

МЕНАџЕРИТЕ НА МАКЕДОНСКИТЕ КОМПАНИИ И МАКСИМИЗАЦИЈАТА НА ВРЕДНОСТА КАКО НИВНА ЦЕЛ

Проф. д-р Сашо Арсов
Универзитет „Св.Кирил и Методиј“ во Скопје
Економски факултет – Скопје, Р. Македонија
sarsov@eccf.ukim.edu.mk

Апстракт

Максимизацијата на вредноста на компанијата, што води кон зголемување на богатството на нејзините сопственици, денес е глобално прифатена како конечна цел на работењето на компаниите. Тоа важи како за акционерските друштва, така и за приватните компании, иако нивната вредност не е директно мерлива преку пазарот на капитал. Врз вака поставената цел се поставени најзначајните принципи на финансискиот и портфолио менаџментот. Во овој труд се испитува степенот на прифатеност на оваа цел и воопшто, односот кон благосостојбата на акционерите од страна на менаџерите на македонските котирувани компании. Анализирани се интернет страниците на речиси сите котирувани компании на Македонската берза, вкупно 101, и заклучоците упатуваат на тоа дека горенаведената цел речиси и не се споменува, а дека компаниите сè уште најмногу се фокусирани на традиционалните мерила на успешноста. Менаџерите многу ретко покажуваат интерес за цените на акциите на компаниите што ги водат и сè уште немаат развиено чувство за нивната директна одговорност кон акционерите. Таквата состојба отвора неколку прашања: применливост на принципите на финансискиот менаџмент, потенцијалот за развој на пазарот на капитал, како и рационалноста на инвестирањето во акции во такви услови.

Клучни зборови: корпоративно управување, акционери, берза, максимизација на вредноста.

JEL класификација: G11, G12, G31, G32

Вовед

Во овој труд ќе се обидеме да добиеме реална слика за односот на менаџерите на македонските компании (акционерски друштва) кон нивните сопственици во поглед на посветеноста кон остварувањето на нивните основни цели. Имено, во теоријата на финансискиот менаџмент веќе одамна е прифатено дека целта на постоењето на секоја компанија треба да биде максимизирањето на нејзината вредност, со што би се постигнало и максимум задоволство за акционерите, преку зголемувањето на нивното богатство. Оваа цел (иако делумно оспорена од пропонентите на теоријата за стејкхолдерите) наоѓа безрезервна примена и во учебниците од областа на финансискиот менаџмент, а што е уште поважно, целокупната теорија и наука на корпоративните финансии се заснова на прифатеноста на таквата премиса.

Она што го поттикна ова истражување е согледувањето на авторот дека македонската пракса на ова поле веројатно се разликува од теоријата. Македонските менаџери во јавноста ретко покажуваат интерес за движењето на цените на акциите на компаниите што ги менаџираат. Нивните надоместоци ретко или никогаш не се поврзани со перформансите на акциите на пазарот. Во компаниите не доаѓа до смени на менаџментот како резултат на пад на цените на акциите. Овие и други примери нè наведуваат да се запрашаме дали во македонските компании, барем во оние што се котирали на Македонската берза, во пост-транзицискиот период е развиено спознанието за улогата на пазарот на акции, како објективен арбитер на перформансите на компаниите? Доколку одговорот е не, импликациите од таквото сознание би биле мошне сериозни. Со оглед на тоа што најголем дел од техниките и критериумите што се користат во финансискиот и портфолио менаџмент се засновани на вградената претпоставка за максимизацијата на вредноста на компаниите како конечна цел, се поставува прашањето за целисходноста на нивната примена во услови кога тоа не е случај со нивните актуелни менаџери.

Оттука, клучното прашање што го поставуваме во овој труд е дали и до кој степен максимизацијата на вредноста на компанијата како цел е прифатена во компаниите со чишто акции се тргува на Македонската берза. Дополнително, ќе истражиме и дали компаниите реално водат сметка за движењето на цените на нивните акции, т.е. дали интересите на менаџерите се усогласени со оние на нивните акционери. Истражувањето со цел да дојдеме до одговор на овие прашања ќе биде реализирано преку анализа на интернет страниците на компаниите, од каде ќе се обидеме имплицитно да ги извлечеме потребните заклучоци. Сметаме дека ваквиот начин има предност во однос на директното анкетање, бидејќи се спречуваат менаџерите да даваат „разубавени“ одговори, што е чест случај.

Трудот е структуриран на следниов начин. По воведот, ќе биде направен кус осврт кон литературата во која се истражува целта на финансискиот менаџмент. Во следниот дел ќе биде образложена методологијата на истражувањето, а потоа ќе бидат елаборирани резултатите од истражувањето. Анализата на резултатите и заклучоците на трудот се содржани во последниот дел од трудот.

Преглед на литературата

Не е спорно дека на секој организиран систем, каков што е и акционерското друштво, неопходно му е да има цел кон која ќе бидат насочени сите акции и која ќе служи како репер при оцената на прифатливоста на предложените одлуки и проекти. Во современата литература веќе одамна е прифатено дека целта на работењето на компанијата претставува максимизација на нејзината вредност, со што се постигнува и максимизирање на богатството на нејзините сопственици (Damodaran, 2011; Ehrhardt и Brigham, 2017). Како најзначајна алтернатива на ваквото тврдење се јавува теоријата за стејкхолдерите, според која, компанијата мора да води сметка за сите засегнати страни и да ја максимизира нивната благосостојба.

Приврзаниците на максимизацијата на богатството на акционерите како цел изнесуваат повеќе аргументи во нејзина полза. Основно е тоа што вака поставената цел обезбедува единствен, јасен и мерлив критериум, кој, доколку се следи конзистентно, ќе им донесе максимална полза на оние што тоа најмногу го заслужуваат – вложувачите на капиталот. Фокусирањето на богатството на акционерите е неопходно за да се обезбеди

опстанок на компанијата во острата конкуренција (Brickley и др., 2002), а на овој начин се создаваат услови и за поттикнување на менаџерите преку бонуси и усогласување на нивните интереси со оние на акционерите (Hörner, 2001). Sundaram и Inkpen (2004), по опсежната елаборација на аргументите за обете теории, заклучуваат дека само максимизацијата на богатството на акционерите е цел која е компатибилна со пазарниот механизам, импулсите и императивите на демократските капиталистички општества.

Од своја страна, и поддржувачите на теоријата за стејкхолдерите имаат свои аргументи. Donaldson и Preston (1995) заземаат нормативно стојалиште, според кое интересите на стејкхолдерите мора да се земат предвид, бидејќи не е етички тие да бидат игнорирани. Покрај хуманистичката димензија на оваа концепција, многу автори гледаат и финансиски причини за нејзино прифаќање. Максимизацијата на благосостојбата на сите стејкхолдери е корисна за зголемување на конкурентската предност на компанијата (Altman, 1998; Harrison, Bosse и Phillips, 2010), таа дава можност за избегнување на проблемите поврзани со корпоративното управување (Bratton, 2002), како и полесно справување со проблемите во услови на криза (Alpaslan, Green и Mitroff, 2009).

На оваа теорија ѝ се даваат и многу забелешки. Имено, многу е тешко да се дефинираат засегнатите страни чиешто интереси треба да се земат предвид, со оглед на тоа што нивниот број е голем, а нивните интереси понекогаш се и спротивни од оние на компанијата. Исто така, не постои единствено мерило на благосостојбата на сите стејкхолдери, па со тоа нема ни критериум за определување на прифатливоста на предложените одлуки. Конечно, ако се разгледаат внимателно повеќето од горенаведените аргументи, може да се забележи дека голем дел од нив, залагајќи се за доброто на стејкхолдерите, всушност како крајна цел го поставуваат токму зголемувањето на вредноста на компаниите или подобрувањето на некои други параметри на нивната ефикасност (Donaldson и Preston, 1995; Hilman и Keim, 2001).

Целта на овој труд не е да се споредуваат овие две теории. Ние ја прифаќаме максимизацијата на вредноста како целна функција. Она што нас нè интересира е степенот до кој оваа цел е прифатена кај македонските менаџери. Истражувања на оваа тема во пост-транзициските економии нема многу. Ова прашање го разгледувале најпрво Mramor и Valentinčič (2001), а подоцна и Stubelj и др. (2017) во обата случаи на примерот на Словенија.

Методологија на истражувањето

Истражувањето ќе биде реализирано врз примерок од македонски компании, котирани на Македонската берза. Примерокот е замислен да ги опфати сите котирани компании и тоа како оние во т.н. супер-котација и берзанска котација (доброволно котирани акционерски друштва), така и компаниите што спаѓаат во т.н. задолжителна котација, односно акционерски друштва што се котирани не по своја волја, туку поради исполнување на законската обврска. Треба да се има предвид дека обврските за обелоденување информации се разликуваат кај двете групи компании, поради што и добиените резултати ќе бидат прикажани одделно за секоја група.

Финалниот примерок се состои од 101 котирано акционерско друштво. Од нив, 27 се доброволно котирани, а 74 се друштва кои подлежат на задолжителна котација. Од сите котирани компании чијшто број изнесува 107, исклучени се само оние што немаат никаква

активност, односно поминуваат низ некој процес на реорганизација. За потребите на истражувањето, составен е прашалник од 11 ставки, врз основа на кој се анализирани интернет-страниците на друштвата опфатени во примерокот. На овој начин, имплицитно се извлечени заклучоци, односно се обидовме да дадеме одговор на прашањата поставени во воведот. Истражувањето на овој начин има предност во однос на традиционалното анкетирање на менаџерите на компаниите, бидејќи се избегнува давањето „разубавени“ одговори, односно одговори какви што менаџерот смета дека испитувачот очекува да добие. Кај дел од ставките во прашалникот, вршено е оценување во опсег од 1 до 3, индивидуално, од страна на авторот на трудот. Дополнително, користена е и интернет страницата на Македонската берза, од која се разгледувани годишните извештаи на оние компании кои извештаите не ги поставиле на сопствените веб страници.

Ставките во прашалникот можеме да ги поделиме во неколку групи. Првата група се однесува на општата отвореност на компанијата кон акционерите, односно постоењето интернет страница и обемот на информации на неа кои се директно наменети за акционерите. Втората група се однесува на годишниот извештај кој компанијата е обврзана да го изработи, неговиот обем и степенот до кој извештајот директно ги таргетира акционерите. Третата група прашања се однесуваат на крајната цел на работењето на компаниите, односно дали е таа експлицитно специфицирана и на што се однесува.

Резултати од истражувањето

Резултатите од истражувањето ќе ги дадеме поделени во три сегменти, согласно со потесната област кон која припаѓаат. Најпрво ќе се осврнеме на транспарентноста на компаниите, односно нивната отвореност кон акционерите. Сумираните одговори на оваа група прашања се дадени во табелата бр.1. Кај сите ставки од оваа табела, резултатите се дадени како број на компании, освен кај ставките кои се однесуваат на тежината на пристапот и обемот на информации, кои се добиени како просек од оценките на сите компании во примерокот.

Табела 1 Понуда на информации наменети за акционерите

	Берзанска котација	Задолжителна котација
Вкупно анализирани компании	27	74
Број на компании што имаат своја веб страница	27	48
Број на компании што имаат дел за информирање на акционерите на веб страницата	23	39
Тежина на пристапот до информациите за акционерите – просечна оценка (1=тешко, 3=лесно)	2,83	2,77
Обем на информации за акционерите на веб страницата – просечна оценка (1=малку, 3=многу)	2,09	2,46
Информации за акциите на компанијата на нејзината вебстраница		
- Тековни пазарни информации (бр. на компании)	1 од 27	0
- Да, некакви информации (бр. на компании)	2 од 27	5 од 48
- Никакви информации (бр. на компании)	24 од 27	43 од 48

Извор: пресметки на авторот

Од табелата може да се забележи дека сликата во поглед на напорите што компаниите ги прават за да им обезбедат пристап до релевантни информации на своите акционери е мешовита. Основни информации обезбедуваат најголем дел од доброволно котираните компании, но не сите, додека кај задолжително котираните имаме дури околу една третина од нив што сè уште немаат ни сопствена веб страница. Кај оние што имаат дел од страницата наменет за инвеститорите, пристапот до него е релативно лесен. Она што најмногу нè интересира е заинтересираноста на компанијата за движењето на цените на нивните акции. Резултатите се поразителни, со оглед на тоа што само една компанија објавува тековна пазарна цена на акциите на својата веб страница, кај седум компании се дадени некакви информации за акциите, додека кај останатите отсуствува каква било информација на ова поле.

Следниот сегмент од прашалникот се однесува на годишниот извештај на акционерските друштва. Ова е документ со кој друштвата традиционално им се обраќаат на своите акционери и преку кој ги информираат за она што се случувало во текот на претходната година. Годишниот извештај во развиените земји одамна ги надминал овие рамки и повеќето компании него го користат и како маркетиншки инструмент, со кој ги претставуваат своите производи, потенцијалот на компанијата и плановите за иднината. Таквите извештаи се изработени во модерен формат, содржат бројни илустрации и нивната големина достигнува повеќе од 150 страници. Целта на овие извештаи е да се претстави компанијата во што поубаво светло пред сегашните и потенцијалните акционери, што би придонело пазарот да ја препознае вредноста на компанијата и соодветно да ја валоризира.

Со цел да видиме дали компаниите кај нас ја осознале ваквата улога на годишниот извештај и дали размислуваат во правец на сопственото реално пазарно вреднување, разгледавме неколку прашања во врска со неговата изработка и презентирање. Резултатите од овој дел се дадени во табелата 2.

Табела 2 *Карактеристики на годишните извештаи на компаниите*

	Берзанска котирација	Задолжителна котирација
Годишниот извештај е даден на веб страницата на компанијата (бр. на компании)	13 од 27	28 од 48
Должина на годишниот извештај (бр. на страници)		
- Просек	25,5	12,9
- Медијана	18,5	7,5
- Максимум	104	70
- Минимум	3	1
Во годишниот извештај компанијата им се обраќа директно на акционерите (бр. на компании)	6 од 23	7 од 62
Во годишниот извештај има осврт на пазарот на нивните акции (бр. на компании)	4 од 23	2 од 62

Извор: пресметки на авторот

Согласно со Законот за трговски друштва, сите акционерски друштва се должни да изработат годишен извештај со специфицирана содржина. Овие извештаи котираните компании мораат да ги дадат на увид на акционерите за годишното собрание. Со оваа анализа се опфатени вкупно 85 извештаи, од кои дел се наоѓаат на компаниските веб

страници, а останатите се објавени на Македонската берза. Можеме да забележиме дека едвај повеќе од половина од компаниите ги направиле своите извештаи достапни преку своите интернет страници, што говори за аспектот на т.н. доброволна транспарентност. Должината на извештајот е дадена како број на страници, без финансиските извештаи, кои се стандардизирани. Јасно е дека големината на извештајот не е одраз на неговиот квалитет и содржајност, но секако можеме да ги разликуваме компаниите со извештаи од 3 страници, наспроти оние со повеќе од 50 страници од аспект на нивата реална волја за информирање на акционерите. Со оглед на големите разлики помеѓу компаниите, дадена е и модалната средина. Може да се види дека извештаите не се со завидна големина, како и дека има компании кои не ја ни исполнуваат законската обврска за содржината на извештајот, со оглед на должините од по неколку страници.

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.

Третиот дел од анализата се однесува на формулираната цел на работењето на компанијата. Се работи за конечната цел, кон која треба да се стреми менаџментот на компанијата и која служи како основен критериум при носењето на одлуките за проектите што треба да се реализираат. Целта се обидовме да ја идентификуваме од годишните извештаи, но и од интернет страниците на компаниите, иако кај добар дел од нив таа не е експлицитно формулирана. Резултатите се прикажани во табелата 3.

Табела 3 Цели на работењето кај македонските котираните компании

Целта најмногу се однесува на:	Берзанска котација	Задолжителна котација
	Број на компании	Број на компании
- Максимизација на вредноста	1	
- Акционерите	1	
- Стејкхолдерите	5	4
- Максимизација на добивката	9	16
- Приходи и пазар	3	8
- Опстанок	2	1
- Задоволување на потрошувачите	2	3
- Ефикасност		1

Извор: пресметки на авторот

Може да се забележи дека македонските менаџери сè 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.

Заклучок

Спроведеното истражување ги потврди почетните сомнежи: прво, македонските менаџери ја немаат прифатено максимизацијата на вредноста на компанијата како крајна цел на нејзиното работење, а своите акции ги насочуваат кон одредени парцијални и краткорочни цели; второ, менаџерите не развиле вистинско чувство за одговорност кон своите најзначајни стејкхолдери – акционерите и потребата да им испорачаат резултати во облик на реален пораст на нивното богатство; и трето, задолжителната котација не доведе до вистински развој на споменатиот однос кон акционерите, со оглед на тоа што обврските од котацијата се спроведуваат формално и поради страв од санкции.

Неколку факти наведуваат на заклучок дека компаниите, односно нивните менаџери не го прифатиле (или не го сфатиле) значењето на пазарот на акции како објективно мерило на нивниот успех: речиси непостоечкото осврнување на цените на акциите на нивните интернет-страници, истоветниот однос кон ова прашање и во годишните извештаи, неспомнувањето на оваа цел кај речиси сите компании од примерокот, непостоење на наградување на менаџерите поврзано со цените на акциите и др. Ваквиот однос кон максимизацијата на вредноста има повеќе импликации за финансискиот, но и за портфолио менаџментот.

Имено, принципите врз кои се заснова одлучувањето во денешниот финансиски менаџмент се базирани на премисата дека менаџерите работат во полза на акционерите, односно дека нивната цел е постојано да се додава нова вредност во компанијата. Инвестициските критериуми (нето-сегашна вредност, интерна стапка на принос) подразбираат дека проектот е прифатлив доколку идните нето приноси, дисконтирани со цената на капиталот, се повисоки од износот на инвестициите, што значи дека се додава нова вредност во компанијата. Доколку менаџерите се фокусирани на нето-добивката, овие критериуми ја губа својата смисла. Дополнително, и цената на капиталот ја содржи во себе очекуваната стапка на принос на акционерите, а се чини дека менаџерите воопшто не водат сметка за нивните очекувања. Друг пример претставува оптимализацијата на структурата на капиталот. Структурата на изворите на финансирање е оптимална тогаш кога просечната пондерирана цена на капиталот е минимална. Таквата структура на капиталот придонесува за максимизирање на вредноста на компанијата. Доколку менаџерите не водат сметка за вредноста на компанијата (туку на пример, за тековната добивка или задоволството на потрошувачите), дали можеме од нив да очекуваме да ја оптимализираат структурата на капиталот? Трет пример е дивидендната политика. Науката препорачува да се води таква дивидендна политика која ќе ја задржи или зголеми вредноста на компанијата. Доколку тоа не е осознано како цел, дали можеме да очекуваме да се води рационална и конзистентна дивидендна политика. Исто така, каква применливост имаат моделите за вреднување на акциите кои најчесто се засновани на претпоставката за одредено стабилно движење на дивидендите на долг рок.

Значајни се и импликациите на полето на портфолио менаџментот. Земјите во транзиција вложија големи напори да ги создадат и развијат своите пазари на хартии од вредност. Нивната ликвидност е сè уште ниска, а ефикасноста е спорна. Сè додека менаџерите не покажат реална заинтересираност за цените на акциите на компаниите што ги водат и нивните интереси не се усогласат со оние на акционерите, не може да се очекува

посериозно зголемување на прометот на пазарот, ниту пак, тој да ја добие економската улога што реално треба да ја има.

Импликациите од ваквата ситуација се повеќекратни. Првата е веќе образложената дискрепанца меѓу финансиската теорија и практика. Дали смееме да вршиме трансфер на научните сознанија од развиените земји, ако знаеме дека компаниите во нашето поднебје тргнуваат од поинакви појдовни основи? Второ, дали има смисла да ги применуваме методите и критериумите на современиот финансиски менаџмент, доколку тие подразбираат нешто што не е реалност во овие земји? Трето, дали е реално да се очекуваат успешни емисии на акции, кога акционерите се свесни дека нивните интереси не се наоѓаат на списокот на приоритети на менаџерите? Четврто, дали инвестирањето во хартии од вредност не добива форма на hazard, ако инвеститорите знаат дека менаџерите воопшто не ја имаат предвид цената на акциите на компаниите што ги водат? Петто, но не и последно, колку научните истражувања на ова поле можат да дадат одржливи резултати, кои би биле компарабилни со оние од развиените земји, итн.?

Овие заклучоци ни укажуваат на тоа дека треба да бидеме повнимателни при трансферот на знаењата од развиените пазарни економии. Безусловното прифаќање на принципите и стандардите кои важат за овие земји може да доведе до низа погрешни чекори при формулирањето на политиките и изградбата на институциите во помалку развиените земји. Развојот на корпоративното управување и пазарот на капитал се само два примери кои се ги допревме во овој труд. За да се избегнат овие проблеми, потребно е да се реализираат пообемни истражувања на практиките на македонските компании и тоа на повеќе полиња, а резултатите од тие истражувања да послужат како основа за моделирање на економските политики, промени во регулативата и иницирање проекти за приближување на тие практики кон оние на компаниите од развиените земји.

ЛИТЕРАТУРА

- Alpaslan C. M., Green S.E., Mitroff I. I. (2009). Corporate Governance in the Context of Crises: Towards a Stakeholder Theory of Crisis Management, *Journal of Contingencies and Crisis Management*, 17(1), 38-49.
- Altman, B. W. (1998). Corporate community relations in the 1990s: A study in transformation. *Business and Society*, 37, 221-227.
- Bratton, W. W. (2002). Enron and the dark side of shareholder value, *Tulane Law Review* 76, 1275-1361.
- 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.
- Damodaran, A. (2011), *Applied Corporate Finance*, 3rd edition, John Wiley & Sons
- Donaldson, T., Preston L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications, *The Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Ehrhardt, M.C., Brigham, E.F. (2017), *Corporate Finance: A Focused Approach*, 6th edition, Cengage Learning, Florida.
- Harrison, J. S., Bosse, D. A. & Phillips, R. A. (2010). Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage, *Strategic Management Journal*, 31 (1), 58-74. doi:10.1002/smj.801

- Hillman, A. J., Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?, *Strategic Management Journal*, 22, 125–139. doi:10.1002/1097-0266(200101)22:2<125::AID-SMJ150>3.0.CO;2-H
- Höpner, M. (2001). *Corporate governance in transition: Ten empirical findings on shareholder value and industrial relations in Germany*, Köln: Max-Planck-Institut Für Gesellschaftsforschung.
- Mramor D., Valentinčič, A. (2001). When Maximizing Shareholders' Wealth Is Not the Only Choice, *Eastern European Economics* 39 (6), 64-93
- 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
- Sundaram, A. K., Inkpen, A. C. (2004). The corporate objective revisited. *Organization Science*, 15(3), 350-363.

ATTITUDES OF MACEDONIAN MANAGERS WITH RESPECT TO VALUE MAXIMIZATION AS A COMPANY OBJECTIVE

Sasho Arsov, PhD

Ss. Cyril and Methodius University in Skopje
Faculty of Economics - Skopje
sarsov@eccf.ukim.edu.mk

Summary

The maximization of company value as a means to increase the wealth of its owners has nowadays been widely accepted as the ultimate goal of the company. It refers to both public joint stock and privately owned companies, although their value is not directly observable through the capital market. This objective function lies in the core of most of the principles of modern financial and portfolio management. This paper explores the degree to which this objective has been accepted by the managers of the Macedonian companies and their overall attitude toward the welfare of the shareholders. A sample consisting of nearly all listed companies from the Macedonian Stock Exchange (total of 101 companies) was created and their internet sites have been analyzed. The results of the study are disappointing. The abovementioned objective is almost non-existent and the companies are still mostly focused on the traditional performance measures. The managers are rarely interested in the market stock prices of the companies they run and they have not yet developed clear awareness of their ultimate accountability towards the shareholders. This situation opens several issues: the real applicability of the financial management principles, the development potential of the capital market, as well as the mere rationality of investing on shares under such conditions.

Keywords: corporate governance, shareholders, stock exchange, value maximization.
JEL classification: G11, G12, G31, G32

