*Конференција на МАНУ, “Идни предизвици на економскиот развој и економската политика на Република Македонија”*, 4 и 5. Октомври 2018 година, Охрид

Проф. д-р Сашо Арсов

Економски факултет

Универзитет „Св.Кирил и Методиј“ во Скопје

**КОНЗЕРВАТИВИЗМОТ ВО ФИНАНСИСКОТО И КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ НА МАКЕДОНСКИТЕ КОМПАНИИ КАКО ПРЕЧКА ЗА ПОБРЗ ЕКОНОМСКИ РАСТЕЖ**

Апстракт

Во трудот е направена анализа на различни аспекти на управувањето со финансиите и на корпоративното управување на македонските компании, низ призмата на принципите на современите корпоративни финансии. Анализата на структурата на капиталот на 32 најголеми котирани акционерски друштва, со примена на панел регресија, покажа дека кај нив доминира т.н. пристап на хиерархија (редослед) во финансирањето. Според него, компаниите своите потреби од финансирање најпрво ги задоволуваат од сопствени извори, потоа прибегнуваат кон задолжување, а само по исклучок емитуваат акции. Импликациите на ваквиот пристап се во ограничените можности за растеж на компаниите. Податоците за готовинските текови се во согласно со претходниот заклучок. Во текот на набљудуваниот десетгодишен период, вкупните инвестиции на компаниите се пониски од вкупните генерирани готовински текови од оперативни активности.

Анализата на сите 106 котирани компании во поглед на нивниот однос кон сегашните и потенцијалните акционери, исто така, покажа дека овие релации не се негуваат на посакуваното ниво. Само кај 7,5% од компаниите на нивните веб-страници можат да се најдат податоци за нивните акции. Годишните извештаи често се формални и минимални по обем, а само 15% од компаниите преку нив се обраќаат на своите акционери. Конечно, целта на работењето во пазарните економии која се состои од „максимизација на вредноста на компанијата“, се среќава само кај две од анализираните компании.

Како последица на овие состојби, кај компаниите се јавува отсуство на амбиција (но и можности) за посериозна експанзија можеби и надвор од границите на земјата. Недостасува мотивираност за преземање поголем ризик, но недостасува и чувство за релацијата ризик-принос. Системот е банкоцентричен, а пазарот на капитал не ја извршува својата функција на ефикасен алокатор на ресурсите.

Можни мерки во правец на подобрување на состојбата би биле насочени кон поттикнување на преземање поголем ризик од страна на банките, на пример преку задолжително вложување на дел од своите фондови во т.н. „стартапи“. Понатаму, поттикнување на иновативните бизниси и иновации во постоечките компании преку државни или привлекување на странски фондови. Истовремено, компаниите (приватни и котирани) треба да ја согледаат вистинската улога на берзите и акционерството и да се мотивираат да размислуваат на долги рокови. Мора да се инсистира на поставување долгорочни цели и донесување стратегиски планови. Добра можност нудат конвертибилните обврзници, како хибридна хартија од вредност, така што нивната примена треба да се промовира.

Клучни зборови: финансиски менаџмент, корпоративно управување, берза, структура на капиталот.

**Вовед**

На почетокот на транзицискиот период на македонската економија, една од претпоставките за нејзино поефикасно функционирање во иднината беше усвојувањето на принципите на работење на компаниите кои се веќе востановени и низ вековите се развиле кај компаниите од развиените пазарни економии. Очекувањето беше дека воспоставувањето на институциите иманентни на една пазарна економија ќе биде доволно за да се моделира однесувањето на менаџерите по урнек на оние од развиените земји и дека конкурентската борба за поголем пазарен успех неминовно ќе води кон економски напредок на ниво на целата економија.

По поминати речиси три децении, забележливо е извесно разочарување од фактот што стапките на економски растеж се далеку од нивоата потребни да се фати чекор не само со поразвиените земји, туку и со повеќето земји со кои заедно влеговме во процесите на транзиција. Не е спорно дека за тоа значајна улога одиграа и бројни политички, па дури и воени случувања во минатото, специфичното окружување на земјата, нејзината географска положба и атрактивност и други објективни околности. Сепак, со тоа не можеме целосно од себе да ја отфрлиме одговорноста и потребата да продолжиме со изградба на системот кој ќе делува стимулативно за развој на претприемништвото и експанзија на постоечките бизниси.

Во таа насока, во овој труд најпрво ќе бидат направени неколку анализи. Со цел да го испитаме однесувањето на компаниите во поглед на управувањето со финансиите, прво ќе направиме анализа на структурата на капиталот на македонските котирани компании и ќе се обидеме да откриеме кои фактори најмногу влијаат врз изборот на изворите на финансирање кај нив. Потоа, ќе ја анализираме состојбата со нивната инвестициска активност, како и со дивидендната политика, како компоненти на финансискиот менаџмент. Со цел да ги дополниме потребните елементи за донесување валидни заклучоци, ќе направиме и истражување на некои аспекти на нивното корпоративно управување. На примерок од 101 котирана компанија, ќе се обидеме имплицитно да ги извлечеме нивните ставови во поглед на релацијата акционери-компанија и низ призмата на таквите сознанија евентуално да ги разјасниме некои од дилемите што ќе се отворат со претходната анализа на финансиското управување.

Анализите и нивните заклучоци ќе бидат основа за елаборација на импликациите од воочените состојби за развој на компаниите и на целата економија. Конечно, врз основа на нив, ќе се обидеме да предложиме некои можни мерки, како насоки за менување на востановените практики, во правец на остварување побрз економски растеж.

Трудот е структуриран на следниов начин. Во вториот дел е даден преглед на релевантната литература, со посебен осврт на трудовите кои ја третираат анализираната проблематика во земјите од источна Европа. Во третиот дел е содржано самото истражување, методологијата и добиените резултати. Трудот завршува со констатации на импликациите на воочените состојби и предлагање на можни мерки за надминување на овие слабости.

**Преглед на релевантната литература**

Во последниве две децении, сè повеќе станува јасно дека принципите на корпоративните финансии, востановени низ теоријата и праксата на развиените западни земји, не можат директно да се пренесуваат и да се препознаат во праксата на пост-транзициските економии. Тоа веќе најде свој одраз и во научните истражувања од оваа област (Mramor and Valentinčič, 2001; Peev, 2001; Filatotchev et al., 2003; Yeoh, 2007; Bena and Hanousek, 2008; Cvijanović and Redžepagić, 2011).

Основите на теоријата за структурата на капиталот ги поставуваат Модиљани и Милер во 1958 година. По нив, се развива една цела област во финансискиот менаџмент, која првично содржи обиди теоретски да се утврди т.н. оптимална структура на капиталот, за подоцна таа да премине кон идентификување на клучните детерминанти кои ги водат компаниите кон нејзиното формирање Myers (1984) и Myers и Majluf (1984). Во земјите во развој и економиите во транзиција ова прашање е истражувано во поново време (Gonenc, 2003; Bauer, 2004; Teker и др., 2009). Неколку истражувања постојат и за балканските земји (Berk, 2007; Črnigoj и Mramor, 2009; Arsov и Naumoski, 2016), кои покажуваат слични тенденции кај сите нив и доминација на теоријата за редослед (хиерархија) во финансирањето.

Дивидендната политика е едно од најновите подрачја кои систематски се истражуваат во рамките на финансискиот менаџмент. Основите на ова теоретско истражување го поставуваат повторно Модиљани и Милер (1961), според кои, дивидендната политика е ирелевантна за вредноста на компанијата. По низа нови придонеси (теоријата за „врапче во рака“ и теоријата за даночни преференции), економската наука застанува на ставот за потребата од водење на стабилна дивидендна политика, односно се заклучува дека компаниите не прават изненадувачки потези, ниту во нагорен, ниту во надолен правец, освен во екстремни ситуации, со што успеваат да одржат стабилност и пораст на вредноста на нивните акции (Roy и Cheung, 1985; Kato и Lowentein, 1995; Lasfer, 1996; Dewenter и Warther, 1998; Aivazian и др., 2001). Сепак, најголем дел од овие заклучоци се базираат на истражувања реализирани во развиените економии, но малиот број истражувања на пазарите на земјите во развој покажуваат дека кај нив стабилноста не е редовна појава (Adaoglu, 2000; Aivazian и др., 2001; Omet, 2004; Kowalewski, 2012).

Литературата за корпоративното управување е многу обемна и разновидна. За нас особено се значајни делата во кои се потенцира дека законите што го регулираат управувањето со акционерските друштва и праксата на самото управување се разликуваат од земја до земја (La Porta и др., 1998). Во последниве две децении се зголеми и бројот на истражувањата насочени кон карактеристиките на корпоративното управување во земјите што поминаа низ процесите на приватизација и транзиција (Djankov и Murrell, 2002; Filatotchev и др. 2003; Korent, Đunđek иČalopa, 2014 и др.). Во тие рамки се појавува и дилемата во поглед на конечната цел на компанијата која според едни треба да се поврзе со нејзините сопственици, а според други, со сите засегнати страни (стејкхолдери). Во праксата, а и во поголем дел од теоријата и во речиси целата релевантна учебничка литература доминира максимизацијата на вредноста на компанијата, односно богатството на акционерите како конечна цел на работењето. Според (Höpner, 2001), таа отвора можности за мотивирање на менаџерите преку наградување со опции, а според Brickley и др. (2002), таквиот фокус е неопходен за опстанок на компанијата во светот базиран на конкуренција. Ова прашање не е многу истражувано во земјите во транзиција, со ретки исклучоци (Mramor и Valentinčič, 2001; Stubelj и др., 2017), посебно на случајот на Словенија.

**Методологија на истражување и резултати**

а) Структурата на капиталот на македонските компании

Во овој дел ќе се обидеме да утврдиме каква е структурата на изворите на финансирање на македонските компании и кои се клучните детерминанти на таквата структура. Целта на таквото истражување е да откриеме која од теориите за структурата на капиталот најмногу соодветствува на однесувањето на нашите компании, па врз основа на тоа да ги согледаме можните импликации на таквите практики.

За таа цел, направен е примерок од 32 котирани акционерски друштва на Македонската берза. Согласно праксата на ова поле, од истражувањето се исклучуваат компаниите од финансискиот сектор, поради специфичната структура на изворите на финансирање. За овие компании се добиени детални податоци од нивните финансиски извештаи за периодот 2005-2015 година од сервисот Thomson Reuters. Со оглед на тоа што располагаме со вакво множество од податоци, применуваме панел регресионен модел со повеќе варијабли. Дополнително, за проверка на точноста, истите пресметки се направени и со помал примерок, од 29 компании, исклучувајќи 3 компании кои во споменатиот период минуваат низ процес на преструктурирање. Изборот на фиксни или случајни ефекти е направен врз основа на Hausmann тестот.

Варијаблите во моделот се оние кои најчесто се среќаваат во трудови на оваа тема и тоа се всушност потенцијалните детерминанти на структурата на капиталот, кои треба да ни откријат која од теориите најмногу одговара на нашата ситуација. Како зависна променлива стандардно се зема показателот за задолженоста на компанијата, но и тој се јавува во неколку варијанти: вкупни обврски/вкупна актива (кај нас: ВО), вкупни кредити/вкупна актива (ВК) или долгорочни кредити/вкупна актива (ДК). Како независни променливи ќе ги земеме:

* Големината на компанијата (ГОЛЕМ), која се добива како природен логаритам на вкупните средства, односно вкупната актива;
* Профитабилноста (ПРОФ), пресметана како однос помеѓу оперативната добивка и просечните вкупни средства;
* Допирливоста, т.е. материјалноста на средствата (МАТ) како однос меѓу вкупните постојани допирливи средства и вкупната актива;
* Данокот на добивка (ДАНОК), кој треба да е ефективната стапка на данок на добивка што ја плаќа компанијата, но поради неквалитетни податоци, ја употребивме и номиналната стапка во анализираниот период;
* Растежот на компанијата, односно нејзините капитални инвестиции (РАСТЕЖ), како збир од инвестициите во последните две години во однос на вкупната актива.

Тука нема детално да го аргументираме изборот на овие варијабли и нивните мерила, зашто тоа може да се најде во бројни дела од релевантната литература (Bauer, 2004). Очекуваните знаци на променливите можат да бидат различни, а токму нивниот исход ни дава аргумент за избор на конкретна теорија за структурата на капиталот како најсоодветна. Оттука, равенката на регресиониот модел гласи:

*ДОЛГi,t =  + 1 МАТi,t + 2 ГОЛЕМi,t + 3 ПРОФi,t + 4 ДАНОКi,t + 5 РАСТЕЖi,t* + *i,t*

Резултатите од панел регресиониот модел, со примена на неколку варијанти на зависната променлива и за обата примероци се дадени во табелата 1.

Табела 1: Коефициенти на детерминантите на задолженоста на компаниите

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **32 компании** | | | **29 компании** | | |
|  | **ДК** | **ВК** | **ВО** | **ДК** | **ВК** | **ВО** |
| Коефициент C | -1,2448\*\*\*  (0,435) | -0,070  (0,341) | |  | | --- | | -0,2727 |   (0,444) | -2,330\*\*\*  (0,471) | -0,297  (0,349) | |  | | --- | | -0,725\* |   (0,402) |
| MAT | 0,0642  (0,0491) | 0,070  (0,057) | -0,1620\*\*  (0,077) | -0,049  (0,055) | 0,016  (0,006) | -0,102  (0,068) |
| ГОЛЕМ | 0,0622\*\*\*  (0,0204) | 0,0111  (0,016) | |  | | --- | | 0,0367\* | | (0,0207) | | 0,1169\*\*\*  (0,0222) | 0,023  (0,016) | |  | | --- | | 0,055\*\*\* | | (0,0189) | |
| ПРОФ | -0,3462\*\*\*  (0,0532) | -0,256\*\*\*  (0,066) | -0,8952\*\*\*  (0,0888) | -0,173\*\*  (0,080) | -0,188\*\*  (0,066) | -0,247\*\*  (0,104) |
| ДАНОК | -0,1006  (0,0638) | -0,157\*  (0,080) | -0,064  (0,107) | -0,074  (0,0635) | -0,143\*  (0,077) | -0,064  (0,080) |
| РАСТЕЖ | 0,1774\*  (0,0667) | 0,205\*\*\*  (0,083) | 0,2306\*\*  (0,112) | 0,148\*\*  (0,065) | 0,229\*\*\*  (0,080) | 0,254\*\*\*  (0,084) |
| Број на опсервации | 320 | 320 | 320 | 290 | 290 | 290 |
| Прилагоден R2 | 0,62 | 0,08 | 0,25 | 0,62 | 0,05 | 0,07 |
| Веројатност (F-stat) | 0,000 | 0,000 | 0,00 | 0,000 | 0,000 | 0,00 |
| Фиксни/случајни ефекти | Ф | С | С | Ф | С | С |

Од реултатите можат да се извлечат неколку заклучоци. Според *R2*коефициентот, најрелевантни се моделите во кои ја анализираме долгорочната задолженост. Дури и независно од тоа, очигледно е дека големината на компаниите влијае позитивно на нивната задолженост, што потврдува дека веројатно постои одредена неформална врска меѓу компаниите и банките, така што поголемите компании полесно доаѓаат до кредити. Профитабилноста влијае негативно врз задолженоста, што значи дека компаниите што остваруваат повисоки добивки помалку користат кредити. Тоа е во прилог на теоријата на хиерархија, односно редослед во финансирањето. Во тој правец оди и негативниот знак, односно несигнификантноста на данокот, односно даночниот штит, како и фактот дека компаниите што повеќе инвестираат се позадолжени (*РАСТЕЖ*). Материјалноста на средствата, според резултатите, не игра улога во степенот на задолженост.

Според тоа, македонските компании применуваат една варијанта на теоријата на хиерархија, односно зза потребите на инвестирањето најпрво ги користат сопствените средства, доколку имаат потреба од повисок износ, прибегнуваат кон задолжување, а само по исклучок, во крајна нужда, би прибегнале кон емисија на акции. Знаејќи дека нашите компании јавно не емитувале корпоративни обврзници, задолжувањето кое беше споменато, исклучиво се однесува на користење банкарски кредити. Овие резултати не се изненадување, затоа што и во бр ојни други студии на земјите во транзиција се потврдува примената токму на оваа теорија за структурата на капиталот (Gonenc, 2003; Bauer, 2004; Črnigoj, Mramor, 2009; Jõeveer, 2013).

б) Инвестицската политика на компаниите

Друга компонента на финансискиот менаџмент на компаниите претставува одлучувањето во поглед на долгорочните вложувања, односно инвестирањето на расположливите средства. За да расте компанијата, неопходно е таа да реализира инвестициски проекти, но то мора да биде согласно востановените принципи на инвестирањето, а тоа значи реализација само на проектите кои ја зголемуваат вредноста на компанијата. Процесот на инвестирање е комплексен и подразбира: генерирање идеи, анализа на идеите и изработка на физибилити студии, реализација на проектите и нивно ставање во употреба.

Со цел да се реализираат проектите, покрај другото, неопходно е да се обезбедат потребните финансиски средства. Претходно го видовме образецот на однесување на македонските компании во поглед на финансирањето. На ова место сакаме да го проанализираме степенот на нивната инвестициска активност, наспроти расположливите извори на финансирање. Тоа значи дека наместо макроекономските податоци, како бруто-инвестиционата стапка, ќе се послужиме со истиот примерок од компании и нивните микро-податоци.

Податокот за вкупните инвестиции по години го имаме. Истиот ќе го споредиме со податокот за готовинските текови од оперативни активности за секоја компанија. Готовинските текови од оперативни активности (ГТО) претставуваат износ на готови пари кој компанијата го генерира од своето работење. Овие средства можат да се употребат за инвестирање и за враќање на претходно земените кредити. Тоа е подобар показател за оваа намена од добивката, бидејќи добивката не ни дава претстава за остварените готовински приливи и не може директно да се користи за инвестирање.

Резултатите покажуваат дека во скратениот примерок од 29 компании, кај 11 од нив разликата вкупни ГТО во текот на 11 години минус вкупни инвестиции е негативна, додека кај 18 е позитивна. Позитивната ралика значи дека овие компании создале повеќе готовина од оперативното работење отколку што инвестирале долгорочно. Само по себе, тоа е неповолен заклучок, но треба да видиме и колку од нив вишокот готовина го искористиле за отплата на долгови. Од овие 18 компании, во текот на овој период, намален вкупен долг има кај 9, што значи дека една половина од компаниите што создале вишок готовина не нашле соодветна употреба за него.

в) Дивидендна политика

Третата составна компонента на управувањето со финансиите се однесува на распоредувањето на остварениот финансиски резултат или како што уште се нарекува, дивидендната политика. Клучното прашање кое треба да го реши дивидендната политика е како да се распореди финансискиот резултат помеѓу двете основни можности – реинвестирање на добивката или поделба на дивиденда, а притоа да се оствари основната цел на компанијата – максимизација на нејзината вредност. Не навлегувајќи тука во клучните теории кои го третираат овој проблем, само ќе наведеме дека при дивидендното одлучување компаниите се водат од неколку основни фактори: остварената добивка, расположливоста на готовите пари, можностите за инвестирање, аконски и договорни ограничувања и сл. Притоа, основниот постулат е дека дивидендната политика треба да биде стабилна на долг рок, поради што најголем дел од компаните во развиените економии, доколку исплатуваат дивиденда, неа ја одржуваат на исто ниво или со ниска стапка на пораст во текот на долги временски периоди. Причината е токму пазарното вреднување на компанијата, односно ефектот на сигнализирање кој го испраќа стабилната дивидендна политика и кој позитивно делува на сегашните и потенцијалните акционери.

За оваа намена, направивме анализа на дивидендната политика на нашите компании и тоа на оние што редовно исплатуваат или исплатувале дивиденда. Многу едноставно, графички ќе ги прикажеме износите на дивиденда по акција кои тие ги исплатувале низ годините. Со цел да обезбедиме споредливост помеѓу компаниите, дивидендите ќе ги прикажеме како индекси со база 100 во 2006 година.

Слика бр.1: Дивидендите на македонските компании (2006=100)

Извор: пресметки на авторот, врз основа на податоци објавени на Македонската берза

Од сликата е евидентно дека нашите акционерски друштва речиси и не водат сметка за стабилноста на дивидендите. Се среќава осцилирање, периоди на висок пораст проследени со големи падови на дивидендите, прекини во исплатата и повторно воведување и сл. Од тоа можеме да заклучиме дека компаниите кај нас не го согледале значењето на дивидендната политика за формирањето на цените на акциите или пак воопшто не водат сметка за таа цена, за што подолу ќе стане збор. Друг заклучок е дека компаниите и немаат воспоставена дивидендна политика, туку одлуките за распределба ги носат ад хок, водени исклучиво од тековните фактори.

г) Корпоративното управување и односот кон акционерите

Последниот сегмент на ова истражување се однесува на односот на компаниите кон нивните акционери, односно начинот на кој компаниите и менаџерите ја разбираат конечната цел кон која тие треба да придонесат со своето делување.

Имено, во науката за корпоративните финансии одамна е прифатено дека клучната цел на компаниите е максимизација на нивната вредност, односно максимизирање на богатството на сопствениците на капиталот. Тоа практично значи дека сите акции што компаниите ги преземаат треба да се проценуваат низ призмата на нивниот придонес кон создавањето вредност за компанијата. Иако е поврзано, ова сепак е прилично различно од стереотипното сфаќање за максимизацијата на нето-добивката како цел на работењето, или пак, на други цели, како што се зголемувањето на приходите, освојувањето нови пазари, задоволувањето на потребите на потрошувачите и сл. кои можат да бидат само интермедиерни, посредни цели. Сите востановени постапки за донесување на одлуките во корпоративните финансии се засновани токму на вака поставената цел. Тоа се однесува на одлуките за избор на инвестициски проекти, за оптимизација на структурата на капиталот, на оптимализацијата на дивидендната политика и други. Од согледувањето на оваа конечна цел, во голема мера ќе зависи и односот на компанијата кон акционерите, односно залагањето на менаџерите да остварат резултати на кус или на долг рок, можностите за нивно мотивирање, а конечно и пазарното вреднување на компанијата.

Со цел да испитаме какви се состојбите на ова поле, направивме истражување на сите 106 компании што се котирани на Македонската берза. Истражувањето се состоеше од визуелна проверка на нивните интернет страници и информациите доставени до Македонската берза, при што беа анализирани сите расположливи податоци и извештаи со цел да се дојде до одредени сознанија, како експлицитно презентирани, така и имплицитно извлечени од расположливите документи. Врз основа на ова истражување, добиени се статистички податоци, кои се презентирани во табели.

Прашањата за кои се бараа одговори во јавно достапните информации беа следниве:

* Дали друштвото на својата веб-страница има сегмент „односи со инвеститорите“ (во која било варијанта)?
* Дали на веб-страницата на друштвото се дадени информации за неговите акции?
* Дали во својот годишен извештај друштвото се осврнува на тргувањето со нивните акции?
* Дали во својот годишен извештај друштвото се обраќа на своите акционери (макар и делумно)?
* Дали во годишниот извештај експлицитно е наведена целта на компанијата и која е таа?
* Дали годишниот извештај е поставен на веб-страницата на друштвото?
* Колкава е должината на годишниот извештај во страници (без делот на финансиските извештаи)?

Резултатите се презентирани во табелата 2.

Табела 2: Однос на компаниите кон информирање на акционерите

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **Берзанска котација** | **Задолжителна котација** |
| Вкупно анализирани компании | 28 | 78 |
| Број на компании што имаат своја веб страница | 28 | 50 |
| Број на компании што имаат дел за информирање на акционерите на веб страницата | 24 | 42 |
| Информации за акциите на компанијата на нејзината веб страница |  |  |
| * Тековни пазарни информации (бр. на компании) | 1 од 28 | 0 |
| * Да, некакви информации (бр. на компании) | 2 од 28 | 5 од 50 |
| * Никакви информации (бр. на компании) | 25 од 28 | 45 од 50 |
| Годишниот извештај е даден на веб страницата на компанијата (бр. на компании) | 20 од 28 | 29 од 50 |
| Должина на годишниот извештај (бр. на страници) |  |  |
| * Просек | 25,3 | 11,9 |
| * Медијана | 15 | 7 |
| * Максимум | 105 | 58 |
| * Минимум | 4 | 1 |
| Во годишниот извештај компанијата им се обраќа директно на акционерите (бр. на компании) | 6 од 25 | 7 од 63 |
| Во годишниот извештај има осврт на пазарот на нивните акции (бр. на компании) | 3 од 25 | 1 од 63 |

Од табелата може да се види дека односот н акомпаниите кон информирање на нивните и потенцијалните акционери е сè уште на рудиментарно ниво. Годишните извештаи, кои во развиените економии претставуваат и облик на маркетиншко претставување на компанијата и се предмет на постојано иновирање, кај нас се сфаќаат прилично формално. Со закон е пропишана нивната структура, но евидентно е дека и тоа не се почитува, со оглед на малиот број страници кај добар дел од нив.

Уште попоразително е тоа што компаниите во овие извештаи многу ретко им се обраќаат на своите акционери. Имено, во развиените пазарни економии вообичаена пракса е извештајот да започнува со т.н. „Порака до акционерите“ од страна на главниот извршен директор, а и во извештајот да се зборува за создавањето вредност во полза на акционерите. Дополнително, фактот дека само во неколку од овие извештаи се содржани информации за тековното движење на цените на акциите ни укажува дека компаниите не водат многу сметка за пазарот како независен евалуатор на нивните перформанси.

Во табелата бр. 4 се сумирани резултатите во поглед на она што компаниите најчесто го споменуваат како своја цел во работењето. Напоменувам дека еден дел од овие сознанија се извлечени имплицитно, односно компанијата не ја навела својата цел во експлицитна форма ниту во извештајотм ниту на веб-страницата.

Табела 3: Цели на работењето кај македонските котирани компании

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Целта најмногу се однесува на:** | **Берзанска котација** | **Задолжителна котација** |
| Број на компании | Број на компании |
| * Максимизација на вредноста | 1 |  |
| * Акционерите | 2 |  |
| * Стејкхолдерите | 5 | 4 |
| * Максимизација на добивката | 6 | 17 |
| * Приходи и пазар | 5 | 10 |
| * Опстанок | 2 | 2 |
| * Задоволување на потрошувачите |  | 2 |
| * Раст и развој | 1 |  |

Извор: пресметки на авторот

Пред да анализираме, треба да се напомене дека во литературата за корпоративните финансии, како основна цел на работењето на компаниите е усвоена максимизацијата на вредноста на компанијата, а со тоа и на богатството на акционерите. Може да се забележи дека македонските менаџери сѐ уште се фокусирани на максимизацијата на добивката, што, како конечна и стратешка цел, одамна е оценета како несоодветна за долгорочен успех на компанијата. Наспроти тоа, фокусирањето на интересите на акционерите е речиси непостоечко, што дава јасен сигнал за односот на менаџерите кон нивните најзначајни стејкхолдери. Еден дел од компаниите ја прифатиле определбата да се грижат за интересите на сите стејкхолдери, што, би рекле, дека е повеќе наследство од минатото, отколку реално осмислена стратешка цел кај нив.

**Импликации на добиените резултати и препораки за надминување на состојбите**

Пред да формулираме одредени предлози со кои би можело да се подобрат состојбите, неопходно е да ги согледаме импликациите на погоре утврдените резултати врз компаниите и македонската економија во целост.

Фактот дека компаниите сè уште немаат развиено однос кон своите акционери како клучни стејкхолдери кои ги инвестирале своите средства во нив и се изложиле на најголем ризик има повеќекратни последици. Прво, сите принципи на одлучување во финансискиот менаџмент се темелат на сфаќањето на максимизацијата на вредноста како основна цел. Одлуките за инвестирање, за структурата на капиталот, дивидендната политика, за емисија на нови акции, спојувањата на компаниите и многу други имаат смисол само доколку се гледаат низ призмата на нивниот долгорочен придонес кон зголемувањето на севкупната вредност на компанијата. Токму однесувањето на нашите компании на овие полиња е евидентен одраз на споменатиот став и поинаку поставените цели. Второ, ваквиот однос неповолно влијае и на случувањата и развојот на пазарот на капитал. Сè додека компаниите не почнат да размислуваат на долги рокови, да поставуваат далкусежни цели и да покажат посветеност на создавањето вредност за акционерите, не можеме да очекуваме ниту силен интерес на акционерите за нив. Ова го кажуваме во контекст на можноста емисиите на акции да се користат како алтернативен извор на капитал. Тоа, пак, има повратно негативно влијание врз некои други можности, како што е на пример, наградувањето на менаџерите засновано на движењето на цените на акциите, што е и основниот метод за надминување на конфликтите на релација менаџери-акционери. Исто така, неразвиениот и неликвиден пазар на капитал не им отвора т.н. опции за излез на бизнис-ангелите, што е еден од условите за развој на оваа форма на делување. Понатаму, ориентацијата кон непреземање ризици доведува до субоптимално ниво на инвестирање. Тоа го кочи развојот на компаниите, ја намалува нивната конкурентност и ги одржува стапките на економски раст на пониско ниво.

Целисходноста на ваквите анализи и истражувања доаѓа до израз само доколку тие послужат како основа за предлагање и преземање мерки за надминување на воочените слабости. Веднаш би навел дека не можеме да ги сметаме компаниите, односно нивните менаџери за единствено одговорни лица, со оглед на тоа што тие делуваат во конкретен стопански и политички амбиент, со наследени состојби и низа други ограничувања. Оттука, и предлозите што ќе бидат дадени во продолжение ќе бидат насочени кон повеќе носители на одлучувањето.

Клучен двигател на развојот на економијата се инвестициите. Поради тоа, мораме да најдеме начини како да се зголеми инвестирањето. Обично компаните се жалат дека банките се премногу рестриктивни во одобрувањето кредити, додека банките сметаат дека до нив не доаѓаат доволно добри предлог-проекти. Една можност за намалување на претпазливоста на банките и нивно охрабрување за преземање поголем ризик е во **одредувањето одреден процент од нивниот кредитен потенцијал кој задолжително би требало да се додели како кредити на одреден тип проекти, како на пример, нови компании (стартапи)**. За овој дел банките би биле ослободени од одредени обврски (на пример, задолжителна резерва) или истиот не би влегувал во пресметката на стапката на адекватност на капиталот и сл. Тука, свој придонес кон раздвижувањето на инвестициите би дала и Народната банка, која ќе треба да прифати и извесно мало намалување на степенот на стабилност на банкарскиот сектор, која и така е на исклучително високо ниво, што се покажува и како одредена кочница за динамизирање на стопанскиот раст. Исто така, со овие мерки би требало да се стимулираат и сите вложувања во создавање производи со повиока додадена вредност во постоечките компании.

Доколку зборуваме за кредитирање како традиционален облик на финансирање кој тешко се напушта, една можност лежи и во **промоцијата на т.н. конвертибилни обврзници**. Тоа се корпоративни обврзници кои можат да се заменат за акции на истата компанија во одреден момент. Тие се хибридна хартија од вредност, која од една страна, обезбедува сигурно враќање на главнината и носи камата, но од друга, носи и потенцијал за голема заработка доколку компанијата постигне виока пазарна вредност. Овие хартии се особено поволни во случајот на нови и неафирмирани компании, со потенцијал за брз растеж. На овој начин може да се надмине јазот помеѓу аверзијата кон ризикот на инвеститорите (кредиторите) и нивната потреба за остварување повисоки стапки на поврат во време на ниски каматни стапки. Дополнително, тоа може да придонесе и за поинтензивен развој на пазарот на капитал. Покрај промовирањето, пожелно е и одредено стимулирање на нивната примена од страна на Владата или Македонската берза.

Една можност за надминување на проблемот со аверзијата кон ризик што ја имаат банките како кредитори е во **финансирањето на нови и иновативни проекти преку т.н. „бизнис-ангели“ или национални фондови**. Релативниот недостиг на бизнис-ангелите во Европа се надоместува со различни форми на фондовско финансирање, но ЕУ презема и конкретни стимулативни мерки. Нивната појава може да се стимулира со некои ослободувања, но и со партнерство од фондови на државата. Дополнително, треба да се бараат можности за прекугранична соработка на ова поле, односно промоција на иновативни бизниси во Македонија кај потенцијални инвеститори во соседните земји.

Со цел да се зголеми атрактивноста на компаниите како емитенти на хартии од вредност, неопходно е да се развива чувството за **потребата од стратегиско планирање**. Доколку се анализираат веб-страниците на нашите компании, речиси воопшто не се срешаваат стратегиски планови и постаавени долгорочни цели. Ова е сосема дивергентно од искуствата со странските компании, коишто своите цели и амбиции за следните 5-10 години прецизно ги формулираат и јавно ги објавуваат. Во контекст на претходното образложение за односот на компаниите кон акционерите, ова дополнително ја намалува нивната атрактивност, со споменатите последици по развојот на пазарот на капитал. Оттука, потребно е стратегиското планирање да се афирмира, стимулира, па дури и да се воведе како обврска, како што претходно беше случај со некои барања кои произлегоа од законите или од правилата за котација на Македонската берза, а кои придонесоа за развој на корпоративното управување во нашата земја.

**Литература**

Adaoglu, C. (2000), “Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from An Emerging Market,” Easter Mediterranean University, Dept. of Banking and Finance Working Paper, 1- 34.

Aivazian, V., L. Booth, and S. Cleary (2001), “Dividend Policy in Developing Countries,” *Paper Presented at the Eighth Annual Conference, Multinational Finance Conference*, Italy, 1- 42.

Arsov, Sasho, Aleksandar Naumoski (2016), “Determinants of capital structure: An empirical study of companies from selected post-transition economies”, *Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta u Rijeci,* 34(1):119-146

Bauer, P. (2004) “Determinants of Capital Structure - Empirical Evidence from the Czech Republic”, Finance a úvĕr – Czech Journal of Economics and Finance, Vol. 54, No. 1-2, pp. 2-21

Bena, J., Hanousek, J. (2008), Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic, *Finance a úvĕr – Czech Journal of Economics and Finance*, Vol. 58, No. 3-4, pp.106-130

Berk, A. (2007) “The Role of Capital Market in Determining Capital Structure: Evidence from Slovenian Public and Private Corporations”, *Acta Oeconomica*, Vol. 57, No. 2, pp. 123-155

Brickley, J.A., Smith Jr. , C.W. & Zimmerman, J.L. (2002). Business ethics and organizational architecture, *Journal of Banking and Finance*, 26(9), 1821-1835

Cvijanović, V., Redžepagić, D. (2011) “From political capitalism to clientelist capitalism? The case of Croatia”, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*, Vol. 29, No.2, pp. 355-372

Črnigoj, M., Mramor, D. (2009) "Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms", *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 45, No. 1, pp. 72–89

Dewenter, K. and V. Warther, 1998, “Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from A Comparison of the Dividend Policies of Japanese and US Firms,” *Journal of Finance* 53, 879-904.

Djankov, S. & Murrell P. (2002). Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey, *Journal of Economic Literature, 40*, 739–792.

Filatotchev, I., Wright M., K. Uhlenbruck, Tihanyi L., Hoskisson R. E. (2003). Governance, organizational capabilities, and restructuring in transition economies, *Journal of World Business 38*, 331–347.

# Gonenc, H., (2003) “Capital Structure Decisions Under Micro Institutional Settings: The Case of Turkey”, *Journal of Emerging Market Finance,* Vol.2, No.1, pp. 57-82

Höpner, M. (2001). *Corporate governance in transition: Ten empirical findings on shareholder value and industrial relations in Germany*, Köln: Max-Planck-Institut Für Gesellschaftsforschung.

Jõeveer, K., (2013) "Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 41, No. 1

Kato, K. and U. Lowentein, 1995, “The Ex−dividend–day Behaviour of Stock Prices: The case of Japan,” *Review of Financial Studies* 8, 817-847.

Korent D., I. Đunđek &M.K. Čalopa (2014),. Corporate governance practices and firm performance measured by Croatian Corporate Governance Index (CCGI®), *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, Vol. 27, No. 1, 221–231.

# Kowalewski, Oskar (2012), “Does Corporate Governance Determine Corporate Performance and Dividends During Financial Crisis: Evidence from Poland”, *Wharton Financial Institutions Center Working Paper* No. 12-14

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1998, Law and finance, Journal of Political Economy 106, 1113-1155.

Lasfer, M., 1996, “Taxes and Dividends: The UK Evidence,” *Journal of Banking and Finance* 20, 455-472.

Myers, S.C. (1984) “The capital structure puzzle”, *The Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 575–592

Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984) “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187–221

Mramor D., Valentinčič, A. (2001). [When Maximizing Shareholders’ Wealth Is Not the Only Choice](http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00128775.2001.11041004), *Eastern European Economics* *39* (6), 64-93

Modigliani, F., Miller, M. (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261–297

Miller, M., and F. Modigliani, 1961, “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares,” *Journal of Business* 34, 411-433.

Omet, Ghassan (2004), “Dividend Policy Behaviour in the Jordanian Capital Market”, *International Journal of Business*, 9(3).

Peev, E. (2001) “Corporate Governance Transformation in Transition Economies: Evidence from Bulgaria”, *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung / Quarterly Journal of Economic Research,* Vol. 70, No. 2, pp. 289-300

Roy, S., and J. Cheung, 1985, “Target Payout and the Association between Dividends and Share Prices,” *Accounting and Finance* 25, 57-76.

Stubelj, I., Dolenc P., Biloslavo R., Nahtigal M. & Laporšek S. (2017). Corporate purpose in a small post-transitional economy: the case of Slovenia, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja,* 30 (1), 818-835

Teker D., Tasseven, O., Tukel, A. (2009) “Determinants of Capital Structure for Turkish Firms: A Panel Data Analysis”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 29, pp. 179-187

Yeoh, P. (2007) "Corporate Governance Models: Is there a Right One for Transition Economies in Central and Eastern Europe?", *Managerial Law*, Vol. 4, No. 3, pp. 57–75