Хаџи-Јоану (Richard Branson, Stelios Haji-Ioannou). Во неговата статија во „*Financial Times*“, „Разбирање на претприемништвото“ (12 ноември 2003 година) Џонатан Гатри (Jonathan Guthrie) разгледува различни модели на претприемач: *Постојат претприемачи кои ги водат своите бизниси на структуриран начин, при што сите тие беа сведоци на поделби на големи компании. Постојат претприемачи кои се целосно ангажирани за подобрување на нивната понуда за корисниците, а здодевната секојдневна работа им ја оставаат на платените помошници. Постојат срамежливи претприемачи кои се повлекуваат од медиумските понуди толку неуморно како што некои екстравертни претприемачи ги облетуваат.*

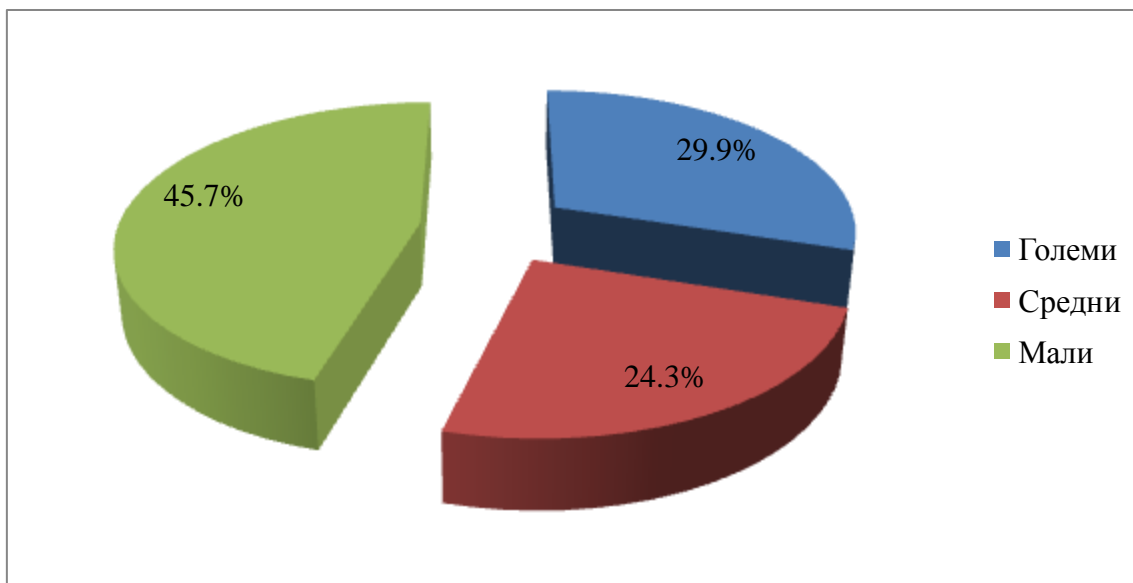
Освен потребата за преземање ризици, другата главна карактеристика на претприемачите е **желбата за контрола на судбината на нивниот бизнис**. Поради оваа причина толку многу претприемачи ја избегнуваат берзата и повеќе сакаат да

работат со приватни компании или мрежи на холдинг-компаниии кои избегнуваат ограничувања на нивните активности, на пример „Bentley Brothers“.

До кој степен претприемачите работат со или против правилата на корпоративното управување? Во една крајност, претприемачот се однесува како пират туркајќи ја неговата или нејзината идеја на штета на кое било друго согледување. Британските трговци украде каучукови растенија од Бразил за да креираат сопствена индустрија за каучук; други британски трговци го принудиле развојот на пазарот на опиум во Кина. Повеќето претприемачи не се криминалци не се понесени првенствено од желбата за богатства; многу од нив се како Џон Харисон (John Harrison), часовничарот кој многу години се борел да го усоврши мерењето на географската должина со мала финансиска поддршка. Франк Витл (Frank Whittle) помина низ чистилиштето за да се осигури дека млазниот мотор може да се реализира. Правилата за управување неизбежно ги одразуваат вредностите на општеството кое ги поставува. Дерегулацијата е нормална во новите и менливите општества бидејќи на претприемачите им е потребно охрабрување за да создадат богатство и да ја изградат економијата. Регулацијата доаѓа во фазата кога некои претприемачи почнуваат да остваруваат монополска моќ и/или да бараат политичко влијание. Ова беше случај во раниот дваесетти век со пропаѓањето на американскитеitrustови; а во поново време руските олигарси претрпеа одредена форма на регулирање. „Животинските духови“ на претприемачите се неопходни за економскиот напредок, но остатокот од општеството претпочита тие да се припитомат“ (Davies, 2006, p.93).

Регулативите на корпоративното управување се нормално изготвени за поголемите јавно котираните компании и не ги исполнуваат потребите на помалите компании. Трошоците за усогласување на малите компании со такви регулативи, далеку ја надминува користа од тоа. Малите и средните компании се витален дел на економијата. Улогата на малите и на средните бизниси во економијата на Австралија може да се објасни со неколку клучни индикатори. Малите и средните бизниси вработуваат 70% од луѓето во приватниот сектор или 7,3 милиони од вкупно 10,5 милиони како што е прикажано на слика 6.2. Исто така, малите бизниси учествуваат со 41,6% во однос на сите бизниси во извозот на производи. Малите бизниси учествуваат со 83,9% во дејноста на услугите, 10% во земјоделството, шумарството и риболовот, 4,2% во производството, 0,4% во рударството и 2,2% во други дејности.

Слика 6.2 Вработени според големината на компанијата



Извор: *Australian small business. Key statistics and analysis* (2012), Department of Industry, Innovation, Science, Research and Tertiary Education, Canberra, December, p.27.

Најголемата услужна дејност на малите бизниси ја претставуваат градежништвото, професионалните, научните и техничките услуги, додека услужна дејност со најмало учество се струјата, гасот и водата и др. Стапката на опстанок на малите бизниси е помала во однос на средните и на големите бизниси. За разлика од нив, стапката на опстанок на средните бизниси е незначително поголема од големите бизниси како што е прикажано во табела 6.3.

Табела 6.3 Стапка на опстанок според големината на компанијата

Големина	Број на бизниси кои работат во јуни 2007	Број на бизниси кои продолжиле да работат до јуни 2011	Стапка на опстанок
Мали (0-19)	1.958.822	1.185.997	59,7%
Средни (20-199)	82.071	62.243	75,8%
Големи(200+)	5.900	4.386	74,3%
Вкупно	2.073.793	1.252.626	60,4%

Извор: *Australian small business. Key statistics and analysis* (2012), Department of Industry, Innovation, Science, Research and Tertiary Education, Canberra, December, p.42.

Претприемачите вообичаено се подобри во работењето со корисниците отколку со колегите. Питер Друкер (Peter Drucker) цени дека целта на бизнисот е стекнување корисници и само за мал број претприемачи тоа претставува тежок концепт. За нив е потешко да го споделат процесот на управување со нивниот бизнис. Ова може да се види во многу семејни компании каде што основачот сака да ја прошири неговата или нејзината контрола врз бизнисот и да го одржи неговото или нејзиното влијание со вработување членови на семејството на клучни позиции. Руперт Мурдок (Rupert Murdoch) значително се потрудил за да ја оствари оваа цел и бил многу успешен во неговата претприемачка амбиција. Не е многу јасно дали неговиот однос со колегите бил исто толку успешен. Претприемачите и моќните главни извршни директори имаат ист проблем со концептот на неизвршни директори. Тајни Роуланд (Tiny Rowland) го наполни одборот на „Lorrho“ со послушни неизвршни директори; Кен Морисон (Ken Morrison) одби да именува неизвршни директори во „Morrisons Supermarkets“ додека не ја поднесе својата понуда за „Safeway“. Кај помалите компании, неизвршните директори се релативно малку на број и повеќето се членови на семејството или професионални советници. Со доаѓањето на извештајот на „Higgs“, со кој се бара котираните компании да имаат мнозинство неизвршни членови во нивниот одбор, постои зголемен притисок за нивно именување. За жал, малку компании знаат како да ги користат ефективно и повеќе ќе се стремат кон хармонија во одборот отколку да поттикнуваат предизвици (Davies, 2006, p.91).

Поважно за приспособување на претприемачите кон корпоративното управување е потребата да се промени корпоративното управување од испитување „кутија која отчукува“ кон “отворен процес на градење доверба”. Корпоративното управување претставува само средство за постигнување на целта, а тоа е да им се овозможи на различни страни да работат заедно со доверба; вистински доказ за успех е бизнис со одржлив развој. Развојот е во срцето на претприемништвото, затоа претприемачите треба да се поттикнуваат, поддржуваат и наградуваат за успехот, но само под услов да работат отворено со другите заинтересирани страни и да ги споделуваат товарот и возбудата на градење на бизнисот заедно со нив. Да се прави тоа, значи да се споделува моќта и да се признава придонесот на другите кон успехот – дали Адриан Кедбури (Adrian Cadbury) мислел на претприемачите кога вршел притисок за поделба на улогите на претседавачот и на главниот извршен директор во неговиот законик?

Вообичаените предизвици со кои се соочуваат семејните мали компании се следните:

- Неуспех да се најде капитал за развој без поделба на капиталот на семејството (вкупно контролата на сопственоста да биде неприкосновен принцип за многу семејства);
- Неспособноста да се балансираат семејните потреби за ликвидност и бизнис-потребите за пари;
- Лошо планирање на имотот и неспособност на следната генерација да ги плати даноците за наследство;
- Неподготвеност на постарата генерација да „го остави“ сопствеништвото и моќта на менаџментот во даден момент;
- Неспособност да се привлечат и да се задржат способни и мотивирани семејни наследници;
- Неконтролираното ривалство меѓу потомците немајќи договор за избран наследник;
- Неспособност да се привлечат и да се задржат компетентни врвни менаџери кои не се дел од семејството;
- Неконтролиран конфликт меѓу културите на семејството, одборот и бизнисот и неспособност да се развијат соодветни структури за раководење кои доделуваат оптимални улоги на секоја од институциите или телата за раководство.

4. Корпоративното управување во семејни бизниси

Семејните бизниси се најстарата и најприсутна форма на деловно организирање во светот. Во голем број земји, семејните бизниси претставуваат повеќе од 70% од вкупните бизниси и играат клучна улога во развојот на економијата и во вработувањето на работната сила. Во Шпанија, на пример, околу 75% од бизнисите се во семејна сопственост и просечно учествуваат со 65% во просечниот БДП на земјата. Слично, семејните бизниси учествуваат со приближно 60% во вкупниот БДП на Јужна Америка.

Истражувањата спроведени од „*European Family Businesses*“ (2012) потврдуваат дека фамилијарните бизниси креираат значајни придобивки посебно важни за економијата и за општеството во целост. Тие се следниве:

- Според сметководствените перформанси, фамилијарните бизниси се повеќе профитабилни на долг рок;
- Фамилијарните бизниси имаат помалку долгови и поради тоа се повеќе стабилни;
- Фамилијарните бизниси имаат долгорочен поглед на иднината на компанијата и на тој начин создаваат рамнотежа помеѓу краткорочните награди и долгорочната одржливост и просперитет;
- Фамилијарните бизниси се подобри за заедницата во која живеат и повеќе вложуваат истовремено, во деловни инвестиции и преземаат филантропски активности;
- Помалку е веројатно фамилијарните бизниси да отпуштат, а поверојатно е да вработат работници. Најчесто важноста и улогата на фамилијарните бизниси се објаснува со помош на следниве индикатори:
- БДП - во најголем број земји во светот фамилијарните бизниси создаваат 60-90% од невладиниот БДП;
- Работни места – во најголем број земји во светот фамилијарните бизниси креираат помеѓу 50 и 80% од сите работни места во приватниот сектор;
- Започнување – 85% од сите новоформирани бизниси започнуваат со фамилијарни средства;
- Пораст на работните места – фамилијарните бизниси во САД креираат повеќе од 75% од нето-порастот на работните места;
- Учество - во најголем број земји во светот фамилијарните бизниси учествуваат со помеѓу 70 и 95% во сите компании;
- Во најголем број земји во светот фамилијарните бизниси креираат помеѓу 60% и 90% од приватниот создаден БДП;
- Во најголем број земји во светот фамилијарните бизниси креираат помеѓу 50% и 80% од сите работни места во приватниот сектор;
- Во САД, фамилијарните бизниси учествуваат со 75% во нето-порастот на работните места;
- Во најголем број земји во светот фамилијарните бизниси учествуваат со 70% до 95% во вкупниот број компании;

- Во целиот свет фамилијарните бизниси имаат успешна стапка на транзиција која изнесува 30% по генерација, што значи дека при транзицијата од првата кон втората генерација стапката на успешност на транзицијата изнесува 30%, од втората кон третата генерација стапката изнесува 10%, од третата кон четвртата генерација стапката изнесува 3% и од четвртата кон петтата генерација успешноста на транзицијата изнесува нешто помалку од 1%.

Фамилијарните компании исто така креираат важни придобивки за економијата на секоја земја, создаваат подолгорочна стабилност, имаат помала стапка на морталитет во однос на малите нефамилијарни бизниси, покажуваат специфична посветеност кон локалните заедници. Фамилијарните бизниси претставуваат повеќе од 60% од сите компании во Европа кои вработуваат помеѓу 40-50% од вкупно вработените. Најмногу мали и средни компании се фамилијарни бизниси и имаат важна улога во динамизирањето на економијата во Европа. Фамилијарните бизниси во Европа создаваат промет од 1 трилион евра, 9% од БДП на Европската Унија и повеќе од 5 милиони работни места.

Според „*Family Businesses Challenges in the European Union*“ фамилијарните бизниси се крбетниот столб на економијата во Европската Унија. Фамилијарните бизниси составуваат повеќе од 60% од сите компании во Европа. Исто така, тие создаваат 40-50% од работните места, 85% Шпанија, 60% во Велика Британија, 75% во Италија, 75% во Германија.

Семејствата повеќе сакаат стабилност и ограничен ризик во компаниите кои ги поседуваат и главна грижа им е бизнисот кој ќе премине на следната генерација да биде во добра состојба. За да го обезбедат овој солиден и стабилен развој, семејните компании во голема мера се потпираат на управување условено од очекувањата на членовите на семејството и на заштитивање на бизнисот од алчност или некомпетентност. Во рамките на компанијата, корпоративното управување се фокусира на мисијата која ја воспоставиле нејзините контролирачки акционери (семејството), а директорите имаат помала слобода да дејствуваат во споредба со оние во нормална компанија со ограничена одговорност. Ова ограничување може да биде фрустрирачко за надворешните директори и акционери, но тоа се намалува како што балансот на моќ се префрла кон надворешните акционери. Претпазливоста на семејството може да резултира со испуштање нови можности од компанијата, но исто така може да ја спаси

и од опасности. Кога семејните компании ќе воведат надворешни акционери или директори, потребна е дополнителна внимателност за да се отвори тековен дијалог со нив и за да се осигури дека сите процеси на управување се целосно отворени. На надворешните директори мора да им се даде простор за да работат ефективно и да не бидат попречувани од одредени маневри на некој член на семејството. Правичноста е клучен критериум во сите трансакции со надворешни страни и сите трансакции мора да бидат отворени. Семејните компании кои ќе стекнат репутација за непотизам ретко може да имаат добри вработени и истовремено имаат лоши односи со другите заинтересирани страни. Компаниите на она семејство кое се смета за праведно во нивните надворешни зделки вообичаено просперираат.

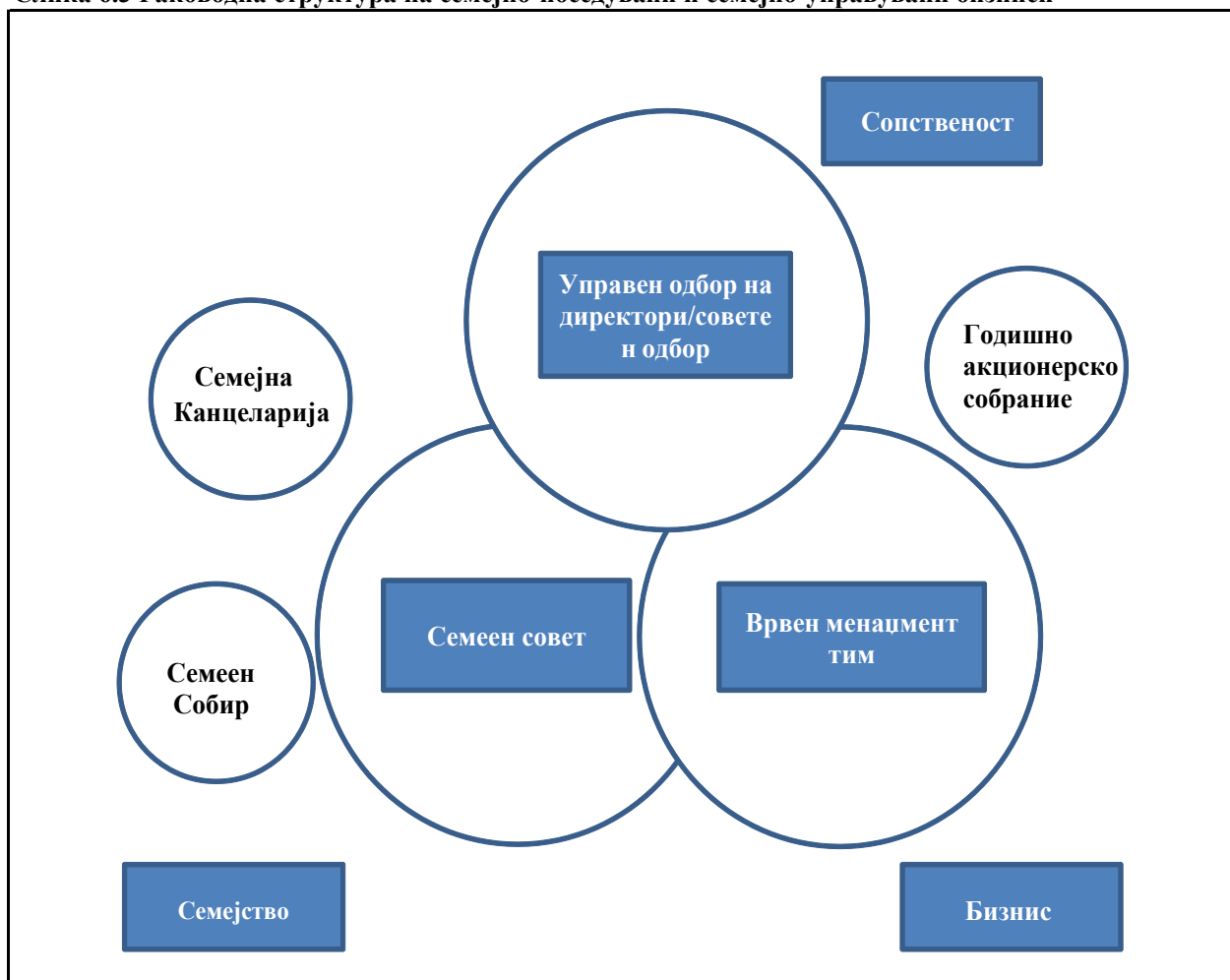
Најголем дел од семејните бизниси имаат многу краток животен век по фазата на нивниот основач и дека приближно 95% од семејните бизниси не опстануваат до третата генерација на сопствеништво. Сер Адам Кедбури (Ser Adrian Cadbury) цени дека „е целосно заслужено обезбедувањето јасна и прифатена структурна поделба помеѓу управувањето со компанијата и размислувањата на семејството“ (Davies, 2006, p.100).

Семејните бизниси имаат силна филозофија на сопственост, што подразбира позната култура и ефективна контрола. Сериските претприемачи, како што се Стелиос Хаџи-Јоану и Ричард Бренсон (Stelios Haji-Ioannou, Richard Branson), се понесени повеќе од идеите отколку од контролата и нивниот пристап фундаментално се разликува од оној на повеќето семејни бизниси. Претприемачите работат за себе, додека семејните компании работат за своето наследство. Но, и двете имаат тенденција да го фаворизираат органскиот раст за сметка на аквизициите – претприемачите имаат потреба да креираат бизниси од нивните сопствени идеи; семејствата се фокусираат на сопственоста (Davies, 2006, p.98).

Меѓутоа, истражувањето од „Franks et al.“ (2004 и 2005 година) открило дека во Велика Британија во првата половина од дваесеттиот век отсутувала заштитата на малцинските инвеститори, а сепак се вршело префрлање од семејна сопственост во подисперзирана сопственост на акциите. Тоа се припишувало на издавањето акции со аквизиции и спојувања иако семејствата се обидувале да ја задржат контролата врз одборот со држење на мнозинството од местата во одборот. Морк и Јанг (Morck, Yeung, 2003) ги посочиле некои од потенцијалните агенциски трошоци во семејните компании: во компаниите од семејните бизнис-групации, постои загриженост дека менаџерите

може да постапуваат во корист на контролирачкото семејство, а не општо за акционерите. Овие прашања поврзани со застапници се следните: користење пирамидални групи за одделување на сопствеништвото од контролата, зацврстување на позицијата на контролирачките семејства и трансакции со поврзани страни, „тунелизирање“ помеѓу поврзани компании на штета на јавните инвеститори (Malin, 2011, p.80).

Слика 6.3 Раководна структура на семејно-поседувани и семејно-управувани бизниси



Извор: Poza, E., *Family Business*, South-Western Cengage Learning, Mason, 2010, p.248

Управувањето во една семејна компанија може да се негува со различни класи на акции со право на глас и без право на глас и може да се промовира со соодветни придонеси од одборите на директори, советодавните одбори, семејните совети, семејните собранија, семејните служби и годишните акционерски собранија и тимовите на врвниот менаџмент како што е прикажано на слика 6.3. Имајќи ја предвид тенденцијата на семејните компании да ги заматуваат границите помеѓу семејството и

бизнисот, овие институции може да обезбедат суштинска помош во управувањето со сите важни односи на семејство-сопственик-менаџмент. (Роџа, 2010, р.248).

Во наредната табела 6.4 се резимирани клучните прашања на корпоративното управување со кои се соочуваат семејните бизниси во текот на нивниот развоен циклус:

Табела 6.4. Фази на сопствеништво

Фаза на сопствеништво	Најважни акционерски прашања
Фаза 1. Основачот	-Пренос на лидерство -Наследување -Планирање на имотот
Фаза 2. Партнерство на браќа и сестри	-Одржување на работата во тим и на хармонијата -Одржување на сопствеништво на семејството -Наследување
Фаза 3. Конфедерација на роднини	-Алокација на капиталот на компанијата: нивоа на дивиденди, долгувања и профит - Акционерска ликвидност - Решавање конфликти во семејството - Учество и улога на семејството - Мисија и визија на семејството - Семејна деловна врска со бизнисот

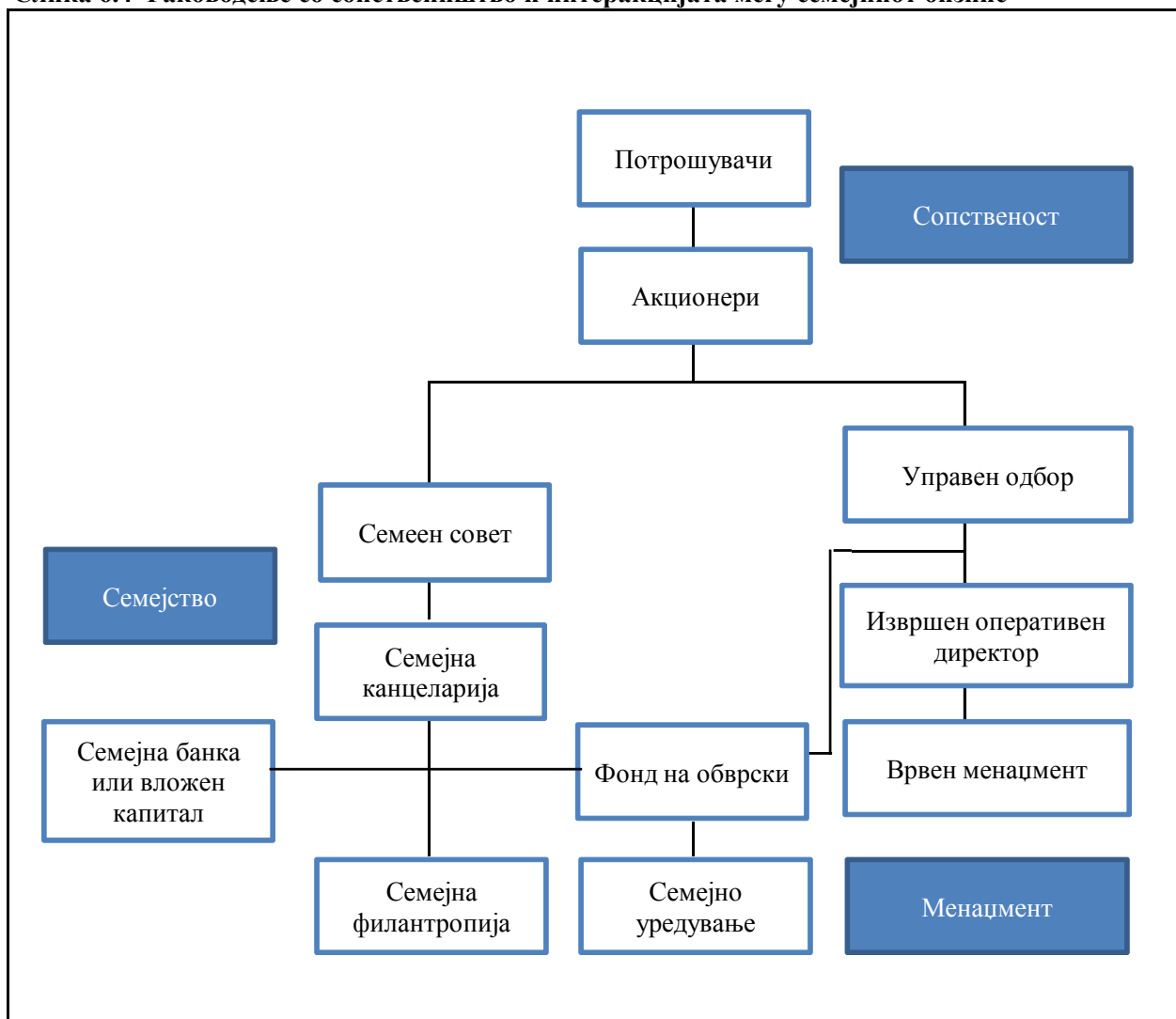
Извор: *Прирачник за управување со семеен бизнис*, IFC, Скопје, 2007, стр.15.

Секоја фаза поставува различни предизвици кои треба соодветно да се управуваат за осигурување на континуитетот на семејниот бизнис. Најголемиот дел од компаниите во семејна сопственост се успешни во нивната почетна фаза поради огромните напори од основачите кои се вклучени во сите аспекти на бизнисот. Меѓутоа, на подолгорочен план станува неопходно да се постават соодветни структури и механизми за управување кои ќе овозможат ефикасни канали за комуникација и јасна дефиниција на улогите и очекувањата на секое лице вклучено во семејниот бизнис.

Семејните компании често се во искушение да ги ограничат именувањата на членови на семејството во одборот. Ова е лоша практика поради тоа што со неа потенцијално се мешаат компаниските прашања и семејните прашања, но исто така и поради тоа што со неа се дава можност за внесување поголемо знаење и искуство за

решавање на компаниските прашања. Компаниите никогаш не треба да ги користат именувањата во одборот како трофеи во натпреварувањето меѓу членовите на семејството, ниту пак семејните прашања треба да се изнесуваат на состаноците на одборот (Davies, 2006, p.101).

Слика 6.4 Раководење со сопствеништво и интеракцијата меѓу семејниот бизнис



Извор: Poza, E., *Family Business*, South-Western Cengage Learning, Mason, 2010, p.269.

Видливо е од слика 6.4 дека клучните менаџери кои не се поврзани со семејството помагаат да се воспостават високи стандарди на работна етика, одговорност, посветеност и експертиза. Овие компетентни менаџери поставуваат граници за дејствувањето на менаџерите кои се поврзани со сопственичкото семејство и со тоа им испраќаат јасна порака на акционерите кои не се активни во менаџментот.

Квалификуваните извршни директори во врвниот менаџмент кои не се поврзани со семејството најверојатно ќе ги намалат или ќе ги елиминираат предвидувањата од овие акционери и ќе се погрижат прашањата за кои е потребно размислување и одлучување да се решаваат онаму каде што треба – било во рамките на семејството, во семејните совети и семејните собранија; од сопствениците, на акционерски собранија и состаноци на одборите; или од тимот на врвниот менаџмент, при секојдневното деловно работење (Poza 2010, p.269).

„Bennedsen et al.“ (2010) посочува дека „семејните фирми се единствени бидејќи управувањето на овие фирми е утврдено од управувањето на семејството што стои зад таа семејна компанија“. Меѓународната финансиска корпорација (2011) посочува дека должноста на „членовите на семејството“ не е ограничена само на управување со нивната компанија, туку тие се одговорни и за управувањето со семејството и за неговиот однос со бизнисот. Поставувањето солиден систем за управување со семејството, уште во раната фаза од животниот циклус на семејството, ќе помогне да се предвидат и да се решат потенцијалните конфликти меѓу членовите на семејството за различни прашања. Со тоа на членовите на семејството ќе им се овозможи да се концентрираат на други клучни прашања како што е растот на бизнисот. „Franks et al.“ (2011) цени дека „семејните фирми еволуирале во широко распространети компании бидејќи тие стареат само во земји каде што има силна заштита на инвеститорите, добро развиени финансиски пазари и активни пазари за корпоративна контрола. Во земјите со слаба заштита на инвеститорите, послабо развиени финансиски пазари и неактивни пазари за корпоративна контрола, семејната контрола станува многу истрајна со текот на времето. Ова се случува и кај приватните и кај државните фирми“. (Malin, 2011, p.89)

Професорот Џон Ворд (John Ward) идентификувал пет категории семејни фирми (оперативна, управувачка, активна, инвестициска и пасивна). Конкретните импликации од оваа рамка за корпоративното управување се следните според соодветниот вид сопственик (Steger et al, 2008, p.238):

- **Оперативен сопственик.** Менаџментот е целосно или делумно доминиран од сопственичкото семејство. Ако постојат законски барања во однос на корпоративното управување, тие се минимални и улогите се распределени во рамките на семејството. Трансакциските трошоци се исклучително ниски бидејќи довербата и неформалноста го движат процесот на управување.

Опасноста лежи во можноста да се донесуваат клучни одлуки без темелно испитување на нивните можни последици.

- **Управувачки сопственик.** Често, надворешни менаџери управуваат со секојдневното работење, но семејството доминира со (надзорниот) одбор, насочувајќи го и контролирајќи го бизнисот оттаму. Најверојатно семејството нема да го избере менаџерскиот тим, но ќе го има последниот збор за важни деловни одлуки. Присуството на членови на семејството има огромно влијание врз стратегијата, мешавината на портфолија, синергии, култура, преферирања во однос на ризици, организацијата и мерењето на резултатите од работењето.

- **Активен сопственик.** Типични за оваа категорија се посложени структури на управување, при што семејството претставува само дел од (надзорниот) одбор. Надворешните доверители играат поважна улога, особено кога има малцински акционери. Меѓутоа, сопствениците ги поставуваат стандардите и процесите за управување, кои се често базирани на моделот на „проверки и биланси“ и се дизајнирани за да обезбедат континуитет на бизнисот и лидерството.

- **Инвестициски сопственици или пасивни сопственици.** Инволвираноста на семејството во бизнисот често е сведена на собирање на дивидендата. Со компанијата раководат менаџментот и одборот. Меѓутоа, стабилноста која ја дава континуираното сопствеништво од семејството може да има важни последици за деловниот модел и за клучната стратегија.

Независно од стилот на одборот, семејниот бизнис треба да ги исполни општите барања на добри правила за корпоративно управување (Steger et al, 2008, p.240):

- **Јасна распределба на должности, одговорности, моќ и отчетност** - особено поделбата на работата помеѓу одборот и врвниот менаџмент, независно од тоа дали менаџерските позиции ги држат членови на семејството или не.
- **Транспарентност** во деловниот модел/стратегија, планираните и постигнатите резултати и преферирањата во однос на можностите/ризиците;
- **Следење и усогласеност**, со поддршка од соодветни и ригорозни последователни активности;
- **Професионални квалификации и лидерски компетенции на директорите** во согласност со индустријата.

Семејните компании отвораат прашања поврзани со корпоративното управување, од кои некои беа споменати претходно, што го оспорува основниот

концепт на балансирачка моќ што го прави управувањето да биде ефективно. Семејствата треба да ги одвојат домот и работата со цел да ги постават основите за добро управување на нивната компанија. Тоа се состои од следниве елементи (Davies, 2005, p.100):

- Управување со семејството;
- Отворање на компанијата кон пошироко влијание;
- Обезбедување правилен раст и контрола;
- Обезбедување континуитет.

Семејните бизниси во практиката се соочуваат со низа предизвици. Вообичаените предизвици со кои тие се соочуваат се: неуспех да се најде капитал за развој без поделба на капиталот на семејството (вкупно контролата на сопственоста да биде неприкосновен принцип за многу семејства). Но, исто така тие се соочуваат и со неспособноста да се балансираат семејните потреби за ликвидност и бизнис-потребите за пари; лошо планирање на имотот и неспособност на следната генерација да ги плати даноците за наследство; неподготвеност на постарата генерација да „ги остави“ сопствеништвото и моќта на менаџментот во даден момент; неспособност да се привлечат и да се задржат способни и мотивирани семејни наследници; неконтролираното ривалство меѓу потомците немајќи договор за избран наследник; неспособност да се привлечат и да се задржат компетентни врвни менаџери кои не се дел од семејството; неконтролиран конфликт меѓу културите на семејството, одборот и бизнисот и неспособност да се развијат соодветни структури за раководење кои му доделуваат оптимални улоги на секое тело на раководство.

Карактеристики на една семејна компанија кои може да предизвикаат тешкотии во нејзиното управување се следните:

- Семејните компании вообичаено се раководени од луѓето кои ги поседуваат;
- Способноста на членовите на семејството не мора да се соочи со истиот надзор како во државните компании пред назначувањето на менаџерските позиции и можеби нема да има надомест за различните способности на членовите на семејството и влијанието кое го имаат врз донесените бизнис- одлуки;
- Промената на менаџерските позиции меѓу членовите на семејството може да се направи на ад хок основа место во согласност со постојните критериуми за работа;
- Усогласувајќи се со наметнатите регулативи мало внимание може да се посвети

на проблемите во врска со корпоративното управување, на пример, начинот на кој се одвиваат состаноците на семејните акционери, како се донесуваат одлуките на тие состаноци и употребата на комитети;

- Употребата на извршно сопствеништво на акциите и неговите влијанија врз надоместот;
- Може да бидат донесени стратегиски бизнис-одлуки на емоционално ниво место врз база на договорена стапка за поврат на инвестицијата/капиталот. Ова е особено така ако одлуката вклучува отуѓување на дел од основаниот бизнис.

Одборот на директори треба да обезбеди долгорочен раст и опстанок на компанијата. Одборот на директори во фамилијарните бизниси може да биде надворешен или внатрешен. Во надворешниот одбор на директори доминираат надворешните членови, додека во внатрешниот одбор на директори доминираат внатрешните членови. Одборот на директори во фамилијарниот бизнис ја обезбедува организациската репутација, избира менаџери, ги одредува платите, наградите на менаџментот, ги оценува перформансите на менаџментот, ја формулира организациската стратегија, го советува менаџментот, создава мрежа на односи и сл. Надворешниот одбор на директори е главно насочен кон давањето совети на менаџментот, усогласеноста со законската регулатива, како и кон давањето насоки за развој на фамилијарниот бизнис. Сопствениците на малите претпријатија се подготвени да формираат советодавни одбори од директори кои им помагаат во донесувањето одлуки. Советодавните одбори имаат стратегиско значење врз семејниот бизнис од причина што ја уживаат целосната доверба од сопствениците. Советодавниот одбор им дава совети на сопствениците, но истовремено и игра улога на медијатор при усогласување на интересите на семејството со интересите на сопствениците. Тој извршува многу функции кои се дел од работењето на конвенционалните одбори во кои доминираат надворешни членови, но без законска моќ и одговорност. Неговата основна функција е да нуди предлози за зајакнување на семејниот бизнис, но истовремено и да дава критики за дејствувањето на менаџментот.

Потребни се редовни состаноци на одборот и треба да се земе предвид назначувањето на барем еден надворешен директор во одборот на директори. Оваа личност може да има многу важни улоги во семејните одбори како што се:

- *Арбитратор* – способен за справување со семејните несогласувања, непријателства и други емоционални стресови и конфликти;

- *Пополнувач на празнина* – кога сопствениците ќе немаат време или експертиза да се справат со тешкотиите за управување со семејната компанија во динамична средина;
- *Извор* – за одборот или за врвниот менаџмент, кој може да ги дополни внатрешните ресурси и да обезбеди слобода од групата и член кој размислува кога клучните донесувачи на одлуки се залагаат за посебен осврт или корисниците за одредено дејство;
- *Духовен отец* - со кого сопственикот, директорите, и менаџерите може доверливо да разговараат и да ги споделат грижите, надежта или проблемите;
- *Предводник на ѓаволот* - кој може да ги лоцира неправилностите во одборот во кој доминира семејството;
- *Катализатор и агент на промени* – кој може да поттикне потреба за драстични промени во спроведувањето на целите на компанијата;
- *Создавач на имиџ* - кој како талентирана и истакната личност ѝ додава кредибилитет на компанијата со својата асоцијација и идентификација со претпријатието;
- *Корпоративен мрежен агент* – чија мрежа на потенцијални извори на капитал, нов бизнис, технологија, информации за економските трендови, интернационални контакти и врски во индустријата, владата и образованието може да биде од корист за семејната компанија.

Спопред „*Family Business Statistics*“, неуспех на трансферот на фамилијарниот бизнис во светот има успешна транзиција со стапка од 30% по генерација, што значи дека 30% од фамилијарните компании успешно се пренесуваат од првата на втората генерација, 10% од втората на третата генерација и 3% од третата на четвртата генерација и 1% од четвртата на петтата генерација и понатаму. Исто така според „*Family Business Institute*“, 88% од сопствениците на фамилијарни бизниси веруваат дека постојаната фамилија или фамилии сè уште ќе ги контролираат нивните бизниси во наредните 5 години, но статистиката за сукцесија го поткопува ова верување. Само 30% од фамилиите и бизнисите опстануваат во втората генерација, 12% се пренесуваат на третата генерација и само 3% од сите фамилијарни бизниси се пренесуваат на четвртата генерација или на наредните.

ГЛАВА 7: КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Вовед

Рамката на Република Македонија за системите на корпоративно управување е специфична според неколку клучни карактеристики:

- Приватизацијата во деведесеттите години резултира со компании кои во голем дел се контролирани од менаџери, со формална или со неформална поддршка на вработените;
- Има ограничени странски инвестиции, но нема домашни институционални инвеститори;
- Со Законот за трговските друштва од 2004 година се подобрија правата на акционерите во повеќе области;
- Свесноста за значењето на доброто корпоративно управување значително се подобри во последните години со активностите на проектот финансиран од УСАИД за корпоративно управување и со Законот за трговските друштва. Македонската Комисија за хартии од вредност (КХВ) и Македонската берза (МБ) одиграа важна улога во промовирањето на заштитата на малцинските права и во реформата во корпоративното управување. МБ го спонзорира преводот на Белата книга на ОЕЦД за корпоративно управување во Југоисточна Европа во 2004 година, додека македонски Совет за корпоративно управување беше домаќин на регионалната тркалезна маса за корпоративно управување на ОЕЦД во јуни 2004 година;
- Групата за акционерски права „Акционер“ исто така има важна улога привлекувајќи ги вниманието и медиумската истрага на злоупотребите во корпоративното управување и поддржувајќи ги барањата на малцинските акционери;
- Две важни институции (КХВ и Трговскиот регистар) историски гледано имаа слаб авторитет и ограничени ресурси. Во тек е изготвување на нов закон за регистрирањето со кој ќе се укине судската регистрација на комерцијалните правни субјекти во септември оваа година и со кој ќе се воведат едношалтерски систем за регистрација до крајот на оваа година.

- Донесување на „*acquis communautaire*“ со транспонирање на директивите на ЕУ поврзани со Законот за трговските друштва и со стандардите на ОЕЦД.

Воспоставени се основните права на малцинските акционери. Сите акционери имаат право да учествуваат на генералните собранија и право да добијат различни видови важни информации (вклучувајќи записник од акционерски собранија и состаноци на одборот на директори). За донесување важни одлуки (вклучувајќи и измени на статутот на компанијата), потребни се 66 проценти мнозински гласови. Можни се одобрени зголемувања на капиталот (при што одборот има дискрециско право да издава акции до нивото на одобрениот капитал).

Процесот на приватизација на економијата имаше за цел сопственичко реструктурирање кое, пак, требаше да овозможи и позабрзано претструктурирање на стопанството. Постоеја повеќе модели за приватизација, но најчесто користен беше моделот на менаџерски откуп. Како резултат на тоа, сопственичката структура во Република Македонија се карактеризира со (Бела книга за корпоративно управување во Југоисточна Европа, КХВ, 2003, стр.92):

- Значителна контрола од инсајдерите, односно менаџерите кои остваруваа контрола со директна сопственост или индиректно со контрола над акциите на вработените и
- Државна сопственост и контрола од државата, особено кај големите корпорации и инфраструктурните капацитети.

Ваквата состојба создаваше проблеми и тешкотии во поглед на остварување на корпоративното управување и тоа поради фактот дека:

- Со доминација на инсајдерите лесно се злоупотребуваат правата на малцинските акционери, се обезбедуваат средствата на корпорациите и постои проблем при решавање конфликт на интереси;
- Државната контрола во корпорациите може да биде пречка за нивно реструктурирање, ако вистински не ја остварува својата улога на акционер или ако управувањето со акциите во државна сопственост е под политичко влијание место на бизнис-интереси.

Но, заокружувањето на процесот на приватизација, продажбата на голем број македонски друштва на приватни инвеститори, продажбата на акции во државна сопственост и слично одеше во прилог на подобрување на системот на корпоративно управување. Позитивен тренд во развојот на корпоративното управување беше и

процесот на зајакнување на банкарскиот систем. Во прилог на тоа одеше приватизацијата на банките што беше услов за подобрување на системот на управување и на контролата на работењето на банките, а со тоа и за намалување на степенот на ризичност при нивното работење, за влегување на реномирани банки во банкарскиот сектор и слично, што во крајна линија овозможи создавање поголем кредитен потенцијал расположлив за понатамошно реструктурирање и за развој на стопанството, а посредно на тоа и на системот на корпоративно управување.

Со оглед на застарените менаџерски практики или, поточно кажано, начини на управување кои важеа за друг вид опкружување (поинаков систем на општествено економско уредување, поразличен начин на димензионирање на пазарот и сл.) за успешно имплементирање на корпоративното управување како значајно се јавува и зголемувањето на нивото на менаџерско знаење. За таа цел беше потребно преземање активности со кои се овозможи континуирана обука и тренинг на постојните и на новите потенцијални менаџери и тоа во соработка со странски партнери заради користење на нивното знаење и искуство.

За разлика од развиените западни земји, каде што постои долга традиција на корпоративно управување, земјите од Југоисточна Европа, а во тие рамки и поранешните југословенски републики, вклучително и Македонија, се соочуваат со сериозни проблеми во практикувањето на корпоративното управување. За подобро согледување на ваквите проблеми, направено е истражување од регулаторните тела, Комисиите за хартии од вредност од 6 земји, 5 земји од бившите југословенски републики: Македонија, Србија, Црна Гора, Хрватска и Босна и Херцеговина и Албанија. Во примерокот за истражување биле опфатени вкупно 41 компанија. Ваквиот примерок е направен врз две основи (Eric, 2004, p.2):

1. Жалбите на акционерите или на инвеститорите за непочитување (прекршување) на нивните права и
2. Забележаните нерегуларности и пропусти во работењето на Комисиите за хартии од вредност,
Берзите и другите институции, од аспект на: 1) Функционирањето на корпорацијата како легален ентитет; 2) Правото на сопственост и 3) Менаџментот.

Врз основа на ваквите истражувања за овој регион, биле идентификувани генерално шест главни проблеми:

1. Проблеми во работата и во донесувањето одлуки на генералното собрание. Ваквиот проблем бил констатиран во 29% од вкупниот број истражувани претпријатија;
2. Во 17% од вкупниот број претпријатија биле констатирани проблеми: 1) При заштитата на правата на акционерите поради нивна злоупотреба и 2) Во доменот на користење извештаи исто така поради нивна злоупотреба и тоа, пред сè, од менаџерите;
3. Од вкупниот број претпријатија, кај 10% биле регистрирани проблеми во поглед на објавувањето податоци од јавен карактер и на примената на општоприфатени стандарди;
4. Во 7,3% од вкупниот број претпријатија биле регистрирани проблеми: 1) Во процесот на поделба на претпријатијата на повеќе делови и 2) Во процесот на приватизација на претпријатијата;
5. Во 5% од вкупниот број претпријатија биле констатирани проблеми при изведувањето нови емисии на акции и во случај на т.н „poison pill“;
6. Во најмал процент - 2,4% или само во еден случај бил регистриран проблем од аспект на преземање на претпријатијата.

Во изминатиот период во Република Македонија и во останатите земји од Југоисточна Европа се преземаа низа реформски активности кои се одвиваа во насока на подобро практикување на корпоративното управување, зголемување на свеста за значењето на доброто корпоративно управување, подобрување на институционалната рамка, зајакнување на улогата на регулативните органи во имплементација и мониторинг на спроведувањето на законските и подзаконските регулативи.

Корпоративното управување претставува еден од основните услови за создавање атрактивна инвестициска клима, која се карактеризира со конкурентско ориентираните корпорации и ефикасни финансиски пазари, како важен услов за развој на приватниот сектор и на целокупната економија. Оттука, како значајна се јавува потребата од зголемување на ефективноста на корпоративното управување, што, пак, е условено од повеќе фактори.

Но, и покрај досега преземените мерки, состојбата во поглед на практикувањето на доброто корпоративно управување не е на задоволително ниво. Како резултат на постојната состојба, неопходно е преземање понатамошни мерки за надминување на ваквата состојба. Тоа уште повеќе треба да се има на ум имајќи предвид дека „лошата

практика на корпоративното управување, недостигот на свест за вредноста на доброто корпоративно управување и понекогаш слабата институционална рамка претставуваат значајни пречки во развивањето ефикасен пазар на капитал и во воспоставувањето здрава инвестициска клима (Бела книга за корпоративното управување во Југоисточна Европа, КХВ, 2003, стр. 11).

Натамошниот развој на доброто корпоративно управување бара преземање активности во шест области:

- Натамошно зајакнување на регулативните органи заради подобра имплементација и мониторинг на прописите;
- Зголемување на заложбите на приватниот сектор за спроведување на реформите на корпоративното управување и развивање култура на корпоративно управување;
- Обука на сите релевантни лица и професии клучни за добро практикување на корпоративното управување;
- Заштита на малцинските акционери;
- Зајакнување на улогата на одборот на директори;
- Целосна конвергенција кон меѓународните сметководствени и ревизорски стандарди и објавување нефинансиски податоци.

Стратегискиот карактер на активностите подразбира преземање серија индивидуални цели и проекти насочени кон зајакнување на пазарните институции; намалување или елиминирање на низа проблеми во функционирањето на економијата со кои би се отстранил епитетот на економија од типот на „егзотични земји“; спречување или обесхрабрување девијантни активности; создавање и одржување меѓусебна доверба; создавање стабилно инвестициско окружување; зголемување на ефикасноста во процесот на одлучување; зголемување на општата свест и на нивото на едуцираност за потребите од ефикасен систем на корпоративно управување; создавање услови за општ социјален прогрес и сл.

Со зголемената актуелност на корпоративното управување во секојдневната корпоративна практика, како и со потребата од зголемено изучување на оваа проблематика, се наметнува потребата од емпириско истражување на корпоративната практика во управувањето со акционерските друштва во Република Македонија.

Практичните импликации се значајни за унапредување на доброто корпоративно управување во работењето на акционерските друштва во Република Македонија.

Имајќи ги особено предвид важноста на прашањата поврзани со ефективното функционирање на органите на управување во акционерските друштва за севкупното функционирање на системот на корпоративното управување, *предмет* на истражување претставуваат следните аспекти од практиката на корпоративно управување во акционерските друштва во Република Македонија: составот и бројот на членови во одборот на директори, комисији во одборот на директори, едукација на директорите во одборот на директори, мерење на ефикасноста на одборот на директори, оценување на работењето на директорите и на одборот, фреквенција на состаноци на одборот на директори, компетентност на директорите во одборот, постоењето Кодекс на корпоративно управување, како и бариери за успешно корпоративно управување.

Целта на истражувањето се однесува на оценувањето на влијанието на ефикасноста на одборот на директори, улогата на реформите во корпоративното управување, како и на улогата на институционалните инвеститори врз унапредувањето на корпоративното управување.

2. Теоретски осврт на корпоративното управување во Република Македонија

2.1 Карактеристики на корпоративното управување во Република Македонија

Согласно со Прирачникот за добро корпоративно управување во македонските акционерски друштва од 2011 година, доброто корпоративно управување е значајно на неколку различни нивоа:

- На ниво на компанијата, добро управуваните компании имаат подобар и полесен пристап до капитал и остваруваат подобри перформанси на подолг рок. Компаниите кои настојуваат да воведат највисоки стандарди на управување успеваат да ги сведат на најниско ниво ризиците поврзани со инвестирањето во компанијата;
- На поопшто ниво, придонесот што го имаат добро управуваните компании за националната економија и за општествената заедница е поголем. Најчесто, тоа се поздравува компании кои на акционерите,

работниците, заедницата и на државата им носат повеќе инвеститори подготвени да обезбедат капитал по пониски цени.

Зголемена ефикасност и подобри деловни резултати. Има неколку начини на кои доброто корпоративно управување може да придонесе за подобрување на деловните резултати и за зголемување на оперативната ефикасност на компанијата, одговорното однесување, придружено со ефективно управување со ризици и внатрешни контроли, овозможува потенцијалните проблеми да бидат согледани уште пред да настапи некаква кризна состојба. Корпоративното управување ги подобрува менаџментот и контролата на работењето на извршните функции, на пример, со поврзување на наградувањето со финансиските и севкупните резултати на компанијата. Со тоа се создаваат поволни услови не само за планирање на безболна сукцесија и континуитет на извршните функции во компанијата, туку и за одржување на развојот на компанијата на долг рок.

Придржувањето кон стандардите на доброто корпоративно управување придонесува и за подобрување на процесот на донесување одлуки. На пример, менаџерите, директорите и акционерите веројатно ќе можат да носат поинформирани, побрзи и поквалитетни одлуки кога структурата на корпоративното управување на компанијата обезбедува јасно разбирање на секоја од нивните улоги и одговорности и кога процесите за комуникација се регулирани на ефективен начин. Тоа значително ја зголемува ефикасноста на финансиските и останатите деловни операции на сите нивоа на компанијата. Висококвалитетното корпоративно управување придонесува за ефикасност на сите деловни процеси во компанијата, со што се овозможува постигнување подобри перформанси и пониски капитални трошоци.

Тоа, од своја страна, може да придонесе за зголемување на продажбата и добивката, како и за натамошно намалување на трошоците на компанијата. Ефективниот систем на практики на управување придонесува и за јакнење на дисциплината во смисла на придржување кон законите, стандардите, правилата, правата и обврските од сите интересни групи. Покрај тоа, ваквиот систем придонесува за избегнување скапи судски процеси вклучувајќи ги и оние поврзани со жалби поднесени од акционери на компанијата или оние поврзани со измами, конфликти на интерес, мито, корупција или инсајдерско тргување. Добриот систем на корпоративно управување го олеснува разрешувањето на конфликтите што може да настанат помеѓу малцинските и мнозинските акционери, извршните директори и акционерите или

помеѓу акционерите и останатите интересни групи. Ваквиот систем носи придобивки и за вработените во компанијата бидејќи придонесува за намалување на ризикот од нивна лична одговорност.

Подобар пристап до пазарите на капитал. Компаниите со добро корпоративно управување си обезбедуваат и полесен пристап до пазарите на капитал. Добро управуваните компании имаат имиџ на субјекти кои се пријателски расположени кон инвеститорите и даваат поголема доверба дека се способни да обезбедат поврат на инвестициите без да ги нарушуваат правата на акционерите притоа. Доброто корпоративно управување е засновано на принципите на транспарентност, пристапност, ефикасност, навременост, целосност и точност на информациите на сите нивоа. Високото ниво на транспарентност во компаниите им обезбедува на инвеститорите увид во деловните операции и во финансиските податоци. Дури и тогаш кога објавените информации за компанијата се негативни, ризикот што за акционерите произлегува од неизвесноста или неинформираноста е многу помал. Во последно време е забележлив трендот корпоративното управување да станува најзначаен критериум при донесувањето на инвестициските одлуки од инвеститорите. Тоа доаѓа оттаму што перцепцијата на инвеститорите е дека подобра структура и практика на корпоративно управување значи и поголема сигурност дека средствата на компанијата се користат во интерес на акционерите и не се насочуваат или злоупотребуваат од менаџерите. Поинаку кажано, доброто корпоративно управување на ниво на компанијата значи намалување на пазарниот ризик што постои на ниво на економијата и тоа е важен индикатор за инвеститорите. Треба да се очекува ваквиот тренд да стане реалност и за зрелите пазарни економии во светло на последната економска криза. Правилата што голем број берзи ги поставуваат пред котираните компании се однесуваат токму на барањата за придржување кон сè построгите стандарди на управување. Компаниите кои сакаат да имаат пристап до домашните и меѓународните пазари на капитал ќе мора да се придржуваат до ваквите стандарди на корпоративното управување.

Пониска цена на капиталот и поголема вредност на средствата на компанијата. Кога компаниите со високи стандарди на корпоративно управување ќе се појават на пазарот на капитал заради финансирање на својот долг или, едноставно, заради финансирање на дел од работењето, тие најчесто успеваат да добијат повластени услови и, на тој начин, цената што ја плаќаат е значително пониска. Цената на капиталот зависи од нивото на ризик што инвеститорите го препознаваат кај

компаниите кои трагаат по финансирање: колку е повисок ризикот што го пресметуваат инвеститорите, толку е цената на капиталот повисока. Овој ризик го вклучува и ризикот од непочитување на правата на инвеститорот. Кога правата на инвеститорот се соодветно заштитени, цената на капиталот може да биде помала. Треба да се подвлече дека инвеститорите чии операции се насочени кон обезбедување капитал за финансирање долгови на други компании, односно кон кредиторите, сè повеќе настојуваат како клучен критериум во процесот на донесување инвестициски одлуки да ги вклучат практиките на корпоративно управување во компанијата-должник (на пример, тие проверуваат колку е транспарентна сопственичката структура и какво е финансиското известување. Затоа, воведувањето систем на добро корпоративно управување носи значајна полза на долг рок: компанијата плаќа пониски каматни стапки и обезбедува подолги рокови на достасување на кредитите и заемите. Нивото на ризик и цената на капиталот зависат и од економската и политичката ситуација во земјата, од институционалната рамка и од механизмите за спроведување на законите. Затоа, корпоративното управување на одредена компанија игра клучна улога на пазарите во развој, во кои системите за заштита на правата на инвеститорите сè уште го немаат достигнато нивото на оние во развиените пазарни стопанства. Ова особено се однесува на земјите во кои законската рамка за корпоративно управување е релативно нова и нејзиниот квалитет сè уште се тестира. Во овие земји судовите несекогаш обезбедуваат заштита на инвеститорите во случаи кога нивните права се загрозени. Поради тоа, дури и скромните подобрувања на корпоративното управување во една наспроти состојбите во другите компании може многу да придонесат за позитивната перцепција на инвеститорите и да ја намалат цената на капиталот.

Повисока репутација на компанијата. Во рамките на современото деловно опкружување, репутацијата е особено значаен фактор. Иако се работи за нематеријални елементи, репутацијата и имиџот на компанијата претставуваат мошне значаен дел од нејзината вкупна вредност. Затоа, се цени дека компаниите кои ги почитуваат правата на акционерите и кредиторите и обезбедуваат финансиска транспарентност и отчетност, всушност се посветени на заштита на интересите на инвеститорите. Таквите компании уживаат поголема доверба и углед кај јавноста. Довербата и угледот кај јавноста може да придонесат и за јакнење на довербата во производитите или услугите на компанијата, што ја зголемува продажбата за возврат и, со тоа, добивката на компанијата. Исто така, позитивниот имиџ и углед имаат значајна улога и при

проценката на вредноста на компанијата. Во сметководствена смисла, угледот на компанијата е оној дел од нејзината куповна цена за кој е надмината објективната вредност на нејзините средства. Тоа е премијата што една компанија ја плаќа кога купува друга компанија.

Во Република Македонија појавата на акционерските друштва се поврзува со процесот на приватизација на претпријатијата во општествена сопственост на почетокот на 90-тите години на минатиот век. Оттука произлегува дека македонските друштва имаат кратко искуство во корпоративното управување. Особено значајни белези на корпоративното управување кои го детерминираат неговиот развој во определена земја се: сопственичката структура и структурата на одборот на директори.

Зависно од критериумите како што се висината на основната главнина, бројот на акционерите и бројот на акциите во сопственост на јавноста, но особено во однос на обврските за објавување податоци, во македонското законодавство се сретнуваат неколку видови акционерски друштва:

- Акционерски друштва чии акции котираат на овластена берза. За овие друштва обврските за објавување податоци се пропишани со Правилата за котација на Македонската берза;
- Акционерски друштва со посебни обврски за известување (јавно поседувани друштва). Обврските за објавување податоци за овие акционерски друштва се пропишани со Законот за хартиите од вредност и со подзаконските акти кои произлегуваат од него;
- Останати акционерски друштва или таканаречени „акционерски друштва кои не се водат во Регистарот на акционерските друштва со посебни обврски за известување“. И кај овие акционерски друштва постојат обврски за известување на јавноста и за објавување податоци кои произлегуваат од Законот за трговските друштва и од Законот за хартиите од вредност.

Најстроги и најдетални се обврските за објавување податоци на акционерските друштва, а по нив следуваат оние што се однесуваат на акционерските друштва со посебни обврски за известување. Во Република Македонија обврските за објавување на податоците за акционерските друштва чии акции се котираани, се пропишани со правилата за котација на Македонската берза и со Законот за трговските друштва, додека обврските за објавување на податоците за акционерските друштва со посебни

обврски за известување се пропишани со Законот за хартиите од вредност и со подзаконските акти кои произлегуваат од него, како и со Законот за трговските друштва.

Котираните компании се должни да објавуваат:

- Информации поврзани со деловното работење;
- Информации во врска со капиталот;
- Информации за значајни промени во финансиската состојба;
- Дивиденден календар;
- Информации за акциите во посед на јавноста и
- Известувања за значителни удели.

Основна регулатива која ги поставува барањата за објавување податоци за акционерските друштва во Република Македонија се Законот за трговските друштва и Законот за хартиите од вредност, заедно со подзаконските акти кои произлегуваат од овие закони. Во овој контекст треба да се спомене и Законот за преземањето акционерски друштва, кој ги поставува барањата за објавување податоци во текот на постапката за преземање на акционерските друштва. Од особено значење за регулирањето на оваа област се и актите на Македонската берза како саморегулирачка организација.

Податоците и информациите што претставуваат предмет на објавување од компаниите може да припаѓаат на една од следните категории:

- Финансиски податоци и информации;
- Нефинансиски податоци и информации.

Според член 2 од Правилата за котација донесени од Македонската берза општи услови кои се однесуваат на издавачот на хартии од вредност се следниве:

- Издавач може да биде трговско друштво, Република Македонија, државна институција, јавно претпријатие, единица на локалната самоуправа или Народна банка на Република Македонија; Ако се работи за издавач кој е трговско друштво, тоа мора да биде регистрирано во Република Македонија и да работи во согласност со законските прописи;
- Издавачот, како и неговата дејност, мора да бидат погодни за котација според мислењето на Берзата. Берзата треба да има информации дека постои доволен интерес за хартиите од вредност за кои се бара котација;

- Друштвото што за прв пат бара котација треба да има соодветно искуство и углед во дејноста;
- Издавачот е должен да има изготвено ревидирани годишни финансиски извештаи за периодот кој е наведен во Посебните услови за котирање.

Издавачот е должен сите известувања и финансиски извештаи да ги објавува на македонски и на англиски јазик. Издавачот е должен еднаш годишно да достави сеопфатен извештај за усогласеноста со Кодексот за корпоративно управување на Македонската берза, по принципот „примени или појасни зошто не си применил“. Овој извештај содржи изјава за тоа како издавачот ги применил принципите на Кодексот за корпоративно управување на Македонска берза, на начин што ќе им овозможи на акционерите да дадат оценка за тоа дали и како овие принципи се применети. Исто така, овој извештај содржи изјава за тоа дали компанијата ги има применето и секоја од одредбите на Кодексот, и во врска со одредбите кои не се применети да даде појаснување за периодот во кој не ги применува одредбите и за причините поради кои не ги применува нив.

Согласно со направеното истражување на акционерските друштва, констатирано е дека тие прават поделба на бариерите за успешно функционирање на корпоративното управување и тоа:

- Надворешни, односно бариери на кои друштвото не може да влијае и
- Внатрешни, односно бариери кои се внатре во друштвото.

Во табела 7.1 претставени се бариерите за успешно корпоративно управување. Имено, најголемиот дел од акционерските друштва ги наведуваат следните надворешни бариери како најзначајни:

- Непостојна законска регулатива;
- Неконзистентност на законските решенија;
- Недоволна заштита на акционерските права;
- Неусогласеност помеѓу законската политика со политиките на стандардите во рамките на групација;

Табела 7.1 Барииери за успешно корпоративно управување

Барииери за успешно корпоративно управување	
Надворешни	Внатрешни
Непостојна законска регулатива;	Непостоење на Кодекс за корпоративно управување;
Неконзистентност на законските решенија;	Недоволна транспарентност во работењето;
Недоволна заштита на акционерските права;	Немање јасна слика за основните принципи на корпоративно управување;
Неусогласеноста помеѓу законската политика со политиките на групациските стандарди.	Несоодветно постапување во ситуации кога постои конфликт на интерес;
	Непостоење на соодветни комисии во рамки на одборот;
	Непостоење на процес на оцена на работата на извршниот директор;
	Непостоење на претставник на вработените во одборот.

Извор: Сопствено истражување

Како основна внатрешна бариера што ја посочуваат друштвата, предмет на истражувањето е непостоењето кодекс на корпоративно управување во друштвото. Сите друштва кои немаа дефиниран кодекс ја посочија оваа бариера како најзначајна. Останати внатрешни бариери се следните:

- Недоволна транспарентност во работењето;
- Немање јасна слика за основните принципи на корпоративното управување;
- Несоодветно постапување во ситуации кога постои конфликт на интерес;
- Непостоење на соодветни комисии во рамките на одборот на директори/надзорниот одбор;
- Непостоење на процес на оцена на работата на извршниот директор;
- Немање претставник на вработените во одборот.

2.2 Модели на организација на корпоративното управување во македонските акционерски друштва

Првичната фаза од развојот на корпоративното управување во рамките на акционерските друштва во Република Македонија резултира со еволутивна концентрација на акционерска сопственост. На почетокот од процесот на приватизацијата беше развиена дисперзирана сопственичка структура, додека во текот на последните години имаше концентрација на акционерска сопственост и бавен развој на берзата. Од вкупниот број акционери во Република Македонија или од 255070, 98,5% се физички лица, додека 1,5% се правни субјекти. Од вкупниот број физички лица акционери, 88% поседуваат акции само во една акционерска компанија, а 4,5% поседуваат акции во повеќе од две компании. Може да се каже дека акционерството кај физичките лица во голема мера е концентрирано кај вработените во акционерските друштва. Дадено во бројки, тоа изгледа како што следи: 41% сегашни вработени, 48% претходни вработени и само 6% акционери кои никогаш не биле вработени во тие компании, но се нивни сопственици. Повеќето акционерски друштва, односно 82.5% имаат малцински акционери кои поседуваат помалку од 10% од вкупниот износ на издадени акции. Вработените и менаџерите во претпријатијата кои беа приватизирани учествуваа во акционерските друштва со над 75% приватизација. (Коевски, 2005, стр. 374)

Моделите на корпоративно управување во Република Македонија се дефинирани во Законот за трговските друштва согласно со кој постојат два модела на корпоративно управување:

- **Едностепен модел на управување.** Овој модел подразбира постоење на одбор на директори. Во член 367 од Законот за трговските друштва е дефинирано дека одборот на директори има најмалку три, а најмногу петнаесет члена. Изборот на членовите на одборот го врши Собранието и притоа се назначува кои членови се избираат како независни членови на одборот на директори. Независните членови на одборот на директори се избираат од редот на неизвршните членови на одборот на директори. Од членовите избрани во одборот на директори се назначуваат еден или повеќе извршни членови на одборот на директори. За извршен член на одборот на директори не може да биде избран член кој е избран како независен член на

одборот на директори. Бројот на извршните членови мора да биде помал од бројот на неизвршните членови. Ако одборот на директори има до четири неизвршни члена, најмалку еден од неизвршните членови на одборот на директорите е независен член. Ако одборот на директори има повеќе од четири неизвршни члена, најмалку една четвртина од неизвршните членови се независни членови на одборот на директори. Начинот на избор на извршен член на одборот на директори се определува со статутот. Одборот на директори, од редот на своите неизвршни членови, со мнозинство гласови од вкупниот број членови на одборот на директори, избира претседател на одборот. Претседателот на одборот на директори ги свикува и претседава со состаноците, одговорен е за водењето евиденција за состаноците и за организирањето на другите начини на работа и одлучувањето на одборот на директори. Одборот на директори има најшироки овластувања во управувањето со друштвото во рамките на предметот на работењето на друштвото и во дејствувањето во сите околности од името на друштвото. Извршните членови на одборот на директори го водат работењето на друштвото и имаат најшироки овластувања да ги вршат сите работи сврзани со раководењето, спроведувањето на одлуките на одборот на директори и вршењето на тековните активности на друштвото и да дејствуваат во сите околности од името на друштвото. Одборот на директори им го доверува на извршните членови застапувањето во односите со трети лица. Неизвршните членови, покрај овластувањата што им се определени со овој закон при вршењето на правото на надзор над водењето на работењето од извршните членови имаат право да вршат увид и да ги проверуваат книгите и документите на друштвото, како и имотот, особено благајната на друштвото и хартиите од вредност и стока. Неизвршните членови за вршење одделни стручни работи од надзорот може да задолжат кое било вработено лице во друштвото или друго стручно лице. Одборот на директори, во текот на годината, задолжително одржува најмалку четири редовни состаноци и тоа на секои три месеци, при што еден од нив мора задолжително да се одржи во рок од еден месец пред одржувањето на редовното собрание.

- **Двостепен модел на управување.** Овој модел на управување подразбира постоење управен одбор и надзорен одбор. Согласно со член 374 од Законот

за трговските друштва, управниот одбор има најмалку три, а најмногу 11 члена. Надзорниот одбор ги избира членовите на управниот одбор. Со одлуката за избор на членовите на управниот одбор, еден од членовите на управниот одбор се именува за претседател на управниот одбор. Ниедно лице во исто време не може да биде член на управен одбор и член на надзорен одбор. Управниот одбор управува со друштвото и го води работењето на друштвото под сопствена одговорност. Управниот одбор има најшироки овластувања во управувањето со друштвото. Членовите на управниот одбор го застапуваат друштвото во односите со трети лица заеднички. Надзорниот одбор има најмалку три, а најмногу 11 члена. Собранието ги избира членовите на надзорниот одбор. Ако надзорниот одбор има до четири члена, најмалку еден од членовите е независен член. Ако надзорниот одбор има повеќе од четири члена, најмалку една четвртина од неговите членови се независни членови на надзорниот одбор. Надзорниот одбор од редот на своите членови, со мнозинство гласови од вкупниот број членови на надзорниот одбор, избира претседател на надзорниот одбор. Надзорниот одбор одржува состанок ако тоа го налага извршувањето на работите во рамките на неговите надлежности. Надзорниот одбор во текот на годината задолжително одржува најмалку четири редовни состаноци и тоа на секои три месеци, при што еден од нив мора задолжително да се одржи во рок од еден месец пред одржувањето на годишното собрание.

Правната рамка што го регулира работењето на одборот на директори, односно на надзорниот одбор се карактеризира со голем број норми од задолжителна природа. Но, голем е и опфатот на норми од диспозитивна природа, кој му дава слобода на друштвото самото да го дефинира функционирањето на одборот на директори, односно на надзорниот одбор. Со тоа се овозможува друштвата самите да ја модификуваат внатрешната организација во согласност со потребите и околностите.

Надлежностите и овластувањата, изборот и отповикувањето, составот, структурата, начинот на работа, должностите и одговорностите, оценката на работењето и наградувањето на одборот на директори, односно на надзорниот одбор се регулирани со Законот за трговските друштва, Законот за банките, Одлуката на Советот на НБРМ на Република Македонија за аосновните начела и принципи на корпоративно управување во банка.

Банките во Република Македонија, согласно постојната законска регулатива, потребно е да имаат двостепен систем на управување. Имено, согласно член 82 од Законот за банки органи на банка се: собрание, надзорен одбор, одбор за управување со ризици, одбор за ревизија, управен одбор и други органи утврдени со статут (кредитен одбор и слично). Со статутот на банката поблиску се уредуваат бројот, составот, надлежностите, правата, должностите, одговорностите и начинот на работење на органите на банката, како и бројот, мандатот, надлежностите, правата, одговорностите и условите за именување на лицата со посебни права и одговорности. Управувањето на банката мора да биде во согласност со одредбите од овој закон и со правилата за добро корпоративно управување пропишани од Советот на Народната банка донесени во согласност со меѓународните стандарди.

Надзорниот одбор, согласно со член 89 од Законот за банките, има овластување да носи одлуки првенствено во следните области:

- Стратегиски надзор и контрола над извршните директори, членовите на УО и менаџментот, како и врз нивниот избор и отповикување;
- Комуникација со акционерите, обезбедување еднаков третман и заштита на нивните интереси, комуникација, почитување и заштита на интересите на засегнатите лица/заинтересираните страни;
- Зачувување на основната главнина на имотот на друштвото;
- Обезбедување соодветен систем на објавување информации и транспарентност во работењето на друштвото и
- Други области утврдени со законската рамка, особено со статутот на друштвото.

3. Методологија на истражувањето

Со цел да се добијат сознанија за ефективноста на корпоративното управување во трговските друштва во Република Македонија, спроведено е емпириско истражување со помош на анкетен прашалник за истражување. Дел од прашањата се во форма во која се понудени неколку можни одговори, додека другиот дел од прашањата се со можност анкетираниот субјект сам да даде свој одговор. Анкетниот прашалник им е дистрибуиран на големи трговски друштва согласно со дефиницијата за големите трговски друштва од Законот за трговските друштва на Република Македонија, член 470. Анкетирањето е спроведено во периодот септември – декември 2015. Од вкупниот

број трговски друштва - 80 на кои им е дистрибуиран анкетниот прашалник за оценување, одговори се добиени

Табела 7.2 Видови анкетирани трговски друштва

	Број на трговски друштва	%
Котира на берза	28	56
Не котира на берза	22	44
Едностепен систем	21	42
Двостепен систем	29	58
Индустија	20	40
Трговија	5	10
Услуги	25	50

Извор: Сопствено истражување

од 50 трговски друштва, што претставува 62,5% стапка на одговорени прашалници. Прашалникот е целосно пополнет од 32 трговски друштва, додека 18 трговски друштва само делумно имаат дадено одговори на прашањата.

Согласно со спроведеното истражување на 50 акционерски друштва, како што е прикажано во табела 7.2, дваесет и осум (28) од нив котираат на берза и дваесет и две (22) не котираат на берза. Исто така дваесет и едно (21) анкетирани трговско друштво има едностепен систем на управување и дваесет и девет (29) анкетирани друштва имаат двостепен систем на управување. Согласно со дејноста што ја вршат, дваесет (20) анкетирани друштва вршат дејност индустрија, пет (5) од анкетираниите друштва вршат дејност трговија и дваесет и пет (25) вршат дејност услуги.

Според поделбата на акционерските друштва во две независни групи друштва кои котираат на берза и кои не котираат на берза, како и системот на управување во рамките на секоја група одделно, добиени се следните резултати:

- Од анкетираниите акционерски друштва кои котираат на берза во вкупен број од дваесет и осум (28), тринаесет (13) имаат едностепен систем на управување, петнаесет (15) имаат двостепен систем на управување;
- Од анкетираниите акционерски друштва кои не котираат на берза во вкупен број од дваесет и два (22), осум (8) имаат едностепен систем на управување и четиринаесет (14) имаат двостепен систем на управување.

4. Анализа на корпоративното управување во акционерските друштва во Република Македонија

4.1 Дескриптивна статистика

Одборот и неговите комисиии треба да имаат соодветен баланс на вештини, искуство, независност и знаење за компанијата што ќе им овозможат ефективно да ги извршуваат своите соодветни должности и одговорности. Треба да има формална, ригорозна и транспарентна процедура за избор на нови директори во одборот. Сите директори треба да одвојат доволно време за компанијата за ефективно да ги извршуваат нивните одговорности. Сите директори треба да бидат воведени во работата на одборот при нивното стапување во одборот и треба редовно да ги ажурираат и да ги обновуваат нивните вештини и знаење. До одборот треба да се доставуваат информации навремено во форма и квалитет кои се соодветни за тој да може да ги извршува своите должности. Одборот треба да спроведе формално и ригорозно годишно оценување на своето работење и на работењето на своите комисиии и на поединечните директори. Сите директори треба да се кандидираат за реизбор во редовни интервали согласно со континуираното задоволително извршување на работата.

Големината на одборот се покажа дека има материјално влијание врз квалитетот на корпоративното управување. Неколку анегдоти се во прилог на идејата дека големите одбори може да бидат дисфункционални и овој став е потврден во две пошироки статистички студии (Yermack 1996; Eisenberg 1998).

- Мултипликаторите на вредноста се највисоки кај компаниите со мали одбори. Меѓу најголемите 500 компании рангирани од „Forbes“, компаниите со највисоки мултипликатори имале одбори кои вклучувале осум или помалку луѓе, додека компаниите со повеќе од 14 членови прикажале најниски мултипликатори;
- Освен пониските мултипликатори, команиите со поголеми одбори имале пониски „ROAs“ и показател на оперативна ефикасност;
- Компаниите со големи одбори побавно ги заменуваат главните извршни директори во случај на големи намалувања на резултатите;
- Значителните измени во големината на одборот имаат материјално влијание врз вредноста на акциите. Компаниите кои објавиле намалување

на големината на одборот во просек имале зголемување на цената на акциите на пазарот од 2.9% во моментот на објавата, додека оние што ја зголемиле големината на одборот се соочиле со намалување на цената на акциите за 2.8% приспособено кон пазарните движења.

Ова укажува на тоа дека некои одбори може да бидат поголеми од оптималната големина и дека тоа може да биде корисно за некои компании да ја преиспитаат оптималната големина на нивниот одбор. Образложението за намалувањето на одборот треба внимателно да им се соопшти на инвеститорите бидејќи вестите за заминување на некој ценет директор може негативно да бидат примени.

Составот на одборот, кој ги одразува интересите на мнозинските акционери, има значително влијание врз културата (Lamm, 2004). Хилб (2005) исто така утврди дека составот на одборот има влијание врз процесот на креирање ефективна култура. Лорш (1995) откри дека само овластениот одбор има моќ. Улогата на претседателот на одборот е од големо значење кога се креира опкружување со тимска работа во рамките на одборот (Coulson-Thomas, 1993). Посебен акцент се става на улогата на внатрешните и на надворешните членови на одборот и на влијанието кое го имаат тие врз објективноста во донесувањето на одлуките (Hitt, 1999). Важноста на односите помеѓу надворешните директори и финансиското работење на компанијата (De Andres et al, 2005). „Long et al“ (2005) става акцент на важноста на неизвршни директори за стратегискиот развој на компаниите кои се котираат на Берзата и на оние што не се котираат. Во своето истражување, Ингли (2001) изјави дека рангирањето на надворешните директори е особено важно за нивниот придонес кон овозможување на ефективно работење на одборот.

Во однос на бројот на членови во одборот на директори, односно надзорниот одбор согласно со поделбата на анкетираниите акционерски друштва во две независни групи, како што се акционерски друштва кои котираат на берза и акционерски друштва кои не котираат на берза и како што е прикажано во табела 7.3, може да се заклучи дека во групата на акционерски друштва кои котираат на берза:

- Минималниот број на членови во одборот изнесува 3 членови;
- Максималниот број на членови во одборот изнесува 14 членови и
- Просечниот број на членови во одборот изнесува 6,61 членови.

Табела 7.3 Број на членови во одборот на директори

	Котира на берза	Не котира на берза
Просек	6,61	4,95
Минимум	3	3
Максимум	14	7

Извор: Сопствено истражување

Истовремено, од групата на акционерските друштва кои не котираат на берза добиени се следните резултати:

- Минималниот број на членови во одборот изнесува 3 членови,
- Максималниот број на членови во одборот изнесува 7 членови и
- Просечниот број на членови во одборот изнесува 4,95 членови.

Од спроведеното истражување може да се заклучи дека минималниот број членови во одборот на директори е ист во двете независни групи и тој одговара на законскиот минимум кој е дефиниран во Законот за трговските друштва. Максималниот број на членови во одборот во акционерските друштва кои котираат на берза е двојно поголем од максималниот број на членови во одборот на друштвата кои не котираат на берза.

Табела 7.4 Број на членови во одборот на директори

	Едностепен систем	Двостепен систем
Просек	6,57	5,38
Минимум	3	3
Максимум	14	10

Извор: Сопствено истражување

Од аспект на поделбата на анкетираниите акционерски друштва во две независни групи според моделот на управување, како што се акционерски друштва со едностепен модел на управување и акционерски друштва со двостепен модел на управување и како

што е прикажано во табела 7.4, може да се заклучи дека во групата на друштва со едностепен модел на управување:

- Минималниот број на членови во одборот изнесува 3 членови,
- Максималниот број на членови во одборот изнесува 14 членови и
- Просечниот број на членови во одборот изнесува 6,57 членови.

Во групата на акционерски друштва со двостепен модел на управување добиени се следните резултати:

- Минималниот број на членови во одборот изнесува 3 членови;
- Максималниот број на членови во одборот изнесува 10 членови и
- Просечниот број на членови во одборот изнесува 5,38 членови.

Од спроведеното истражување може да се заклучи дека минималниот број на членови во одборот е ист во двете независни групи и тој одговара на законскиот минимум кој е дефиниран во Законот за трговските друштва. Максималниот број на членови во одборот на директори на акционерските друштва со едностепен модел на управување е значително поголем и тоа за 40% во однос на максималниот број на членови во одборот на директори на акционерските друштва со двостепен модел на управување.

Табела 7.5 Број на членови во одборот на директори

	Индустија	Услуги
Просек	6,47	5,52
Минимум	3	3
Максимум	10	14

Извор: Сопствено истражување

Од аспект на поделбата на анкетираниите акционерски друштва во две независни групи според дејноста како што се друштва кои вршат дејност индустрија и друштва кои вршат дејност услуги како што е прикажано во табела 7.5, може да се заклучи дека во групата на друштва од производство:

- Минималниот број на членови во одборот изнесува 3 членови;
- Максималниот број на членови во одборот изнесува 10 членови и
- Просечниот број на членови во одборот изнесува 6,47 членови.

Во групата на акционерските друштва кои вршат дејност услуги:

- Минималниот број на членови во одборот изнесува 3 членови;
- Максималниот број на членови во одборот изнесува 14 членови и
- Просечниот број на членови во одборот изнесува 5,52 членови

Од спроведеното истражување може да се заклучи дека максималниот број на членови во одборот на акционерските друштва кои вршат дејност услуги е за 40% поголем од максималниот број на членови во одборот на акционерските друштва кои вршат дејност производство.

Истражувањето (Шуклев, Б., Шуклева, М., 2012) на големите акционерски друштва во Република Македонија покажало дека од 26 испитани акционерски друштва кои користат едностепен систем на корпоративно управување, 89% имаат релативно мал одбор на директори до девет членови, додека од 15 испитани акционерски друштва кои користеле двостепен систем на корпоративно управување, 94% имаат мали одбори до седум членови во Управниот, односно во Надзорниот одбор. Заклучокот е дека доминирале мнозинството акционерски друштва со одбори кои имаат релативно мал број на членови.

Табела 7.6 Состав на одбор на директори кај акционерските друштва кои котираат и не котираат на берза

	Котира на берза	
	Да	Не
Број на извршни членови во одборот на директори	1,64	0,95
Број на неизвршни членови во одборот на директори	5,07	4,00
Број на независни членови во одборот на директори	1,68	1,09

Извор: Сопствено истражување

Во однос на учеството на одреден вид директор во составот на одборот на директори во Република Македонија, просечното учество на извршни, неизвршни и независни директори е различно. Зависно од тоа дали анкетираниите акционерски друштва котираат на берзата или не, како што е прикажано во табела 7.6, може да се заклучи дека во групата на друштвата кои котираат на берзата просечниот број на извршните директори изнесува 1,64, просечниот број на неизвршните директори изнесува 5,07 и просечниот број на независните директори изнесува 1,68. Во групата на друштвата кои не котираат на берзата, просечниот број на извршните директори

изнесува 0,95 членови, просечниот број на неизвршните директори изнесува 4 и на независните директори 1,09.

Согласно со чл. 344 од Законот за трговските друштва, членовите на одборот на директори и членовите на надзорниот одбор ги избира собранието на акционерите на друштвото. Мандатот на членовите на одборот на директори, односно на надзорниот одбор се определува со статутот на друштвото. Согласно со член 345 од Законот за трговските друштва, тој мандат не може да биде подолг од 6 години. Меѓутоа, согласно со член 88, став 3 од Законот за банките, кај банките мандатот на членовите на надзорниот одбор трае 4 години. Во случај кога друштвото не го регулирало ова прашање во статутот, тогаш се применува одредбата од Законот за трговските друштва за траење на мандатот од 4 години.

За членови на одборот на директори, односно на надзорниот одбор може да бидат избрани само деловно способни физички лица. Според член 343 од Законот за трговските друштва, за член на одборот не може да бидат избрани лица против кои се изречени казни, односно прекршочна санкција забрана за вршење должност од определно занимање кое делумно или во целост е опфатено во предметот на работењето на друштвото додека трае таа забрана.

Како меѓународното, така и македонското законодавство прави разлика помеѓу следните категории директори:

- Извршни директори (членови на управен одбор);
- Неизвршни директори (членови на надзорен одбор);
- Независни директори.

Притоа, единствено неизвршните членови на одборот на директори, односно на надзорниот одбор може да имаат статус на независни директори. Независните директори ги имаат следните карактеристики:

(а) Тој е неизвршен директор кој:

- Не е значителен акционер на компанијата, односно тој чии акции, директно или индиректно, не надминуваат 0.1% од уплатениот капитал на компанијата;
- Не е претставник на акционер кој има способност да го контролира или значително да влијае врз менаџментот;

- Не е вработен во компанијата или во групацијата чиј дел е или не бил во својство на извршен директор во компанијата или во групацијата во претходните три финансиски години;
- Не е член на блиското семејство на поединец кој е или кој бил во изминатите три финансиски години вработен во компанијата или во групацијата во својство на извршен директор;
- Не е професионален советник на компанијата или на групацијата, освен во својство на директор;
- Не е значаен доставувач или корисник на компанијата или на групацијата;
- Нема значајни договорни односи со компанијата или групацијата и нема каков било бизнис или друга врска кои материјално може да го попречат неговиот/нејзиниот капацитет да дејствува на независен начин и
- Не е партнер ниту извршен директор на статутарната ревизорска фирма, фирма за интерна ревизија, правна или друга консултантска фирма на компанијата која е материјално поврзана со компанијата и не бил партнер или извршен директор на таква фирма три финансиски години пред неговото/нејзиното назначување;

(б) Независниот директор не треба да има никакви врски со компанијата или со нејзиниот менаџмент кои може да ја нарушат или да се чини дека ја нарушуваат способноста на директорот да донесува независни одлуки;

(в) Секоја јавна компанија треба да има минимум еден независен директор во својот одбор.

Согласно со македонското законодавство, постојат следниве дефиниции за независен директор и тоа: според Законот за трговските друштва, независен, неизвршен член на одборот на директори, односно на надзорниот одбор е физичко лице кое, односно на кое член на потесното семејство: 1) во последните пет години немало материјален интерес или деловен однос со друштвото директно како деловен партнер, член на орган на управување, орган на надзор или како раководно лице; 2) во последните пет години нема примено или не прима дополнителни примања освен плата од друштвото; 3) нема блиски семејни врски со некој од членовите на органите на

управување, органот на надзор или од раководните лица на друштвото и 4) не е акционер кој поседува повеќе од една десетина од акциите на друштвото или не застапува акционер кој поседува повеќе од една десетина од акциите на друштвото. Според Законот за банките, независен член е физичко лице и со него поврзани физички лица, кое: 1) не е вработено или не е лице со посебни права и одговорности во банката, 2) не е акционер со квалификувано учество во банката или не застапува акционер со квалификувано учество во банката, 3) не работи, односно во последните три години не работело во друштвото за ревизија кое во тој период вршело ревизија на работењето на банката и 4) во последните три години немало материјален интерес или деловен однос со банката во вредност која просечно годишно надминува 3.000.000ден. Притоа, и според Законот за трговските друштва, и според Законот за банките, најмалку една четвртина од неизвршните членови во одборот на директори, односно една четвртина во надзорниот одбор мора да бидат независни.

При поделбата на анкетираниите акционерски друштва, зависно од моделот на корпоративното управување, добиени се следните резултати, како што е прикажано во табела 7.7:

- Во групата на акционерски друштва со едностепен модел на управување просечниот број на извршни директори изнесува 1,48 членови, просечниот број на неизвршни директори изнесува 5 членови и просечниот број на независни директори изнесува 1,43 членови.
- Во групата на акционерски друштва со двостепен модел на управување просечниот број на извршни директори изнесува 1,24 членови, просечниот број на неизвршни директори изнесува 4,31 членови и просечниот број на независни директори изнесува 1,41 членови.

Табела 7.7 Состав на одборот на директори кај акционерските друштва со едностепен и со двостепен модел на управување

	Модел на управување	
	едностепен	двостепен
Број на извршни членови во одборот на директори	1,48	1,24
Број на неизвршни членови во одборот на директори	5,00	4,31
Број на независни членови во одборот на директори	1,43	1,41

Извор: Сопствено истражување

Зависно од дејноста која ја вршат анкетираниите акционерски друштва, производство или услуги, добиени се следните резултати како што е прикажано во табела 7.8:

- Во групата на акционерски друштва кои вршат дејност производство просечниот број на извршни директори изнесува 1,32 членови, просечниот број на неизвршни директори изнесува 5,05 членови и просечниот број на независни директори изнесува 1,26 членови.
- Во групата на акционерски друштва кои вршат дејност услуги просечниот број на извршни директори изнесува 1,35 членови, просечниот број на неизвршни директори изнесува 4,32 членови и просечниот број на независни директори изнесува 1,52 членови.

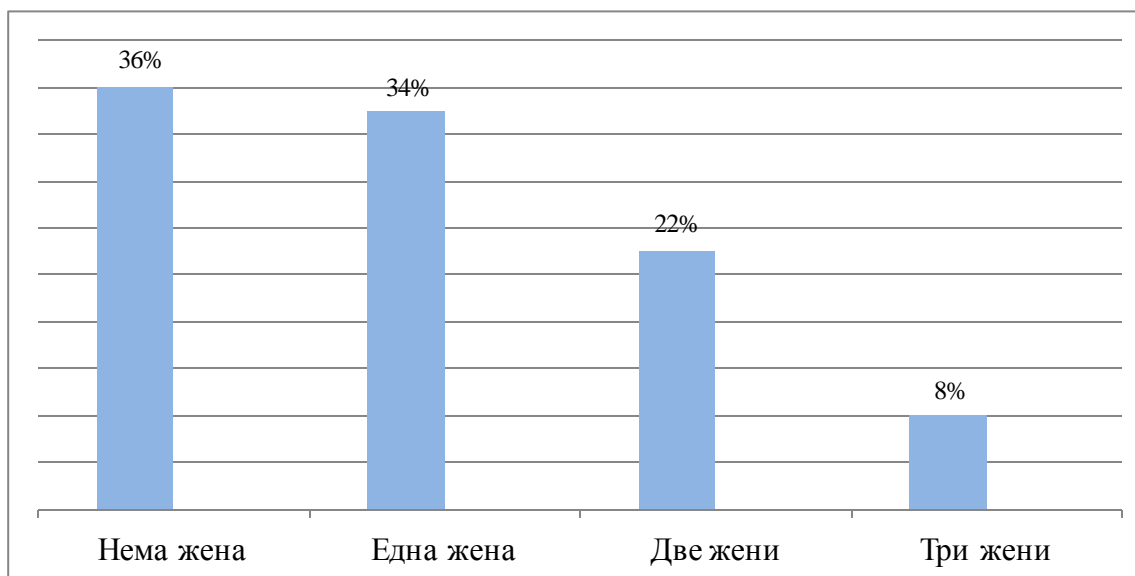
Табела 7.8 Состав на одборот на директори кај друштвата со дејност производство/услуги

	Дејност	
	Производство	Услуги
Број на извршни членови во одборот на директори	1,32	1,35
Број на неизвршни членови во одборот на директори	5,05	4,32
Број на независни членови во одборот на директори	1,26	1,52

Извор: Сопствено истражување

Согласно со спроведеното истражување за присуството на жените во одборот, како што е прикажано на слика 7.1, од анкетираниите 50 акционерски друштва во 18 од нив нема жена претставник во одборот. Во 17 друштва има само една жена во одборот, во 11 друштва има две жени директори во одборот и во 4 друштва има три жени директори во одборот.

Слика 7.1 Учество на жени во одборот



Извор: Сопствено истражување

Зависно од тоа дали анкетираните акционерски друштва котираат на берзата или не, како што е прикажано во табела 7.9, може да се заклучи дека во групата на друштвата кои котираат на берзата просечниот број на жени директори изнесува 1. Во групата на друштвата кои не котираат на берзата просечниот број на жени директори изнесува 1,04.

Зависно од моделот на корпоративно управување кој го имаат анкетираните акционерски друштва, едностепен или двостепен модел на управување, добиени се следните резултати:

- Во групата на друштва со едностепен систем на управување просечниот број на жени директори изнесува 1,14 членови.
- Во групата на друштва со двостепен систем на управување просечниот број на жени директори изнесува 0,93 членови.

Табела 7.9 Учество на жени во одборот на директори

	Просечен број
Акционерски друштва кои котираат на берза	1
Акционерски друштва кои не котираат на берза	1,04
Акционерски друштва со едностепен систем на управување	1,14
Акционерски друштва со двостепен систем на управување	0,93
Акционерски друштва кои вршат дејност индустрија	1,16
Акционерски друштва кои вршат дејност услуги	0,94

Извор: Сопствено истражување

Зависно од дејноста на анкетираниите акционерски друштва, индустрија или услуги, добиени се следните резултати:

- Во групата на акционерски друштва кои вршат дејност производство просечниот број на жени директори изнесува 1,16 членови.
- Во групата на акционерски друштва кои вршат дејност услуги просечниот број на жени директори изнесува 0,94 членови.

Следно прашање при анализата на составот на одборот на директори е и присуството на странски државјани членови во одборот на директори. Согласно со направеното истражување, добиените резултати покажуваат дека од анкетираниите акционерски друштва 25 имаат странски државјани како директори во одборот и 25 акционерски друштва немаат странски државјани како директори во одборот.

Истражувањето (Шуклев, Б., Шуклева, М., 2012) на големите акционерски друштва во Република Македонија покажало дека во 22 акционерски друштва незначително доминираат неизвршните во однос на извршните членови, додека во четири акционерски друштва бројот на неизвршни членови е ист со бројот на извршни членови. Заклучокот е дека доминираат мнозинството акционерски друштва со одбори кои имаат релативно мал број на членови. Сите испитани акционерски друштва имале неизвршни членови во нивниот одбор на директори. Податоците во врска со вкупниот број на членови на надзорниот одбор во акционерските друштва кои имаат двостепен модел на корпоративно управување покажува дека 14 акционерски друштва имаат помал вкупен број на членови во надзорниот одбор, помеѓу три и седум членови, а едно акционерско друштво има вкупно 11 членови во својот надзорен одбор. Податоците во врска со учеството на внатрешни членови во надзорниот одбор покажуваат дека во 13 акционерски друштва бројот на внатрешни членови е помеѓу еден и четири, во едно акционерско друштво бројот на внатрешни членови е седум, а има едно акционерско друштво без внатрешни членови. Слични се и резултатите од истражувањето за бројот на надворешни членови во надзорниот одбор. Во 14 акционерски друштва надзорниот одбор има од еден до шест надворешни членови, додека во едно акционерско друштво нема надворешни членови. Интересен е фактот дека 10 од 15 акционерски друштва користеле двостепен систем на корпоративно управување. Внатрешните членови доминирале во однос на надворешните членови, додека во преостанатите пет акционерски друштва, надворешните членови доминираат во однос на внатрешните членови.

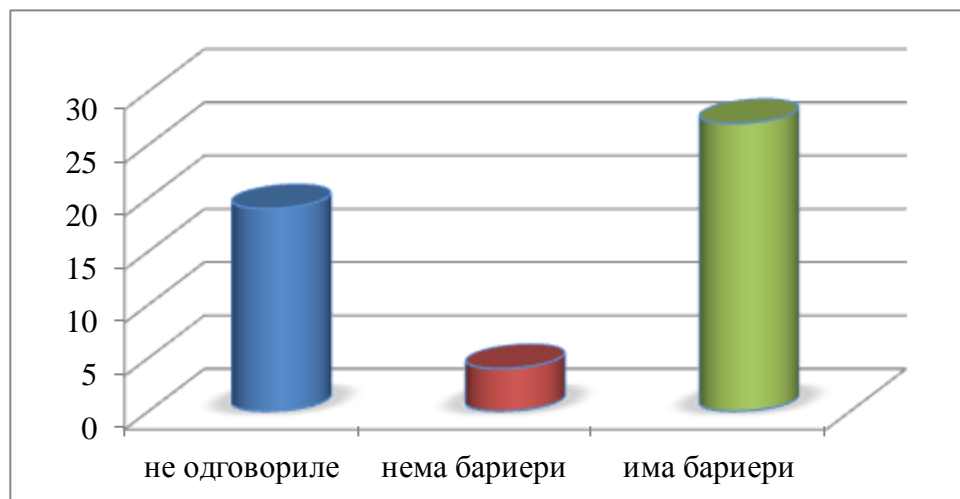
Податоците во врска со управувањето во банките се покажало дека пет банки имаат од два до четири члена во нивниот управен одбор и сите се внатрешни членови. Надзорниот одбор има од пет до седум членови и се состои од надворешни членови и од независни членови, што е во согласност со член 88 од Законот за банките.

Согласно со истражувањето, како што е прикажано на слика 7.2, може да се забележи дека од анкетираниите акционерски друштва 19 не одговориле на прашањето дали постојат бариери во корпоративното управување. Само 4 од друштвата одговориле дека нема бариери и 27 од нив одговориле дека постојат бариери за успешно корпоративно управување.

Анкетираниите акционерски друштва кои одговориле дека постојат бариери за успешно корпоративно управување најчесто ги наведуваат следните бариери:

- Недостаток на знаење и свест за тоа што е корпоративно управување;
- Остварување на правата на малцинските акционери;
- Немањето кодекс за корпоративно управување, а согласно со тоа и немање јасна слика за основните принципи на корпоративното управување кон кои се стреми друштвото;
- Недоволна транспарентност во работењето;

Слика 7. 2 Бариери во корпоративното управување



Извор: Сопствено истражување

- Недостаток на изградена корпоративна свест, стручност и информираност, глобализација, интервенционизам, шпекулативни дејства итн.;

- Неефикасни механизми на внатрешна контрола, нејасна организациска структура, неефикасни механизми за идентификување на мерењата, следење и контрола на ризиците;
- Големиот опфат на законските овластувања кои ги имаат извршните директори од една страна и ограничувањата кои сакаат да ги постават акционерите;
- Непостојна законска регулатива;
- Неконзистентност на законските решенија;
- Неусогласеност помеѓу законската политика со политиките на групациските стандарди;
- Делумно осознани принципи на корпоративно управување во Р. Македонија, послабо развиена економија и неефикасен пазар на капитал што придонесува за недостаток на мотивација за имплементирање на добрите практики на корпоративно управување со цел остварување на придобивките од нив, послабо присуство на институционалните инвеститори (домашни и странски), недостаток на средства и сл.

Со Измените и дополнувањата на Законот за хартиите од вредност од 23.01. 2013 година (Службен весник на РМ бр. 13/2013), се предвиде воведување на задолжителна котација на хартиите од вредност на издавачите кои не котираат на берзата, а кои ги исполнуваат посебните услови за котација на официјалниот пазар на берзата. Во таа насока, беа донесени нови Правила за котација, чија примена почна од 15.03. 2013 година.

Со воведувањето на задолжителната котација на хартиите од вредност издадени од акционерските друштва се очекува да се исполнат следниве цели:

- Дополнително да се зголеми транспарентноста на работењето на трговските друштва во Република Македонија;
- Да се даде нов импулс за развој на пазарот на хартии од вредност;
- Да се зголеми обемот на тргување со хартии од вредност;
- Да се зајакне корпоративната култура кај македонските акционерски друштва.

Воведувањето на законската обврска за котација ќе придонесе за централизирано собирање, обработка и користење на информациите за котираните друштва и ќе влијае за создавање потранспарентен и поефикасен пазар на хартии од вредност во Република Македонија, како за издавачите, така и за инвеститорите.

Фактор кој влијае врз квалитетот на работењето на одборот на директори претставува и двојната улога на главниот извршен директор истовремено и како претседател на одборот на директори. Во 10 од анкетираниите акционерски друштва главниот извршен директор е истовремено и претседател на одборот на директори, додека во 40 од анкетираниите друштва улогата на главниот извршен директор и претседателот на одборот е раздвоена.

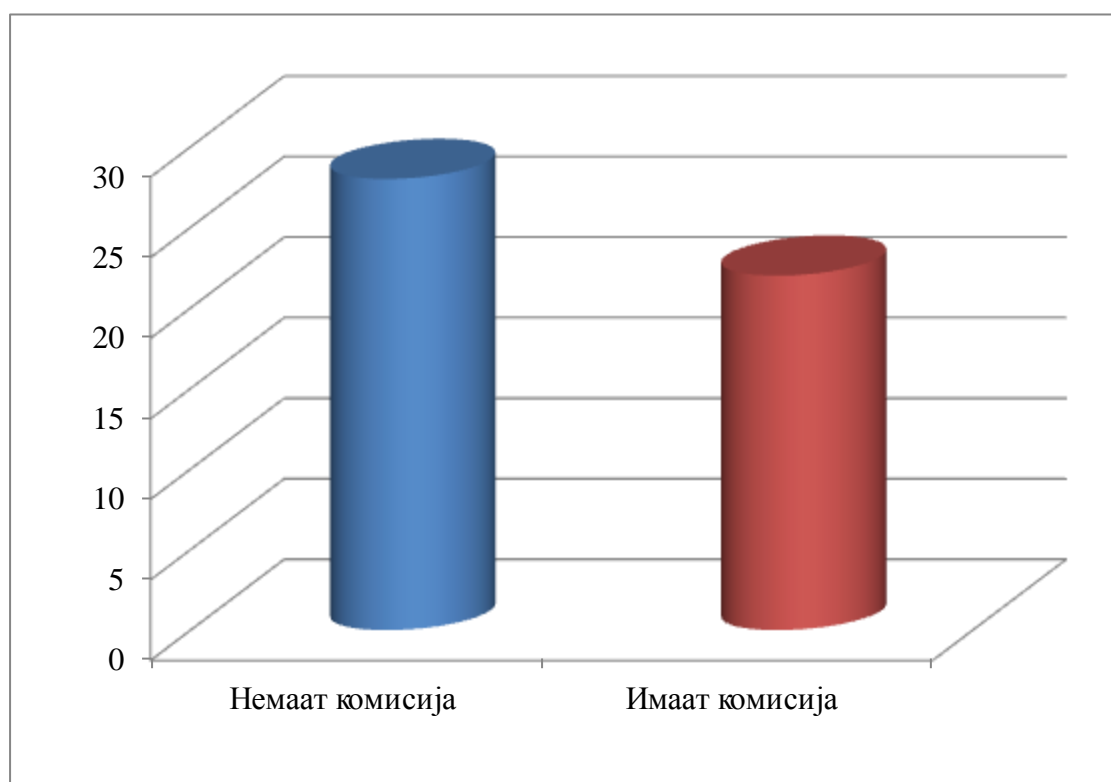
Со цел одборот на директори, односно надзорниот одбор да одговори на сите предизвици и истовремено да ги исполни сите обврски и должности, одборите пристапуваат сè повеќе кон формирање комисии како помошни тела на одборот на директори, односно на надзорниот одбор. Начинот на организација и работење на комисиите е предмет на регулирање во интерните акти на компанијата. Комисиите на одборот се дел од организацијата на корпоративно управување и ним им е доверено да управуваат со прашања како што се надоместоци, номинирање, ревизија, финансии, етика, акции, корпоративна одговорност и стратемско планирање. Практиката потврдува дека најчесто акционерските друштва формираат комисии за надоместоци, комисии за номинирање и комисии за ревизија. Меѓутоа, нивното присуство во акционерските друштва е повеќе од скромно.

Комисиите претставуваат дел од структурата на одборите и одборот е тој што ја утврдува нивната моќ. Надзорната улога на неизвршните или на независните директори вообичаено се перцепира како клучна во три области во кои потенцијалот за конфликт на интереси кај менаџментот е особено висок, особено кога постојат прашања кои не се под директна одговорност на акционерите: номинирање директори, надоместоци за директорите и ревизија. Застапеноста на комисиите останува непроменета, помеѓу три: ревизија, надоместоци и номинирање и пет: ревизија, надоместоци, номинирање, финансии и извршна комисија (Spencer Stuart Board Index-2009). „За разлика од пазарната структура на аутсајдерските корпоративни одбори, постои и корпоративно управување со внатрешната структура, познати уште како инсајдерски, кои се карактеризираат со нетранспарентност на податоците и информациите. Во оваа затворена структура, улогата на капиталниот пазар е значително помала од онаа кај отворената структура. Пазарот на корпоративна контрола ретко прави интервенции, а од друга страна објавувањето информации е ограничено и недоволно развиено“. (Tirugic et al 2008, стр. 91) Малин (2004, стр. 124) потенцира дека разликата помеѓу

банкарски ориентираните и пазарно ориентираните финансиски системи е одвај видлива. Коен и Бојд (2000, стр. 8) изјавија дека постојат различни елементи помеѓу американскиот систем, од една страна, и јапонскиот и германскиот систем, од друга страна.

Спроведеното емпириско истражување за постоењето комисији во рамките на одборот на директори, како што е прикажано на слика 7.3, покажува дека 22 акционерски друштва одговориле дека постојат комисији во состав на одборот на директори, односно на надзорниот одбор, додека 28 друштва одговориле дека не постојат комисији во состав на одборот.

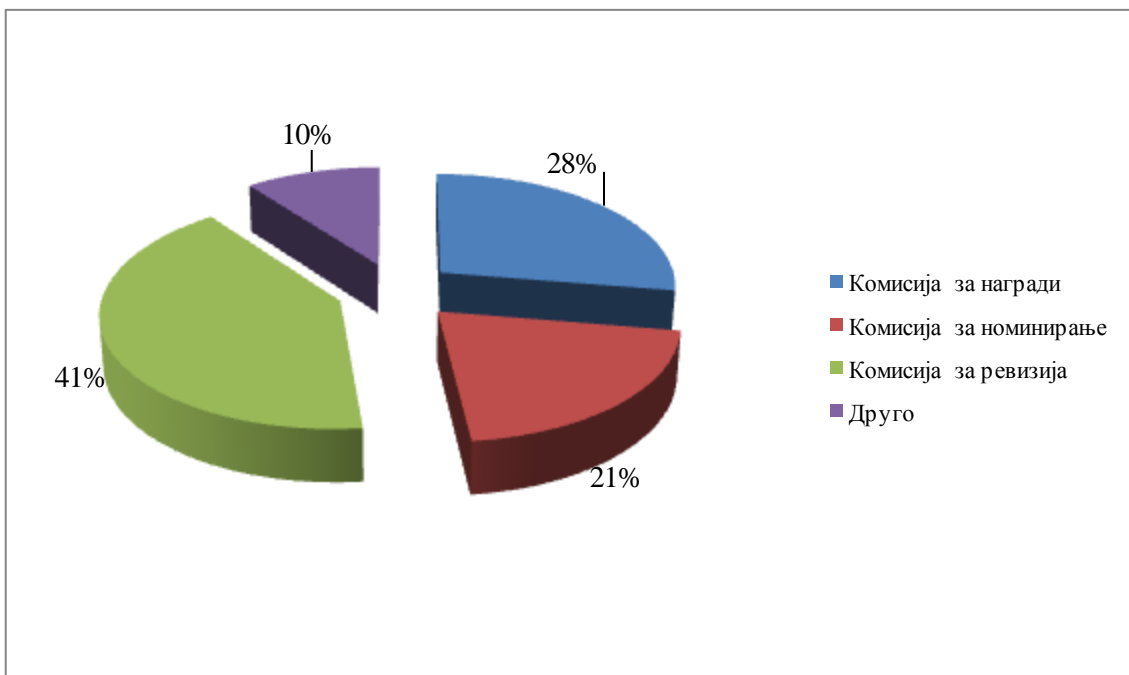
Слика 7.3 Постојење на комисија во одборот



Извор: Сопствено истражување

Во однос на видот на комисиите кои постојат во одборот на директори, добиени се резултати како што е прикажано на слика 7.4. Од резултатите презентирани на слика 7.4 може да се заклучи дека 41% од акционерските друштва кои имаат комисији во состав на одборот имаат комисија за ревизија, 28% имаат комисија за награди, 21% имаат комисија за номинирање и 10% имаат друг вид комисија.

Слика 7.4 Комисии кои постојат во одборот на директори / надзорниот одбор



Извор: Сопствено истражување

Имајќи предвид дека директорите треба да бидат во тек со времето, се наметнува потребата од нивна континуирана едукација и тоа како колективна, така и индивидуална. Политиката на друштвото за обука на директорите во одборот на директори односно во надзорниот одбор, претставува клучен фактор за успех на развојот на компетентен, едуциран и активен одбор.

На прашањето дали директорите имаат континуирана едукација како што е прикажано во табела 7.10, 24 од анкетираниите акционерски друштва одговориле дека имаат континуирана едукација на директорите, додека 26 од анкетираниите друштва одговориле дека немаат континуирана едукација на директорите. Во врска со фреквенцијата на едукацијата на директорите во одборот, само 4 друштва одговориле дека постои континуирана едукација, додека останатите ја организираат обуката по потреба.

Табела 7. 10 Континуирана едукација на директорите

Има континуирана едукација	24
Нема континуирана едукација	26

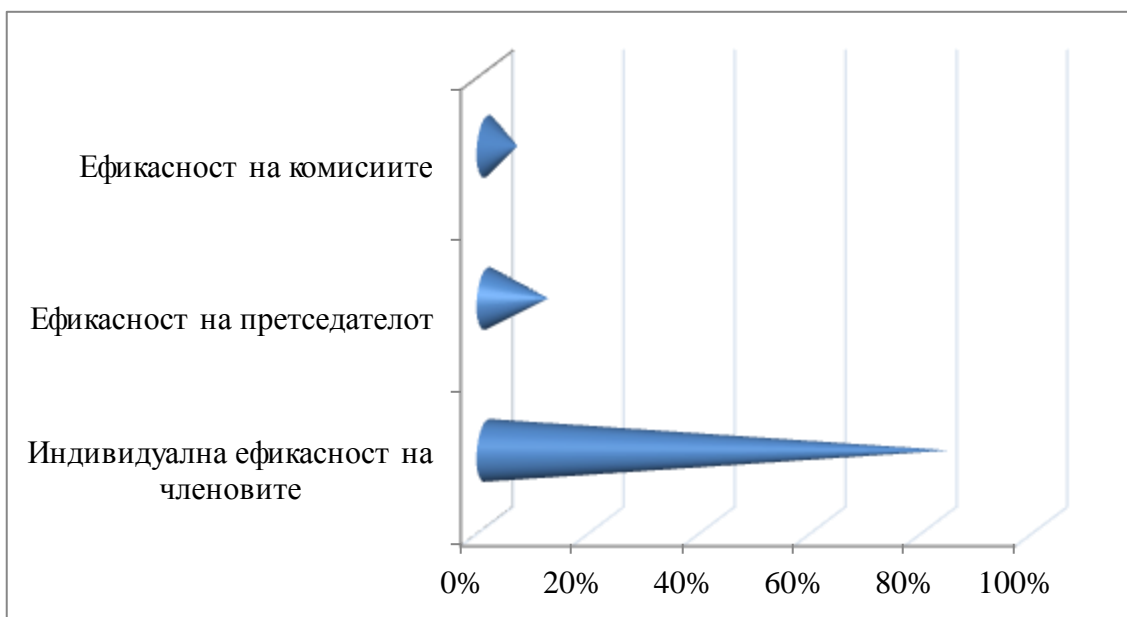
Извор: Сопствено истражување

Процесот на оценување на одборот на директори, односно на надзорниот одбор и на неговите членови, овозможува увид во силните страни и во слабостите на одборот.

Оценувањето на одборот на директори, односно на надзорниот одбор, може да биде извршено од директорите со самооценување или од консултанти или професионални организации квалификувани за таа цел. Со спроведување на процесот на оценување на работата на одборот може да се постигне директорите посоодветно да одговорат на очекувањата на акционерите и на другите засегнати страни.

Како што е прикажано на слика 7.5, за начините на кои се мери ефикасноста на одборот на директори, 83% од анкетираните друштва одговориле дека ја мерат индивидуалната ефикасност на директорите во одборот. Само 11% од друштвата ја мерат ефикасноста на претседателот на одборот и 6% ја мерат ефикасноста на комисиите.

Слика 7.5 Мерење на ефикасноста на одборот на директори / надзорниот одбор

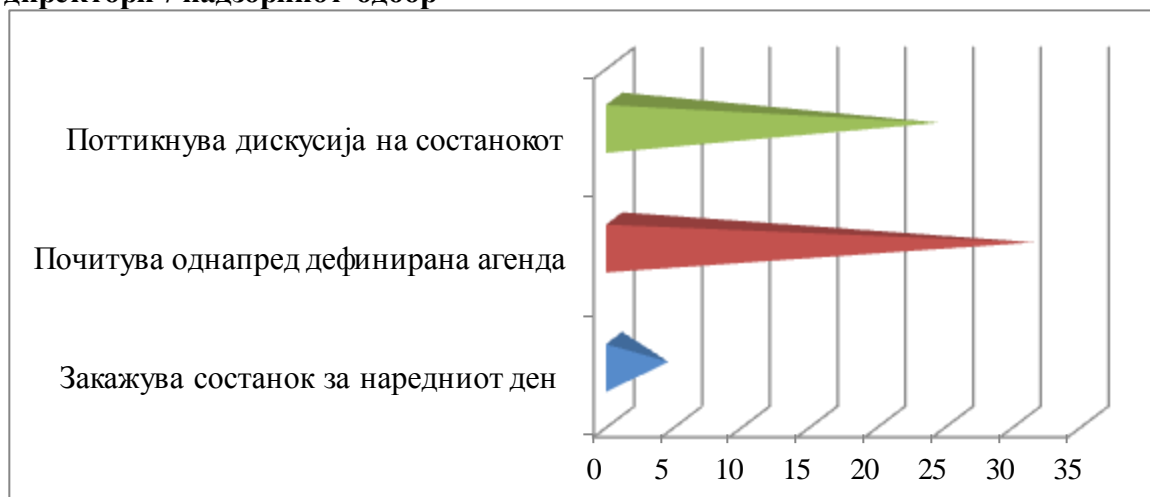


Извор: Сопствено истражување

Согласно со член 373-а и со член 381 од Законот за трговските друштва, одборот на директори, односно надзорниот одбор, задолжително одржува најмалку четири редовни состаноци и тоа на секои три месеци, при што еден од нив мора задолжително да се одржи во рок од еден месец пред одржувањето на годишното собрание. Според Законот за банките, надзорниот одбор се состанува најмалку еднаш месечно. Со цел членовите на одборот на директори, односно на надзорниот одбор да земат максимално учество во процесот на донесување одлуки, тие треба да бидат поканети навреме за

учество на состаноците. На тој начин тие ќе имаат доволно време да ги разгледаат сите материјали што ќе бидат предмет на разгледување на состаноците. За работатта на секој состанок на одборот на директори, односно на надзорните одбори на комисиите, без разлика како е одржан состанокот, се подготвува записник. Записникот мора да се изготви во рок од три дена од одржување на состанокот, освен ако со статутот или со друг интересен акт на друштвото не е поинаку уредено. Според член 360 од Законот за трговските друштва, записникот го потпишуваат сите членови на одборот на директори, односно на надзорниот одбор, кои биле присутни на состанокот, вклучително и претседателот на одборот.

Слика 7.6 Начин на однесување на претседателот на одборот на директори / надзорниот одбор



Извор: Сопствено истражување

На прашањето за начинот на кој се однесува претседателот на одборот на директори од аспект на организирањето состаноци, како што е прикажано на слика 7.6, добиени се резултати дека претседателот на одборот во 24 од анкетираниите друштва поттикнува дискусија на состаноците, претседателот на одборот на 31 од анкетираниите друштва почитува однапред дефинирана агенда и претседателот на одборот на 4 од анкетираниите друштва закажува состанок за наредниот ден.

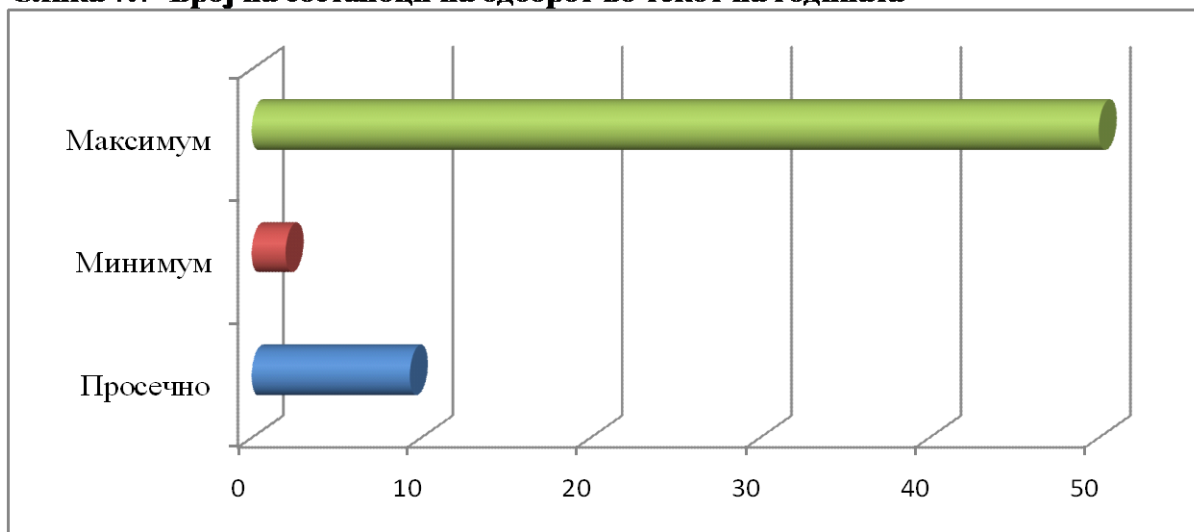
Во текот на истражувањето беше анализирано и прашањето за постоење на дефинирани критериуми за оценување на квалитетот на одборот. Само 46 од анкетираниите акционерски друштва одговориле на поставеното прашање. Од нив 30

акционерски друштва одговориле дека немаат дефинирано критериуми за оценување на квалитетот на одборот и 16 друштва одговориле дека имаат дефинирано критериуми за оценување на квалитетот на одборот.

Бројот на состаноци на одборот во акционерските друштва служи како основа за оценување на ефективноста на корпоративното управување. Состаноците на одборот служат како клучни форуми на кои извршните директори и директорите споделуваат информации за резултатите, плановите и политиките на компанијата. Честите состаноци овозможуваат подобра комуникација помеѓу менаџментот и директорите. Меѓутоа, честите состаноци може исто така да го одвлечат вниманието на менаџерите на фирмата од нивните секојдневни работни обврски и може некои од најпосакуваните директори да ги одврати од нивното учество на одборот за сметка на некои други обврски кои одземаат време. Дали постои оптимална зачестеност на состаноците на одборот?

- Одборите ја зголемуваат зачестеноста на состаноците по слаби резултати. Во просек, зачестеноста на состаноците не води кон слаби резултати, но претставува реакција на влошените резултати (Vafeas 1999).
- Закрепнувањето од слабите резултати се одвива побргу ако се зголеми зачестеноста на состаноците на одборот (Vafeas 1999).

Одборите треба да ги балансираат трошоците и придобивките од зачестеноста на состаноците на одборот и треба да бидат подготвени да ја зголемат зачестеноста на состаноците секогаш кога ситуацијата изискува значителен инпут или надзор од одборот. Состаноците на одборот имаат директно влијание врз ефикасноста на корпоративното управување. Ефикасноста на состаноците на одборот е прашање што интензивно се разгледува во последните десет години. Нема универзално прифатена формула за ефективни состаноци. Сепак, мал дел од емпириското истражување на полето на ефикасноста на состаноците на одборот дава можност за креирање насоки за тоа како да се зголеми ефикасноста на тие состаноци (Schneider и Clutterbuck, 1998). Од емпириското истражување на зачестеноста на состаноците кои ги организира одборот на директори, односно надзорниот одбор, спроведено во акционерските друштва, добиени се резултати како што е претставено на слика 7.7.

Слика 7.7 Број на состаноци на одборот во текот на годината

Извор: Собствено истражување

Имено, едно од анкетираниите акционерски друштва одговорило дека организира 50 состаноци во текот на годината што претставува максимален број на состаноци на еден одбор. Согласно со добиените резултати, минималниот број на одржани состаноци во текот на годината претставува 4 и просечниот број на состаноци во текот на годината кои ги организира одборот, според одоговорите на испитаниците, претставува 9 состаноци.

Оценувањето на ефективноста е комплексна активност која вклучува внатрешно оценување на одборот и на неговите директори и надворешно оценување на одборот. Внатрешното оценување на одборот го вклучува следното: оценување на одборот во целина, оценување на претседателот на одборот, оценување на членовите на одборот и оценување на комисиите на одборот. Интерното оценување на менаџерите значи оценување на главниот извршен директор, како и оценување на тимот на врвните извршни менаџери, додека надворешното оценување на одборот вклучува оценување како од акционерите, така и од заинтересираните страни. Кил и Николсон (2005, стр. 624) предлагаат оценувањето на одборот да се врши со користење или на квантитативни или на квалитативни техники. Таквото оценување придонесува за добивање поефикасен одбор и за подобрување на корпоративните финансиски резултати. Свкупниот систем на оценување на одборот се состои од четири блока, „Minichilli et al“ (2007). Оценувањето на главниот извршен директор има позитивен и независен ефект врз членовите на одборот, како и врз свкупната ефективност на

одборот. Доказите во однос на зголеменото значење на ефективноста покажуваат дека стапката на вкупна ефективност е значително поголема во оние одбори кои вршат оценување на нивниот главен извршен директор отколку во оние одбори кои не вршат такво оценување, односно нивната стапка изнесува од 4,16 до 3,77, „Conger at al“ (2001, стр. 90-91). „Не се препорачува претседателот на одборот на директори да биде и главен извршен директор бидејќи за овие две позиции е потребна гразлична комбинација на вештини и можеби и различни карактери. Исто така треба да се земе предвид фактот дека за управување со одборот се потребни вештини и време.

Следното прашање се однесува на постоење процес на оценување на работата на главниот извршен директор и на него одговориле само 45 од испитаниците. Во 27 од анкетираниите друштва постои процес на оценување на работата на главниот извршен директор, додека во 18 од анкетираниите друштва не постои процес на оценување на работата на главниот извршен директор.

Од аспект на фреквенцијата на оценување на работата на одборот на директори/надзорниот одбор, главниот извршен директор, членовите на одборот и комисиите, добиените резултати се претставени во табела 7.11. Од нив може да се заклучи дека најголемиот број од анкетираниите друштва вршат само едно оценување на одборот на директори/надзорниот одбор во текот на годината, главниот извршен директор, членовите и комисиите на одборот. Само едно друштво врши оценување на одборот на директори/надзорниот одбор два пати во текот на годината и само три друштва вршат оценување на главниот извршен директор два пати во текот на годината. Исто така, само едно од анкетираниите друштва врши оценување на одборот на директори/надзорниот одбор три пати во текот на годината, додека 4 пати во текот на годината се врши оценување на одборот на директори/надзорниот одбор во две од анкетираниите друштва, на главниот извршен директор во три од анкетираниите друштва, на членовите во две од анкетираниите друштва и на комисиите во едно од анкетираниите друштва. Дури девет од анкетираниите акционерски друштва воопшто не вршат оценување на работата на одборот на директори/надзорниот одбор.

Табела 7.11 Колку пати во текот на годината се врши оценување

	еднаш	два пати	три пати	четири пати	не вршат оценување
На одборот на директори / надзорниот одбор	22	1	1	2	9
На главниот извршен директор	22	3	0	3	9
На членовите	17	0	0	2	9
На комисиите	8	0	0	1	9

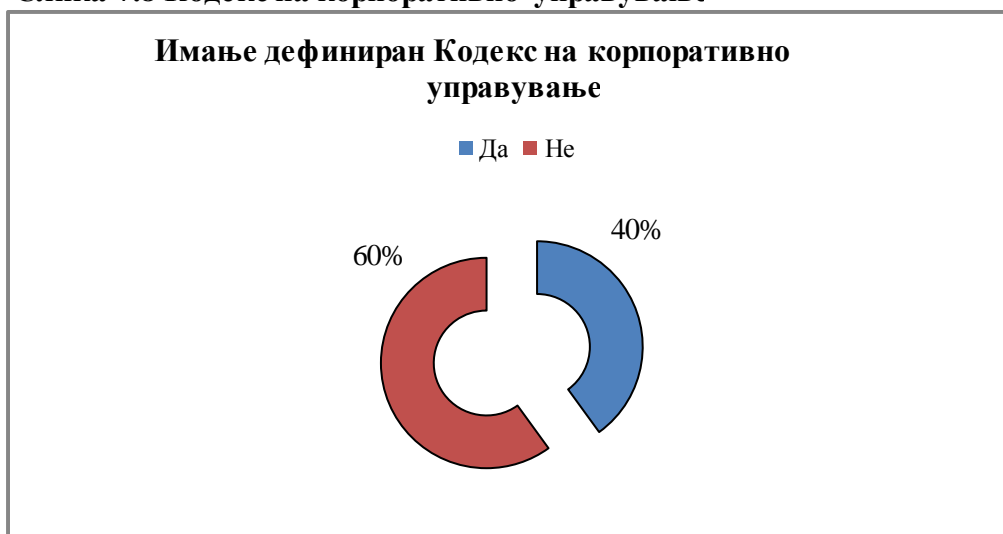
Извор: Сопствено истражување

Посебен акцент беше ставен на прашањето какви компетенции поседуваат директорите на одборот на директори/надзорниот одбор. Најчесто, добиените одговори беа следните:

- Познавање на законската регулатива, меѓународните технички стандарди;
- Стручност;
- Образованост;
- Искуство да придонесува за стабилно, сигурно и ефикасно управување;
- Компетенција во областа на економијата и финансиите;
- Лојалност и чесност;
- Раководење со промени;
- Иницијативност;
- Морална и етичка личност;
- Професионалност;
- Одговорност;
- Транспарентност.

На прашањето дали постои дефиниран кодекс на корпоративно управување одговориле само 45 од анкетираниите акционерски друштва и притоа, како што е претставено на слика 7.8, 40% од анкетираниите акционерски друштва имаат дефиниран кодекс на корпоративно управување и 60% немаат дефиниран кодекс на корпоративно управување.

Слика 7.8 Кодекс на корпоративно управување



Извор: Сопствено истражување

Во еден дел од анкетираниите акционерски друштва не постојат институционални инвеститори од причина што постои само еден акционер, додека во тие друштва каде што постојат институционални инвеститори, тоа се инвестициски фондови, осигурителни друштва и пензиски фондови. Исто така, од аспект на тоа дали институционалните инвеститори учествуваат во работењето на друштвото, најголемиот дел од анкетираниите друштва одговориле дека тие учествуваат во работењето на собранието на акционери. Помал број од анкетираниите друштва одговориле дека институционалните инвеститори учествуваат во работењето на одборот на директори/надзорниот одбор и најмал дел од друштвата одговориле дека учествуваат во работењето на комисиите. На прашањето како се остварува акционерскиот активизам, сите анкетирани друштва одговориле дека тој се остварува со учество во работата на собранието на акционери на друштвото.

4.2 Параметарска статистичка анализа на разликите помеѓу трговските друштва во однос на избрани карактеристики

По извршената анализа на податоците и резултатите добиени од нивната дескриптивна статистика, според природата на прибраните податоци и поставените цели и задачи на истражувањето, беше утврдено дека најсоодветна статистичка анализа од која би произлегле дополнителни сознанија претставуваат:

- **T-тестот** - кој претставува споредба на две независни групи при испитување на иста зависна променлива и
- **„One Way Anova“ тестот** - кој претставува параметарско тестирање на хипотези, а се применува кога се споредуваат разликите помеѓу три или повеќе групи од една популација во однос на одредена појава која е предмет на истражувањето.

За испитување на разликите што постојат кај акционерските друштва е извршена нивна класификација според следниве критериуми:

1. Котирање на акционерското друштво на берза:

- Акционерски друштва кои котираат на берза;
- Акционерски друштва кои не котираат на берза.

2. Модел на управување на акционерското друштво:

- Акционерски друштва со едностепен модел на корпоративно управување;
- Акционерски друштва со двостепен модел на корпоративно управување.

3. Дејност на акционерското друштво:

- Акционерски друштва кои вршат дејност индустрија;
- Акционерски друштва кои вршат дејност трговија;
- Акционерски друштва кои вршат дејноост услуги.

Параметрите кои се испитуваат кај акционерските друштва се следниве:

- Број на членови во одборот на директори;
- Број на извршни членови во одборот на директори;
- Број на неизвршни членови во одборот на директори;
- Број на независни членови во одборот на директори;
- Број на жени членови во одборот на директори;
- Број на извршни членови во одборот на директори;
- Фреквенција на одржани состаноци на одборот на директори.

Во табелата 7.12 се претставени податоци на пресметани просечни вредности за параметрите (зависни променливи) кои се предмет на споредба кај акционерски

друштва кои котираат на берза и не котираат на берза, потоа р-вредности и t-вредности добиени со примена на Т-тест за тестирање на распоредот на дистрибуцијата на популацијата на испитуваната зависна променлива. При тестирањето на параметрите на корпоративно управување според припадноста на акционерските друштва во групата која котира на берза и не котира на берза, при интервал на доверба од 95%, може да се заклучи дека отстапувањето на бројот на членови во секоја група на акционерски друштва е хомогено, освен што постои значителна разлика кај две променливи варијабли помеѓу двете независни групи на акционерски друштва кои котираат и не котираат на берза и тоа: кај бројот на членови во одборот на директори и кај бројот на неизвршни членови на одборот на директори.

Табела 7.12 Разлики помеѓу акционерските друштва кои котираат и не котираат на берза

Параметри за споредба	Котира на Берза (независна променлива)		t-статистика	p-статистика
	Котира на Берза	Не котира на Берза		
Број на членови во одборот	6,61	4,95	2,918	0,016
Број на извршни членови во одборот на директори	1,64	0,95	1,770	0,080
Број на неизвршни членови во одборот на директори	5,07	4,00	1,704	0,019
Број на независни членови во одборот на директори	1,68	1,09	1,846	0,323
Број на жени членови во одборот	1,00	1,04	0,130	0,823
Фреквенција на одржани состаноци на одборот на директори	8,11	9,27	-0,759	0,391

Извор: Сопствено истражување

Во табелата 7.13 се претставени податоци на пресметани просечни вредности за параметрите (зависни променливи) кои се предмет на споредба кај акционерски друштва со едностепен и со двостепен модел на управување, потоа t- вредности и р- вредности добиени со примена на Т-тест за тестирање на распоредот на дистрибуцијата на популацијата на испитуваната зависна променлива. При тестирањето на параметрите на корпоративно управување според припадноста на акционерските друштва во групата со едностепен и со двостепен модел на управување, при интервал на доверба од 95%, може да се заклучи дека отстапувањето на бројот на членови во секоја група на

акционерски друштва е хомогено, освен што постои значителна разлика кај една променлива варијабла помеѓу двете независни групи на акционерски друштва со едностепен и со двостепен модел на управување и тоа: кај бројот на извршни членови во одборот на директори F-статистиката изнесува 0,584 и p-статистиката изнесува 0,001.

Табела 7.13 Разлики помеѓу акционерските друштва со едностепен и двостепен модел на управување

Параметри за споредба	Модел на управување (независна променлива)		t-статистика	p-статистика
	едностепен	двостепен		
Број на членови во одборот	6,57	5,38	2,008	0,360
Број на извршни членови во одборот на директори	1,48	1,24	0,584	0,001
Број на неизвршни членови во одборот на директори	5,00	4,31	1,071	0,844
Број на независни членови во одборот на директори	1,43	1,41	0,045	0,562
Број на жени членови во одборот	1,14	0,93	0,768	0,396
Фреквенција на одржани состаноци на одборот на директори	8,76	9,55	0,158	0,538

Извор: Сопствено истражување

Акционерските друштва со едностепен систем на управување споредено со акционерските друштва со двостепен систем на управување имаат поголем број членови во одборот на директори, поголем број извршни членови во одборот на директори, поголем број неизвршни членови во одборот на директори, поголем број независни членови во одборот на директори и поголем број жени во одборот на директори.

Во табелата 7.14 се претставени податоци на пресметани просечни вредности за параметрите (зависни променливи) кои се предмет на споредба кај акционерските друштва со дејност индустрија, трговија и услуги, потоа t-вредности и p-вредности добиени со примена на „One Way Anova“-тест. При тестирањето на параметрите на корпоративно управување според припадноста на акционерските друштва во групата со дејност индустрија, трговија и услуги, при интервал на доверба од 95%, може да се заклучи дека споредбата на просечните вредности на испитуваните параметри укажува

дека постојат мали незначителни разлики помеѓу акционерските друштва кои вршат дејност индустрија,

Табела 7.14 Разлики помеѓу акционерските друштва од различна дејност

Параметри за споредба	Дејност (независна променлива)			t-статистика	p-статистика
	Индустрија	Трговија	Услуги		
Број на членови во одборот	6,47	5,52	5,60	2,07	0,14
Број на извршни членови во одборот на директори	1,25	0,80	1,52	0,24	0,78
Број на неизвршни членови во одборот на директори	4,80	4,80	4,40	1,67	0,20
Број на независни членови во одборот на директори	1,20	1,60	1,56	0,61	0,55
Број на жени членови во одборот	1,10	1,00	0,92	0,20	0,82
Фреквенција на одржани состаноци на одборот на директори	6,74	11,42	7,20	5,48	0,007

Извор: Сопствено истражување

трговија и услуги во однос на бројот на членови на одборот на директори, вклученоста на извршните, неизвршните и независните директори во одборот на директори и учеството на жени членови во одборот. F-дистрибуцијата со зголемена вредност од 5,48, како и p-статистиката со вредност 0,007, која е помала од 0,05 при интервал на доверба од 0,95, покажуваат значително отстапување кај фреквенцијата на состаноци кои ги одржува одборот на директори помеѓу трите независни групи на акционерски друштва од дејностите индустрија, услуги и трговија. Акционерските друштва кои се од дејноста индустрија имаат најголем број членови во одборот на директори и најголем број жени во одборот на директори. Акционерските друштва кои се од

дејноста трговија имаат најголем број неизвршни членови во одборот на директори, независни членови во одборот на директори и најголема фреквенција на одржани состаноци на одборот на директори. Акционерските друштва кои се од дејноста услуги имаат најголем број извршни членови во одборот на директори.

5. Заклучоци од емпириското истражување

Согласно со добиените резултати од спроведеното емпириско истражување кај акционерските друштва во Република Македонија, може да се сублимираат следните заклучоци:

- Од анкетираниите акционерски друштва кои котираат на берза и кои не котираат на берза, поголемиот број имаат двостепен модел на корпоративно управување.
- Минималниот број на членови во одборот на директори е ист во сите независни анкетирани групи и тој изнесува три и одговара на законскиот минимум кој е дефиниран во Законот за трговските друштва. Максималниот број на членови во одборот во акционерските друштва кои котираат на берза е двојно поголем од максималниот број на членови во одборот на друштвата кои не котираат на берза. Истовремено максималниот број на членови во одборот е поголем во акционерските друштва со едностепен модел на управување во споредба со акционерските друштва со двостепен модел на управување, како и во акционерските друштва кои вршат дејност услуги.
- Жените како членови во одборот на директори имаат најмало учество во одборот кај групата на акционерски друштва со двостепен модел на управување и имаат најголемо учество во одборот кај групата на акционерски друштва кои вршат дејност индустрија
- Најголемиот број од анкетираниите акционерски друштва одговориле дека постојат бариери за успешно корпоративно управување и притоа ги навеле следните: недостаток на знаење и свест за тоа што е корпоративно управување, остварување на правата на малцинските акционери, немањето кодекс за корпоративно управување, недоволна транспарентност во работењето, непостојана законска регулатива и др.

- 41% од акционерските друштвата кои имаат комисии во состав на одборот имаат комисија за ревизија, 28% имаат комисија за награди, 21% имаат комисија за номинирање и 10% имаат друг вид комисија.
- 24 од анкетираниите акционерски друштва одговориле дека имаат континуирана едукација на директорите, додека 26 од анкетираниите друштва одговориле дека немаат континуирана едукација на директорите. Во врска со фреквенцијата на едукацијата на директорите во одборот, само 4 друштва одговориле дека постои континуирана едукација, додека останатите ја организираат обуката по потреба.
- Ефикасноста на директорите во одборот се мери со индивидуалната ефикасност на директорите во одборот кај 83% од анкетираниите акционерски друштва, кај 11% од акционерските друштва се мери со ефикасноста на претседателот на одборот и кај 6% од акционерските друштвата се мери со ефикасноста на комисиите.
- Претседателот на одборот на директори во 24 од анкетираниите акционерски друштва поттикнува дискусија на состаноците, претседателот на одборот на 31 од анкетираниите акционерски друштва почитува однапред дефинирана агенда и претседателот на одборот на 4 од анкетираниите акционерски друштва закажува состанок за наредниот ден.
- Само 46 од анкетираниите акционерски друштва одговориле на поставеното прашање за оценување на квалитетот на одборот. Од нив 30 акционерски друштва одговориле дека немаат дефинирано критериуми за оценување на квалитетот на одборот и 16 друштва одговориле дека имаат дефинирано критериуми за оценување на квалитетот на одборот.
- Само 45 од анкетираниите акционерски друштва одговориле на прашањето дали имаат дефиниран кодекс на корпоративно управување, така што 40% од анкетираниите акционерски друштва имаат дефиниран кодекс на корпоративно управување, а 60% немаат дефиниран кодекс на корпоративно управување.
- При тестирањето на параметрите на корпоративното управување според припадноста на акционерските друштва во групата која котира на берза и не котира на берза, при интервал на доверба од 95%, може да се заклучи

дека отстапувањето на бројот на членовите во секоја група на акционерски друштва е хомогено, освен што постои значителна разлика кај две променливи варијабли помеѓу двете независни групи на акционерски друштва кои котираат и не котираат на берза и тоа: кај бројот на членовите во одборот на директори и кај бројот на неизвршните членови на одборот на директори.

- При тестирањето на параметрите на корпоративното управување според припадноста на акционерските друштва во групата со едностепен и со двостепен модел на управување, при интервал на доверба од 95%, може да се заклучи дека отстапувањето на бројот на членовите во секоја група на акционерски друштва е хомогено, освен што постои значителна разлика кај една променлива варијабла помеѓу двете независни групи на акционерски друштва со едностепен и со двостепен модел на управување и тоа: кај бројот на извршните членови во одборот на директори.
- При тестирањето на параметрите на корпоративното управување според припадноста на акционерските друштва во групата со дејност индустрија, трговија и услуги, при интервал на доверба од 95%, може да се заклучи дека споредбата на просечните вредности на испитуваните параметри укажува дека постојат мали незначителни разлики помеѓу акционерските друштва кои вршат дејност индустрија, трговија и услуги во однос на бројот на членови на одборот на директори, вклученоста на извршните, неизвршните и независните директори во одборот на директори и учеството на жени членови во одборот. Т-дистрибуцијата со зголемена вредност од 5,48, како и р-статистиката со вредност 0,007, која е помала од 0,05 при интервал на доверба од 0,95, покажуваат значително отстапување кај фреквенцијата на состаноци кои ги одржува одборот на директори помеѓу трите независни групи на акционерски друштва од дејностите индустрија, услуги и трговија.
- Ова истражување покажува дека оценувањето на одборите во големите компании генерално може да придонесе кон ефективноста на корпоративното управување кое е апсолутно неопходно за успехот на една организација. Како резултат на тоа, се укажува дека соодветното функционирање на корпоративното управување е од клучно значење за

ефективноста на организацијата. Ефективноста во голема мера зависи од прашањата како што се организацијата на одборите, нивниот состав, формирањето комисији, ефикасноста на состанокот, улогата на претседателот на одборот, одржувањето состаноци, раздвојувањето на улогата на претседателот на одборот од улогата на главниот извршен директор и сл.

ЗАКЛУЧОК

Врз база на анализата на литературата од областа на корпоративното управување и на спроведеното истражување на примерок од македонски друштва, може да се изведат следните заклучоци:

1. Развојот на корпоративното управување е непосредно поврзано со економскиот развој на индустрискиот капитализам: различни структури на корпоративно управување еволуирале со различни корпоративни форми дизајнирани да овозможат остварување економски можности или да решат нови економски проблеми.
2. Предмет на анализа во теоријата на застапување претставува договорниот однос помеѓу сопственикот и менаџментот, во фокусот на оваа теорија е определувањето најефикасен договор земајќи ги предвид претпоставките за луѓето, организацијата и информациите. Теоријата на застапување ја истакнува надзорната улога на одборот на директори и значењето на оддавањето информации од менаџментот до одборот со цел успешно надгледување.
3. Теоријата на трансакциски трошоци се темели на фактот дека компаниите станале толку големи што при распределбата на ресурсите се замена на пазарот. Теоријата на трансакциски трошоци, исто како и теоријата на застапување, ја дели претпоставката личен интерес, која е длабоко во човековата природа. Една од клучните разлики помеѓу теориите се нивните појдовни точки: теоријата на застапување, која се занимава со проблемот на застапување, додека теоријата на трансакциски трошоци се занимава со поширокото прашање на ефикасност на трошоците на трансакцијата.
4. Таканареченото „soft law“ повеќе ја дополнува отколку што ја заменува државата. Тешко е да се има принципи кои може да се применат во сите држави. Принципите во основа се незадолжителни и нивната цел не е да даваат детални упатства за националното законодавство. Со цел да се остане конкурентен во светот кој се менува, компаниите мора да внесуваат новини во практиката на своето корпоративно управување, при што се приспособуваат на начин да се задоволат новите барања и да се искористат новите можности.

5. Принципите на ОЕЦД за корпоративно управување се создадени како резултат на соработка на националните влади со други релевантни меѓународни организации и со приватниот сектор, со цел да се изработат збир стандарди и насоки за корпоративно управување. Заради обезбедување чекор со постојаното менување на условите, ОЕЦД континуирано го следи развојот на корпоративното управување, ги согледува трендовите и пронаоѓа решенија за нови предизвици.
6. Немањето квалитетн систем на корпоративно управување во компаниите и несоодветната заштита на правата на инвеститорите може да придонесат за намалување на довербата и негативно да влијаат на инвестициската клима. Белезите по кои се групирани одделни модели на корпоративно управување се: правни, економски и културни. Во англоамериканскиот модел се вклучени следните учесници: менаџерите, директорите и акционерите и се карактеризира со едностепена структура на управување составена од одбор на директори, додека континенталниот модел се карактеризира со двостепена структура на управување составена од надзорен и од управен одбор.
7. Потребно е одборот на директори да извршува активности согласно со регулативите и истовремено добро да управува. Ефикасната структура на даден одбор зависи од повеќе фактори како што се: индустријата во која дејствува компанијата, комплексноста на организацијата на компанијата, конкурентната и регулаторната средина. Одборот на директори ја зголемува својата ефикасност и ако ги извршува своите активности како тим со големи перформанси.
8. Ефикасното функционирање на одборот бара повеќе од структурирање на одборот според регулаторните правила и најдобрите практики. За постоење ефикасност во одборот на директори, неопходно е тие да поседуваат одредени квалитети како што се: стратегиска свесност, објективност, комуникациска способност, индивидуална одговорност, фокусирање кон потрошувачот, самодисциплина, тимска работа, креативност и др. Директорите е потребно да поседуваат квалитет на емоционална интелигенција. Емоционалната интелигенција игра клучна улога во перцепцијата за ефикасност на лидерите.

9. Оценувањето на главниот извршен директор претставува клучно прашање во системот на оценување на корпоративното управување. Оценувањето опфаќа два аспекта: минатите перформанси и целите во наредниот период. Денес главните извршни директори имаат три алтернативи: да гледаат како одборот развива процес на оценување, да го ублажат процесот насочувајќи го одборот да направи површна листа за оценување или заеднички со одборот да дизајнира процес за оценување кој е сериозен и од помош на компанијата и на акционерите.
10. Составот и големината на одборот на директори зависат од големината и сложеноста на работењето на компанијата. Законската рамка во однос на составот, структурата и организацијата на органите на управување на друштвата е крајно флексибилна и оставено е на самите друштва да решат какви ќе бидат нивните органи на управување од аспект на бројот на членовите, структурата и организацијата. Селекцијата на директорите во одборот е од големо значење за ефективното функционирање на одборите.
11. „Enron“ е само еден од корпоративните скандали кои го потресоа светот во периодот помеѓу 1999 година и 2005 година. Притоа се констатира дека акционерите во ерата „Enron“ немаат моќ да се осигурат дека нивните интереси се целосно земени предвид од одборот и менаџментот. Основната цел на речиси сите реформи по „Enron“ е да се зајакне одговорноста на директорите во одборите спрема нивните акционери.
12. Работењето во една комплексна глобална економија е незамисливо без помош од професионални специјалисти за одделни финансиски и професионални прашања, даночни закони, сложени прописи, сметководствени процедури и сл. Со креирање една затворена мрежа на специјалисти, сите сегменти на работењето се покриени и истовремено е обезбедена дифузија на одговорноста. Специјалистите може да не видат знаци за проблеми од спроведувањето едноставно поради тоа што тие не знаат доволно за големата слика за да ги постават вистинските прашања.
13. Современото корпоративно управување првенствено се занимава со конфликтот на интереси меѓу групите стејкхолдери, како што се сопствениците, вработените и менаџерите или како улога базирана на различните групи стејкхолдери. Сите овие конфликти не треба да се

игнорираат и истовремено нивното решавање претставува предуслов за култура на одборот во поглед на соработување.

14. Во доцните 1980-ти, при пропаѓањето на берзата, откриени се голем број случаи, при што биле прекршени или заобиколени основните правила користејќи членови од семејството или сродни компании. Трансакциите на поврзани компании биле поделени на трансакции кои се сметаат за бенигни и трансакции кои се сметаат за потенцијално проблематични. Клучните елементи за управувањето со трансакциите на поврзани компании вклучуваат дефиниција, регулатива и објавување, откривање и процеси за одобрување мониторинг и санкции.
15. Согласно со „ASX Recommendations for corporate governance and best practice“, како прво основно начело се наведува дека една компанија треба да ги признае и да ги објави соодветните улоги и одговорности на одборот и на менаџментот. Политиката на управување утврдува сеопфатен збир алатки со кои одборот може да навлезе во корпоративната комплексност. Потребата од унапредување култура на отворено несогласување претставува предуслов за избегнување несообразно дејствување на директорите во одборот.
16. Не може да се потцени клучната улога која ја имаат институционалните инвеститори во корпоративното управување. Со интернационализацијата на прекуграничните портфолија и со финансиските кризи кои се случија во многу делови од светот, можеби не изненадува фактот што институционалните инвеститори многу повнимателно гледаат на корпоративното управување на компаниите. Институционалните инвеститори ја играат улогата на теоретски арбитражи на финансиските пазари во реалниот свет.
17. Институционалните инвеститори може да обезбедат информирана противтежа на акционерите со цел да ги заштитат од одборот на компанијата и од менаџментот, кои работат за други интереси, а не за компанијата и за нејзините акционери во целина.
18. И покрај замаглувањето на границите помеѓу непрофитните организации и владините и бизнис-организации, јасно е дека непрофитното управување е различно на многу начини и бара посебна грижа во универзитетските програми за обука. Природата на нивната услужна мисија, обемот на нивните

извори на финансирање, нивната мешавина на платен и волонтерски труд, нивното раководство од волонтерски одбори и нивната улога во застапувањето социјални промени се клучните фактори кои бараат посебно внимание во академските програми.

19. Поважно е за приспособувањето на претприемачите кон корпоративното управување потребата да се премести корпоративното управување од испитување на „кутија која отчукува“ кон „отворен процес на градење доверба“. Развојот е во срцето на претприемништвото, затоа претприемачите треба да се поттикнуваат, да се поддржуваат и да се наградуваат за успехот, но само под услов да работат отворено со другите заинтересирани страни и да ги споделуваат товарот и возбудата на градење на бизнисот заедно со нив.
20. Семејните компании често се во искушение да ги ограничат именувањата на членови на семејството во одборот. Ова е лоша практика поради тоа што со неа потенцијално се мешаат компаниските прашања и семејните прашања, но исто така и поради тоа што со неа се дава можност за внесување поголемо знаење и искуство за решавање на компаниските прашања. Компаниите никогаш не треба да ги користат именувањата во одборот како трофеи во натпреварувањето меѓу членовите на семејството, ниту пак семејните прашања не треба да се изнесуваат на состаноците на одборот.

РЕФЕРЕНЦИ

1. An Institute of Directors publication, (2009), *The Handbook of International Corporate Governance*, Kogan Page, London
2. "Assessing boards and individual directors", (2000), *Invey Business Journal*
3. Adizes, I., (1992), *Upravljanje promene*, Asee, Novi Sad
4. Adizes, I., (2004), *Management/Mismanagement Styles*, The Adizes Institute Publishing, Santa Barbara
5. Alberto hg, F., (2007), *Investor protection and corporate governance*, The World Bank, Washington, 2007
6. Altman, E (1968), "Financial ratios, Discriminant, Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *The Journal of Finance*, Vol. XXIII, No.4, pp. 589-609
7. Amann, W., Steger, U., (2012), *Corporate Governance How to Add Value*, EBSCO Publishing, eBook
8. Anand, S., (2008), *Essentials of Corporate Governance*, John Wiley&Sons, Inc, New Jersey
9. Andrez, P., A., Lopez, F., (2005), "Corporate boards I nOECD countries: size, composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, Vol., 13 , No., 2
10. Ang, J.S, Cole, R.A, Wun Lin, J., (2000), "Agency Costs and Ownership Structure", *The Journal of Finance*, Vol. LV.No 1, pp. 81-104
11. Arak, M., Martin, A., (2005), "Convertible Bonds: How Much Equity, How Much Debt?", *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, No. 2, pp. 44-50
12. Argawal, A., Jaffe, J., (2003), "Do takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns", *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol.38, No.4, pp. 721-745
13. Arguden, Y., (2009), *Boardroom secrets*, Palgrave Macmillan, New York
14. Bakan, J., (2004), *The Corporation the Patological Pursuit of Profit and Power*, Free Press, New York
15. Baker, K., Farrelly, G., Edelman, R., (1985), "A Survey of Management Views on Dividend Policy", *Financial management*, pp. 78-84

16. Baker, K., Veit, T., Powell, G., (2001), "Factors influencing dividend policy decisions of nasdaq firms", *The financial review*, pp.19-36
17. Bangs, D., (1998), *The Business Planning Guide*, Dearborn Financial Publishing Inc., Chicago
18. Baysinger, B., Hoskisson, R., (1990), "The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy", *Academy of Management Review*, Vol.15, No.1
19. Becht, M., (2001), *Corporate governance and control*, Massachusetts
20. Berg, A., (2006), "Global Good Practices in Corporate Governance, Corporate Governance Department", World BankGroup
21. Berglof, E., Claessens, S., (2004), *Enforcement and Corporate Governance*, The World Bank , Washington
22. Beuerle, C., (2013), *Study of director's duties and liability*, LSE Enterprise, London
23. *Beyond Compliance: Building a Governance Culture*, (2001), Chartered Accountants of Canada, Toronto
24. Billingsley, R., Smith, D., (1986), "Why do firms issue convertible debt", *Financial management*, pp. 93-99
25. Bleischwitz, R., (2007), *Corporate Governance of Sustainability*, Edward Elgar Publishing Limited, USA
26. Bosch, H., (2002), "The change face of corporate governance", University of NSW, *Law Journal*
27. Bowman, N., (1991), *Transferring managment in a family-owned business*, Washington,DC, US Small Business Administration, p.1
28. Branson, D., (2012), "Initiatives to Place Women on Corporate Boards of Directors—A Global Snapshot", *The Journal of Corporation Law*, Vol. 37:4, pp.793-814
29. Brounen,D, Jong,A, Koedijk, K (2004), "Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice", *Financl Management*, pp. 71-101
30. Bruno, V., (2007), *Corporate governance and regulations*, The World bank, Washington
31. Cadbury, A., (2002), *Corporate governance and chairmanship, A persona lview*, Oxford university press , Oxford
32. Calder, A., (2008), *Corporate Governance*, Kogan Page Limited, London,

33. Carsrud, A., Brannback, M., (2011), *Family Firms in Transition*, Springer, New York
34. Carver, J., (2006), "Why not delegate the evaluation of the executive director (ourCEO) to the Human Resource Committee?", *Board Leadership*, Vol.84
35. "CEO evaluation pitfalls to avoid", (2003), *Credit union directors newsletter*, Vol.27, Issues 8
36. Charan, R., (2005), *Boards That Deliver. Advancing corporate governance from compliance to competitive advantage*, Jossey-Bass, San Francisco
37. Clair, J., (2015), "Toward a Bill of Rights for Manuscript Submitters", *Academy of Management Learning & Education*, Vol. 14, No. 1, pp. 111–131
38. Clarke, T., (2007), *International Corporate Governance. A comparative approach*. Routledge: Taylor & Francis Group. London, p.118
39. Clarke, T., (2004), *Theories of Corporate governance*, Routledge, New York
40. Coffee, J., (2006), *Gatekeepers, The professions and corporate governance*, Oxford University Press Inc., New York
41. Coley, J., Doyle, J., Logan, J., Stettinius, W., (2005), *What is Corporate Governance*, McGraw Hill, New York
42. Colin Coulson - Thomas: *Creating excellence in the boardroom. A guide to shaping directorial competence and board effectiveness*, McGraw - Hill Book Company, London, 1993
43. Commission recommendation of 15 February 2005, On the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, Official Journal of the European Union, 25.2.2005
44. Conger, J., Lawler, E., Finegold, D., (2001): *Corporate boards. Strategies for adding value at the top*, Jossey Bass, San Francisco, pp.90-91
45. *Corporate Governance factbook*, (2014), OECD
46. Crowther, D., Seifi, S., (2011), *Corporate Governance and International Business*, Shahla Seifi & Ventus Publishing ApS
47. Dalton, D., Daily, C., (2001), "Director stock compensation: An invitation to a conspicuous conflict of interests?" *Business Ethics Quarterly*, Vol., 11, Issue 1, p.93
48. Devarajan, S., (2008), "Two comments on "Governance indicators: Where are we, where should we be going?" by Kaufmann, D., Kraay, A., *The world bank research observer*, Vol.23, No.1

49. Dhole, S., (2015), "Executive Compensation and Regulation-Imposed Governance: Evidence from the California Nonprofit Integrity Act of 2004", *The accounting review*, American Accounting Association, Vol. 90, No. 2, pp. 443–466
50. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., Servaes, H., (2003), "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 38, No, pp. 111-133
51. *Doing Business in South-East Europe*, (2011), Washington
52. Donaldson, G (1985), "Financial goals and strategic consequences", *Harvard Business Review*, pp. 57-66
53. Drakulevski, Lj., (1999), : "Managerial Style in Transitional Economies: The Example of The Republic of Macedonia", *Eastern European Economics*, pp. 26-34
54. Duchin, R., (2009), "When are outside directors effective?", *Journal of Financial Economics*, pp. 11-23
55. Eling, M., (2013), "Corporate governance and risk taking: evidence from the U.K. and German Insurance Market", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 81, No. 3, pp.653–682
56. Epstein, M., JoseeRoy, M., (2004), "Improving the performance of corporate boards: Identifying and measuring the key drivers of success", *Journal of General Management*, Vol.29, No.3
57. Eric, D., Stosic, I., (2013), *Korporativno restrukturiranje*, Institut ekonomski nauka, Beograd
58. Estep, P., (1985), "A new method for valuing common stocks", *Financial analysts journal*, pp. 26-33
59. Evans, J., Barry, Б., (2008), *Marketing: Marketing in the 21st Century*, Eight edition, Atomic Dog Publishing, Cincinnati
60. Farrar, J., (2006), *Corporate Governance, Theories, Principles, and Practice*, Oxford University Press Inc., New York
61. Filatotchiev, I., (2014), "Corporate governance, responsible managerial behavior, and corporate social responsibility: organisational efficiency versus organisational legitimacy", *The Academy of Management Perspectives*, Vol. 28, No. 3, pp. 289–306

62. Finegold, D., Benson, G., Hecht, D., (2007), "Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 5
63. Finnerty, J., (1988), "Financial engineering in corporate finance", *Financial Engineering in Corporate Finance*, pp.14-33
64. Frankforter, S., (2012), "Backdated Stock Options and Boards of Directors: An Examination of Committees, Structure, and Process", *Corporate Governance: An International Review*, pp. 562–574
65. Fred, K., (2003), *A Blueprint for Corporate Governance: Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value*, AMACOM American Management Association, New York
66. Fuller, R., Hsia, C., (1984), "A Simplified Common Stocic Vaiuation Model", *Financial analysts journal*, pp. 49-56
67. Gandossy, R., Sonnenfeld, J., (2004), *Leadership and governance from the insideou*, John Wiley&Sons Inc., Hoboken, New Jersey
68. Gebhardt, W., Lee, C., Swaminathan, B., (2001), "Toward an Implied Cost of Capital", *Journal of accounting research*, pp. 135-174
69. Ghosh, C., (1993), "A regret-Theoretic explanation of corporate dividend policy", *Journal of Business Finance& Accounting*, pp. 559-573
70. Gitman, J., (2003), *Principles of Managerial Finance*, Pearson Education, Boston
71. Gitman, L., Mercurio, V., (1982), "Cost of Capital Techniques Used by Major U.S. Firms: Survey and Analysis of Fortune's 1000", *Financial management*, pp. 21-29
72. Goh, B., (2009), "Audit Committees, Boards of Directors, and Remediation of Material Weaknesses in Internal Control", *Contemporary Accounting Research* Vol. 26, No. 2, pp. 549-79
73. Gomez-Mejia, L., Werner, S., (2008), *Global Compensation, Foundations and perspectives*, Routledge, Taylor&Francis Group, NewYork
74. Graffin, T., (2015), "Rethinking governance in management research", *Academy of Management Journal*, Vol. 1015, No. 1, pp. 1–9
75. Graham, J., Harvey, C., (1999), "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, pp. 187-243

76. Gregory, A., (2013), "Does the Stock Market Gender Stereotype Corporate Boards? Evidence from the Market's Reaction to Directors' Trades", *British Journal of Management*, Vol. 24, pp. 174–190
77. Grinstein, Y., (2007), "The changing structure of US corporate board: 1997-2003", *Corporate governance: An International Review*, Vol., 15, No., 6
78. Gup, B., (2007), *Corporate Governance in Banking*, Edward Elgar Publishing Limited, UK
79. Gymez,S., Gabeza-Garcha, L., (2011), „Recent corporate governance developments in Spain", in Mallin, A.C. (Ed.), *Handbook on Internacional Corporate Governance. Country Analyses*.Second Edition.Cheltenham: Edward Elgar: pp.27-28
80. Hallock, D., Salazar, R., Venneman, S., (2004), "Demographic and Attitudinal Correlates of Employee Satisfaction with an ESOP", *British Journal of Management*, Vol.15
81. Halsey,R, (2001), "Using the Residual-Income Stock Price Valuation Model to Teach and Learn Ratio Analysis", *Issues in Accounting Education*, Vol.16 No2, pp. 25--270
82. Harris, M., Raviv, A., (1991), "The Theory of Capital Structure", *The journal of finance*, Vol. 46, No. 1, pp. 297-355
83. *Harvard Business Review on Corporate Governance*, (2000), Harvard Business School Publishing, Boston
84. Hermalin, B., (1998), "Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO", *The American Economic Review*, pp.96-118
85. Heuvel, J., VanGils, A., Voordeckers, W., (2006), "Board roles in small and medium-sized family busienss: performance and importance" *Corporate governance: An International Review*, Vol., 14, No., 5
86. Hilb, M., (2006), *New Corporate Governance: Succesful Board Management Toals*, Second Edition, Springer Publishing, Berlin
87. Hilb, M., (2002), *Integrated board management in international companies*, UniversityofSt.Gallen, St.Gallen
88. Hilb, M., (2005), "New corporate governance: from good guideliness to great practice", *Corporategovernance: AnInternationalReview*, Vol., 13, No., 5
89. Hirschey, M., Kose, J., Anil, M., (2004), *Corporate Governance*, Elsevier Ltd , Amsterdam

90. Hopt, K., (2005), "Corporate Governance in Context Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US", Oxford
91. Jagannathan, R., Meler, I., (2002), "Do we need CAMP for Capital Budgeting", *Financial mangement*, pp.55-77
92. Johnson, C.,Beiman, I., Thompson, J., (2007), *Balanced score card for state-owned enterprises. Driving performance and corporate governance*, AsianDevelopmentBank
93. Joseph, J., (2014), "The structural elaboration of board independence: executive power, institutional logics, and the adoption of CEO_only board structures in U.S" corporate governance, *Academy of Management Journal*, 2014, Vol. 57, No. 6, pp. 1834–1858
94. Joyce, T., (1994), : "Profiling preference for employment in family-owners firms", *Family Business Review*, Vol. No.3, p.288
95. Keasey, K., Thomson, S., Wright, M., (2005), *Corporate Governance*, John Wiley&Sons Ltd. , England
96. Kenneth, K., Nofsinger, J., (2007), *Corporate Governance*, Pearson Education International Inc.,New Jersey
97. Kiel, J., Nicholson, G., (2005), “ Evaluating boards and directors”, *Corporate governance: An International Review*, Vol., 13, No., 5
98. Kirk, M., (2014), Professional Investor Relations within the Firm, *The accounting review*, American Accounting Association, Vol. 89, No. 4, pp. 1421–1452
99. Kumar, P., (2014), "Ownership, Managerial Entrenchment, and Corporate Performance", *Corporate Governance: An International Review*, pp. 1–3
100. Larkin, M., (2013), "Does Female Representation on Boards of Directors Associate with Increased Transparency and Ethical Behavior", *American Accounting Association*, Vol. 13, pp.132-150
101. Lasfer, A., Levis, M., (1998), "The determinants of the leasing decision of small and large companies", *European Financial Management*, Vol. 4, No. 2, pp. 159–184
102. Lehman, C., (2005), *Corporate Governance Does any Size Fit*, Elsevier Ltd., Amsterdam
103. Leibowitz, M., Kogelman, S., (1990), "Inside the P/E ratio: The franchise factor", *Financial analysts journal*, pp. 17-35

104. Lind, D., Marchal, W., Wathen, S., (2005), *Statistical Techniques in Business & Economics*, McGraw-Hill/Irwin, New York
105. Ingley, C., Walt, N., (2007), "Board dynamics and the politics of appraisal", *Corporate governance: An International Review*, Vol., 10, No., 3
106. Lipman, F., Lipman, K., (2006), *Corporate governance best practices. Strategies for public, private, and not-for-profit organizations*, John Wiley & Sons, Inc. New York
107. Lipman, F., Lipman, K., (2006), *Corporate Governance*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey
108. Long, T., Dulewicz, V., Gay, G., (2005), "The Role of the Non-executive Director: Findings of an Empirical Investigation in to the Differences between listed and unlisted UK board", *Corporate Governance*, Vol. 13, No. 5, September 2005
109. Macey, J., (2008), *Corporate Governance Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, New Jersey
110. Maier, S., Weide, J., (1978), "A Practical Approach to Short-Run Financial Planning", *Financial Management Association*, pp. 10-16
111. Mallin, C., (2013), *Corporate Governance*, Oxford University Press, United Kingdom,
112. Marcic, D., Seltzer, J., Vaill, P., (2001), *Organizational behavior*, South-Western Thomos Learning, Ohio
113. McGee, R., (2009), *Corporate Governance in Developing Economies*, Springer, New York
114. McInnes, M., Carleton, W., (1982), "Theory, models and implementation in financial management", *Management science*, Vol. 28, No. 9, pp. 957-976
115. *McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, (2002), McKinsey & Company
116. McNulty, T., (2013), "Board of directors and financial risk during the credit crisis", *Corporate Governance: An International Review*, pp. 58-78
117. Miller, M., (1998), "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 4, pp. 99-120
118. Minichilli, A., Gabrielson, J., Huse, M., (2007), "Board evaluation: making a fit between the purpose and the system", *Corporate governance: An International Review*, Vol., 15, No., 4

119. Misangyi, V., (2014), "Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms", *Academy of Management Journal*, Vol. 57, No. 6, pp. 1681–1705
120. "Models of corporate/Board governance", (2005), *Leadership acumen*, Issue 21
121. Modigliani, F., Miller, M., (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, pp. 262-297
122. Monks, R., (2008), *Corporacy*, John Wiley&Sons Inc, New Jersey
123. Monks,R., Minow, N., (2011), *Corporate Governance*, John Wiley&Sons,Ltd, England
124. Morck, R., (2007), *A History od Corporative Governance around the World*, The University of Chicago Press, Chicago
125. Musacchio, A., (2015), "New varieties of state capitalism:strategic and governnace implications", *The Academy of Management Perspectives*, 2015, Vol. 29, No. 1, pp.115–131
126. Muslu, V., (2008), "Executive Directors, Pay Disclosures, and Incentive Compensation in Large European Companies", *Journal of accounting, auditing&finance*, pp.569-605
127. Myers, S., (1984), "The capital structure puzzle", *The Journal of Finance*, Vol.39, No.3, pp. 575-590
128. Nadler, D., Бехан, Б., Надлер, М., (2006), *Building better boards*, Jossey Bass,San Francisco
129. Napoli, F., (2012), "The board's strategic and control tasks; family firms and their search for outside directors to support growth", *Journal of General Management*, Vol. 37 No. 4, pp. 59-85
130. Neubauer,F., (1997), "A formal evaluation of the chairman of the board",*Corporate governance: An International Review*,Vol.,5, No.,3, p.161
131. Neubauer,F., (1997), "A formal evaluation of the chairman of the board",*Corporate governance: An International Review*,Vol.,5,No.,3, pp.161-162
132. Nguyen, T., (2015), "Corporate Governance and Corporate Financing and Investment during the 2007-2008 Financial Crisis", *Financial Management*, pp. 115 - 146
133. Ning, Y., Davidson, W., Zhong, K., (2007), "The Variability of Board Size Determinants: An Empirical Analysis", *Journal of*

Applied Finance, Fall/Winter

134. O'Connell, V., (2006), "The CEO's Share of Total Directors' Cash Compensation: U.K. Evidence", *Compensation & Benefits Review*,
135. OECD, "OECD principles of Corporate Governance", 1999 revised 2004
136. OECD, (2014), "OECD Corporate Governance Factbook"
137. OECD, (2003), "White paper for Corporate Governance in Southeastern Europe"
138. Olsen, H., (2013), "Diversity among norwegian boards of directors: does a quota for woman improve firm performance", *Feminist Economics*, 2013, Vol. 19, No. 4, pp. 110–135,
139. Paruchuri, S., (2015), "Investor perception of financial misconduct: the heterogeneous contamination of bystander firms", *Academy of Management Journal*, Vol. 58, No. 1, pp. 169–194.
140. Pearce, J., Zahra, S., (1992), "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, Vol. 29, No. 4, pp. 412–413
141. Peters, G., (2015), "The Association between Sustainability Governance Characteristics and the Assurance of Corporate Sustainability Reports", *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, American Accounting Association, Vol. 34, No. 1, pp. 163–198
142. Phan, P., (2007), *Taking back the Boardroom*, Imperial College Press, London
143. Pinegar, M., Wilbricht, L., (1989), "What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey", *Financial management*, pp. 82–91
144. Plessis, Du., Hargovan, J., Bagaric, A., M.M.: *Principles of Contemporary Corporate Governance*. Second edition. Cambridge University Press: Melbourne. 2011, p. 134
145. Porter, M., (1980), *Competitive Strategy*, A Division of Simon & Shuster Inc, New York
146. Proceedings International Conference on Corporate Governance it's Perspectives and Challenges in Dynamic and Complex Business Environment, (2012), St. Cyril and Methodius University in Skopje-Faculty of Economics, Skopje
147. Rahman, A., (2006), *Effective Corporate Governance*, University Publication Centre, Shah Alam, pp. 83–84
148. Rajan, R., Zingales, L., (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of finance*, Vol. 50, No. 5, pp.

1421-1460

149. Ramanan, R., (2014), "Corporate Governance, Auditing, and Reporting Distortions", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 29, No. 3, pp. 306–339
150. Ronkainen, C., Moffet, M., (2005), *International Business*, Seventh International Edition, South-Western/Thompson, Mason, Ohio
151. ROSC (Review of Standards and Codes), "Corporate Governance Country Assessment Czech Republic", World Bank, July 2005
152. Ross,S (1995), "Uses,Abuses,and Alternatives to the Net- present- Value Rute", *Financial Management*, Vol.24,No.3, pp. 96-102
153. Ryan,P,Ruan,G, (2002), "Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000:How heve things changed", *Journal of Business and Management*, Vol.8, No.4, pp. 355-362
154. Sangster,A (1993), "Capital Investment Appraisal Techniques: A survey of current usage", *Journal of Bussines Finance& Accounting*, 20 (3), pp. 307-332
155. Sanjay A., (2008), *Essentials of Corporate Governance*, John Wiley&Sons, Inc., Hoboken,New Jersey
156. Sapra, H., (2014), "Corporate Governance and Innovation: Theory and Evidence", *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 49, No. 4, pp. 957–1003
157. Sarpal, S., (2014), "Interrelationship among Selected Voluntary Board Practices in Corporate Governance: Evidence from India", *Indian Journal of Corporate Governance*, Vol. 7, No. 2, pp.95-121
158. Saudagaran,S, Diga,J (1997),"Financial Reporting in Emerging Capital Markets:Sharacteristics and Policy Issues, *Accounting Horizons*", Vol.11, No.2, pp. 41-61
159. Scarborough,N., (2012), *Effective Small Business Managment*,tenth edition,Pearson Prentice Hall,Inc.,Upper Saddle River,New Jorsey, p.160
160. Schein, E., (1999), *The Corporate Culture*,Jossey-Bass, San Francisco
161. Schiller, R., (2003), *The Economy today*, McGraw-Hill/ Irwin, New York
162. Serbetci, S., (2010), *Corporate Governance*, Lap Lambert Academic Publishing Gmbh & Co.KG, Saarbrucken
163. Sherman,A., (1997), *The complate guide to running ang growing your business*, Times Business, Random House,Inc., New York, p.182

164. Siciliano, S., (2005), "Board involvement in strategy and organizational performance", *Journal of General Management*, Vol., 30, No., 4
165. Silva, P., (2005), "Demotivation and equity ownership matter in board of director's evaluation of CEO performance", *Journal of Managerial Issues*, Vol.XVII, No.3
166. Silva, P., Tosi, L., (2004), "Determinants of the anonymity of the CEO evaluation process", *Journal of Managerial Issues*, Vol.XVI, No.1
167. Sinnicks, M., (2014), "Practices, Governance, and Politics: Applying MacIntyre's Ethics to Business", *Business Ethics Quarterly*, pp. 229–249
168. Slack,N., Shambers, S., Johnson, R., (2004), *Operations Management*, Peatson Education Limited, England
169. Smith, R., (2014), "Relational pluralism in de novo organisations: Boards of directors as bridges or barriers to diverse alliance portfolios", *Academy of Management Journal*, Vol. 57, No. 2, pp. 460–483
170. Smithson, C., Simkins, B., (2005), "Does Risk Management Add Value?" *A Survey of the Evidence*, pp.8-17
171. Solomon, J., (2004), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley&Sons Ltd., England
172. Sponbergs, P., (2007), "Evaluation of board work in fifteen companies belonging to the city of Stockholm", *Corporate governance: An International Review*, Vol., 15, No., 2
173. Starbuck, W.,(2014), "Why corporate governance deserves serious and creative thought", *The Academy of Management Perspectives*, Vol. 28, No. 1, pp. 15–21.
174. Stephen, S., (2005), "How to make a decision about mergers and acquisitions", *The Journal of business forecasting*, pp. 12-18
175. Stephen, S., Clutterbuck, D., (1998)"Corporate Governance", Dennis Lock: The Gower, Hand-book of Management, Gower, p, 47
176. Stratton, S., (2005), "Board orientation and board culture", *The Corporate Board*
177. "The rise of corporate governance ratings", *Investorrealtions, Starategic communications*, December 2005, [http:// www.ccgir.com](http://www.ccgir.com)
178. *The Combined Code on Corporate governance*, (2003), Finacial Reporting Council , p.4-11 <http://www.frc.org.uk/combined.cfm>.
179. Thompson, A., Strickland J., Gamble, A., (2005), *Crafting and Executing Strategy*, McGraw-Hill Irwin, New York

180. Tiberghien, Y., (2007), *Entrepreneurial States Performing Corporate Governance in France, Japan and Korea*, Cornell University Press, New York
181. Vallabhaneni, R., (2008), *Corporative Management, Governance and Ethics Best Practices*, John Wiley&Sons, Inc., New Jersey
182. Wang, M., (2014), "Which Types of Institutional Investors Constrain Abnormal Accruals", *Corporate Governance: An International Review*, pp. 43–67
183. Wieth,L., (2001), *Breaking trough the glass ceiling. Women in managment*, International Labour Office, Genova, p. 25
184. Yan,Y., (2005), *Foreign Investment and Corporate Governance in China*, Palgrave McMillan, New York
185. Yawson, A., (2006), "Evaluating the characteristics of corporate boards associated with layoff decisions" , *Corporate governance: An International Review*, Vol., 14, No.2
186. Yosef, S., (2013), "The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, pp. 292–316
187. Zeitoun, H., (2014), "Learning from ancient Athens:Demarchy and corporate governance", *The Academy of Management Perspectives*, Vol. 28, No. 1, pp. 1–14.
188. Zerni, M.,(2010), "The Entrenchment Problem, Corporate Governance Mechanisms, and Firm Value", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 27, No. 4, pp. 1169–1206
189. Zhu, D., (2014), "How directors' prior experience with other demographically similar CEOs affects their appointments onto corporate boards and the consequences for CEO compensation", *Academy of Management Journal*, Vol. 57, No. 3, pp. 791–813.
190. Zona, F., (2013), "A Contingency Model of Boards of Directors and Firm Innovation: The Moderating Role of Firm Size", *British Journal of Management*, Vol. 24, pp. 299–315 2013
191. "2003 Corporate Reputation Watch Survey, (2003), " Hill&Knowlton and Korn/Ferry International
192. Арсов, С., (2008), *Финансиски менаџмент*, Економски факултет, Скопје
193. Бела книга за корпоративно управување во Југоисточна Европа, (2003), Комисија за хартии од вредност, Скопје

194. Дракулевски, Љ., (2003), “Новите решенија во управувањето со акционерското друштво: прашања и дилеми, “ *Правник* бр. 129, стр. 6-9
195. Дракулевски, Љ., (2004), “Позицијата на инвеститорот со новиот Закон за трговските друштва”, *Капитал* бр. 242, Скопје
196. Закон за банки, Службен Весник на РМ бр. 67/2007
197. Закон за инвестиционите фондови фондови, Службен Весник на РМ бр.12/2009
198. Закон за трговски друштва, Здружение на правници на Република Македонија, УСАИД, Скопје, 2010
199. Закон за хартии од вредност, Службен Весник на РМ бр. 95/2005
200. *ИФЦ Прирачник за управување со семеен бизнис*, (2007), ИФС, Скопје
201. Коевски, Г., (2009), *Права, обврски и одговорности на директорите (менаџерите) во македонските акционерски и други компании. Тековни состојби, дилеми и перспективи*, Институт на директори, Скопје
202. Коевски, Г., (2005), *Компаративно корпоративно управување*, Правен факултет "Јустинијан Први", Скопје
203. Коевски, Г., (2011), *Прирачник за корпоративно управување во македонските акционерски друштва*, ИФС, Скопје
204. Македонската регулатива за хартии од вредност и нејзината усогласеност со принципите на IOSCO, (2003), Macedonian financial sector project, USAID
205. Одлука за основните начела и принципи на корпоративно управување во банка, Службен весник на Република Македонија, бр.159/2007
206. *Стратегија за спроведување на Законот за хартии од вредност во периодот 2007-2012*, Комисија за хартии од вредност, Скопје, март 2007
207. Феран,Е., (2009), *Начело на корпоративно управување*, Просветно дело АД, Скопје
208. Шуклев, Б., (2011), *Корпоративно управување*, Економски Факултет, Скопје
209. Шуклев, Б., Дракулевски, Љ., Коевски, Г., Филиповски, В., Арсов, С., (2008), *Корпоративно управување*, Економски Факултет, Скопје

Извори од Интернет

1. „5 things board directors should be thinking about”, Spencer Stuart 2010, <https://www.spencerstuart.com>, пристапено на 27.05. 2015 г.
2. „UK Board Index 2014”, p.17, available at: <https://www.spencerstuart.com>, пристапено на 27.05. 2015 г.
3. <http://www.directorship.com/director-resignations>, пристапено на 23.05. 2015 г.
4. <http://www.emergingmarketsesg.net/esg/wp-content/uploads/2011/01/Three-Models-of-Corporate-Governance-January-2009.pdf>, пристапено на 05.05. 2015 г.
5. <http://www.laerdstatistics>, пристапено на 06.12. 2015 г.
6. www.asx.com.au/corporategovernance.htm, пристапено на 15.03. 2015 г.
7. "2003 Corporate Reputation Watch Survey ", Hill & Knowlton and Korn/ Ferry International, p.4 www.corporatereputation-watch.com, пристапено на 08.05. 2015 г.
8. "Canadian Spencer Stuart Board Index 2014", <https://www.spencerstuart.com>, пристапено на 27.05. 2015 г.
9. "France Spencer Stuart Board Index 2014", <https://www.spencerstuart.com>, пристапено на 27.05. 2015 г.
10. "Italy Spencer Stuart Board Index 2014", <https://www.spencerstuart.com>, пристапено на 27.05. 2015 г.
11. Austrian Code for Corporate Governance
12. Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) Newsletter, April 2008, <http://www.dsw-info.de/uploads/media/Newsletter11.pdf>, пристапено на 04.05. 2015 г.
13. Family Businesses Challenges in the European Union, European Family Business, Barcelona, 2013, p.5. Bruxelles, 2012, <http://www.tok-toc.eu>, пристапено на 15.06. 2015г.
14. Family Businesses Statistics, European Family Business, Bruxelles, 2012, <http://www.europeanfamilybusinesses.eu>, пристапено на 12.05. 2015 г.
15. Fulghieri, P., Matti, S., (2005), "Does bad corporate governance lead to too little competition? Corporate governance, capital structure and industry concentration",

- <https://www.unc.edu>
16. <http://freeonlinebookstore.org/B-27022.html>, пристапено на 23.05. 2015 г.
 17. <http://npr.org/story/126475105>, пристапено на 23.05. 2015 г.
 18. <http://www.aflcio.org/issues/retirementsecurity/definedbenefitpensions>, пристапено на 23.05. 2015 г.
 19. <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/board-cal-agenda/agendas/invest/201008/item06a-02.pdf>, пристапено на 23.05. 2015 г.
 20. <http://www.calpers-governance.org/investments/home>, пристапено на 21.05. 2015 г.
 21. http://www.corostrandberg.com/pdfs/Corporate_Governance.pdf, пристапено на 23.05. 2015 г.
 22. http://www.ecgi.org/codes/documents/code_sweden.pdf, пристапено на 23.05. 2015 г.
 23. <http://www.economist.com/node/17046748>, пристапено на 21.05. 2015 г.
 24. [http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/UNGCBROCHURE/\\$FILE/IFC_UNGC_brochure.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/UNGCBROCHURE/$FILE/IFC_UNGC_brochure.pdf), пристапено на 04.12. 2015 г.
 25. <http://www.issgovernance.com/file/duediligence/2014-ISS-Conflicts-Policy-6-19-2014.pdf>, пристапено на 23.05. 2014 г.
 26. <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-116.htm>, пристапено на 23.05. 2015 г.
 27. <http://www.state.de.us>, пристапено на 02.05. 2015 г.
 28. http://www.torstar.com/corp_governance.pdf, пристапено на 23.05. 2015 г.
 29. <https://www.ffiec.gov> пристапено на 15.03. 2015 г.
 30. <https://www.nacdonline.org/magazine>, пристапено на 12.05. 2015 г.
 31. <https://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/roundtables> пристапено на 15.03. 2015 г.
 32. <https://www.pks.komora.net>, пристапено на 12.05. 2015 г.
 33. OECD, Institutional Investors Database (<http://stats.oecd.org>), пристапено на 05.05.2015г.
 34. Spencer Stuart Perspective for 2014, <https://www.spencerstuart.com>, пристапено на 10.05. 2015 г.
 35. Study on Director's Duties and Liability 2013, www.lse.ac.uk/enterprise, пристапено на 15.06. 2015 г.
 36. Succession Planning - Family Business Institute, <http://www.europeanfamilybusinesses.eu>, пристапено на 10.06. 2015 г.

37. Succeeding oast succession, <http://www.smiths-gloucester.co.uk>, пристапено на 10.07.2015г.
38. www.doingbusiness.org/subnational, пристапено на 12.06. 2015 г.
39. Арсов, С., "Мерење на систематскиот ризик на македонските компании - техника наспроти применливост", www.mse.com.mk

ПРИЛОЗИ

Список на анкетирани акционерски друштва во Република Македонија

1. АД Алкалоид - Скопје
2. АД Аутомакедонија - Скопје
3. АД Баргала - Штип
4. АД Виена Иншуренс Груп - Скопје
5. АД Винер Животно Осигурување - Скопје
6. АД Винер Осигурување - Скопје
7. АД Витаминка - Прилеп
8. АД ГД Гранит - Скопје
9. АД ЕВН Македонија - Скопје
10. АД Евроинс Осигурување - Скопје
11. АД Европа - Скопје
12. АД Електрани на Македонија - Скопје
13. АД Еуростандард Банка - Скопје
14. АД За Стопанисување со Јавен и Деловен Простор - Скопје
15. АД Империјал Тобако - Скопје
16. АД ИНСИГ Македонија - Скопје
17. АД Капитал Банка - Скопје
18. АД Комерцијална Банка - Скопје
19. АД Кроација Осигурување - Скопје
20. АД Македонска Пошта - Скопје
21. АД Македонски Телеком - Скопје
22. АД Макпетрол - Скопје
23. АД Макстил - Скопје
24. АД Мермерен комбинат - Прилеп
25. АД МЗТ Вабтек - Скопје
26. АД Млекара - Битола
27. АД Неоком - Скопје
28. АД Окта - Скопје
29. АД Орка Холдинг - Скопје
30. АД Осигурителна Полиса - Скопје

31. АД Охридска Банка - Охрид
32. АД Прилепска Пиварница - Прилеп
33. АД РЖ Институт - Скопје
34. АД Сава Табак - Скопје
35. АД Седа Брокер - Скопје
36. АД Скопски Пазар - Скопје
37. АД Стопанска Банка - Битола
38. АД Стопанска Банка - Скопје
39. АД Тетекс - Тетово
40. АД ТПК Банка - Тетово
41. АД Технички Гасови - Скопје
42. АД Технометал Вардар - Скопје
43. АД Триглав Скопје
44. АД Тугунски комбинат - Скопје
45. АД Уни Банка - Скопје
46. АД Уника Осигурување - Скопје
47. АД Усје Цементарница - Скопје
48. АД ФЗЦ 11Октомври - Куманово
49. АД Фротирка - Делчево
50. АД Шпаркасе Банка - Скопје

АНКЕТЕН ПРАШАЛНИК

Опити податоци:

Назив на трговското друштво: _____

Број на вработени: _____

1. Дејност на трговското друштво _____

2. Едностепен или двостепен систем на управување? _____

3. Број на членови во одборот на директори/надзорниот одбор?

4. Состав на одборот на директори/надзорниот одбор:

а. број на извршни директори

б. број на неизвршни директори

в. број на неизвршни директори – независни

5. Колкав е бројот на жени во одборот на директори/надзорниот одбор?

6. Дали имате странски државјани што се членови во одборот на директори/надзорниот одбор?

а. Да

б. Не

7. Дали главниот извршен директор е истовремено и претседател на одборот на директори/надзорниот одбор?

- а. Да
- б. Не

8. Кои комисии постојат во одборот на директори/надзорниот одбор?

- а. комисија за награди
- б. комисија за номинирање
- в. комисија за ревизија
- г. друго _____

9. Дали постои континуирана едукација на директорите?

- а. Да
- б. Не

10. Ако на прашањето бр.9 е одговорено позитивно, наведете на колкав временски период се организира едукацијата:

11. Како се мери ефикасноста на одборот на директори/надзорниот одбор?

- а. Со индивидуалната ефикасност на членовите
- б. Со ефикасноста на претседателот на одборот
- в. Со ефикасноста на комисиите

12. Дали претседателот на одборот на директори/надзорниот одбор при организирање состаноци се однесува на некој од следните начини?

- а. Закажува состанок за наредниот ден
- б. Почитува однапред дефинирана агенда
- в. Поттикнува дискусија на состанокот

13. Дали постојат дефинирани критериуми за оценување на квалитетот на одборот?

- а. Да

- б. Не

14. Ако на прашањето бр.13 е одговорено позитивно, Ве молам наведете кои се тие критериуми:

- а. _____
- б. _____
- в. _____
- г. _____

15. Колку пати во текот на годината се состанува одборот на директори/надзорниот одбор?

16. Дали постои процес на оценување на работата на главниот извршен директор?

- а. Да
- б. Не

17. Колку пати во текот на годината се врши оценување на:

- а. одборот на директори/надзорниот одбор
- б. главниот извршен директор
- в. членовите
- г. комисиите

18. Наведете какви компетенции имаат директорите во одборот на директори/надзорниот одбор?

- а. _____
- б. _____
- в. _____
- г. _____

19. Дали постои дефиниран Кодекс на корпоративно управување?

- а. Да
- б. Не

20. Како се разликува Кодексот на корпоративно управување од Кодексот на однесување?

21. Кои институционални инвеститори постојат?

22. Дали институционалните инвеститори учествуваат во работењето на:

а. собранието на акционери

б. одборот на директори/надзорниот одбор

в. комисиите

23. Како се остварува акционерскиот активизам во корпоративното управување во Вашето трговско друштво?

24. Според Вас, кои се бариерите за успешно корпоративно управување?

ИЗЈАВА ЗА ПЛАГИЈАТ

До

Универзитет „Св.Кирил и Методиј“ во Скопје

Економски факултет – Скопје

Предмет: Изјава

Јас, Анита Блажевска, со место на живеење на ул. “Карл Либкнехт” бр.196 во Скопје, со ЕМБГ 3009973455042, изјавувам дека поднесената докторска дисертација под наслов „Ефективноста на корпоративното управување во Република Македонија“ претставува мој самостоен труд и тој е резултат од самостојна научна работа спроведена во текот на истражувањето.

Согласна 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 што ги регулираат авторските и сродни права.

Скопје, 11.04.2016

Давател на изјавата

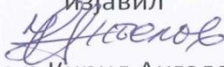
м-р Анита Блажевска

ИЗЈАВА НА ЛЕКТОР

ИЗЈАВА

Јас, **Кирил Ангелов**, лектор, со уверение за положен испит за лектор бр. 15-338/5, издадено од Министерството за култура на Република Македонија на 27.06. 1999 година, изјавувам дека го лекторирав докторскиот труд со наслов „Ефективност на корпоративното управување во Република Македонија“, изработен од кандидатот м-р Анита Блажевска, под менторство на проф. д-р Бобек Шуклев, пријавен за одбрана на Економскиот факултет при Универзитетот „Св. Кирил и Методиј“ од Скопје.

6.4. 2016 г., Скопје

изјавил

м-р Кирил Ангелов,
лектор

ОВЛАСТЕН ЛЕКТОР
м-р Кирил АНГЕЛОВ
бр. на уверение 15-338/5
Скопје, Република Македонија

Јас,НОТАР,Невенка Зојчевска Вучидолова, Скопје ул. Даме Груев бр. 3/5-4----- потврдувам дека е ова препис на **изворната исправа - на оверен препис-----**
Уверение за положен испит за лектор бр. 15-338/5 од 27.06.1999 година од Министерство за култура Комисија за полагање испит за лектор-----
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 __ страници. Изворната исправа по мое сознание - по тврдење на странката се наоѓа _____**ја донесе со себе,** побара препис-----
Кирил Ангелов од Скопје, ул. Тајмишка бр.9Б----- нотарска такса по заверка тарифен број 10 од Законот за судски такси во износ од 25,00 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 100,00 денари, и трошоци _ денари.-----

Број: УЗП бр.670/16
Во Скопје, 06.04.2016

НОТАР
Невенка Зојчевска Вучидолова

