



УНИВЕРЗИТЕТ "СВ. КЛИМЕНТ ОХРИДСКИ - БИТОЛА

ФАКУЛТЕТ ЗА ТУРИЗАМ И УГОСТИТЕЛСТВО - ОХРИД



Магистерски труд:

**Влијание на карактеристиките на одборот на директори врз
профитабилноста на компаниите за неживотно осигурување во
Р. С. Македонија**

Ментор

Доц. д-р Бојан Србиноски

Кандидат

Бојан Москов

Охрид, 2025

Содржина

Вовед.....	7
Теоретска содржина.....	9
Формулирање на проблемот и цели на истражувањето.....	13
Прашања за истражувањето и хипотези.....	13
Истражувачки методи и техники.....	14
Очекувани резултати.....	14
ГЛАВА I КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ.....	16
1.1. Модерна корпорација и корпоративно управување.....	16
1.2. Системи на корпоративно управување.....	20
1.3. Специфичности на корпоративното управување во финансиските институции.....	22
1.4. Системот на управување во рамките на Солветност II.....	26
1.5. Ефективно Управување со Одборот на Директори во Осигурителните Компании.....	30
1.6. Оценки и квалитетни проценки на корпоративното управување.....	33
ГЛАВА II ВНАТРЕШНИ И НАДВОРЕШНИ МЕХАНИЗМИ НА УПРАВУВАЊЕ И НИВНОТО ВЛИЈАНИЕ ВРЗ ПРОФИТАБИЛНОСТА НА КОМПАНИИТЕ.....	39
2.1. Внатрешни механизми.....	39
2.1.1. Одбор на директори.....	40
2.1.2. Карактеристики на извршниот директор.....	43
2.1.3. Други одбори.....	46
2.1.4. Политики на распределба на дивиденди.....	47
2.2. Надворешни механизми.....	51
2.2.1. Пазар за корпоративна контрола.....	51
2.2.2. Законодавна и регулаторна рамка.....	53
2.2.3. Заштита на малцинските акционери.....	56
2.2.4 Конкурентски услови.....	60

ГЛАВА III ВЛИЈАНИЕ НА КАРАКТЕРИСТИКИТЕ НА ОДБОРОТ НА ДИРЕКТОРИ ВРЗ ПРОФИТАБИЛНОСТА.....	61
3.1. Големина на одборот на директори и профитабилноста.....	61
3.2. Промени во одборот на директори и профитабилноста.....	67
3.3. Учество на надворешни директори и профитабилноста.....	70
ГЛАВА IV ПОДАТОЦИ И МЕТОДОЛОГИЈА НА ИСТРАЖУВАЊЕТО.....	76
4.1. Примерок.....	76
4.2 Податоци и извори на податоци.....	81
4.3 Методи за обработка и анализа на податоци.....	81
ГЛАВА V ЕМПИРИСКА АНАЛИЗА.....	88
5.1. Големина на одборот на директори и профитабилноста.....	88
5.2. Учество на надворешни директори и профитабилноста.....	91
5.3. Промени во одборот на директори и профитабилноста.....	94
Заклучни согледувања и препораки.....	98
Користена литература.....	102

Апстракт

Целта на овој магистерски труд е да ја испита врската помеѓу карактеристиките на одборите на директори и перформансите на осигурителните компании за неживотно осигурување во Северна Македонија. Со оглед на критичната улога на управувачките структури за ефикасноста на фирмата и донесувањето стратешки одлуки, ова истражување се фокусира на клучните карактеристики на одборите, вклучувајќи ја големината на одборите, учеството на надворешни директори и промената на членовите, за да се процени нивното влијание врз перформансите на компанијата. Користејќи податоци на ниво на компании од 2015 до 2022 година, студијата користи квантитативна анализа (методите на фиксни и случајни ефекти) за да се утврди како факторите на управување влијаат врз профитабилноста и целокупниот успех на фирмата во рамките на оваа уникатна пазарна поставеност. Резултатите покажуваат дека поголемата големина на одборот има негативно влијание врз профитабилноста (ROA), што укажува на намалена ефикасност при зголемена бројност. Спротивно на тоа, поголемото учество на надворешни директори се покажува како позитивен и статистички значаен фактор за подобри резултати, што потврдува дека независноста и надзорната улога придонесуваат за поквалитетно корпоративно управување. Честата ротација на членовите, пак, не покажува значаен негативен ефект, што укажува дека контролирана и планска промена може дури и да има позитивни импликации. Врз основа на добиените резултати, студијата препорачува: (1) оптимизирање на големината на одборите за подобрување на оперативната ефикасност, (2) зголемување на застапеноста на надворешни директори со релевантно искуство, (3) воведување на умерена, но планска ротација на членови за освежување на перспективите, и (4) развој на регулаторни насоки за добри практики во управувачките тела. Истражувањето придонесува кон разбирањето на корпоративното управување во специфичен индустриски и институционален контекст, и претставува основа за понатамошни анализи и компаративни студии во регионот.

Клучни зборови Неживотно осигурување, одбор на директори, профитабилност, Северна Македонија.

Abstract

The aim of this master's thesis is to examine the relationship between board characteristics and the performance of non-life insurance companies in North Macedonia. Given the critical role of governance structures in firm efficiency and strategic decision-making, this study focuses on key board attributes—including board size, the proportion of outside directors, and board member turnover—to assess their impact on company performance. Using firm-level data from 2015 to 2022, the study applies quantitative analysis (fixed and random effects models) to determine how governance factors influence profitability and overall firm success within this unique market setting. The results show that a larger board size has a negative impact on profitability (ROA), indicating reduced efficiency as board size increases. In contrast, a higher proportion of outside directors emerges as a positive and statistically significant factor for better performance, confirming that independence and supervisory roles contribute to more effective corporate governance. Frequent board turnover does not exhibit a significant negative effect, suggesting that controlled and planned change may even have positive implications. Based on these findings, the study recommends: (1) optimizing board size to enhance operational efficiency, (2) increasing the representation of outside directors with relevant industry experience, (3) introducing moderate but planned board member rotation to refresh strategic perspectives, and (4) developing regulatory guidelines for best practices in board governance. This research contributes to the understanding of corporate governance in a specific industrial and institutional context and provides a foundation for further analysis and comparative studies in the region.

Keywords: Non-life insurance, board of directors, profitability, North Macedonia.

Вовед

Корпоративното управување претставува клучен фактор за подобрување на организациската ефикасност, транспарентноста и профитабилноста на фирмите. Одборот на директори е централна компонента во структурата на корпоративното управување, со критична улога во стратешкото насочување, надгледувањето на менаџментот и обезбедување на усогласеност со интересите на засегнатите страни (Fama & Jensen, 1983; Aguilera et al., 2015). Меѓу различните карактеристики на одборот, големината на одборот често се идентификува како значајна детерминанта на ефективноста на процесите за донесување одлуки и корпоративните перформанси (Yermack, 1996; Coles, Daniel & Naveen, 2008).

Според некои автори, поголемите одбори можат да обезбедат поширок спектар на експертиза, искуство и пристап до надворешни ресурси (Dalton et al., 1999), додека други истражувања укажуваат дека преголемите одбори водат до послаба координација, конфликти во комуникацијата и намалена ефикасност (Jensen, 1993; Lipton & Lorsch, 1992). На сличен начин, променливоста на членството во одборот — преку замени, откажувања или нови назначувања — може да има амбивалентни ефекти врз компанијата, бидејќи претставува потенцијален индикатор за реструктурирање, но и за нестабилност (Hermalin & Weisbach, 2003).

Сепак, ефектите од овие карактеристики се чувствителни на институционалниот, културниот и економскиот контекст во кој компанијата функционира (Aguilera & Jackson, 2003; Claessens & Yurtoglu, 2013). Ова особено важи за специфични индустрии како што е осигурителниот сектор, кој се карактеризира со високи регулаторни барања, долгорочни обврски и сложени потреби за управување со ризик (Cummins & Weiss, 2014).

Во тој контекст, македонската индустрија за неживотно осигурување нуди релевантен амбиент за истражување на овие прашања, бидејќи е подложна на специфични институционални карактеристики, како што се високото учество на компании во странска сопственост, доминантноста на задолжителните линии на осигурување (на пример, авто-одговорност), и ограничената пазарна конкуренција (АСО, 2023).

Иако постои обемна литература за корпоративното управување во развиените економии, истражувањата кои се фокусираат на пазарите во развој, и особено на Западен Балкан, остануваат ограничени. Во многу транзициски економии, праксите за корпоративно

управување се сè уште во процес на институционализација, а нивната ефективност е предмет на тековна еволуција (Estrin & Prevezer, 2011). Според La Porta et al. (1999), ефективноста на корпоративното управување често зависи од квалитетот на правниот и регулаторниот систем, кој во земјите во развој обично е понеразвиен или неконзистентен.

Истовремено, осигурителниот сектор во вакви економии се соочува со структурни предизвици, како што се малата длабочина на пазарот, ограничената доверба на јавноста и низок степен на пенетрација на осигурување. Сето тоа ја нагласува потребата од ефективно управување и професионализирани одбори кои можат да обезбедат стабилност, усогласеност и стратешка насока.

Во однос на овие размислувања, целта на ова истражување е да го испита односот помеѓу карактеристиките на одборите на директори и перформансите на компаниите за неживотно осигурување во Северна Македонија. Поточно, истражувањето користи панел податоци за периодот 2015–2022 година за да анализира како атрибути како што се големината на одборот и ротацијата на членовите се поврзани со финансиските перформанси на компаниите, користејќи индикатори како поврат на средства (ROA), поврат на капитал (ROE) и комбиниран коефициент (combined ratio).

Оваа студија има неколку значајни придонеси. Прво, таа обезбедува нови докази во контекст на пазар во развој, со што се збогатува литературата во која често доминираат студии со податоци од развиени земји. Второ, таа претставува прва длабинска анализа на поврзаноста помеѓу управувачките карактеристики и перформансите во македонската индустрија за неживотно осигурување. Трето, резултатите имаат директни импликации за креаторите на политики, регулаторите и самите компании, бидејќи укажуваат на тоа какви структури и динамики во одборите може да се сметаат за оптимални во услови на ригорозна супервизија и специфични пазарни ограничувања.

Конечно, ова истражување одговара и на повикот за повеќе емпириски студии кои ќе го интегрираат институционалниот и индустрискиот контекст во анализа на корпоративното управување (Aguilera et al., 2015; Judge, Douglas & Kutan, 2008), и притоа ќе помогнат во градење на пофлексибилни и контекстуализирани теории за одбори и управување.

Теоретска содржина

Воведот обезбедува сеопфатен преглед на истражувањето со истакнување на клучните аспекти на студијата. Започнува со презентирање на истражувачкиот проблем, нагласувајќи го значењето на карактеристиките на одборите во корпоративното управување и нивното потенцијално влијание врз перформансите на осигурителите. Воведот исто така ги дефинира главните истражувачки цели и ги формулира истражувачките прашања кои ја водат студијата. Дополнително, накратко е опишана методологијата на истражувањето, вклучувајќи ја и употребата на панел регресиона анализа на податоци на ниво на компанија од македонскиот пазар за неживотно осигурување за периодот од 2015–2022 година. Понатаму, овој дел го воспостави поширокиот контекст зошто оваа тема е особено релевантна за осигурителната индустрија во Северна Македонија, истакнувајќи ја уникатната структура на пазарот, регулаторната средина и потребата за ефективно корпоративно управување. Со тоа, воведот ја постави основата за следните поглавја, обезбедувајќи јасно разбирање на целите и значењето на студијата.

ГЛАВА I

КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ

Во оваа глава се истражуваа концептот на корпоративно управување во контекст на модерната корпорација, со фокус на неговата улога во финансиските институции, особено осигурителните компании. Анализирани се различните системи на корпоративно управување, нивната примена и ефективност, како и специфичностите што произлегуваат од регулативите поврзани со Солветност II. Посебно внимание е посветено на функцијата и квалитетот на управување со Одборот на директори, како и на тоа како доброто корпоративно управување влијае на стабилноста, транспарентноста и перформансите на осигурителните компании. Преку оваа анализа се создава основа за подлабоко разбирање на влијанието на управувачките структури врз ефикасноста и долгорочната одржливост на финансиските институции.

ГЛАВА II

ВНАТРЕШНИ И НАДВОРЕШНИ МЕХАНИЗМИ НА УПРАВУВАЊЕ И НИВНОТО ВЛИЈАНИЕ ВРЗ ПРОФИТАБИЛНОСТА НА КОМПАНИИТЕ

Во оваа глава се анализирани внатрешните и надворешните механизми на корпоративно управување и нивното влијание врз профитабилноста на компаниите. Разгледана е улогата на Одборот на директори, карактеристиките на извршниот директор, други внатрешни одбори, како и политиките за распределба на добивката, како клучни елементи кои го обликуваат внатрешното управување. Во делот на надворешните механизми, вниманието е насочено кон пазарот за корпоративна контрола, законодавната и регулаторната рамка, заштитата на малцинските акционери и конкурентските услови. Преку оваа анализа се истражува како секој од овие фактори придонесува кон подобрување или намалување на профитабилноста, со цел да се идентификуваат најефективните механизми за остварување на стабилен и одржлив корпоративен раст.

ГЛАВА III

ВЛИЈАНИЕ НА КАРАКТЕРИСТИКИТЕ НА ОДБОРОТ НА ДИРЕКТОРИ ВРЗ ПРОФИТАБИЛНОСТА

Во оваа глава се испитува влијанието на клучните карактеристики на Одборот на директори врз профитабилноста на компаниите. Анализата опфаќа три аспекти: големината на одборот, промените во неговиот состав и учеството на надворешни (независни) директори. Анализирано е дали поголем број членови во одборот придонесува кон поефикасно донесување на одлуки или, пак, води кон забавување на процесите и намалена продуктивност. Понатаму, се анализираат ефектите од фреквентните промени во одборот и дали тие ја зголемуваат нестабилноста или пак носат свежи идеи и подобри резултати. Исто така, се разгледува и улогата на надворешните директори, со цел да се утврди дали нивното присуство има позитивен ефект врз контролата и независноста на управувањето, а со тоа и врз профитабилноста на компанијата.

ГЛАВА IV

ПОДАТОЦИ И МЕТОДОЛОГИЈА НА ИСТРАЖУВАЊЕТО

Во четвртото поглавје се претставени податоците, опишани карактеристиките на примерокот и е разработена методологијата која се користи за анализа на односот помеѓу карактеристиките на одборите и резултатите на осигурителите во македонската индустрија за неживотно осигурување. Студијата се базира на податоци на ниво на фирма кои го покриваат периодот од 2015–2022 година, собрани од Агенцијата за супервизија на осигурувањето и годишните извештаи на осигурителните компании. Примерокот ги вклучува сите лиценцирани осигурителни компании кои работат на македонскиот пазар во текот на овој период, обезбедувајќи сеопфатна застапеност на индустријата. Поглавјето исто така ги дефинира и конструира клучните променливи кои се користат во анализата, вклучувајќи индикатори за управување како што се големината на одборите, процентот на надворешни директори и промена на членовите на одборите, како и различни мерки за профитабилност на осигурителите. Статистичката анализа е спроведена со користење на софтверскиот пакет Eviews. Со прикажување на изворите на податоци, дизајнот на примерокот и методолошката рамка, ова поглавје обезбедува структуриран пристап за истражување на врската помеѓу управувањето и ефикасноста во осигурителната индустрија во С. Македонија.

ГЛАВА V

ЕМПИРИСКА АНАЛИЗА

Петтото поглавје ја претставува емпириската анализа која се однесува на трите главни истражувачки прашања на истражувањето во врска со влијанието на карактеристиките на одборите врз профитабилноста на осигурителните компании во Северна Македонија. Анализата е структурирана во три дела, секој фокусирајќи се на една од клучните променливи на управување: големината на одборите, присуството на надворешни директори и промена на членовите на одборите. Прво, односот помеѓу големината на одборот и профитабилноста на осигурителот е испитан за да се утврди дали поголемите одбори ја подобруваат ефикасноста на донесувањето одлуки и стратешкиот надзор или ако воведуваат предизвици за координација кои негативно влијаат на перформансите. Второ, влијанието на надворешните директори е анализирано за да се

процени дали независноста на одборот придонесува за подобро управување и профитабилност или ако надворешните директори имаат ограничено влијание поради сопственоста и регулаторните ограничувања. На крај, ефектот од промена на членовите на одборот е оценет за да се разбере дали промените во составот на одборот ја подобруваат динамиката на управување и приспособливоста на фирмата или го нарушуваат стратешкиот континуитет. Моделите за регресија на панел податоци се користени за да се проценат овие врски, со тестови за робусност спроведени за да се потврди стабилноста на резултатите. Наодите од ова поглавје обезбедуваат емпириски докази за тоа како структурите на корпоративното управување влијаат врз профитабилноста на осигурителите, нудејќи увид релевантен за индустриските практичари, регулаторите и креаторите на политики.

Последниот дел од студијата ги резимира клучните наоди, се дискутира за нивните пошироки импликации и ќе обезбеди препораки врз основа на емпиriskите резултати. Заклучоците ги истакнуваат главните заклучоци во врска со тоа како големината на одборот, присуството на надворешни директори и промената на членовите на одборот влијаат врз профитабилноста на осигурителите во Северна Македонија. Дискусијата ги контекстуализира овие наоди во рамките на пошироката литература за корпоративно управување, споредувајќи ги резултатите со претходните студии и адресирајќи ги потенцијалните причини за било какви сличности или несовпаѓања. Дополнително, ограничувањата на истражувањето се признати, вклучувајќи ги ограничувањата на податоците и методолошките размислувања, заедно со предлози за идните истражувања. Конечно, студијата вклучува препораки за регулаторите и осигурителните компании за подобрување на практиките на корпоративното управување. Со обезбедување на сеопфатна синтеза на придонесите на студијата, овој дел ќе понуди вредни увиди и за академски и за практични апликации во осигурителниот сектор.

Формулирање на проблемот и цели на истражувањето

Структурата и ефективноста на корпоративните одбори се централни за управувањето и перформансите на компаниите. На македонскиот пазар на неживотно осигурување, кој се карактеризира со доминантна странска сопственост и концентрација во линии на задолжително осигурување, улогата на одборите во обликувањето на перформансите на компаниите е особено значајна. Сепак, постојат ограничени емпириски истражувања кои испитуваат како карактеристиките на одборите влијаат врз резултатите на осигурителите во оваа уникатна средина. Оваа студија се обидува да ја пополни оваа празнина преку истражување на три клучни аспекти на составот на одборите и нивното влијание врз перформансите на компаниите.

- (1) Прво, ја испитува врската помеѓу големината на одборите и перформансите на осигурителите, истражувајќи дали поголемите одбори ја подобруваат ефикасноста на донесувањето одлуки или, обратно, ја попречуваат агилноста поради предизвици за координација.
- (2) Второ, ја испитува врската помеѓу учеството на надворешни директори и профитабилноста на компаниите за осигурување
- (3) Трето, студијата го истражува ефектот на промена на членовите на одборите врз перформансите на фирмата, земајќи во предвид дали честите промени ја нарушуваат стратешката конзистентност или воведуваат нови перспективи кои го подобруваат донесувањето на одлуки.

Со адресирање на овие цели, ова истражување има за цел да обезбеди вреден увид во динамиката на управувањето на македонскиот пазар на неживотно осигурување, нудејќи практични импликации за осигурителите, регулаторите и креаторите на политики.

Прашања за истражувањето и хипотези

За да се постигнат овие цели, студијата се обидува да одговори на следниве истражувачки прашања:

- (1) Каква е врската помеѓу големината на одборите и перформансите на осигурителните компании во Северна Македонија?

(2) Каква е врската помеѓу учеството на надворешни директори и перформансите на осигурителните компании во Северна Македонија?

(3) Каков е ефектот од промена на членовите на одборите врз финансиските и оперативните резултати на осигурителните компании?

Истражувачки методи и техники

Оваа студија користи панел регресиона анализа на податоци за да ја испита врската помеѓу карактеристиките на одборите и перформансите на компаниите за осигурување на македонскиот пазар за неживотно осигурување во периодот од 2015–2022 година. Анализата се базира на податоци на ниво на компанија собрани од Агенцијата за супервизија на осигурување и годишните извештаи на осигурителните компании, обезбедувајќи сеопфатна база на податоци. Врз основа на претходната литература, ние конструиравме широко користени индикатори за мерење на големината на одборите и промените на членовите на одборите, како и различни финансиски и оперативни мерки за осигурителните компании. Анализата на податоците на панелот ни овозможува да контролираме за фактори специфични за компаниите и временски непроменливи фактори, обезбедувајќи стабилен увид во динамичните ефекти на карактеристиките на одборите врз перформансите. Статистичката анализа е спроведена со користење на софтверскиот пакет Eviews, користејќи ги своите способности за ракување со економетрија на панел податоци, вклучувајќи фиксни ефекти, случајни ефекти и проверки на робусноста за да се обезбеди валидност и веродостојност на резултатите. Преку овој методолошки пристап, студијата има за цел да обезбеди емпириски докази кои можат да придонесат и за академските истражувања и за практичните стратегии за управување во осигурителниот сектор.

Очекувани резултати

Резултатите од оваа студија се очекува да обезбедат вреден увид во улогата на карактеристиките на одборите во обликувањето на перформансите на осигурителните компании на македонскиот пазар. Прво, очекуваме да најдеме значајна врска помеѓу големината на одборите и перформансите на осигурителите, каде што или оптималната големина на одборите ја зголемува ефикасноста на одлуките или прекумерната големина на

одборите води до координациони предизвици и неефикасности. Второ, очекуваме учеството на надворешни директори во корпоративното управување да има позитивен импакт врз профитабилноста на компаниите редуцирајќи го прекумерното преземање ризици на извршните директори. Трето, очекуваме дека промените на членовите на одборите ќе има нијансиран ефект врз перформансите на осигурителното друштво – умерените промени може да воведат нова експертиза и иновации, додека прекумерните промени може да го нарушат стратешкиот континуитет и оперативната стабилност. Со обезбедување емпириски докази за овие односи, студијата има за цел да придонесе кон поширокото разбирање на корпоративното управување во осигурителниот сектор и да понуди практични импликации за осигурителите, регулаторите и креаторите на политики во обликувањето на управувачките структури кои ги подобруваат перформансите на компаниите.

ГЛАВА I

КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ

1.1. Модерна корпорација и корпоративно управување

Историскиот развој на корпорацијата започнува во втората половина на 16. век и на почетокот на 17. век во Велика Британија за време на владеењето на кралица Елизабета I, со создавање на организации кои ги сметаме за предвесници на модерната корпорација, а тоа се: The Muscovy Company од 1555 година, Spanish Company од 1557 година, East India Company од 1601 година и Virginia Company of London од 1606 година, кои имале задача да ги заменат, односно да ги подобрат партнерствата и содружништва карактеристични за поголемите претприемачки активности од тој период. (Colley, Doyle, Logan, Sttetinius, 2003., pp. 9.) Овие организации се основани во времето на колонијализмот со афирмацијата на Англија и Холандија како моќни колонијални сили (заедно со Португалија и Шпанија), со цел да се овозможи колонијална трговија. Заедно со нив, мотивите за создавање такви организации биле: изградба на болници, универзитети, железници и слично, односно она што владата тогаш го сметала за јавен интерес. Карактеристика, но и ограничување на тогашните корпорации било тесно и јасно дефинирано поставување на целта на нивното постоење, која била дадена од страна на државата преку повелба за основање. Дури кон средината на 19 век корпорациите добиваат облик на современи корпорации какви што ги познаваме денес. Британскиот парламент во 1844 година донел закон кој им овозможил на корпорациите сами да ја дефинираат целта на своето постоење, односно било дозволено основање корпорации без државна повелба или дополнително одобрение од парламентот, а во 1854. година бил донесен Закон за ограничена одговорност на акционерите (Grant 2003., pp. 923.)

Правиот процвет на корпорациите се случува во 20 век, на што допринел развојот на акционерските друштва како правна форма, но и потребата од капитално консолидирање заради финансирање на претприемачки потфати, што било најлесно да се оствари преку корпорациите. Корпорациите, чии што акции се наоѓаат на финансискиот пазар, значително се разликуваат од малите претпријатија со препознатливо сопствеништво. (Colley, Doyle, Logan; Sttetinius, 2003., pp. 13.)

Еволуцијата и технолошкиот напредок ја зголемиле сложеноста на корпорациите. Засилувањето и ширењето на трговијата, воспоставувањето, развојот и се поголемото

значење на пазарот на капитал, државната дерегулација како и други фактори, постојано ги менувале визиите за претходните претпријатија и давале основа за создавање на модерната корпорација, можеби најважната општествена иновација на минатиот век. (Chandler 1990., pp. 7.)

Модерната корпорација е термин кој го измислија Adolf Berle и Gardiner Means основачите на теоријата за корпоративно управување, а се однесува првенствено на видот на претпријатие во кое сопствениците веќе не се лично одговорни за обврските, ниту за било какви други задолженија кои претпријатието ги создава или може да ги создаде (ограничена одговорност), како и на одвојувањето на сопственичката функција од функцијата за администрирање на ресурсите на претпријатието, една од најважните појави во економската историја. (Berle и Means, 1932)

Модерните корпорации, чијашто акции се листираат на пазарите на капитал, фундаментално се разликуваат од приватните претпријатија со препознатливо сопствеништво обично на мал број сопственици. Корпорацијата постои како посебен правен ентитет акционерско друштво создадено во рамки на позитивни правни законски решенија, одвоено од своите сопственици и менаџери – има неограничено траење, лесен пренос на сопственост и ограничена одговорност на акционерите. (Tipurić et al., 2008, pp. 11.)

Познатиот американски економист и теоретичар Chandler смета дека модерната корпорација е една од најзначајните општествени иновации на 20 век. Корпорациите дадоа клучен поттик за економски раст, посебно преку искористување на можностите на економијата на обем, а од друга страна покажале ефикасност и во алоцирањето на ресурси, создавањето на нови технологии, производи и услуги, како и во зголемувањето на продуктивноста (Chandler, 1990).

Корпорацијата е, значи, механизам создаден за да им дозволи на различни страни да допринесуваат со капитал, експертиза и труд, со цел максимизирање на користа за секој од нив. Инвеститорите (сопствениците) имаат можност да учествуваат во профитите на претпријатието без да преземаат одговорност за неговото работење. Менаџментот има шанса да го води претпријатието без одговорност за вложување лични финансиски средства.

Сопствениците, значи, имаат ограничена одговорност, како и ограничено учество во случувањата во претпријатието, но имаат право да ја изберат (директно или индиректно преку надзорен одбор) управата. (Tipurić et al., 2008, pp. 20.)

Richard Eells во 1960. година во студија објавена во Columbia University Press под насловот "The Meaning of Modern Business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise" го користел поимот корпоративно управување (eng. Corporate Governance), што е првата документирана употреба на поимот корпоративно управување. (Eells 1960, pp. 108.)

Корпоративно управување е своевиден "менаџмент на менаџментот" или метаменаџмент, бидејќи вклучува сет на односи и интеракции на менаџментот, одборите, акционерите и интересно-утврдените групи и дефинира рамка за поставување цели и определување средства за постигнување на тие цели, како и следење на извршување и ефикасност. (Tirurić et al., 2015, pp. 9.)

Корпоративното управување се занимава со управувачките структури и процеси во бизнис системите, а во најширока дефиниција опишува систем на надзорни механизми преку кои сите добавувачи на клучни инпути треба да осигураат поврат на своите инвестиции во корпорацијата, без да го загрозат нејзиниот долгорочен опстанок и просперитет. Вклучува сет на односи помеѓу менаџментот, одборите, акционерите и интересно-утврдените групи; дефинира рамка за поставување цели и одредување средства за постигнување на тие цели и следење на извршувањето и ефикасноста на претпријатието. Корпоративното управување треба да даде одговори на прашањата кој ја надгледува корпорацијата и зошто, како се управува со корпорацијата и во чиј интерес (Tirurić, 2008, pp. 3.-10.).

Во современата научно-истражувачка парадигма најприсутни теории на корпоративно управување се: агенциска теорија и теорија на услужност. Агенциската теорија го дефинира односот помеѓу сопствениците како принципиали и менаџерите како агенти; принципалот ја делегира работата на агентот кој ја извршува со надзор на принципалот преку своите претставници или лично. Нивните интереси не секогаш се поклопуваат, па произлегува т.н. агенциски проблем помеѓу принципалот и агентот, во кој агентот работи за својот личен интерес, занемарувајќи ги интересите на принципалот-сопственикот. Теоријата на услужност го дефинира овој проблем поинаку; ја оспорува поставката на агенциската теорија така што односот помеѓу принципалот и агентот го опишува во услужен контекст во кој целите се заеднички, а делувањето на менаџерот е во интерес на претпријатието.

Теоретскиот пристап кој артикулира современ дискурс на дисциплината на корпоративно управување и нуди нова перспектива во барањето на одговори на прашањата кој управува со претпријатието и во чиј интерес, познат е во литературата како пристап на заинтересираните страни кон претпријатието. Определувањето на корпоративното управување преку рамката на максимизацијата на богатството за акционерите било напуштено во корист на дефиницијата на феноменот низ призма на односите на претпријатието со клучните заинтересирани групи од неговото опкружување. Претпријатието е економски систем чиешто цел е максимизација на профитот, но исто така е и институција на општеството, па улогата на управувачките структури во претпријатието не може да биде ограничена исклучиво на осигурување на профитно максимизирачко дејствување (со други зборови, профитот мора да се создава на општествено прифатлив и одговорен начин, почитувајќи ги интересите на сите заинтересирани страни, без чија поддршка опстанокот и целта на претпријатието би биле доведени во прашање). Тие мораат да воспостават таков систем на надзорни механизми кој ќе осигура дека сите добавувачи на клучни влезови ќе добијат поврат на нивните инвестиции во претпријатието. (Lovrinčević, 2012., pp. 5.-6.)

Корпоративното управување може да се опише како формален систем на одговорност на менаџментот кон акционерите, подразбира заштита на интересите на сопствениците, пред сè преку механизми на дисциплинирање на менаџментот. Од друга страна, поимот вклучува цела мрежа на формални и неформални односи кои се јавуваат во корпорациите, како и последиците од тие односи за општеството во целина. (Keasy, Thompson, Wright, 1997., pp. 2.)

1.2. Системи на корпоративно управување

Различни историски, културни, политички и економски карактеристики имаат пресудно влијание врз карактеристиките и праксата на корпоративното управување во одредена земја, па речиси е невозможно да се најде земја со идентични карактеристики на

корпоративното управување. Сепак, можно е да се најдат сличности во клучните димензии на корпоративното управување помеѓу различни групи земји. Затоа, терминот "систем на корпоративно управување" се користи за да се класифицираат споредливите национални практики на корпоративно управување. На глобално ниво постојат два основни системи на корпоративно управување: отворен и затворен систем (Tirugic, 2008:10).

Разликите помеѓу отворениот и затворениот систем на корпоративно управување може да се најдат во одговорите на прашањата: (1) кои се најважните интересни и влијателни групи кои влијаат на одлуките што се носат во корпорациите, (2) кои инструменти и механизми ги имаат на располагање поединечните интересни-групи, како ги користат тие и на кој начин учествуваат во корпоративното управување, (3) на кој начин улогите на поединечните носители на интереси (и механизмите што тие групи ги имаат на располагање) влијаат на основните прашања и проблеми на корпоративното управување (Schmidt, 2004., pp. 5.).

Потпирањето на различни механизми на корпоративно управување произлегува од различните дефиниции на корпоративната контрола во отворениот и затворениот систем. Отворениот систем на корпоративно управување е својствен за англоамериканскиот деловен круг, чии основни цели се усогласување на интересите на менаџментот на компанијата и интересите на инвеститорите (актуелни и идни акционери). Интересите на другите интересни групи во рамките на отворениот систем на корпоративно управување се ставаат во втор план. Затворениот систем на корпоративно управување, кој ја одликува континентална Европа и Јапонија, опфаќа широк спектар на правни, културолошки и институционални односи кои го определуваат влијанието на поединечните интересни групи во поставувањето цели и надзор на спроведувањето на деловната политика на компанијата (Blair, 2005., pp. 3.).

Отворениот или англо-американски систем на корпоративно управување е карактеристичен за Соединетите Американски Држави и Обединетото Кралство. Некои од основните карактеристики на отворениот систем на корпоративно управување се: (1) дистрибуирана сопственичка структура со значајно институционално сопствеништво; (2) призната "надмоќ" на интересите на акционерите во законодавните решенија; (3) голем акцент на заштита на малцинските акционери и (4) релативно силни барања за објавување информации (Stilpon и Thompson, 2001.).

Најважната карактеристика на отворениот систем е разделеноста на сопственоста од контролата, што произлегува од високата фрагментација на сопственичката структура, односно големиот број на акционери кои поседуваат мали пакети на акции (Tipurić и Hruška, 2007., pp. 84.).

Отворениот систем често се нарекува и пазарно ориентиран (engl. market-oriented), бидејќи компаниите силно се потпираат на пазарите на капитал за набавка на финансиски средства, но и како надзорен механизам. Јавното објавување на клучните финансиски податоци е исклучително важно. Со оглед на тоа што пазарите на капитал се ликвидни и многу развиени, инвеститорите треба да имаат доверливи и соодветни информации, а регулаторната рамка е дизајнирана за да може да обезбеди целосни информации за инвеститорите и да се обиде да осигура еднакви можности за пристап до информации (Fox, 1997., pp. 708.).

Затворениот систем на корпоративно управување е карактеристичен за земјите на континентална Европа и Јапонија. Тој се нарекува и внатрешен (инсајдерски) систем, континентален или континентално-јапонски систем на корпоративно управување. Некои од основните карактеристики на затворениот систем се: (1) концентрирана сопственичка структура, (2) големите акционери имаат корисничка позиција на корпоративна контрола, (3) долгорочно финансирање преку долгови, (4) пазарите на капитал се релативно неликвидни и имаат ограничена контролна улога, (5) неактивен пазар за корпоративна контрола и ригидно пазарно работење и (6) банките имаат важна улога во корпоративното управување (Aguilera и Jackson, 2010., pp. 84.-93.).

Во земјите кои го карактеризираат затворениот систем, сопственичката концентрација е значителна, што ги става сопствениците во централна позиција во корпоративното управување. Во корпорациите, контролата е концентрирана во рацете на мал број инвеститори со различни интереси, со значајна улога на банките и работниците во управувачките процеси. Специјална улога имаат сопствениците на значителни пакети акции кои преземаат активна улога во надзорот и управувањето со корпорациите. Групите на акционери поседуваат големи проценти од вкупниот број на акции кои јавно се тргуваат. Улогата на пазарите на капитал е значително помала отколку во отворениот систем, а објавувањето на информации е ограничено и недоволно развиено. Берзите не

функционираат како пазари за корпоративна контрола како што е случајот во отворениот систем (Tirugić, 2006., pp. 86.).

Карактеристика на затворениот систем на корпоративно управување е можноста за договарање меѓу мнозинските сопственици и меѓу мнозинските сопственици и интересните групи (банки, менаџери, вработени), што може да ги загрози целите на малцинските акционери. Надзорот над компанијата е од исклучителна важност, особено кога не постојат механизми за заштита на малцинските акционери. Заштитата на малцинските акционери е во интерес на и големите акционери, бидејќи при преземањето на компанијата, кои се поретки отколку во отворениот систем, помала е можноста за губење контрола над компанијата. Според критичарите на овој систем, постојат неколку основни проблеми, а тоа се: (1) создавање на пирамидална корпоративна структура, (2) договори помеѓу акционерите, (3) дискриминација на правата на глас и (4) постојано слабење на влијанието на малцинските акционери (Clarke, 2007., pp. 171.).

1.3. Специфичности на корпоративното управување во финансиските институции

Во секторот на финансиски услуги, корпоративното управување треба да ги земе во предвид интересите на другите засегнати страни (депозитарите, штедачите, носителите на полиси за осигурување на живот, итн.), како и стабилноста на финансискиот систем, поради систематската природа на многуте учесници (Европска комисија, 2010). Интересите на кредиторите на финансиските институции (депозитарите, носителите на полиси за осигурување на живот, корисниците на пензиски планови и, до одреден степен, вработените) потенцијално се во спротивност со интересите на нивните акционери. Последните уживаат во растот на цената на акциите и максимизацијата на профитите во краткорочен период и можеби помалку се заинтересирани за премногу низок ризик. Иако перцепцијата може да биде различна, очигледно постои и некое ниво на усогласеност. Добри и сигурни приноси за инвеститорите обезбедуваат дека осигурителот задржува пристап до капиталните пазари на прифатливи камати, што на крајот ги користи и другите кредитори и носители на полиси. Од нивна страна, депозитарите и другите кредитори се фокусираат само на способноста на финансиската институција да ги врати нивните депозити и други доспеани долгови, и така на нејзината долгорочна одржливост (Mülbert, 2008).

Поради посебностите кои се поврзани со природата на нивните активности, повеќето финансиски институции се строго регулирани и надгледувани. Поточно, внатрешното управување на финансиските институции не може да се сведе на едноставен проблем на конфликти на интереси меѓу акционерите и менаџментот. Како последица, според европскиот пристап, правилата за корпоративно управување во финансиските институции мора да бидат адаптирани за да ги земат во предвид специфичната природа на овие компании (Европска комисија, 2010).

Што се однесува до осигурителниот сектор, вреди да се напомене дека и во САД и во Европа беше поддржана нова регулаторна интервенција, иако со различни цели. Всушност, во САД, надзорот на осигурителната индустрија – за да се подобри системот за регулативи базиран на држави за финансиска стабилност – изгледа дека беше главната грижа на реформите по кризата. Во Европа, прудентниот надзор беше главна грижа, иако директивата Солвентност II се занимава не само со барањата за капитал, туку и со прашања за управување.

Финансиската криза од 2008 година покажа дека корпоративното управување во финансиските институции било неуспешно, главно поради прекумерно преземање ризици, поттикнати од надоместоци (De Larosière High Level Group, 2009). Во оваа ситуација, осигурителната индустрија беше помалку погодена од финансиската криза во споредба со банкарскиот систем, иако сепак беше делумно вклучена во турбуленциите со деривативи (на пример, AIG во САД) (Boubakri, 2011). Во текот на оваа декада, донесени се различни реформи кои се однесуваат на банките, осигурувањето и инвестиционите фирми како одговор на финансиската криза. Сепак, САД и Европа не ги следеа истите пристапи. Главниот фокус на Законот Дод-Френк е на финансиската стабилност, обврските за обелоденување и транспарентност, наместо на корпоративното управување, со исклучок на „кажување за плата“, пристап и обелоденување на разделувањето на улогите на главниот извршен директор и претседателот. Напротив, Европската Унија изгледа дека посветила повеќе внимание на прашањата за корпоративно управување (Moloney, 2014).

Посебно внимание е посветено на структурата и функционирањето на одборот, политиката за управување со ризици и внатрешниот систем на контрола, како и извршните надоместоци и надзор (Hilb, 2011). Сепак, во сржта на европските реформи како реакција

на перцепираните неуспеси во управувањето стои идејата за зајакнување на улогата на одборот за да се избегне прекумерно и непромислено преземање ризици (Winter, 2012).

Што се однесува до корпоративното управување во банките, иако слични заклучоци можат да се претпостават за целиот финансиски сектор, истражувачите тврдат дека основната оправданост за регулирање на внатрешните контроли е максимизирање на „ефективноста“ со која се управува со изложеноста на ризик (Pi и Timme, 1993). Тоа е многу различен фокус, далеку од традиционалниот пристап за управување кој се фокусира на правата на акционерите (Levine, 2004). Понатаму, банките со најизразено 'проакционерски' ориентирани одбори и најголема усогласеност меѓу извршните надоместоци и цената на акциите беа токму тие што презедоа најголеми ризици и претрпеа најзначајни загуби за време на кризата. Како последица, потребна е значајна промена во размислувањето за тоа како се управуваат банките (Armour et al., 2016). Затоа, една од главните цели на меѓународните стандарди за банкарскиот сектор е да обезбеди насоки за супервизорите кои фаворизираат „послаби права“ за акционерите и „посилни права“ за другите групи засегнати страни (Basel Committee on Banking Supervision, 2010). Ова се нарекува „управување со ризик“, затоа што фокусот е на осигурување дека ризиците се адекватно управувани и обелоденети (Financial Stability Board, 2013).

Ефикасноста на корпоративното управување на финансиските институции е централна тема за меѓународните тела кои поставуваат стандарди во банкарскиот сектор (Wright, Sheedy и Magee, 2016) и е вклучена во регулаторната рамка на упатствата и техничките совети издадени од Европските надзорни тела за сите финансиски институции (ESA 3L3 Task Force on Internal Governance, 2009). Неодамнешните значајни ризични инциденти и корпоративни скандали предизвикани од непрофесионализам во банкарскиот сектор сугерираат дека финансиските институции треба дополнително да ги засилат мерките за корпоративно управување, како и етика и култура (Group of Thirty, 2015). Европското законодавство по финансиската криза јасно покажува дека регулацијата на корпоративното управување оди над традиционалниот пристап на законот за компании, бидејќи режимот на управување треба да обезбеди не само „интегритет на пазарот“ (De Jager, 2017) за да се намали прекумерното преземање ризици, туку и „заштита на инвеститорите“ во однос на Мифид режимот и „заштита на носителите на полиси“ во однос на осигурувањето регулирано под Солвентност II режимот (Dreher, 2015).

Фокусот на довербата е уште појасен во законодавството за осигурување. Всушност, главната цел на директивата Солвентност II е да обезбеди адекватна заштита на носителите на полиси и бенефициери, исто така преку ново управување со ризици, финансиски извештаи и проценка на корпоративно управување (Dreher, 2015). За разлика од банкарската регулатива, финансиската и пазарната стабилност, иако важни цели на регулативата за осигурување и реосигурување, не треба да ја попречуваат главната цел (Солвентност II Directive, Recital 16, 2009). Затоа, во осигурителниот сектор, регулативата и надзорот на внатрешните механизми за управување е клучен во рамката за управување со ризици, затоа што некои ризици може да бидат соодветно адресирани само преку барања за управување (Солвентност II Directive, Recital 29, 2009). Ефикасниот систем на управување бара проактивен пристап од страна на осигурителните компании, со значајно влијание на должностите и обврските на членовите на одборот, од една страна, и на способноста на супервизорот да ја процени усогласеноста на внатрешното управување со овие специфични барања, од друга страна (Swain и Swallow, 2015).

Последно, но не и најмалку важно, неефикасните системи за внатрешна контрола во банкарските институции биле и значајни фактори во неколку случаи на измама (Erhard и Jensen, 2015). Ова повикува на поблиска соработка помеѓу регулаторите, како и надворешните и внатрешните ревизори, за да се врати јавната доверба во финансиските институции (Arndorfer и Minto, 2015). Важно е да се напомени дека извештајот Шарма (2002) идентификуваше причинска врска помеѓу компаниите кои или пропаѓаат или се инхерентно ранливи и „основната менаџерска слабост или оперативна слабост“. Добри практики на управување и силно управување со ризици затоа се есенцијални аспекти на прудентната регулаторна рамка (Swain и Swallow, 2015).

1.4. Системот на управување во рамките на Солвентност II

Барањата на Солвентност II се дизајнирани за да обезбедат подобрена и пост конзистентна заштита на осигурениците низ цела Европа. Тие се структурирани во три 'столба', кои ги опфаќаат квантитативните барања, квалитативните барања,

супервизорскиот преглед, како и известувањето и обелоденувањето. (KPMG, 2002). Солвентност II има за цел да осигури дека фирмите ги идентификуваат, квантитативно ги оценуваат и управуваат со своите ризици на соодветен и проактивен начин. Во оваа смисла, воведува подобрени барања за управување со ризици. Важно е да се напомене дека Солвентност II претставува претежно „максимално хармонизирачки“ регулаторна рамка, која воведува единствен сет на барања што треба да се применуваат доследно низ Европа. Директивата веќе вклучува значителен степен на деталност во однос на принципите и барањата на системот на управување, особено во споредба со текстовите на Ниво I и/или Ниво II што ги имплементираат мерките на другите ЕУ директиви за финансиски услуги (Guccione, 2017).

Директивата на Солвентност II ги покрива најважните прашања кои треба да се регулираат за да се осигури соодветен стандард за управување во осигурителните и реосигурителните компании. Затоа, опсегот на суштински и обемни мерки на Ниво II – со некои специфични исклучоци, како што се правилата на Ниво II за аутсорсинг, надоместоци, управување со ризици и вреднување – е ограничен (CEIOPS, 2009). Понатаму, Член 50 од Директивата го утврдува минималниот содржински опсег на имплементирачките мерки на Ниво II. Ова се причините зошто одредбите на Столб II кои се однесуваат на корпоративното управување на осигурителни компании ги вклучуваат и насоките на Европската Агенција за Осигурување и Пензиски Фондови (EIOPA) кои ги дополнија барањата на Солвентност II, како што е предвидено со Директивата и Имплементационите Мерки, за да се поттикне надзорната конвергенција во земјите-членки на Европската Унија (EIOPA, 2015).

Во однос на целокупниот систем на управување за осигурителни и реосигурителни компании, Секцијата 2 на Глава IV од Директивата се фокусира на регулирање на следниве главни прашања: општи барања за управување, барања за компетентност, управување со ризици, внатрешна контрола, аутсорсинг и принципот на разумен човек. „Општите барања за управување“ (Чл. 41) имаат за цел да имплементираат ефективен и соодветен систем на управување, кој обезбедува здраво и разумно управување со бизнисот и го поставува имплементирањето на писмени политики кои се однесуваат на главните функции на компанијата (т.е. управување со ризици, внатрешна ревизија, внатрешна контрола, аутсорсинг), вклучувајќи развој на планови за непредвидени ситуации.

„Барањата за компетентност за лица кои ефективно ја водат компанијата или имаат други клучни функции“ (Чл. 42-43) имаат за цел да осигурат дека сите лица кои ефективно управуваат со компанијата или извршуваат клучни функции во компанијата се компетентни, што значи дека ги исполнуваат професионалните и репутационите стандарди. „Управувањето со ризици“ (Чл. 44) има за цел да имплементира ефективен систем за управување со ризици во компанијата, која вклучува стратегии, процеси и процедури за известување неопходни за идентификување и управување со главните ризици на кои компанијата е изложена, како поединечно, така и на ниво на група, вклучувајќи ја активноста за „вреднување на сопствениот ризик и солвентност“ (Чл. 45).

„Внатрешна контрола“, „внатрешна ревизија“ и „актуарска функција“ (Чл. 46-48) имаат за цел да имплементираат ефективен систем на внатрешна контрола, функција за внатрешна ревизија и актуарска функција во компанијата. Овие барања за управување се разгледани и, во некои случаи, понатаму развиени во Имплементационите Мерки и насоките на ЕИОРА за системот на управување (ЕИОРА, 2015). Важно е да се запамети дека и Директивата на Солвентност II и насоките на ЕИОРА се насочени кон надлежните национални органи кои треба да имплементираат, на национално ниво, соодветни мерки во предвидената временска рамка за да осигураат усогласеност со одредбите на Директивата за Солвентност II и насоките на ЕИОРА (ЕИОРА, 2015).

Директивата бара од сите осигурителни и реосигурителни компании да имаат воспоставено ефикасен систем за управување кој обезбедува здраво и разумно управување со бизнисот (Manes, 2017). Тој систем најмалку треба да вклучува соодветна транспарентна организациска структура со јасно распоредување и соодветна поделба на одговорности, како и ефикасен систем за обезбедување на пренос на информации (CEIOPS, 2009). Во согласност со најдобрите практики за корпоративно управување, Насоките на ЕИОРА ставаат посебен акцент на организацијата на компанијата, однесувајќи се, како и обично, на четири главни области: ефикасен систем за управување (кој вклучува ризик), внатрешен контролен систем, организациска и оперативна структура и процес на донесување одлуки. Поради тоа, во проширена перспектива, повеќето насоки на ЕИОРА не претставуваат посебен степен на иновации, освен некои аспекти кои се сепак отворени за дебата. Како што е случај со постојните барања за управување за кредитни институции и инвестициони компании кои се утврдени во режимите поставени во Директивата за капитални барања и Директивата за

пазарите на финансиски инструменти, исто така, под Солвентност II, административното, управувачкото или супервизорското тело (CEIOPS, 2009) е во центарот на системот за управување.

Првата насока од општите барања за управување (Насока 1) се фокусира на должноста на административното тело да биде информирано (EIOPA, 2015). Комитетите (ако се формирани), врвното управување и клучните функции со кои управниот одбор треба да интегрира, „Проактивно барајќи информации од нив и предизвикувајќи ги тие информации кога е потребно“. Не може да се занемари дека оваа одредба бара од директорите проактивно да постапуваат. Тоа значи дека управниот одбор треба да извршува доста строга должност на мониторинг. Всушност, директорите не само што треба да ги проверуваат информациите што им се доставени, туку треба и да соберат значајни информации сами. Ова решение може да влијае на општиот принцип дека директорите можат да се потпрат на информации од службеници. Во овој случај, областите на одговорност на неизвршните директори би се зголемиле драстично. Понатаму, потребно е да се истакне дека директивата Солвентност II не прави никакви експлицитни напомени за проактивно однесување, туку се однесува меѓу другото на, ефикасен систем за управување и бара воспоставување соодветна поделба на одговорности. Постапувањето на прашањето дали премногу широка должност на мониторинг одговара со ефикасноста и дали дозволува лесно раздвојување на извршни и неизвршни задачи е сомнително.

Преминувајќи на организациската и оперативната структура (Насока 2), постои блиска врска помеѓу организацијата и ефективното функционирање, доколку тие се поддржуваат меѓусебно. Двете се неопходни за да се обезбеди правилен проток на информации меѓу различните нивоа на хиерархија на претпријатието. Во оваа смисла, организациската структура ги одредува задачите и ангажманите, додека оперативната структура ја утврдува начинот на извршување на задачите. Во секој случај, на крајот, тоа е административното, управувачкото или супервизорското тело (AMSB) кое има одговорност за извршување и не е обврзано од предлозите во наодите на клучните функции. Иако EIOPA до Насока 5 јасно наведува дека AMSB очигледно не е овластена да ги потисне или ублажи резултатите од клучните функции (EIOPA, 2015), не е јасно како AMSB може да дојде до различни заклучоци без да притисне на различни функции за да добие нови податоци што

ќе ја поддржат неговата позиција. Сличен проблем се јавува во врска со Насока 4, која бара компанијата соодветно да ги документира одлуките донесени на ниво на AMSB.

Дополнително, оваа одредба ги определува условите под кои протокот на информации од системот за управување со ризик мора да се земе предвид. Доколку првиот дел од оваа одредба јасно има за цел да ги направи одлуките на AMSB проследливи, вториот дел не специфицира на кој начин и под кои услови AMSB може да се оддалечи од резултатите на управувањето со ризик.

На крај, организациските и оперативните структури се базирани на пристап за трошоци и бенефиции. Ова претставува фундаментална промена во однос на директивата Солвентност I, која беше базирана на принципот „едно решение за сите“. Овој нов пристап, од една страна, воведува поголема флексибилност во корпоративниот управувачки систем на секое претпријатие и, од друга страна, ја зголемува одговорноста на управниот одбор во споредба со претходниот регулаторен рамки. Очигледно, претпријатијата треба периодично да го прегледуваат својот систем на управување (како и во случај на посебно значајни настани), под крајната одговорност на AMSB (EIOPA, 2015).

Во врска со клучните функции, EIOPA не бара задолжителна организациска структура на одделни единици кои ќе се фокусираат на управување со ризик, усогласеност, и актуарска функција (CEIOPS, 2009). Сепак, компанијата може да ја комбинира секоја функција врз основа на своите карактеристики. Понатаму, режимот на Солвентност II обезбедува задолжителен модел за писмените политики што ги бара Член. 41, во врска со управувањето со ризик, внатрешен контрола и, кога е релевантно, аутсорсинг, како и за сите понатамошни политики што претпријатието ќе одлучи да ги спроведе (EIOPA, 2015).

Не е сигурно дали може да се изведе од Директивата дека принципот „четири очи“ (т.е. принципот дека, пред да се „применат“ какви било значајни одлуки кои се однесуваат на компанијата, најмалку две лица треба да ги прегледаат тие одлуки) треба да биде усогласен од сите (ре)осигурителни компании. Поддржувајќи го ставот на CEIOPS, имплементациските мерки наведуваат дека, во согласност со постојните барања за други финансиски сектори, во контекст на системот за управување, осигурителните и реосигурителните компании „треба да обезбедат дека најмалку две лица ефикасно го водат претпријатието“ (CEIOPS, 2009). Насоките на EIOPA вклучуваат некои посебни барања во врска со принципот „четири очи“. Како за процесот на донесување одлуки, принципот

„четири очи“ предвидува дека секоја значајна одлука треба ефикасно да биде донесена од најмалку две лица „пред да биде реализирана“ (EIOPA, 2015). Значајни одлуки се одлуки кои се невообичаени или кои би можеле да имаат материјално влијание на претпријатието (EIOPA, 2015).

Насоката не специфицира дали овие две лица мораат задолжително да бидат директори или не. За да се аргументира, втората опција изгледа најпогодно, бидејќи одредбата се однесува општо на „лица“. Неколку ситуации можат да се појават во пракса, земајќи го предвид, на пример, случајот на два извршни директори или (само) еден извршен директор. Во првата хипотеза, ако двата извршни директори се одговорни за бизнисот и заедно ја донесуваат одлуката, се чини дека има усогласување со Насоките. Напротив, случајот во кој секој директор добива различни ексклузивни задачи може да биде покомплициран. Свкупно, се чини дека и во двата случаи прашањето е дали „правилото на две лица“ е насочено кон обезбедување подобро ниво на компетенции или подобра функција на мониторинг. Следејќи ја реткоста кога компанијата именува два извршни директори за истата област на компетенции и знаејќи дека регулаторот е добро свесен за ова, може да се претпостави дека целта на овој принцип е да обезбеди подобра функција на мониторинг.

1.5. Ефективно управување со одборот на директори во осигурителните компании

Како последица на финансиската криза, регулаторите и супервизорите сега прифаќаат поблизок пристап, кој е фокусиран на правење предвидувачки проценки за компаниите. Овој проактивен став вклучува и надзор на тоа како одборот се согласува и ја надгледува рамката за ризик на компанијата. Ова е длабока промена која воведува принцип на „четири очи“ во процесот на донесување одлуки и специфичната улога на потпишување на стратешкиот план и следење на неговата имплементација од страна на менаџерите. Повеќето компании кои пропаднаа за време на кризата обично беа карактеризирани со доминантен извршен директор, дисфункционален одбор, лица без потребната техничка компетенција, слабо разбирање на ризиците и недоволен надзор според принципот „четири очи“. Во кратки црти, доброто владеење ја зголемува веројатноста дека ќе се донесат добри одлуки, исто така затоа што лошото владеење е силен показател за поголеми проблеми. Бидејќи менаџментот е одговорен за управувањето со компаниите и компаниите пропаѓаат

поради одлуките донесени од нивниот одбор и менаџмент, регулаторите и супервизорите се заинтересирани за унапредување на ефективната улога на одборот на директори (Sants, 2012).

Ефективен одбор е оној кој ги разбира околностите под кои компанијата би пропаднала и постојано поставува релевантни прашања „што ако“. За да се направи ова добро, одборот треба да го разбере својот бизнис модел, да се фокусира на материјалните ризици и да го предизвика извршниот директор за извршување на стратешкиот план (Marchetti, Siciliano, и Ventoruzzo, 2016). Во однос на техничките вештини, насоките на EIOPA бараат одборот колективно да ги разбере и да се справи со бизнисот. Меѓутоа, не се очекува секој член на одборот да има ист степен на техничко знаење. Разноликиот одбор охрабрува креативност и помалку е веројатно да следи еднострано размислување. Оваа клучна карактеристика е од исклучително значење за осигурување дека управувачката и надзорната функција на управниот орган на институцијата ефективно взаемно дејствуваат. Сепак, секој одбор, вклучувајќи и оние кои се високо квалификувани и независни, целосно се потпира на менаџментот за информациите што им се потребни за целосно да ја извршуваат својата функција. Затоа, секој одбор треба да се спротивстави на „информациското заробување“ од страна на извршниот директор и менаџментот. Кога се носат стратешки или значајни одлуки, управниот орган во неговата надзорна функција треба да биде подготвен и способен да ги предизвика и критички разгледа предлозите, објаснувањата и информациите обезбедени од страна на членовите на управниот орган (EIOPA, 2015).

Важноста на „конструктивното предизвикување“ во однос на ефективното донесување одлуки е лекција научена од истрагата за колапсот на RBS. Во 2009 година, одлуката на RBS да ја преземе ABN AMRO, заедно со Fortis и Santander, беше оценета во извештајот на Британската Агенција за финансиски услуги (Financial Services Authority, 2011), чији заклучоци се сами по себе објаснувачки: „Во целина, ревизорската екипа заклучи дека судењето на одборот на RBS во врска со преземањето на ABN AMRO не беше карактеризирано со соодветна умереност и чувствителност кон стратешкиот ризик, кои се очекуваат од банка. Со оглед на високата стапка на ризик, постоеше критична потреба од подлабоко проучување, поставување на прашања и предизвикување од страна на одборо“ (Financial Services Authority, 2011).

Затоа, во согласност со акцентот на финансиската регулација за процесот на донесување одлуки, насоките на ЕИОРА велат дека „предизвикот“ – заснован на точни информации – е суштински за ефективно донесување одлуки (Bailey, 2015). За жал, се разви бесплодна дискусија околу зборот „предизвик“. Ова правило не има за цел да создаде конфликт помеѓу одборот и извршниот директор или помеѓу не-извршните и извршните директори, туку само да нагласи дека на крајот одборот треба да донесе единствена одлука по конструктивна дебата. Клучно е дека таков резултат треба да се замисли по соодветна дебата за предностите и недостатоците на различни сценарија – на пример, негативни, неутрални, позитивни – и процена на сите ризици што произлегуваат од секоја одлука. Претседателот на одборот треба да поттикне средина каде што ова ќе биде ценето. Од оваа перспектива, јасно е дека „предизвикот“ треба да се интерпретира како став за разбирање на дискутираните прашања и за подобрување на квалитетот на одлуката преку отворена дебата, поддржана од разноликост на вештини, искуство и позадина (Lavelle et al., 2010).

Одборот треба да направи предвидлива проценка при надгледувањето на управувањето со компанијата. Во вршењето на оваа задача, добриот конструктивен предизвик од не-извршните директори го подобрува квалитетот на дискусијата. Напротив, ако извршниот директор или високи извршни директори реагираат вознемирено, тоа би укажувало на негативен став. Принципот „четири очи“ во донесувањето одлуки бара предизвикување на извршниот тим во сите аспекти на стратешката политика на компанијата, што вклучува одржливоста и одржливоста на бизнис моделот и формирањето, одржувањето и користењето на рамката за управување со ризици и апетитот за ризик. Одборот може да работи на ефективен начин само ако, на едната страна, извршните директори се способни да објаснат во едноставни и транспарентни термини овие комплексни прашања на не-извршните директори и, на другата страна, извршните директори се обидуваат да ги разберат неизвесностите околу проценките, во кои околности може да бидат погрешни и како различни начини можат разумно да се применат за мерење на самооцената на ризикот (ORSA) и, последно, но не и најмалку важно, внатрешниот модел на ризик (EIOPA, 2015).

Во сржта на функциите на одборот е поставувањето, формирањето, одржувањето и користењето на рамката за управување со апетитот за ризик преку процесот на ORSA. Според ЕИОРА, од клучно значење е одборот да биде свесен за сите материјални ризици со кои се соочува организацијата, без оглед на тоа дали ризиците се опфатени со пресметката

на Капиталните барања според Солвентност II и дали се мерливи или не. Како што напоменаа експертите за Солвентност II, одборот треба да гледа на ORSA како на „годишен процес или циклус, а не само како на документ или извештај“ (Clarke и Phelan, 2015). Одборот треба првично да биде вклучен во насочување на процесот и одлучување како ќе се изврши проценката. „ORSA треба да информира за дискусијата помеѓу одборот и високиот менаџмент во однос на апетитот за ризик на организацијата и како најдобро да се справи со ризиците кои можат да го прекршат капиталниот праг според сопствениот оценувачки процес за Солвентност“ (Clarke и Phelan, 2015). Истовремено, е клучно што одборот треба да игра активна улога. Дополнително, „управувањето со процесот и предизвикувањето на резултатите“ од ORSA треба да му овозможи на одборот да ги разгледа развојот и постигнувањата (EIOPA, 2015). Ако одборот не е задоволен со ORSA, може да му препорача на високиот менаџмент да преземе алтернативен пристап во процесот ORSA што повеќе одговара на бизнисот и профилот на ризик на осигурителната организација (Bailey, 2015).

1.6. Оценки и квалитетни проценки на корпоративното управување

Добро управување е клучно за долгорочната одржливост на било која компанија. Пруденционите стандарди на ЕУ за банкарски и осигурителни институции бараат регулирани институции да имаат строг рамковен систем за управување, заснован на претпоставката дека добро управуваната институција е клучна за заштита на интересите на депонентите и осигурениците. Крајната одговорност за здравото и разумно управување со институцијата лежи на нејзиниот одбор. Клучните барања на пруденционите стандарди се однесуваат на големината и составот на одборот, независноста на претседателот и обновата на одборот, како и на оценката на неговото работење. По Солвентност II – и можни дополнителни капитални зафати во случај на неуспех во управувањето (Dreher, 2015) –, мора да се дизајнира формален систем за оценување на управувањето на осигурителни компании во ЕУ, кој би можел да биде корисен како за фирмите, така и за регулаторите и супервизорите. На пример, оценката се издава од страна на надзорниот орган при извршување на инспекција на лице место врз основа на резултатите од оваа активност. Не постои постојана евалуација на управувањето врз основа на квантитативен пристап, туку само на единствена основа врз основа на резултатите од годишните извештаи.

За изградба на систем за оценување на ефикасноста на одборот, потребна е заедничка методологија на европско ниво. Затоа, таквата оценка треба да биде неутрална во поглед на моделот на управување што се применува (Ferrari, 2017). Во спроведувањето на овие квалитетни проценки, клучен е пропорционалниот пристап кој ги зема предвид големината и комплексноста на операциите на фирмата. Погледнувајќи ги практичните аспекти на квалитетните проценки, треба да постои водич за регулаторите и супервизорите од страна на ЕИОПА за тоа како секој од овие фактори треба да се разгледа и оцени. Тој треба да вклучува предлози за документи и други извори кои ќе помогнат при квалитетната проценка, а кои ќе се користат за составување на оценката (EIOPA, 2015). Тие вклучуваат документи и записи од одборот, пруденциони консултации, прегледи на ризик и дискусии со управата и одборот. За да се биде доследен во квалитетните проценки на секоја област и во оценките на фирмите, корисно би било да се направи вежба за споредување, имајќи го предвид широкиот спектар на институции во европскиот пејзаж. Важно е да се напомене дека Водичот на Солвентност II за системот на управување не вклучува споредба со други. Резултатите од било какви квалитетни проценки на управувањето со ризици и ефикасноста на одборот во голема мера зависат од споредбата, која ќе помогне во подобрувањето на повеќето институции (Bailey, 2015). Понатаму, развојот на методолошки рамки за оценка на квалитетот на корпоративното управување спроведени од страна на националните компетентни органи би бил корисен за надзорната конвергенција низ Европската унија. Најдобрите практики исто така треба да се идентификуваат и објават, со цел да се зајакне самодисциплината на осигурителните фирми што се вклучени. Конечно, бидејќи ова не е примарно улога на надзорните органи, тие треба да развијат потребните вештини и менталитет. Во овој контекст, постои дополнителна, но и проактивна улога за саморегулаторните индустриски тела на корпоративното управување.

Едно од најзначајните прашања што привлекува внимание на различни заинтересирани страни се практиките за исплата и наградување на членовите на одборот, високиот менаџмент на финансиските ентитети, како и на персоналот што учествува во активности поврзани со преземање ризици. Особено кај осигурителните компании, политики што прекумерно го наградуваат краткорочниот профит и стимулираат преземање ризици кои не се во согласност со ризичниот профил на осигурителното друштво, може да

го поткопаат здравото и ефективно управување со ризици, да предизвикаат прекумерно преземање ризици и да доведат до можни конфликти на интереси.

Иако мнозинството од овие ситуации се случиле во сектори различни од осигурувањето, во контекстот на режимот на Солвентност II се сметало дека некои принципи треба да се применат и дека превентивни мерки треба да се дозволат и да се имплементираат од страна на осигурителните друштва. Затоа, без оглед на отсуството на каква било одредба во Директивата (Европска комисија, Доверлива Регулатива 2015/35, 2015), имајќи предвид дека соодветниот систем за управување треба да вклучува имплементација на соодветна политика за ремунација, Спроведувачките мерки бараат од осигурителните друштва да усвојат политика за ремунација која е во согласност со нивната бизнис стратегија и профил на ризик и треба да избегнува било какви потенцијални стимули за неовластено или непосакувано преземање ризици (EIOPA, 2015).

За да се обезбеди соодветност на процесот, акционерите на друштвото треба да бидат вклучени во одобрувањето на политиката за ремунација со референца на ремунацијата на одборот. Последниот треба да дефинира ремунација што ќе се применува на клучните функции, на високиот менаџмент, на персоналот кој извршува активности што вклучуваат значително преземање ризици, како и на другите вработени. Политиката за ремунација треба да биде подложена на редовна (најмалку годишна) и независна внатрешна ревизија, со посебно внимание за спречување на стимули за прекумерно преземање ризици и создавање конфликти на интереси помеѓу вработените и друштвото во целина, и генерално не поткопување на здравото и ефективно управување со ризици. Во оваа ревизија треба да се оцени соодветноста на основата на која се поставува променливиот дел од ремунацијата, како и неговата пропорција, и треба да се дадат препораки кога е тоа соодветно.

Според европското право, по издавањето на директивите CRD IV и Солвентност II, пруденцијалните власти функционираат како надзорници одговорни за примена на судска процена во сложен и многустепенски рамки на правила и насоки што ги опфаќаат и системите за управување (Ferrari, 2017). Спротивно, регулацијата на корпоративното управување треба да се заснова на ограничен број на стандарди, со кои одборите треба да се придржуваат под екс-пост надзор од страна на надзорните органи. Сличен пристап е посакувано до оној степен до кој е уважена автономијата на осигурителните друштва, додека

регулаторите и супервизорите имаат задача да оценуваат „ефективноста“ на корпоративното управување од перспектива на безбедноста и стабилноста на засегнатите институции (Enriques и Zetsche, 2015). Тесните регулаторни пристапи кои се базирани на правила создаваат нееластичност и лесно водат до арбитража (Bailey, 2015).

Во контекст на Европската унија, ќе зависи од Европските надзорни органи дали ќе продолжат со регулативи на највисоки стандарди во корпоративното управување, кои го регулираат правичниот однос меѓу хардверизацијата и доверливоста, но треба да се развие регулација базирана на принципи во рамките на заеднички систем за преглед на надзорната пракса – како на национално, така и на европско ниво – во рамките на европските крос-секторски метрики за проценка на квалитетот (EIOPA, 2015).

Регулацијата, односно сетот на правила и стандарди што ги поставуваат надлежните органи, има длабоко влијание врз развојот на културата на ризик, управувањето со ризици и внатрешните контроли. Сепак, разбирањето на тоа како фирмите преземаат и управуваат со ризици и контроли што ги вршат е во сржта на задачата на одборот. Стандардите на оваа работа се зголемија откако започна кризата, што веројатно беше потребно и за корпоративното управување во целина. Сепак, останува да се види дали исклучителното проширување на должностите и одговорностите на одборите, далеку над традиционалната улога и мониторинг на главниот извршен директор и оценката на вкупната насока и стратегија на бизнисот, ќе биде успешно во постигнување подобро управување со ризици. Понатаму, изгледа дека осигурителната регулација има двојна перспектива за корпоративните управувачки прашања: од една страна ја поддржува традиционално усвоените критериуми во европскиот контекст; а од друга страна, ги имплементира специфичните правила и процедури што веќе ги карактеризираат корпоративното управување во банкарскиот сектор (Moschella и Tsingou, 2013).

Регулацијата на осигурувањето во Европа треба да има за цел да создаде поприлагодлива структура за корпоративно управување, со посебен акцент на дополнителните должности на одборот на директори или на барањата за управување со ризици утврдени во Водичите од Ниво III. Во двата случаи, тие не изгледаат целосно да го поддржуваат принципот на пропорционалност, бидејќи бараат еднаква структура за управување со ризици за сите осигурителни друштва, без оглед на големината, бизнис моделот и други суштински карактеристики. Можеби објаснувањето е во тоа што европската

осигурителна регулација сака да примени строг регулаторен рамки за овие аспекти, верувајќи дека тие заслужуваат посебно внимание поради нивната клучна улога во подобрувањето на корпоративното управување. Овој пристап може да биде корисен за поттикнување на корпоративната култура на управување, иако процедурите понекогаш може да бидат премногу широки или премногу тесни алатки за било кое друштво (Redmond, 2014).

Регулаторите мора активно да учествуваат во осигурувањето дека осигурителните друштва имаат на место соодветно управување и култура (Sheedy и Griffin, 2017). Но, не е на регулаторите и супервизорите да ја утврдат културата, бизнис стратегијата или политиката за ремунација. Правилните култури се темелат на силни етички рамки и на важноста на индивидуите кои донесуваат одлуки во однос на принципите, а не само на бизнис-ориентираните вредности (Bailey, 2015). Сепак, постои простор за конфликтни ставови меѓу регулаторите и компаниите, имајќи го предвид природниот краткорочен поглед на менаџментот (Rixen, 2013). Во средината – или, можеби, на „пожарната линија“ – стои одборот.

Кризата откри значителни неуспеси во управувањето со ризиците на финансиските фирми – иако осигурителниот сектор се покажа како вклучен само во ограничен обем –, како и нивната поддржана култура и етика. Овие недостатоци не се толку многу „структурен“ проблем, туку повеќе се резултат на однесувања, ставови и, понекогаш, компетенцијата на одборите и високиот менаџмент. Навистина, „останува уште многу работа: националните власти треба да ја зајакнат нивната способност да го оценуваат ефектот на управувањето со ризици на фирмата, и посебно на нејзината култура на ризици, за да помогнат да се обезбеди здраво управување со ризици преку променливи околности“ (Financial Stability Board, 2013). Одборите треба да поттикнуваат етичка култура во која критиките и набљудувањата може да се изразат отворено.

Управување со ризици, вклучувајќи ја културата на ризици, е релативно нов пристап во корпоративното управување на осигурителните компании и други финансиски институции; тој подразбира клучна улога за одборот, поттикнувајќи стратегија на ефективност на ризичните структури и култура на ризик во рамките на фирмата, и отвора нови предизвици за надзорникот, при проценката и споредбата на резултатите низ

индустријата (Европска централна банка, 2016). Одговорна, но не и инвазивна регулација би била уште попомошна.

ГЛАВА II

ВНАТРЕШНИ И НАДВОРЕШНИ МЕХАНИЗМИ НА УПРАВУВАЊЕ И НИВНОТО ВЛИЈАНИЕ ВРЗ ПРОФИТАБИЛНОСТА НА КОМПАНИИТЕ

Во услови на раздвоеност на сопственоста и контролата, интересите на сопствениците и менаџерите можат да се разликуваат, поради што основниот проблем е како да се обезбеди менаџерите да управуваат во интерес на сопствениците. Раздвојувањето на сопственоста и контролата доведува до појава на агенцискиот проблем како конфликт на интереси помеѓу сопствениците (принципалите) и менаџерите (агентите), бидејќи агентите можат да донесуваат одлуки што се во спротивност со интересите на принципалите.

Решавањето на агенцискиот проблем бара примена на механизми за корпоративно управување со цел ефективно одлучување и максимизирање на вредноста на компаниите. Целта на механизмите за корпоративно управување е да се намалат трошоците што произлегуваат од раздвојувањето на сопственоста и контролата и да се усогласат интересите на сопствениците и менаџерите (Бабиќ, 2006).

Во литературата за корпоративно управување се анализираат неколку различни механизми што се применуваат за ублажување на агенцискиот проблем: делумна концентрација на сопственоста и контролата во рацете на еден или неколку големи инвеститори, кои претставуваат ефикасен механизам за мониторинг на менаџерите; непријателски преземања како начин за дисциплинирање на менаџерите; контрола на менаџерите преку управните одбори; усогласување на менаџерските интереси со интересите на инвеститорите преку компензациски договори; јасно дефинирани обврски на извршните членови на управниот одбор и слично (Becht, Bolton и Roell, 2005). Врз основа на различни класификации, можат да се издвојат две основни групи механизми: внатрешни и надворешни механизми.

2.1. Внатрешни механизми

Структурата на сопственоста и управните одбори претставуваат интерни механизми, додека пазарот и правниот систем спаѓаат во екстерни механизми (Denis и McConnell, 2003). Постојат меѓузависности помеѓу екстерните и интерните механизми, а структурата на сопственоста како интерен механизам влијае врз функционирањето на управните одбори и екстерните механизми. Доколку сопственоста е дисперзирана, пазарот како екстерен механизам има најзначајна улога. Доколку постои мал број доминантни сопственици и висока концентрација на сопственоста, контролата врз менаџерите се врши преку управниот одбор како интерен механизам (Бабиќ, 2006).

2.1.1. Одбор на директори

Одборот е организациски инструмент преку кој акционерите можат да влијаат на однесувањето на менаџерите за да осигурат дека претпријатието се управува во согласност со поставените цели и интереси. Одборот има многу важна улога бидејќи ги поврзува сопствениците и менаџерите, односно создава врска меѓу нив.

Во модерната корпорација постојат два начини на организација на одборот:

1. воспоставување управен одбор или единствен одбор на директори, и
2. воспоставување два одбори, а тоа се надзорен одбор и управа.

Врз основа на овие два начини на организација, се формираат монистички и дуалистички модели на корпоративно управување.

Монистичкиот модел на корпоративно управување, наречен и еднократен модел, се базира на воспоставување на единствен одбор на директори, односно управен одбор. Овој управен одбор има две функции – надзор и управување, а во него се присутни и извршни и неизвршни (надворешни) директори. Неизвршните директори главно се објективни и на компанијата ѝ пренесуваат свое знаење, експертиза, контакти и информации. Тие не се вклучени во оперативното управување, додека извршните директори имаат оперативни деловни овластувања. Извршните директори добро го познаваат корпоративното работење, се стручни во својата област и врз основа на нивното знаење посебните одлуки можат да се претворат во добри деловни акции.

Управниот одбор е тело кое ја води корпорацијата. Тој, во име на акционерите, поставува цели, дефинира деловна политика, вработува, советува, оценува и надгледува менаџери, наградува, ја заштитува корпоративната имотна состојба, ги одобрува основните финансиски извештаи, вклучително и ревизорските работи, по потреба делегира овластувања на менаџерите и го одржува интегритетот на одборот во интерес на корпорацијата.

За да се зголеми ефикасноста на одборот, потребно е да се воспостави структура на корпоративно управување каде што управувачката и надзорната функција се раздвоени. Една од задачите на одборот е пронаоѓање соодветен главен извршен директор. Претседателот на одборот може, но не мора да биде истовремено и главен извршен

директор. Во некои компании, двете функции ги извршува една личност, додека во други тие се раздвоени.

Во монистичкиот систем на управување се настојува да се зголеми бројот на неизвршни, односно надворешни директори, како и да се зголеми нивното значење и позиција во управниот одбор. Надворешните директори се независни, не се вработени во корпорацијата и не се во роднинска врска со важните менаџери. Во се повеќе одбори неизвршните директори имаат значајна улога. Извршните директори мора да се придржуваат до ограничувањата поставени со статутот и одлуките на управниот одбор.

За полесно извршување на своите задачи, во рамките на единствениот одбор на директори се формираат пододбори, како што се: одбор на неизвршни директори, извршен одбор, одбор за наградување, ревизорски одбор и одбор за именувања.

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 комисији во неговиот состав. Имено, со формирањето на комисијата за ревизија, ризик, номинирање и награда, сите одговорности на одборот може да се завршат ефикасно.

Слика 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 С. Македонија, органот на управување односно надзорниот одбор може да формира една или повеќе комисији 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.

Одборот ја зголемува својата ефикасност и ако ги извршува своите активности како тим со големи перформанси. Компонентите на еден тим со големи перформанси

вклучуваат: споделена заложба за заеднички цели, индивидуална одговорност кон постигнување на целите, меѓузависност и отворена комуникација и доверба (Sherwin, 2003).

2.1.2. Карактеристики на извршниот директор

Евалуацијата на главниот извршен директор претставува суштински аспект во системот на оценување на корпоративното управување. Улогата на одборот во овој процес е значајна компонента на реформите во корпоративното управување. Сите директори треба активно да учествуваат во дизајнирањето на ефикасен механизам за евалуација на извршниот директор. Оваа активност е една од најсложените и најважните одговорности на одборот. Според Шуклев (2011, pp. 153), процесот опфаќа два главни аспекта:

- Анализа на минатите перформанси, односно преглед на предизвиците и резултатите од претходната година, вклучувајќи ја и одговорноста и наградувањето за постигнатите резултати.
- Поставување цели за следниот период, при што се оценува дали главниот извршен директор има соодветна визија, стратегија и лични способности за нивна реализација.

Првиот чекор во процесот на оценување е дефинирање јасни цели. Процесот може да има три главни, меѓусебно поврзани цели:

- Да му овозможи на одборот, како и на неговите членови и комисии, да соработуваат со извршниот директор за поставување на јасен стратешки правец на компанијата.
- Да придонесе кон развојот на извршниот директор преку поставување цели и континуирано давање повратни информации за областите каде што е потребно подобрување.
- Да обезбеди структуриран начин за прибирање и интерпретација на податоци поврзани со работата на извршниот директор, кои ќе послужат како основа за дискусии за неговата компензација и понатамошен ангажман.

Секој одбор развива сопствен процес за оценување на извршниот директор, кој обично вклучува следниве стратегиски чекори (Nadler, и ост., 2006, p. 150):

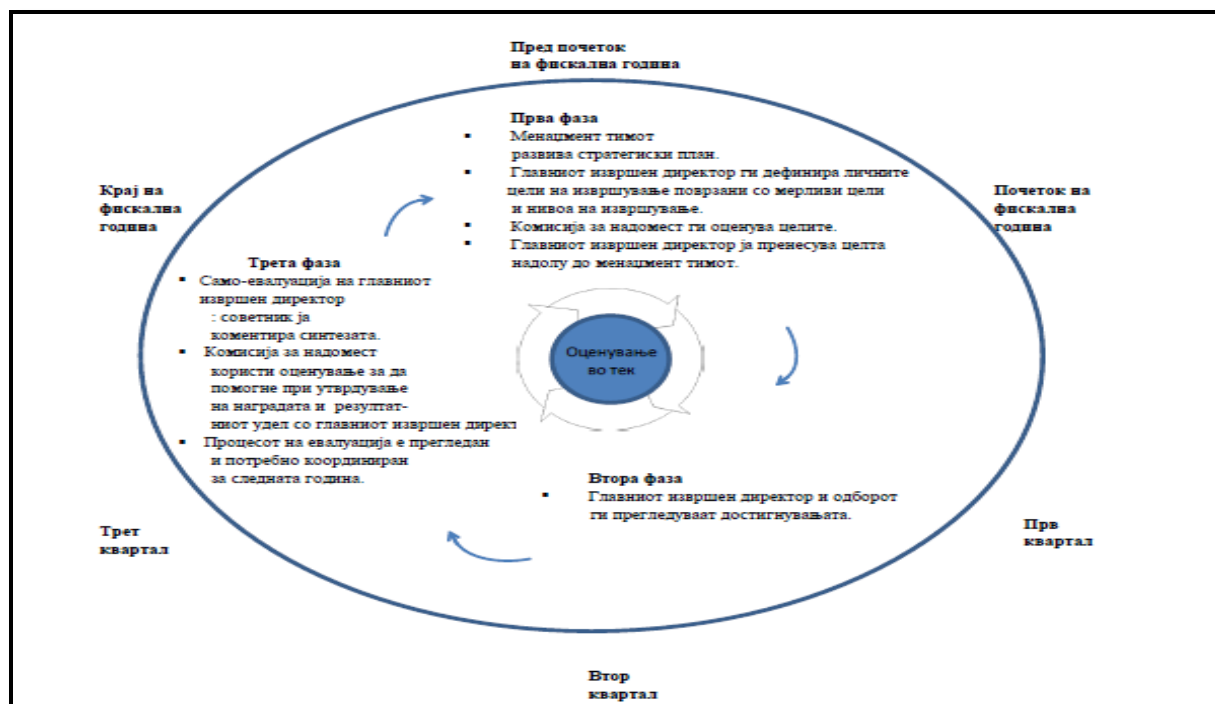
- Воспоставување заедничко разбирање за целта на евалуацијата.

- Дизајнирање на процес кој вклучува дефинирање на цели, следење на напредокот и финална проценка на крајот од годината.
- Одредување на клучните аспекти врз основа на кои ќе се врши оценувањето.
- Идентификување на најефикасните методи за прибирање податоци за перформансите на извршниот директор, особено оние што не можат лесно да се квантифицираат.
- Осигурување на јасна и ефективна комуникација со извршниот директор за сите прашања поврзани со неговата работа.

Постојаната евалуација и континуираната комуникација се само дел од овој процес, кој бара многу повеќе од едноставно годишно оценување на финансиските резултати. Колку што е подолг мандатот на извршниот директор, толку е поголемо неговото влијание врз организацијата, а процесот на оценување станува помалку ригорозен. Исто така, треба да се земе предвид личниот аспект на овој процес – извршните директори, кои често се моќни и искусни лидери, природно имаат отпор кон критички повратни информации.

Многу од нив сметаат дека никој, вклучувајќи ги и членовите на одборот, не може целосно да ја разбере комплексноста на нивната функција или објективно да ја оцени нивната работа. Процесот на оценување на извршниот директор вклучува специфичен збир на активности кои се реализираат во три фази, како што е илустрирано на слика 2.

Слика 2. Временска линија на оценување на главниот извршен директор



Извор: Nadler, и ост, (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.

2.1.3. Други одбори

Дуалистичкиот модел на корпоративно управување, наречен и двократен модел, се состои од надзорен одбор и управа. Задачите на надзорниот одбор и управата се испреплетуваат, но не се идентични. Надзорниот одбор го именуваат акционерите на главното собрание. Тие немаат извршни позиции, туку преземаат надзорна и контролна функција. Од друга страна, надзорниот одбор ја избира управата на компанијата, која е овластена да го води работењето и да ја застапува компанијата. Управата се состои од највисоките менаџери во корпорацијата, кои ја преземаат одговорноста за водење и управување.

Надзорниот одбор претставува врска меѓу акционерите – лицата кои инвестирале капитал во претпријатието или стекнале акции на секундарниот пазар на капитал – и врвните менаџери, чија улога е создавање вредност за компанијата. Членовите на надзорниот одбор треба да бидат лојални кон компанијата и да ги третираат сите акционери подеднакво. Надзорниот одбор, исто така, треба да ги земе предвид и интересите на другите засегнати страни, како што се вработените, локалната заедница, клиентите и добавувачите. Во своето работење, надзорниот одбор презема три главни улоги:

1. Контролна улога – избор на членови на управата, надзор и следење на работењето на компанијата и постигнувањата на врвниот менаџмент.
2. Стратешка улога – евалуација на претходните стратешки одлуки, одобрување на предложени стратешки одлуки и давање совети и поддршка на менаџментот.
3. Поврзувачка улога – создавање контакти со значајни надворешни фактори.

Управата е извршен орган кој го води работењето и ја застапува компанијата, додека надзорниот одбор има функција на надгледување и контрола. Главното собрание е врховен орган од сопственички аспект. Важно е да се нагласи дека помеѓу овие три органи – управата, надзорниот одбор и главното собрание – не постои хиерархиски однос. Секој орган има свои надлежности и одговорности, и ниту еден не е директно надреден на другите. Управата го води работењето самостојно и одговорно, донесувајќи одлуки според своја проценка.

Предност на дуалистичкиот модел е независноста на надзорниот одбор од управата, како и можноста за заштита на интересите на другите засегнати страни, како што се вработените и малцинските акционери. Според овој модел, постоењето на два одбори

(надзорен одбор и управа) го намалува конфликтот на интереси меѓу менаџерите и корпорацијата.

Некои од основните функции на одборите вклучуваат (Tirurić, 2008):

- Анализа и насочување на корпоративната стратегија,
- Следење на корпоративното управување,
- Именување, наградување и следење на менаџментот,
- Обезбедување транспарентност во именувањето на членовите,
- Надгледување на финансиските и ревизорските процеси,
- Следење на процесите за објавување информации.

Затоа, сите членови на одборот треба да имаат навремен пристап до информации за компанијата и нејзиното работење, за да можат соодветно да ги извршуваат своите должности

2.1.4. Политики на распределба на дивиденди

Дивидендата претставува учество на акционерите во остварената добивка на друштвото. Оттаму, правото на дивиденда претставува едно од основните акционерски права. Согласно Законот за трговските друштва, дивидендата е дел од добивката на друштвото што се распределува на акционерите на друштвото во согласност со правата определени во секој род и класа на акции (Член 3 став 1 точка од ЗТД, 2024).

Исплатата на дивиденда значи одлив на парични средства од друштвото кон акционерите. Тоа ги намалува паричните средства на друштвото, потребни за навремено сервисирање на обврските спрема доверителите. Од оваа гледна точка, исплатата на дивиденда директно ги засега интересите на доверителите на друштвото, поради што правната регулатива воспоставува одредени ограничувања во однос на обемот и начинот на исплата на дивиденда.

За целите на распоредување на добивката, трговците кои го водат сметководството според членот 469 став (1) од ЗТД го утврдуваат својот финансиски резултат во согласност со меѓународните стандарди за финансиско известување, меѓународните стандарди за финансиско известување за мали и средни субјекти и во согласност со ЗТД (Член 481 од ЗТД, 2024).

Со одобрувањето на годишната сметка и на финансиските извештаи, друштвото утврдува дали постои добивка за распределба и, доколку постои, собранието го определува делот што им се доделува на акционерите во форма на дивиденда (Член 487 од ЗТД, 2024).

За да може друштвото да исплати дивиденда, потребно е да бидат исполнети одредени законски услови. Имено, друштвото може да исплати дивиденда само во износ којшто не ја надминува вкупно остварената нето добивка искажана во финансиските извештаи, зголемена за пренесената нераспределена добивка од претходните години или со резервите кои можат да се распределуваат, односно кои ги надминуваат законските резерви и резервите определени со статутот на друштвото и ако се покриени загубите од претходните години (Член 487 од ЗТД, 2024).

Важно е да се спомне дека вкупно остварената нето добивка искажана во финансиските извештаи може целосно да се распредели на акционерите во вид на дивиденда доколку претходно се исполнат одредени законски и статутарни барања. Имено, треба да се има предвид дека:

- со остварената добивка мора најпрво да се покријат загубите од претходните години, ако тие од било која причина не биле покриени со последната одобрена годишна сметка и финансиските извештаи.
- од остварената добивка мора да се покрие задолжителната законска резерва. Оваа резерва се пресметува и се издвојува како процент определен со статутот на друштвото и не може да биде помал од 15% од добивката, сè додека резервите на друштвото не достигнат износ којшто е еднаков на една петтина од основната главнина (Член 485 од ЗТД, 2024).
- од остварената добивка мора да се покријат посебните резерви коишто можат да се предвидат во статутот на друштвото заради покривање на определени загуби или за други издатоци (Член 486 од ЗТД, 2024).

Под ниту еден услов дивиденда не може да се исплати од основната главнина на друштвото.

Акционерите имаат право на учество во добивката, освен ако, според одлуката на собранието за распоредување на добивката, донесена врз основа на закон или на статутот, добивката е изоставена од распределбата меѓу акционерите (Член 329 од ЗТД, 2024).

Учеството на акционерите во добивката се определува според родот и класата на акциите, при што дивидендата за секој род или класа на акции се плаќа сразмерно на сопствениците од тој род или класа на акции (Член 329 од ЗТД, 2024).

Во однос на остварувањето на правото на дивиденда, сопствениците на приоритетни акции имаат право на првенство при исплата на дивиденда во однос на сопствениците на обични акции, доколку тоа е определено во статутот на друштвото или одлуката за издавање на приоритетните акции (Член 278 од ЗТД, 2024).

Законот за трговските друштва определува дека дивидендата може да се исплати на два начини. Имено, со статутот на друштвото може да се предвиди можноста акционер за дел од дивидендата што е ставена на распределба или од авансите од дивидендата, да ја добие дивидендата, односно авансот од дивидендата во пари или во акции. Притоа, понудата за плаќање на дивидендата или на авансите од дивидендата во акции мора да биде направена во исто време на сите акционери според родот и класата на акциите (Член 488 од ЗТД, 2024).

Начинот на распоредување на остварената добивка на друштвото, која е утврдена во финансиските извештаи, го предлага свикувачот на годишното собрание на друштвото согласно член 384 од Законот за трговските друштва.

Меѓутоа, собранието на друштвото одлучува за распоредување на добивката со донесување одлука за распоредување на добивката со обично мнозинство од претставените акции со право на глас. Во одлуката за распоредување на добивката се прикажува секоја поединечна намена на добивката, вклучувајќи го и износот што се исплаќа во вид на дивиденда.

Друштвото може да распределува дивиденда еднаш годишно или во покуси временски периоди, доколку тоа е определено во статутот на друштвото. Распределбата на годишната дивиденда произлегува од одлуката за распоредување на остварената годишна добивка на друштвото, во која се определува дали ќе се исплати дивиденда на акционерите и во колкав обем. Законот за трговските друштва овозможува и плаќање на аванс на дивиденда. Имено, статутот може да го овласти органот на управување на друштвото да им исплаќа аванс на име дивиденда на акционерите во текот на деловната година врз основа на периодичните финансиски извештаи за три, шест, односно девет месеци, ревидирани од страна на овластен ревизор на друштвото. За да може да се исплати аванс на дивидендата

потребна е согласност на сите неизвршни членови на одборот на директори, односно едногласна одлука на надзорниот одбор (Закон за трговските друштва [ЗТД], чл. 489).

Органот на управување може да го исплати авансот на дивиденда само до износот на добивката што е остварена во периодот за кој се исплаќа авансот на дивиденда, при што тој не може да ја надмине вкупната добивка остварена во претходната година, зголемена за пренесената нераспределена добивка од претходните години и со резервите кои можат да се распределуваат за оваа цел, намалени за износите што се издвојуваат за законските резерви и за резервите утврдени со статутот, за периодот за кој се пресметува авансот на дивидендата (ЗТД, чл. 489).

До моментот додека друштвото не ги исплати во целост акумулираните неплатени дивиденди, тоа не може да изврши исплата на било каква дивиденда на сопствениците на приоритетни и обични акции. Понатаму, сè додека друштвото не ги исплати во целост дивидендите за приоритетните акции кои даваат право на првенство при исплата на дивиденда, тоа не може да изврши исплата на било каква дивиденда на сопствениците на приоритетни акции кои не даваат право на првенство при исплата на дивиденда и на сопствениците на обични акции. Со други зборови, друштвото не може да врши распределба и исплата на дивиденда сè додека во целост не бидат намирени побарувањата за дивиденда на акционерите со повисок приоритет на исплата (Правила за котација на Македонска берза АД Скопје, т. 6.05).

Законот за трговските друштва предвидува објективен рок за исплата на дивидендата согласно кој таа се исплаќа најдоцна во рок од девет месеци по завршувањето на деловната година (ЗТД, чл. 487).

Во рамките на утврдениот објективен рок, собранието на друштвото, во одлуката со која ја одобрува исплатата на дивидендата, го определува планот за исплата на дивидендата и денот на кој ќе се исплаќа дивидендата (ден на исплата) (ЗТД, чл. 490).

При исплатата на дивидендата, меѓу друштвото и акционерите кои имаат право на дивиденда се воспоставува должничко—доверителски однос. Имено, доколку друштвото во целост или делумно не ја исплати распределената дивиденда, акционерите имаат право со тужба пред надлежен суд да бараат од друштвото намирување на своето побарување по основ на дивиденда. Акционерите имаат право на неплатениот износ на распределената

дивиденда (главен долг), како и на законска затезна камата на главниот долг која зависи од периодот на доцнењето на исплатата на дивидендата од страна на друштвото (ЗГД, чл. 487).

2.2. Надворешни механизми

Кога примената на интерните механизми на контрола не е ефикасна, како и кога постои јаз помеѓу реалната и потенцијалната вредност на претпријатието, пазарот на корпоративна контрола претставува важен екстерен механизам. Покрај пазарот на корпоративна контрола, правниот и регулаторниот систем или институционалната рамка претставуваат значаен екстерен механизам на корпоративното управување.

Екстерни механизми на корпоративното управување преку кои акционерите ги осигуруваат своите интереси според Tírupić (2008), се:

- пазар за корпоративна контрола,
- законодавна и регулаторна рамка,
- заштита на малцинските акционери, и
- конкурентни услови.

Пазарот за корпоративна контрола и заштитата на малцинските акционери се инструменти на корпоративното управување кои главно се насочени на обезбедување и заштита на интересите на сопствениците. Од друга страна, правната инфраструктура, како и пазарот и конкурентните услови, директно влијаат на работата во контекст на одржливоста и општествената одговорност.

2.2.1. Пазарна дисциплина

Пазарот за корпоративна контрола е надворешна сила која ги притиска менаџерите да не се однесуваат на начин што не е во интерес на акционерите. Пазарот за корпоративна контрола има важна улога во заштитата на правата на акционерите кога внатрешните механизми стануваат неефикасни. Ако менаџментот лошо ја води компанијата и не донесува квалитетни инвестициони одлуки, пазарот ќе се погрижи да го замени со друг, подобар менаџмент. Пазарот за корпоративна контрола делува како закана за менаџментот, бидејќи лошото управување може да значи идно ангажирање на нов менаџмент. Контролата врз

компанијата без согласност на постоечкиот менаџмент може да се преземе на два начини: преку гласање на собрание на акционери и јавна понуда за преземање акции. Првиот начин го истакнува поддршката на акционерите за надворешни играчи кои сакаат да го сменат менаџментот, и тоа преку директно гласање или гласање преку полномошно на собрание на акционери. Вториот начин, односно јавната понуда за преземање акции, обично се случува кога акциите се продаваат над пазарната цена на акциите за да се поттикнат акционерите да ги продаваат за потенцијален преземач. Во осумдесеттите години се случуваа бранови на преземања и спојувања кои беа резултат на делувањето на пазарот за корпоративна контрола. Афирмацијата или непријателското преземање значеше промена на правниот и организацискиот карактер на компанијата, односно од јавни корпорации до затворени компании во форма на друштва со ограничена одговорност. Односно, инвеститорите со големи финансиски средства овозможуваа постапна промена на сопственичката структура на некои корпорации и поттикнаа тренд на преземање и реално воспоставување на пазарот за корпоративна контрола. Таквите нови корпорации се ориентираат кон заработка по акција, повеќе отколку на максимизирање на богатството за акционерите. Основната цел на ваквото дејствување е заштита на слободниот паричен ток од лошото дејствување на менаџментот. Акционерите не смеат да го изгубат своето право за динамика што може да биде последица на пазарот за корпоративна контрола. Постапките и правилата за стекнување на надзор над корпорацијата на пазарите на капитал треба да бидат јасно поставени и објавени. Во такви услови, транспарентните цени треба да ги заштитат правата на акционерите. Во Европа, ретко доаѓа до активирање на пазарот за корпоративна контрола. Токму поради високото ниво на контрола на мнозинските акционери, не е потребно активирање на пазарот за корпоративна контрола. Додека во англоамериканскиот модел на корпоративно управување, пазарот за корпоративна контрола е еден од најважните механизми на управување, бидејќи создава постојан притисок врз менаџментот. Така, пазарот за корпоративна контрола е важен механизам за дисциплинирање на менаџментот во отворен систем на корпоративно управување.

2.2.2. Законодавна и регулаторна рамка

Во Република С. Македонија, законодавството за корпоративно управување е регулирано со низа закони, прописи и стандарди кои имаат за цел да го унапредат функционирањето на компаниите и да обезбедат транспарентност и одговорност. Во С. Македонија, основата за корпоративно управување се поставува преку Законот за трговските друштва. Овој закон се прима на сите облици на трговски друштва, освен на друштва што се регулирани со посебни закони. Законот за трговските друштва е основниот акт што го регулира корпоративното управување и опишува како треба да функционираат акционерските друштва и друштвата со ограничена одговорност.

Законот за трговските друштва (Сл. весник на РМ, бр. 28/04, со измени и дополни) е основниот правен акт кој ги утврдува правата и обврските на акционерите, управните органи и други субјекти во рамките на компанијата. Во ова законодавство се вклучени основни принципи за доброто корпоративно управување, како што се транспарентност, одговорност и етика на управувањето.

Еден од клучните делови на овој закон е поставување на јасни правила за работењето на акционерските друштва. Според овој закон, акционерските друштва треба да имаат Генерално собрание на акционери, кое е највисок орган на друштвото, како и Управен одбор кој ги спроведува одлуките на Генералното собрание. Овој систем е дизајниран да осигури контрола и баланс помеѓу акционерите и менаџментот.

Друг важен закон кој влијае на корпоративното управување во С. Македонија е Законот за пазар на хартии од вредност (Сл. весник на РМ, бр. 148/10). Овој закон регулира тргувањето со хартии од вредност и поставува правила за нивната емисија, како и правата и обврските на инвеститорите и компаниите. Еден од основните принципи е обезбедување на транспарентност и праведност на пазарот.

Законот за пазар на хартии од вредност вклучува и правила за објавување на финансиски извештаи, што е основа за правилно и ефикасно корпоративно управување. Согласно овие правила, компаниите се должни редовно да објавуваат финансиски извештаи кои ги покажуваат нивните финансиски резултати и состојба, што им овозможува на инвеститорите и другите засегнати страни да донесат информирани одлуки.

Законот за ревизија (Сл. весник на РМ, бр. 103/2008) обезбедува услови за транспарентност и отчетност на компаниите преку редовно ревидирање на нивните финансиски извештаи. Ова е особено важно за големите компании и оние кои се котираани

на берзата, бидејќи ревизијата на финансиските извештаи обезбедува дека тие се точно и вистинито прикажани. Ревизорите имаат задача да ги проверат финансиските извештаи на компанијата и да потврдат дека тие се усогласени со применливите стандарди за финансиско известување.

Принципи на корпоративно управување

Во Република С. Македонија, како и во многу други земји, се применуваат меѓународни стандарди за корпоративно управување. Еден од најпознатите меѓународни документи е Кодексот за корпоративно управување, кој ги поставува основните принципи и насоки за ефикасно и одговорно управување со компаниите. Во С. Македонија, тие принципи се спроведуваат преку различни закони и прописи, со цел да се обезбедат:

1. **Транспарентност:** Компаниите треба да бидат транспарентни во однос на своето работење и финансиски резултати. Ова вклучува редовно објавување на финансиски извештаи, како и откривање на значајни информации за компанијата.
2. **Одговорност:** Управните органи на компаниите се одговорни за донесување на одлуки кои ќе го водат успехот на компанијата, но истовремено и за заштита на интересите на акционерите и други заинтересирани страни.
3. **Контрола и баланс:** Важно е да постојат механизми за контрола и баланс во процесот на донесување одлуки. Ова се постигнува преку јасна поделба на одговорности и постоење на независни органи како што е Надзорен одбор или независен ревизор.
4. **Инклузивност:** Важен принцип на корпоративното управување е инклузивноста, што значи вклучување на различни заинтересирани страни во процесот на донесување одлуки, како што се вработените, акционерите, инвеститорите и регулаторите.
5. **Етика и интегритет:** Компаниите треба да се водат според високи етички стандарди и да се стремат да постигнат интегритет во сите аспекти на своето работење. Во оваа смисла, компаниите се должни да избегнуваат сите видови на корупција и неетичко однесување.

Иако во С. Македонија постојат законски основи за добро корпоративно управување, постојат бројни предизвици кои се соочуваат компаниите и регулаторните органи. Некои од клучните проблеми се:

1. **Низок степен на имплементација на законот:** И покрај постоењето на соодветни закони и прописи, многу компании во С. Македонија не ги применуваат сите принципи на добро корпоративно управување. Ова може да биде резултат на недостаток на знаење или непочитување на прописите.
2. **Недоволна транспарентност:** Компаниите често не ги објавуваат своите финансиски извештаи на време или не ги објавуваат во доволна мера деталите за своето работење. Ова го намалува нивото на доверба на инвеститорите и може да доведе до лоши одлуки.
3. **Корупција и неправилности:** Корупцијата и неетичкото однесување се сè уште присутни во дел од компаниите и институциите, што ја поткопува ефикасноста на корпоративното управување.
4. **Недостаток на независност на управните тела:** Во некои компании, управните тела не се доволно независни, што може да доведе до пристрасност при донесување на одлуки и непочитување на интересите на акционерите.

Корпоративното управување во С. Македонија е регулирано со различни закони и прописи кои се стремат да создадат стабилен и транспарентен бизнис амбиент. Сепак, постојат предизвици како што се ниската имплементација на овие закони, недостаток на транспарентност и присутност на корупција. За да се подобри корпоративното управување во С. Македонија, потребно е да се работи на подобрување на свеста за важноста на овие принципи, како и на поефикасна имплементација на законските норми.

2.2.3. Заштита на малцинските акционери

Малцинските акционери се група акционери кои, ниту индивидуално, ниту заедно, немаат доволно гласачки права на Собранието на акционерите за да ги остварат своите интереси во друштвото, ако тие се спротивни на интересите на мнозинските акционери. Мнозински акционер е оној кој има повеќе од 50% од акциите во друштвото или оној кој има помал удел од 50% од основниот капитал, но остварува доминантна позиција поради

пасивноста на другите акционери. Заштитата на малцинските акционери е еден од екстерните механизми на корпоративното управување, па нивните права се посебно третираат според Начелата на корпоративното управување на ОЕЦД. Во Начелата се нагласува дека треба да се обезбеди еднаков третман на сите акционери, што вклучува и малцински и странски акционери. Особено е нагласена заштитата на малцинските акционери во корпорации каде што постојат мнозински акционери со свои интереси, различни од интересите на останатите акционери.

Според Начелата на корпоративното управување, правата на акционерите се следни:

- сигурна метода за регистрација на сопственоста,
- пренос и пренос на акции,
- навремено пристапување до битни информации за корпорацијата,
- учество и гласање на главната седница на акционерите,
- избор и отстранување на членови на одборот,
- удел во профитите на корпорацијата,
- право на информираност за фундаментални корпоративни промени.

Во врска со правото на глас на главната седница, акционерите треба да имаат право да гласаат и во отсуство. Заштитата на малцинските акционери е многу важен механизам на корпоративното управување, особено во ситуации кога постои можност за искористување на позицијата на мнозинските акционери на штета на малцинските акционери. Квалитетот на корпоративното управување директно е поврзан со правата што ги имаат малцинските акционери. Нееднаквите права на малцинските и мнозинските акционери се изразени во европскиот систем на корпоративно управување, каде што некои акционери имаат поголеми права од нивните сопствени акции. „Една акција – еден глас“ – принципот кој значајно влијае на посправедно корпоративно управување. Според овој принцип, малцинските акционери добиваат подобра позиција, а исто така тој значи елиминирање на посебни акции како што се приоритетни акции, златни акции или акции со поголемо право на глас, кои даваат посебни права во одлучувањето независно од големината на уделот. Правата на акционерите и малцинските акционери се регулирани со Директивата на Европската унија, која го дефинира принципот на еднаквост на позицијата на акционерите. Тоа значи дека сите акционери под еднакви услови треба да имаат еднаков статус во друштвото.

Заштитата на малите акционери претставува клучен аспект на корпоративното управување, кој е регулиран со различни закони и регулативи во С. Македонија. Малите акционери се оние акционери кои поседуваат мал удел во компанијата и кои, поради нивниот ограничен капитал, не се во можност да влијаат на одлуките во корпоративното управување. Токму поради оваа позиција, нивната заштита е од исклучително значење за одржување на транспарентноста, правичноста и ефикасноста на корпорациите, како и за обезбедување доверба на пазарот на хартии од вредност.

Во Република С. Македонија, заштитата на малите акционери е регулирана преку низа законски акти, кодекси и стандарди кои се стремат да ги заштитат нивните права, обезбедат фер третман и спречат злоупотреби од страна на мнозинските акционери. Клучните закони кои ја регулираат заштитата на малите акционери се **Законот за трговските друштва**, **Законот за хартии од вредност**, **Кодексот за корпоративно управување** и други меѓународни стандарди и принципи на добро корпоративно управување.

Законот за трговските друштва

Основниот закон кој го регулира корпоративното управување во Република С. Македонија е **Законот за трговските друштва** (Сл. весник на РМ бр. 28/04, со измени и дополнени). Овој закон ги регулира правата и обврските на акционерите во акционерските друштва и друштвата со ограничена одговорност, вклучувајќи ги и правата на малите акционери.

Според овој закон, акционерите во акционерските друштва имаат право да учествуваат на генералното собрание, да гласаат и да влијаат на одлуките кои се донесуваат, како што се изборот на управни органи, усвојувањето на годишните извештаи и донесувањето на одлуки кои влијаат на структурата на капиталот. Овие права се основни за заштита на малите акционери, бидејќи им овозможуваат да имаат влијание на значајни одлуки и да ја спречат злоупотребата на позицијата на мнозинските акционери.

Една од важните одредби во Законот за трговските друштва е **член 313** кој се однесува на заштитата на малите акционери во случај на извршување на одлуки кои би ги ставиле во нерамноправна позиција. Во овие случаи, малите акционери имаат право да се обратат до судот за да ја побијат одлуката на Генералното собрание која сметаат дека ги нарушува нивните права.

Покрај тоа, Законот за трговските друштва предвидува и обврска на компаниите да ги информираат своите акционери за сите битни промени во компанијата, како што се спојувања, продажба на значителен дел од имотот или промената на корпоративната структура. Ова ја осигурува транспарентноста и им дава на малите акционери можност да реагираат на време.

Законот за пазар на хартии од вредност

Друго значајно законско регулирање на правата на акционерите во С. Македонија е **Законот за пазар на хартии од вредност** (Сл. весник на РМ бр. 148/10). Овој закон регулира тргување со хартии од вредност и обезбедува основа за правото на малите акционери да имаат пристап до финансиски информации за компаниите во кои имаат инвестирано. Законот предвидува обврска за јавните акционерски друштва да ги објавуваат своите финансиски извештаи на редовна основа, што овозможува транспарентност и ја намалува можноста за манипулации или скриени информации кои би можеле да ги оштетат малите акционери.

Член 21 од Законот за пазар на хартии од вредност ја дефинира обврската на друштвата да ги информираат своите акционери за сите значајни случувања, како што се промени во сопственичката структура, менување на цените на акциите и други значајни настани кои би можеле да влијаат на нивната инвестиција.

Кодексот за корпоративно управување

Во Република С. Македонија, како дел од напорите за унапредување на корпоративното управување, беше усвоен **Кодексот за корпоративно управување**. Овој документ е развиен со цел да се обезбеди соодветен систем на управување и контрола на компаниите кои се котирани на Македонската берза и да се заштитат интересите на малите акционери.

Кодексот поставува конкретни принципи и стандарди кои компаниите треба да ги следат, а кои се однесуваат на транспарентност, одговорност и етика на работењето. Особено значајна е одредбата за **нееднаквото третирање на акционерите**. Кодексот нагласува дека сите акционери треба да бидат третирани еднакво, независно од нивниот удел во капиталот на компанијата. Ова значи дека малите акционери имаат право на исти информации, исто учество и исто право на гласање како и мнозинските акционери.

Заеднички стандарди и меѓународни препораки

Покрај домашните закони и регулативи, С. Македонија ги следи и меѓународните стандарди и препораки во однос на корпоративното управување.

Принципите на OECD се имплементираат преку националните закони, како што е Законот за трговските друштва, и преку Кодексот за корпоративно управување, кој ги утврдува правилата за справување со малцинските акционери и нивната заштита од злоупотреби од страна на мнозинските акционери.

Проблеми и предизвици во заштитата на малите акционери

Иако постојат бројни закони и стандарди кои ја регулираат заштитата на малите акционери во С. Македонија, на терен се сепуште се присутни бројни предизвици. Некои од главните проблеми кои ги соочуваат малите акционери се:

1. **Недостаток на информираност:** Малите акционери често немаат доволно информации за важни одлуки што се донесуваат во компаниите, што ги ставува во нерамноправна позиција во однос на мнозинските акционери.
2. **Невозможно влијание на одлуките:** Заради нивниот мал капитал, малите акционери не можат да влијаат на важни одлуки во компанијата, како што се изборите на членови на управните органи или решенијата за продажба на значителни делови од имотот.
3. **Манипулации од страна на мнозинските акционери:** Понекогаш, мнозинските акционери можат да ги злоупотребат своите права и да ги стават малите акционери во неповолна позиција, особено во случаи на спојувања, промената на корпоративната структура или намалување на капиталот.

Заштитата на малите акционери во Република С. Македонија е регулирана со низа закони и меѓународни стандарди кои обезбедуваат основа за транспарентност и праведност во корпоративното управување. Сепак, со оглед на тоа што постојат бројни предизвици во имплементацијата на овие закони, потребно е постојано унапредување на механизмите за заштита и обезбедување на еднаквост за сите акционери. Заштитата на малите акционери останува од суштинско значење за одржување на стабилен и доверлив пазар на хартии од вредност, кој ќе ги поттикне инвестициите и економскиот раст во земјата.

2.2.4 Конкурентски услови

Од конкуренцијата ќе зависи изборот на најдобра форма на корпоративно управување. Слободниот пазар и конкуренцијата значително ќе влијаат на корпоративното работење и однесување. Пазарните услови се менуваат, а оние корпорации кои знаат навремено да се прилагодат и кои имаат одржлива конкурентска предност, ќе опстанат на пазарот. Тоа значи дека таквите корпорации имаат најдобри менаџери, квалитетни управувачки структури и знаат постепено да изградат конкурентска предност. Во случаи кога претпријатијата не знаат да се справат со притисокот од конкуренцијата, не можат од одредени причини да го променат системот на своето управување и работење, тоа ќе значи изгубена битка на пазарот за нив. Корпорациите треба да формираат модели на корпоративно управување кои се поврзани со деловната ефикасност.

Освојувањето конкурентска предност може да се постигне преку квалитетно корпоративно управување, но и примена на општествено одговорно деловно работење. Општествено одговорното деловно работење се занимава со конкретни области на дејствување, и може да се каже дека општествено одговорното деловно работење е управувачки алат кој се занимава со критериумите на ООД. Најважните критериуми и аспекти кои овозможуваат напредок на претпријатието во поглед на ООД и создавање конкурентска предност, се распоредени во важни групи, кои се објаснети подолу:

1. Економска одржливост,
2. Стратешка примена на одржлив развој и ООД,
3. Работна средина,
4. Заштита на животната средина,
5. Односи на пазарот, и
6. Инвестирање во заедницата

ГЛАВА III

ВЛИЈАНИЕ НА КАРАКТЕРИСТИКИТЕ НА ОДБОРОТ НА ДИРЕКТОРИ ВРЗ ПРОФИТАБИЛНОСТА

3.1. Големина на одборот на директори и профитабилноста

Одборот на директори има две клучни одговорности: надзор на менаџментот и советување на менаџментот (Charu. (2005). Тој служи како извор на совет и консултации

(Масе, 1971). Покрај тоа, одборот на директори игра важна улога во кризни ситуации кога се јавува потреба од промена на менаџментот. Со оглед на нивните различни задачи, се чини логично дека одборот на директори да влијае на перформансите на компанијата (O'Connell и Cramer, 2010). Постојат неколку теории за односот помеѓу големината на одборот и перформансите на компанијата (Kalsie и Shrivastav, 2016). Бидејќи односот помеѓу одборот на директори и перформансите на компанијата е разновиден и сложен, не постои единствена теорија која го објаснува образецот на врските помеѓу големината на одборот и перформансите на компанијата (Jackling и Johl, 2009).

Прво, тука е агенциската теорија, која е една од најпрепознатливите теоретски пристапи во претходните истражувања кои се однесуваат на придонесот на одборите (Muth и Donaldson, 1998). Оваа теорија имплицира дека одбор со поголем број директори ги зголемува перформансата на компанијата. Една од клучните импликации на агенциската теорија е дека акционерите ја губат ефективната контрола над големите компании кога тие растат во големина (Muth и Donaldson, 1998). Ова е резултат на пензионирањето на почетните лидери. Пензионирањето на почетните лидери води до разводнување на акционерскиот капитал, каде празнината се пополнува од страна на внатрешни лица кои ги управуваат секојдневните активности на компанијата. Како професионални менаџери кои единствено имаат знаење потребно за функционирање на компанијата, тие постепено добиваат ефективна контрола (Muth и Donaldson, 1998). Овој процес доведува до одвојување на сопственоста и контролата, каде менаџерите добиваат моќ и може да се чувствуваат слободни да ги следат своите цели. Кога акционерите не се во можност да се вклучат во управувањето, одговорност на одборот на директори е да ги претставува интересите на акционерите (Muth и Donaldson, 1998). Интересите на акционерите можат да бидат компромитирани ако менаџерите одлучат да ги следат своите интереси на штета на профитабилноста на организацијата. Затоа, често се аргументира дека одборот на директори може да се смета како претставник на различни заинтересирани страни и акционери на компанијата за надзор на перформансите и контрола на активностите на менаџерите (Kalsie и Shrivastav, 2016). Во оваа улога како претставник, одговорност на одборот на директори е да ги намали проблемите поврзани со одвојувањето на сопственоста и контролата, делувајќи да се осигура дека дејствијата на менаџерите служат во интерес на акционерите. Ако е потребно, на пример, кога стратегиите на тековните менаџери не се ефективни, се очекува

од директорите да преземат мерки, како што е замена на менаџерите, за да ги подобрат перформансите на компанијата (Hillman et al., 2000). Ако одборот на директори се состои од повеќе директори кои работат на надзор и контрола на перформансите на менаџерите, агенциските трошоци се намалуваат со поголемата големина на одборот (Hillman и Dalziel, 2003). Затоа, агенциската теорија имплицира дека перформансите на компанијата е позитивно под влијание на големината на одборот (Kalsie и Shrivastav, 2016). Во согласност со ова, Voone et al. (2007) наоѓаат докази дека големината на одборот е позитивно поврзана со мерките на приватни бенефиции кои се достапни за внатрешни лица. Тие тврдат дека постои компромис помеѓу специфичните бенефиции на компанијата од зголемениот надзор и трошоците за таков надзор.

Второ, постои теоријата на зависност од ресурси. Теоријата на зависност од ресурси се согласува со агенциската теорија дека поголем одбор го подобрува перформансот на компанијата. Основниот почетен момент на оваа теорија е дека организациите се обидуваат да извршат контрола над своето опкружување преку кооптирање на ресурсите кои им се потребни за да преживеат (Muth и Donaldson, 1998). Оваа теорија го гледа одборот како извор на ресурси како што се легитимност, совет и консултации (Hillman и Dalziel, 2003). Според теоријата на зависност од ресурси, овие ресурси, често наречени капитал на одборот, се зголемуваат со големината на одборот. Покрај тоа, теоријата на зависност од ресурси имплицира дека одборот на директори игра посебна улога во обезбедувањето на есенцијални ресурси и во обезбедувањето на овие ресурси преку поврзување со надворешното опкружување (Hillman et al., 2000). Теоријата на зависност од ресурси предлага дека одборот на директори е механизам за намалување на трошоците за трансакции поврзани со надворешната зависност, помага во управување со надворешните зависности и ја намалува надворешната несигурност (Hillman et al., 2000). Затоа, теоријата на зависност од ресурси имплицира дека големината на одборот е позитивно поврзана со перформансите на компанијата.

Иако одборот на директори може да ги исполнува како агенциските, така и ресурсно-зависните улоги, тие сепак се различни една од друга. Како што беше споменато погоре, одборот на директори служи за поврзување на компанијата со надворешни фактори кои генерираат несигурност и надворешни зависности во ресурсно-зависната улога. Одборот на директори, кој служи за поврзување на компанијата со нејзиното надворешно опкружување,

може да ја намали несигурноста. Меѓутоа, во случај на теоријата на зависност од ресурси, тој може да направи повеќе од тоа само да ја намали несигурноста. Одборот на директори исто така носи дополнителни ресурси во компанијата, како што се информации, вештини и пристап до клучни чинители како што се носители на јавни политики, купувачи и добавувачи (Hillman et al., 2000). Степенот до кој одборот на директори води до зголемени перформанси на компанијата зависи од тоа колку се вредни споменатите дополнителни ресурси. Заедно, агенциската теорија и теоријата на зависност од ресурси значат постоење на позитивна врска помеѓу големината на одборот и перформансите на компанијата (Kalsie и Shrivastav, 2016).

Трето, постои теоријата на стјуардство. Теоријата на стјуардство тврди дека помала големина на одборот на директори доведува до попродуктивно управување. Оваа теорија е алтернатива на агенциската теорија и дава спротивни предвидувања за влијанието на одборот на директори на перформансите на компанијата. Теоријата на стјуардство се базира на гледањето на менаџерите како „стјуарди“, а не како сосема самоинтересни индивидуи (Muth и Donaldson, 1998). Агенциската теорија претпоставува дека менаџерите дејствуваат во свој интерес и ја занемарува можноста за постоење на други, по-неутрални и повеќе етички мотиви. Напротив, основната претпоставка на теоријата на стјуардство е дека менаџерите, кога се оставени на своја рака, дејствуваат како одговорни стјуарди на имотот што го контролираат (Kalsie и Shrivastav, 2016). Теоријата на стјуардство имплицира дека постојат некои нефинансиски мотиви кои ги мотивираат менаџерите да дејствуваат како одговорни стјуарди, како што се потребата за постигнување на успех и почитување на авторитетот и признанието (Muth и Donaldson, 1998). Ова ја гледа целта на менаџерите како постигнување на повисоки перформанси и имплицира дека менаџерите се способни да имаат одредено ниво на дискреција за да дејствуваат за добробит на акционерите. Прераспределувањето на корпоративната контрола кон менаџерите со намалување на големината на одборот може да доведе до зголемена перформанса на компанијата, бидејќи ја намалува сложеноста на компанијата (Kalsie и Shrivastav, 2016). Теоријата на стјуардство предвидува дека вредноста на компанијата може да се максимизира кога структурата на компанијата овозможува ефективен надзор од страна на менаџментот (Muth и Donaldson, 1998). Воопшто, помал одбор ја намалува сложеноста и овозможува ефикасен надзор, па затоа теоријата на стјуардство имплицира дека нема потреба за голем одбор за надзор на

перформансите на менаџментот. Наместо тоа, помалата големина на одборот може да има позитивно влијание на перформансите на компанијата.

Во последните неколку децении, управниот одбор е најважниот механизам за управување во компаниите (Chintrakarn et al., 2017). Не е изненадувачки што има многу истражувања за тоа како големината на управниот одбор влијае на перформансите на компанијата. На пример, Chintrakarn et al. (2017) го испитуваат ефектот на големината на управниот одбор врз перформансите на компанијата преку анализа на популацијата на возраста на директорите во САД. Нивната аргументација е дека компаниите сместени во држави со поголема популација на возраста на директорите имаат поголем одбор. Chintrakarn et al. (2017) навистина наоѓаат позитивна врска помеѓу популацијата на возраста на директорите и големината на одборот. Покрај тоа, тие го испитуваат и ефектот на големината на одборот врз перформансите на компанијата. Тие наоѓаат негативна врска помеѓу големината на одборот и перформансите на компанијата. Особено, поголемата големина на одборот ја намалува повратот на средства, повратот на капиталот и соодносот на заработка пред камати и даноци.

Резултатите од студијата на Chintrakarn et al. (2017) се во согласност со наодите на Yermack (1996), кој тврди дека помалите одбори се поефективни во надгледувањето на управувачките активности. Користејќи го Tobin's Q како приближна мерка за пазарната вредност, Yermack (1996) наоѓа обратна врска помеѓу големината на одборот и перформансите на компанијата преку анализа на повеќе од 400 големи компании во САД. Користењето на Tobin's Q не е најдобриот начин за мерење на перформансите на компанијата, бидејќи оваа променлива ја опфаќа можноста за раст. Hermalin и Weisbach (1988) наведуваат дека е подобро да се користат мерки на перформанси базирани на сметководствените податоци наместо мерки базирани на пазарот на капитал, бидејќи овие мерки подобро ја одразуваат управувачката работа. Покрај тоа, наодите на Yermack (1996) не се прошируваат на помали компании, бидејќи тој не наоѓа конзистентна асоцијација помеѓу големината на одборот и вредноста на компанијата кога големината на одборот е помала од шест. Тоа се должи на фактот дека неговиот примерок е доминиран главно од големи компании. Eisenberg et al. (1998) го зајакнуваат тврдењето на Yermack (1996). Тие го истражуваат ефектот на големината на одборот врз перформансите на компанијата за мали фински компании. Во нивната студија, Eisenberg et al. (1998) наоѓаат негативна корелација

помеѓу профитабилноста на компанијата, измерена со поврат на средства (ROA) и големината на одборот.

Во студијата на Cheng (2008), емпириските резултати покажуваат дека поголемиот одбор на директори се стреми кон конзервативни инвестициони политики и дека неговите одлуки се умерени. Cheng (2008) ги истражува повеќе од 1,250 компании покриени во Центарот за истражување на одговорноста на инвеститорите (IRRC) за корпоративни директори во периодот од 1996-2004 и ја утврдува оваа врска за месечни враќања на акции, годишен поврат на средства и Tobin's Q. Неговите наоди се во согласност со аргументот дека е потребно повеќе компромиси за поголемиот одбор да достигне консензус. Како резултат, одлуките на поголеми одбори се генерално помалку екстремни, што води до помалку екстремни корпоративни перформанси. Ова изгледа да е во согласност со теоријата за стјуардство, која подразбира дека помалите одбори се поефективни во донесувањето одлуки.

Во спротивност, Tulung и Ramdani (2018) наоѓаат позитивна врска помеѓу големината на одборот и BPD (регионална развојна банка) во Индонезија. Тие наоѓаат значајни резултати користејќи ОЛС регресија и затоа тврдат дека големината на одборот има позитивен ефект на перформансите на компанијата. Понатаму, Jackling и Johl (2009) истражуваат индиски компании и наоѓаат резултати што укажуваат на значајна и позитивна врска помеѓу големината на одборот и перформансите на компанијата. Воопшто, тие тврдат дека нивните резултати обезбедуваат силна поддршка за теоријата за зависност од ресурси која вели дека зголемувањето на бројот на директори во одборот обезбедува поголем базен на експертиза. Ова е во согласност со Van den Berghe и Levrau (2004), кои тврдат дека поголемите одбори имаат повеќе знаење и вештини на располагање отколку помалите одбори. Поновата студија од Toral и Dogan (2014) користи податоци од 136 турски компании во производствената индустрија и наоѓа позитивна и значајна врска помеѓу големината на одборот и повратот на средствата на компанијата. Со други зборови, перформансите на компанијата се зголемуваат кога големината на одборот се зголемува. Сепак, тие не наоѓаат значајна врска помеѓу големината на одборот и Tobin's Q.

Coles et al. (2008) ги истражуваат американските компании во периодот од 1992 до 2001 година и тврдат дека одредени класи на компании имаат поголема веројатност да профитираат од поголеми одбори. Овие компании обично се комплексни и повеќе

диверзифицирани во индустриите, се големи по големина или имаат висок долг. Поради зголемената комплексност, овие компании имаат поголеми барања за советување. Затоа, тие се поизгледни да профитираат од поголем одбор на директори, особено ако тие директори се од надвор и поседуваат релевантно искуство и експертиза. Coles et al. (2008) наоѓаат емпириски резултати што се во согласност со оваа хипотеза. Тие наоѓаат дека комплексните компании навистина имаат поголем одбор со повеќе надворешни директори. Во согласност со наодите на Coles et al. (2008), García Martín и Herrero (2018) имплицираат дека компаниите со текот на времето станале пресложени. Покрај тоа, истражувајќи неколку шпански компании, тие наоѓаат позитивна врска помеѓу перформансите на компанијата и големината на одборот.

Upadhyay (2015) делумно се согласува со Yermack (1996), Cheng (2008) и Eisenberg et al. (1998), тврдејќи дека помалите одбори поефективно ги надгледуваат менаџерите и затоа подобро ги штитат интересите на акционерите. Сепак, тој тврди дека во овој случај, доверителите можат да се загрижат за капиталот што го инвестирале. Upadhyay (2015) затоа тврди дека компаниите со поголем долг во нивната капитална структура можат да профитираат од поголем одбор, бидејќи тоа ќе им помогне да го намалат своите трошоци за долг. Coles et al. (2008) го признаваат фактот дека различни компании бараат различни совети.

3.2. Промени во одборот на директори и профитабилноста

Литературните докази покажуваат дека цените на акциите се предвидливи, но може да прикажат обратен тренд на неделна или годишна основа. Истражувањата покажуваат дека цените на акциите се движат по важни корпоративни настани, кои исто така се предизвикани од прекумерната реакција на инвеститорите на овој сет на настани. Инвеститорите имаат тенденција да реагираат на необсервирани или неочекувани стимули. Методологијата на студии на настани се применува за да се испита лизгањето на заработките поради корпоративни дејства. Управниот одбор формира клучен механизам за управување, бидејќи сè повеќе се држи одговорен за организациските резултати. Стратешките одлуки се

базирани на директен надзор и контрола, па така деловната околина влијае на перформансите на одборот. Тестирањето на важноста на менаџерите за резултатите на компаниите е предизвик, бидејќи е тешко да се најдат фактички директни ефекти на одборот.

Malmendier и Tate (2005) истакнуваат дека мерките за однесувањето на членовите на одборот и други лични карактеристики влијаат на инвестициските одлуки на фирмата на долг рок. Литературата набројува спротивставени резултати помеѓу промената во управувањето и повратните цени на акциите, но студијата на Warner et al. (1988) покажува поврзаност помеѓу фреквенцијата на промените во менаџментот и перформансите на акциите. Истражувањата испитуваат дали постои предвидлива разлика во цената на акциите по објавувањето на вестите. Литературните докази покажуваат дека присилната промена може да се овозможи од индустриските куќи, но недостасува литература за котираните ентитети. Koch и Fenili (2013) сметаат дека студиите на настани имаат за цел да го истражат влијанието на неочекуваните сценарија и новите информации на повратните цени на акциите.

Овие студии го испитуваат влијанието на настаните врз вреднувањата на компаниите преку прокси во форма на цените на акциите. Студиите на настани се применуваат и на микро ниво: специфични за фирмата и на макро ниво: специфични за економијата. Неочекуваните настани можат да имаат влијание врз профитабилноста на фирмата или да влијаат на ризичноста, што резултира со промена на цените на акциите. Студиите на настани нудат увид во прашањата на лоши вести кои влијаат на повратните цени на акциите на банките, Schweitzer (1989). Студиите на настани ја користат актуелната цена на акциите на компанијата по конкретен настан или соопштение и ја споредуваат со повратната цена која би се остварила ако настанот никогаш не се случил. Разликата помеѓу двете е „абнормален поврат“. Студиите на настани се спроведуваат низ различни домени на финансии, економија и маркетингот. Претходните студии укажуваат на влијанието на повратните цени на акциите по објавувањата како корпоративни заработувачки резултати, објави на дивиденди, поделби на акции, повлекување на производи, политики на компензација на извршни директори и спојувања и превземања. Bowman (1983), Armitage (1995), Binder (1998), и Johnston (2007) ги категоризирале многу од овие студии и исто така ги евалуирале некои од теориски и емпириски основи на овие студии.

Chance и Ferris (1987) истражувале како повратните цени на акциите на различни авиокомпаниии биле погодени од 46 авиокатастрофи, а влијанието било тестирано и за авиокомпаниите чии авиони се урнале и за други авиокомпаниии во индустријата. Тие откриле дека авиокомпаниите вклучени во авиокатастрофа доживеале просечен пад од 1,2 проценти од својата пазарна капитализација еден трговски ден по катастрофата. Во врска со потенцијалната објава за банкрот на United Airlines во 2008 година, цената на акциите на United паднала за 76 проценти по погрешната објава и продолжила да паѓа повеќе од 11 проценти, дури и откако јавноста била информирана за погрешната информација.

Во друга студија, Swary (1986) го истражувал пазарот како реагирал во 1984 година на лошите вести дека Continental Illinois National Bank е во финансиски проблеми. Оваа студија на настани, спроведена на консорциум на големи банки, пронашла значајни негативни абнормални поврати (приближно 3 процентни поени) по веста за финансиските проблеми на Continental.

Johnson et al. (1985) спровеле студија на настани за неочекуваните смртни случаи на 47 CEO, претседатели и претседатели (основачи на компаниите) и откриле дека смртта довела до позитивни абнормални поврати на соодветните компании. Koch et al. (2011), кои ја истражуваа реакцијата на цените на безбедносните хартии на акции на Apple, Inc. во периодот на болест на Стив Џобс, основач и извршен директор на компанијата. Авторите ги проучувале девет настани во периодот 2004-2009 за да ја тестираат реакцијата на пазарот на акции на Apple, бидејќи Стив Џобс бил еден од најпознатите извршни директори во светот и „умот“ кој ја оживеал компанијата, зголемувајќи ја нејзината пазарна капитализација од 2.4 милијарди на 210.1 милијарда долари помеѓу 1997 и 2010 година. Многу аналитичари и коментатори го припишале растот на Стив Џобс и верувале дека компанијата била зависна од својот извршен директор повеќе од било која друга компанија. Влијанието на објавите врз цената на хартиите на Apple е мешано и постигнатите резултати не имаат дефинитивно објаснување. Авторите објавиле скоро секогаш негативни, но никогаш статистички значајни кумулативни абнормални приноси. Единствениот настан каде што има негативни и статистички значајни CARs од -10.5% е денот кога Стив Џобс учествувал на Светската конференција за разработувачи и го претставил новиот iPhone со повеќе функции, а истовремено Apple објавила нова ценовна стратегија. Комбинацијата на настани ја прави невозможна точната детерминација кој од двата настани - здравјето на Стив Џобс или

неговата објавена нова бизнис стратегија - е позначаен настан. Иако нашле негативни абнормални приноси, авторите не можат да ги припишат овие резултати на еден единствен настан, а посебно не е јасно кој од настаните има поголем приоритет од другите. Kukh, Fenily и Chebula (2011) заклучуваат дека здравјето на Џобс имало влијание врз пазарната капитализација на компанијата, но дека ова влијание не било секогаш негативно и исто така не било толку силно како што многумина верувале.го истражувале влијанието на лажна вест во врска со Стив Џобс. Тие откриле дека вестите на интернетот за Стив Џобс кој доживеал срцев удар не имале значително влијание на цената на акциите на Apple. Меѓутоа, тие откриле дека на крајот на периодот на настанот, фактичката цена била повисока од контрафактуалната цена.

Во друга група на студии кои се фокусираат на спојувања и превземања, Trifts и Scanlon (1987) го анализираше ефектот на спојувањето на банки низ државните линии врз повратните цени на акциите на банките и откриле дека целните банки доживеале значајни позитивни абнормални добивки.

Слично, Fama и Jensen (1983) во својата анализа на настани откриле дека акционерите на целните фирми доживеале значајни позитивни абнормални поврати од скоро 30 процентни поени. Во случај на неуспешно спојување, акционерите на целните фирми доживеале некои позитивни поврати кога спојувањето првично било објавено, но ги изгубиле овие добивки кога станало сигурно дека спојувањето нема да се оствари.

Првата студија на настани од Furtado and Rozeff (1987) го анализираше влијанието на присилната промена на менаџментот во САД врз цените на акциите и откриле дека иако промената во цената на акциите била позитивна, таа била статистички незначајна. Истражувачите исто така ги анализирале ефектите на промените на СЕО. Анализата сугерира дека секој тип на промена во топ менаџментот или во одборот прави цените на акциите нестабилни. Furtado and Karan (1990) објасниле 10 студии кои ги анализирале и евалуирале влијанието на промените на СЕО врз повратните цени на акциите. Тие забележале абнормални поврати од околу 25 до 50 базични поени за сите видови на промени во врвниот менаџмент. Berkovitch and Israel (1996) како и Grinstein (2000) сугерирале дека акциите доживеале поголеми варијации по промената на менаџментот. При споредбата на присилни и волонтерски промени, се забележало дека присилната промена довела до поголема волатилност на цените отколку волонтерските промени. Ова е во согласност со

ставот дека присилните заминувања носат поголема веројатност за значајна стратешка ревизија, која е придружена со несигурност за идниот правец на компанијата, Rosenberg et al. (2003). Во спротивност, Dewatripont and Tirole (1994) сугерираат дека промените доведуваат до намалување на волатилноста.

3.3. Учество на надворешни директори и профитабилноста

Структурите и механизмите на корпоративното управување до сега биле главен фокус на многу менаџерски и финансиски студии. Конкретно, влијанието на структурата на управниот одбор врз перформансите на фирмата стана една од најдискутираните теми во литературата (Fama, 1980; Zahra и Pearce, 1989; Hermalin и Weisbach, 1991). Претходните истражувања сугерираат дека управниот одбор и неговото мониторирање се сметаат за најважниот внатрешен механизам на управување за контрола на менаџерите од себични постапки (Fama и Jensen, 1983). Kiel и Nicholson (2003) сугерираат дека мониторирањето од страна на управните одбори може да ги намали агенциските трошоци и, со тоа, да ги подобри перформансите на фирмата. Обемот до кој повеќе независни директори на одборот им користат на акционерите е предмет на многу дебати во литературата за корпоративното управување.

Сепак, нето-влијанието на независноста на одборот врз корпоративните перформанси сè уште не е сосема јасно, бидејќи претходните студии прикажале неконклузивни докази во врска со оваа врска. Многу емпириски докази за надворешни директори (Weisbach, 1988; Cho и Kim, 2007) го поддржуваат користењето на функциите на мониторирање и советување за богатството на акционерите. Сепак, Hermalin и Weisbach (1991) и Bhagat и Black (2002) не покажуваат значајна корелација помеѓу составот на одборот и перформансите. Yermack (1996) исто така покажува дека процентот на надворешни директори нема значително влијание врз перформансите на фирмата. Од друга страна, според Krishna (2006), нема силни докази дека независните директори го предизвикуваат максимизирањето на перформансите на фирмата. Kumar и Sivaramakrishnan (2008) откриваат дека вредноста на акционерите или корпоративните перформанси всушност можат да се подобрат кога директорите на одборот се повеќе зависни од извршниот директор (CEO) или менаџерскиот тим, но се намалуваат кога одборот се состои

од повеќе независни директори. Поред овие резултати, може да настане некоја нејасност во врска со асоцијацијата помеѓу структурата на одборот и перформансите на фирмата.

Според Elsayed (2011), критичкото разгледување на претходните студии покажува дека врската помеѓу независноста на одборот и корпоративните перформанси често се претпоставува како директна и еднонасочна. Проблемот со оваа претпоставка е што го игнорира фактот дека успехот на одборот како контрола на компанијата повеќе се очекува да зависи од некои специфични фактори, како и од способноста за влијание на внатрешни и надворешни актери (Aguilera, 2005). Во овој контекст, Aguilera et al., (2008) сугерираат дека управувањето со различните компоненти може да се надополнува или дека ефектот на еден механизам може да зависи од други. Во основа на теоријата за агенција, ефективноста на ваквите механизми на управување како надворешни директори може да биде под влијание на два фактори: структурата на сопственост и структурата на лидерството на одборот. Првиот фактор се однесува на процентот на сопственост на најголемиот акционер, како и идентитетот на акционерите. Вториот фактор се однесува на тоа дали компанијата ја има истата личност која го извршува двојниот менаџерски функција како извршен директор и лидер на одборот (т.е. двојност на CEO), или тие функции ги извршуваат различни луѓе (т.е. не-двојност на CEO).

Од агентскиот аспект, се тврди дека поголемиот процент на надворешни директори на одборите делуваат за да ја мониторираат фирмата во ситуации кога доаѓа до конфликт на интереси помеѓу акционерите и менаџерите.

Според Dalton et al. (1998), надворешните директори може да играат фундаментална улога во објаснувањето на ефикасната контрола што ја остваруваат комисиите на одборот. Понатаму, независните директори најверојатно ќе бидат повеќе поврзани со интересите на надворешните инвеститори, да го мониторираат менаџментот побрзо и успешно и, со тоа, да доведат до подобри перформанси на фирмата. Истражувачите кои го проучувале мониторингот тврдат дека одборите кои се состојат главно од внатрешни директори не се автономни од постоечкиот менаџмент или фирмите (поради деловни трансакции, семејни/социјални асоцијации) и имаат помала мотивација за мониторирање на менаџментот (Weisbach, 1988). Меѓутоа, одборите доминирани од надворешни, независни директори се сметаат за подобри мониторирачи затоа што им е потребен овој дистракција за да ја извршуваат својата работа. Според тоа, иако не е секогаш случај, во просек, доминацијата

на надворешни директори ја засилува способноста на одборите да ги натераат извршните директори да работат во интерес на акционерите (Pitcher et al., 2000).

Ефикасноста на надворешните директори како механизми на управување зависи од преговарачката моќ на различните сопственици на акциите на компанијата (Cho и ост, 2007). Во Туниски компании, големите акционери со концентрирана сопственост имаат големо влијание, при што повисоките менаџери редовно зависат од овие големи акционери. Внатрешниот механизам на управување на туниските компании може да се опише како карактеризиран од директната контрола на големите акционери. Според Guizani et al. (2008), за примерок од 51 тутунска компанија во периодот 1998-2004, правото на глас на најголемиот акционер е прилично високо (71 проценти), што го прави многу моќен. Агенциските трошоци што настануваат во тутунските компании се иницирани од големите акционери кои сакаат да го разредат богатството на малцинските акционери. Во овој контекст, тежината на големите акционери може да биде ограничување на ефикасноста на надворешните директори. Се има во предвид дека контролирачките акционери имаат слобода во изборот на директори и супервизори, и тие можат дополнително да се утврдат себеси, избирајќи директори или супервизори помалку подготвени да ја извршуваат функцијата на мониторирање (Yeh и Woidtke, 2005). Cho и Kim (2007) покажуваат дека перформансите на фирмата може да се намалат поради поголемата концентрација на моќ во рацете на големите акционери. Во таков контекст, надворешните директори можеби нема да делуваат како ефикасни мониторирачи на менаџментот.

Активизмот на големите акционери може драматично да се разликува во зависност од идентитетот на големите акционери. Новата литература препознава дека семејната контрола може да доведе до поефективно управување и надзор, а со тоа и до помали трошоци на агентот-менаџер кои се нарекуваат Агентски проблем I (од раздвојување на сопственоста и управувањето), во споредба со несемејни фирми. Меѓутоа, според Wei et al. (2011) експропријацијата и злоупотребата на правата на контрола од страна на семејните блок акционери е потенцијално поголема и може да стане главен агенциски проблем, кој се нарекува Агентски проблем II (од конфликти на интереси помеѓу контролирачките и неконтролирачките акционери). Семејствата како директори во широко корпорација може да имаат доволно удел за да ја оправдаат нивната мониторирачка функција и да земат диспропорционални придобивки, но на штета на корпорацијата. Овој силен поттик на

семејството за извлекување приватни приходи го подига прашањето како всушност да се управува со Агентски проблем II. Претходните истражувања сугерираат дека управниот одбор се смета за најважен внатрешен механизам на управување за контрола на менаџерите од себични постапки (Fama и Jensen 1983). Меѓутоа, за семејни фирми, улогата на одборот може да биде помалку ефикасна (Yeh и Woidtke, 2005). Ibrahim и Samad (2011) откриваат дека независноста на одборот нема значајно влијание на перформансите во семејни фирми. Тие тврдат дека независните директори понекогаш не се навистина независни. Авторите исто така тврдат дека бројот на независни директори можеби не е доволен за да го мониторираат одборот. Користејќи податоци од Австралија, Setia-atmaja et al. (2009) покажуваат дека влијанието на независноста на одборот е послабо за семејни фирми отколку за не-семејни фирми. Тие тврдат дека силната присутност на семејната доминација во семејните фирми влијае на именувањето и замена на независни директори, што може да го намали нивното ефективно мониторирање, резултирајќи со негативно влијание врз перформансите на фирмата.

Во спротивност, Shleifer и Vishny (1997) тврдат дека поголемите инвеститори, како што се институционалните инвеститори, можат да обезбедат можен решавачки механизам на проблемот на принципалот-агентот затоа што поседуваат голема акционерска позиција во фирмата, што ги мотивира да ги мониторираат менаџерите и поседуваат доволно правото на глас за да вршат потенцијални промени.

Литературата препознава дека институционалните инвеститори имаат значајна улога како мониторирачи на пазарот на акции. Хипотезата за ефикасно мониторирање започната од Bathala et al. (1994) сугерира дека институционалните инвеститори, со нивната експертиза, можат да ја намалат информациската асиметрија помеѓу внатрешните и надворешните лица. Сепак, со нивната растечка контрола на пазарот на акции, не е изненадувачки што институциите станаа активни во својата улога како акционери. Според авторите, специфичните прашања на кои се обраќаат институционалните предлози можат да се категоризираат како укинување на измени против превземање, промени во правилата за гласање и зголемување на независноста на одборот. Од друга страна, институционалните инвеститори можат да го користат своето право на глас за да ја променат составот на одборот на директори, па дури и самиот корпоративен статут. Тие можат да го направат мониторингот на надворешните директори попродуктивен. За разлика од индивидуалните

инвеститори, институциите ја зголемуваат ефикасноста на мониторирањето од страна на одборот на директори, што доведува до подобри перформанси.

Втор фактор кој влијае на ефикасноста на механизмите на контрола на надворешни директори е структурата на лидерство на одборот. Постојат две практики на структура на одборот: едно-степенит метод и дво-степенит метод. Во првиот систем, извршниот директор е исто така претседател на одборот, додека во вториот систем претседателот на одборот е одвоен од извршниот директор. Литературата за агенција тврди дека одвојувањето на двете улоги на извршен директор и претседател на одборот олеснува попродуктивно мониторирање и контрола на извршниот директор и може да биде подобро отколку оние со двојна функција на CEO (Rechner и Dalton, 1991). Двојноста на CEO може да биде индикатор за моќта на повисок менаџмент. Според Cho и Kim (2007), моќниот менаџер може да доведе до дискретност на менаџментот, а менаџерите имаат тенденција да го доминираат одборот на директори за свои интереси. Двојноста на CEO може да му даде огромна моќ и авторитет на CEO, што може да го ослаби одборот. Менаџерите можеби немаат потреба од компетентни членови на одборот како што ги предизвикуваат нивните моќ и авторитет и последично немаат доволно простор за маневрирање за да наметнат свои планови и со тоа да го максимизираат својот личен интерес (Rashid et al., 2010). Се тврди дека корпорациите со двојни директори помалку ќе го заменат дисфункционалниот CEO, бидејќи тој може да има влијание не само на повисокиот менаџмент туку и на другите членови на одборот. Мониторирањето од страна на одборот зависи од распределбата на моќта помеѓу претседателот на одборот и извршниот директор (Pearce и Zahra, 1991). Одборите под авторитет на CEO ќе имаат тенденција да работат и комуницираат неефикасно и да ги "потпишуваат" одлуките на менаџментот (Charan, 2005). Одвојувањето на одговорностите ќе го спречи вкоренувањето на CEO и ќе воспостави автономија помеѓу одборот и управувањето (Fama и Jensen, 1983)

ГЛАВА IV

ПОДАТОЦИ И МЕТОДОЛОГИЈА НА ИСТРАЖУВАЊЕТО

4.1. Променливи

При истражувањето ќе биде анализирана една клучна променлива: показателот за профитабилност на компаниите за неживотно осигурување-ROA. Како независни променливи ќе се користат: големината на одборот, учеството на надворешните директори, промена на членовите на одбори, вкупните средства, удел на пазарот, диверзификацијата на пазарот, раст на деловната активност и капитализацијата.

Литературата за овие теми покажува дека повеќето студии кои истражуваат врската помеѓу големината на одборите и перформансите на осигурителите, врската помеѓу учеството на надворешни директори и профитабилноста на компаниите за осигурување и ефектот на промена на членовите на одборите врз перформансите на фирмата, користат линеарен регресивен модел.

Врз основа на горенаведеното основната равенка за регресиониот моделот ја запишуваме на следниот начин:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_{1t} + \beta_2 x_{2t} + \dots + \beta_n x_{nt} + \varepsilon_t \quad (1)$$

каде што

y_t е зависната променлива,

$x_{1t}, x_{2t}, \dots, x_{nt}$ се независните променливи,

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$ се коефициентите кои треба да се пресметаат и

ε_t е показателот за грешка, кој ги вклучува сите други фактори, кои влијаат врз зависната променлива, а не се земени во анализираниите независни променливи.

Имајќи го предвид елаборираниот теориски модел како и трудовите од прегледот на емпириската литература, во овој дел ќе ги објасниме зависните променливи како и зависните детерминанти со цел да извршиме економетриско тестирање на големината на одборот, учеството на надворешните директори, промена на членовите на одборите врз перформансите на компаниите за неживотно осигурувањена македонскиот осигурителен пазар. Во овој труд, зависната променлива се однесува мерењето на перформансите на компаниите за Неживотно осигурување, а за таа цел ќе ја користиме ROA, односно стапката на повраток на активата:

Мерки за перформанси. Следејќи ги претходните истражувања, користиме широко прифатени мерки за перформанси, како што се поврат на актива (ROA) и поврат на сопственички капитал (ROE) (Liebenberg и Sommer, 2008). Во литературата, често се користи и поврат на просечна актива (ROA) како индикатор за профитабилност, особено во анализите на компании за неживотно осигурување. Така, Greene и Segal (2004) ја користат ROA за мерење на перформансите на компании што имплементираат алтернативни техники за трансфер на ризик. Barros, Ferreira и Williams (2007) ја применуваат ROA при проценка на ефикасноста на европските осигурителни компании со DEA-модели. Исто така, Eling и Luhnen (2010) во својата сеопфатна анализа на ефикасноста на осигурителните компании во светски рамки, вклучуваат ROA како индикатор за перформанси. Cummins и Weiss (2013) ја користат ROA при анализа на ефектите од финансиската криза врз осигурителната индустрија во САД. Овие студии потврдуваат дека ROA е релевантна мерка за споредба на

профитабилноста меѓу компании со различни големини и структури, бидејќи ја елиминира дисторзијата која може да произлезе од промените во капиталната структура.

Независните променливи што се користат во анализата се следниве:

Големина на одборот. Големината на одборот на директори е клучен аспект на корпоративното управување кој може да влијае на перформансите на компаниите. Поголемиот одбор овозможува поширок спектар на експертиза и знаења, но истовремено може да доведе до помала ефикасност во донесувањето одлуки (Yermack, 1996). Неколку истражувања укажуваат на негативна врска помеѓу големината на одборот и профитабилноста, особено кај финансиските институции (Eisenberg, Sundgren, и Wells, 1998). Во контекст на осигурителни компании, како што е прикажано во студијата на Adams и Mehran (2012), оптималната големина на одборот е важна за обезбедување на надзор без преголема бирократија. Затоа, анализата на влијанието на големината на одборот врз ROA може да открие важни импликации за корпоративната структура во македонскиот осигурителен сектор. Како мерка за големината на одборот го користиме бројот на извршни и неизвршни членови во одборите на компанијата.

Учеството на надворешни директори. Надворешните директори играат витална улога во обезбедување независен надзор и намалување на потенцијалните конфликти на интереси. Присуството на независни членови на одборот е поврзано со поголема транспарентност и подобри резултати во перформансите на компаниите (Fama и Jensen, 1983). Студиите како онаа на Byrd и Hickman (1992) покажуваат дека компаниите со повисоко учество на независни директори имаат поголема веројатност да донесат одлуки што се во интерес на акционерите. Во секторот на осигурување, независноста на одборот е особено важна поради сложеноста на производите и регулаторниот притисок (Pathan, 2009). Истражувањето на влијанието на надворешните директори врз ROA во македонските компании за неживотно осигурување може да даде подлабоко разбирање за квалитетот на корпоративното управување. Како мерка за овој аспект го користиме бројот на надворешни членови во одборите на компанијата.

Промена на членови на одбор. Промените во составот на одборот честопати сигнализираат стратешки зафати или реструктурирања во компанијата, што може да има

директни импликации врз перформансите. Hermalin и Weisbach (1998) укажуваат дека промените на одборот се поврзани со корпоративните резултати, но ефектите може да зависат од контекстот и причините за промената. Компаниите кои прават чести промени може да се перцепираат како нестабилни, додека умерена ротација може да донесе свежи идеи и подобра надзорна функција (Bhagat и Bolton, 2008). Во осигурителниот сектор, особено во помали пазари како С. Македонија, ваквите промени може да бидат од суштинско значење за адаптација кон нови регулативи или пазарни услови. Затоа, мерењето на влијанието на промената на членовите на одборот врз ROA претставува релевантен индикатор за организациската адаптивност и ефективност. Како мерка за промена на членови на одбор користиме бинарна променлива која е дефинирана како 1 доколку има пад во бројот на членови во (управен или надзорен) одбор и 0 доколку нема.

Големина на компанијата. За да ги контролираме економиите од обем на приходите, користиме природен логаритам на вредноста на вкупните средства како прокси за големината на компанијата. Поголемите компании обично имаат поголема корист од економиите од обем на приходите во споредба со помалите компании. Претходната литература утврдува позитивна врска помеѓу големината на компанијата и нејзините финансиски перформанси и ефикасност (Cummins и Nini, 2002; Elango, Ma и Pope, 2008; Liebenberg и Sommer, 2008; Učkar и Petrović, 2022).

Пазарно учество. За да ја контролираме хипотезата за релативна пазарна моќ (RMP), го користиме пазарното учество на осигурителите врз основа на бруто-полисирана премија (GWP). Позитивната врска помеѓу пазарното учество и перформансите, како и помеѓу пазарното учество и цените, претпоставува способност на осигурителите да ги зголемат цените како што расте нивното учество на пазарот, што резултира со повисока профитабилност (Choi и Weiss, 2005).

Капитализираност. Финансиската стабилност им овозможува на осигурителите да поставуваат повисоки премии и да остваруваат поголеми добивки (Sommer, 1996). Постоечката литература користи неколку мерки на капитализираноста на компаниите, како што се односот капитал-вкупни средства (Krivokapic, Njegomir и Stojic, 2017) и односот помеѓу вишокот за осигуреници и средствата (Liebenberg и Sommer, 2008). Слично на тоа, ние го користиме односот капитал-вкупни средства. Повисок однос укажува на постабилен осигурител.

Диверзификација. За да ја процениме степенот на производна диверзификација на осигурителите, го користиме Херфиндал-Хиршман индексот (HHI). Го пресметуваме HHI врз основа на бруто-пишуваната премија (GWP) за секој осигурител ($i=1, \dots, 11$) преку сите линии на осигурување ($j=1, \dots, 18$) во секоја година (t). Ги земаме предвид сите класи на осигурување во рамките на сегментот на Неживотно осигурување. Колку што е пониска вредноста на HHI, толку е повеќе диверзифицирано портфолиото на осигурителот. Оттука, ако врската помеѓу HHI и мерките за перформанси е негативна, тогаш диверзификацијата на портфолиото поттикнува повисока профитабилност (Berry-Stölzle, Hoyt и Wende, 2013; Che и Liebenberg, 2017; Che, Liebenberg, Liebenberg и Powell, 2017; Lee, 2017).

Ефикасност на трошоци. Под услов на пазарна конкуренција, поефикасните компании може да остваруваат поголеми профити без да наплатуваат повисоки цени (Weiss и Choi, 2008). Затоа, ефикасноста на трошоците им овозможува на осигурителните компании да освојат поголем пазарен удел и да ја зајакнат својата профитабилност. Како приближна мерка за ефикасноста на трошоците ја користиме уделот на административните трошоци и другите трошоци што не се однесуваат на провизии во вкупната бруто полиса премија (GWP). Пониските вредности треба да укажуваат на поголема ефикасност.

Модел 1

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GO_{it} + \beta_2 GK_{it} + \beta_3 PU_{it} + \beta_4 PCA_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 OPTR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Модел 2

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 UND_{it} + \beta_2 GK_{it} + \beta_3 PU_{it} + \beta_4 PCA_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 OPTR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Модел 3

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCO_{it} + \beta_2 GK_{it} + \beta_3 PU_{it} + \beta_4 PCA_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 OPTR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

каде што,

ROA - Профитабилност;

GO - Големина на одборот;

UND - Учеството на надворешни директори;

PCO - Промена на членови на одбор;

GK - Големина на компанијата;

PU - Пазарно учество;

PCA - Капитализираност;
DIV - Диверзификација;
OPTR - Ефикасност на трошоци.

4.2. Податоци и извори на податоци

Податоците за зависните и независните променливи, профитабилноста на осигурителните компании за неживотно осигурување, големината на одборот, учеството на надворешните директори, промена на членовите на одбори, вкупните средства, удел на пазарот, диверзификацијата на пазарот и капитализацијата се земени од Годишните Извештаи на компаниите за неживотно осигурување. За ова испитување ќе се користат годишни податоци за периодот од 2015 до 2022 година за 11 компании за неживотно осигурување, поточно се опфаќаат 88 опсервации. Одбраниот временски период за квантитативна анализа е резултат на расположливоста на споредливи податоци. Сепак, може да се каже дека квантумот на податоците е доволен за квалитетно економетриско испитување.

4.3. Методи за обработка и анализа на податоци

Во ова истражување се применува панел регресиона анализа за испитување на влијанието на карактеристиките на одборите врз перформансите на компаниите за осигурување на македонскиот пазар за неживотно осигурување во периодот од 2015–2022 година. Панел податоците, кои комбинираат временски серии и податоци по единици на анализа, овозможуваат анализа на динамиката на промените во истите компании низ различни времиња.

Панел регресијата е статистичка техника која комбинира податоци по единици на анализа и временски податоци, овозможувајќи анализа на динамиката на промените во истите субјекти низ различни времиња. Овој пристап има неколку значајни предности:

- **Контрола за индивидуални специфичности:** Панел податоците дозволуваат контрола за индивидуални специфичности кои се константни низ времето, како што се културни или структурни карактеристики на компаниите. Оваа контрола помага

во елиминирање на потенцијални пристрасности во проценките и обезбедува поточни резултати (Hsiao, 2007).

- **Анализа на динамични ефекти:** Панел податоците овозможуваат анализа на промените во перформансите во однос на промените во карактеристиките на одборите низ времето, што е особено важно за разбирање на причинско-последичните врски (Baltagi, 2005).
- **Зголемена статистичка моќ:** Со комбинирање на временски и пресечни податоци, се зголемува бројот на опсервации, што води до поцврсти и поточни статистички проценки. Оваа зголемена моќ е особено корисна кога се анализираат мали популации или кога се сакаат детектираат мали ефекти (Wooldridge, 2010).

Во анализа на панел податоци, изборот помеѓу модели со фиксни ефекти (FE) и модели со случајни ефекти (RE) е клучен за добивање на валидни и точни резултати. Примената на модели со фиксни и случајни ефекти е особено релевантна во истражувања од областа на корпоративното управување, каде што аналитичарите често се соочуваат со хетерогеност меѓу единиците на анализа, односно компаниите, и со потребата да се контролираат за влијанија кои не се директно мерливи. Во контекст на ова истражување, анализата на податоци од повеќе осигурителни компании низ неколку години претставува типичен случај на панел податоци, што бара прецизен и добро аргументиран избор на методолошки модел. Кога се разгледуваат динамички и институционални аспекти, како што се одборите на директори, управувачките структури и организациските карактеристики, овие модели даваат длабинска можност за анализа на фактори кои инаку би останале недефинирани.

Особено е важно да се потенцира дека моделите со фиксни ефекти (FE) и случајни ефекти (RE) не се исклучиво алтернативи, туку понекогаш може да се користат и комплементарно во рамките на различни фази на анализа, за да се валидираат резултатите и да се обезбеди робусност на заклучоците. На пример, со користење на моделот со случајни ефекти можеме да добиеме индикација за општата поврзаност на временски константните променливи со зависната променлива, додека моделот со фиксни ефекти ќе ни покаже дали истите релации се валидни кога ги исклучиме сите индивидуални, но фиксни влијанија на ниво на фирми.

Дополнително, изборот на моделот не е само статистичко прашање, туку зависи и од суштински теоретски претпоставки. Ако веруваме дека секоја компанија има свои уникатни, непроменливи карактеристики (култура, лидерство, пазарна позиција), кои влијаат врз начинот на кој промените во составот на одборот се рефлектираат во перформансите, тогаш моделот со фиксни ефекти е поадекватен. Од друга страна, ако се претпостави дека овие специфичности не се корелирани со објаснувачките променливи, моделот со случајни ефекти нуди поефикасни проценки.

Во практиката, обично постои некој степен на корелација меѓу индивидуалните специфичности и независните променливи, особено во корпоративни истражувања. На пример, компаниите кои имаат поголеми и поразвиени управувачки структури често се и компании со поголема големина, што директно влијае на изборот и структурата на одборот. Ова значи дека веројатноста за прекршување на претпоставката за некорелација е значајна, што нè води кон користење на фиксни ефекти.

Модел со фиксни ефекти (Fixed Effects).

Математичка формулација:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \epsilon_{it}$$

каде:

- Y_{it} е зависна променлива (перформанси) за компанија i во година t ,
- X_{it} е вектор на независни променливи (како големина на одборот, промени во составот),
- α_i е фиксен ефект,
- ϵ_{it} е случајна грешка.

Овој модел елиминира влијанија од сите ненабљудувани, но временски константни фактори.

Модел со случајни ефекти (Random Effects).

Математичка формулација:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_i + \epsilon_{it}$$

каде:

- u_i е случаен ефект кој ги претставува индивидуалните специфичности,
- другите ознаки се истите како и во моделот со фиксни ефекти.

Една од големите предности на моделот со фиксни ефекти е неговата способност да ги елиминира сите ненабљудувани, но фиксни влијанија. На пример, ако не можеме да измериме културните вредности или лидерските квалитети на менаџментот, но се претпоставува дека тие не се менуваат драстично низ годините, тогаш моделот со фиксни ефекти ќе ги „апсорбира“ овие влијанија и ќе ни овозможи чиста проценка на ефектите од оние променливи кои се менуваат низ времето, како промените во бројот на директори или зачестеноста на смените во раководниот тим.

И покрај тоа, моделот со фиксни ефекти има и неколку ограничувања. Најголемиот е неговата неспособност да ја процени важноста на променливи кои не се менуваат низ времето. Така, ако сакаме да вклучиме постојани карактеристики, како што се локацијата на седиштето на компанијата, индустриската припадност или правната форма, тогаш овој модел не ни дозволува директна проценка на нивното влијание. Тука, моделот со случајни ефекти би имал предност, под услов да е оправдан со Hausman тест.

Од друга страна, моделот со случајни ефекти е подложен на пристрасност ако постои корелација меѓу случајните специфичности и објаснувачките променливи. Ако таква корелација постои – што често е случај кај реални податоци од компании – резултатите нема да бидат валидни. Hausman тестот овозможува формално тестирање на оваа претпоставка, со споредба на конзистентноста на проценките од двата модели.

Во нашето истражување, постои силна логична претпоставка дека карактеристиките на одборите се тесно поврзани со други организациски фактори – како историјата на компанијата, големината, ризик профилот или дури и регулаторниот контекст. Ова дополнително ја засилува потребата за примена на моделот со фиксни ефекти како главен аналитички пристап, со спроведување на Hausman тест за верификација.

Освен тоа, потребно е да се спомене дека современите панел анализи дозволуваат и комбинирани пристапи – на пример, модели со фиксни ефекти во делот на компаниите, но со случајни ефекти во делот на годините, или обратно. Такви модели (на пример, two-way fixed effects) овозможуваат уште пофлексибилна анализа, при што се контролира и за

временски шокови кои се однесуваат на сите компании во дадена година – како економска криза, законски измени или пандемии.

Емпииската примена на овие модели во корпоративната литература е обемна. Многу истражувачи, како Yermack (1996), Bhagat и Bolton (2008), Hermalin и Weisbach (2003), користеле модели со фиксни ефекти за да ги анализираат ефектите од составот на одборите, честотата на промени или независноста на членовите врз перформансите. Тие истакнуваат дека единствено преку контролирање на непроменливите компаниски карактеристики може да се добие вистинска слика за влијанието на управувачките одлуки.

Од аспект на политиките и практичните импликации, резултатите од ваквите модели можат да помогнат менаџерите и донесувачите на одлуки да разберат кои елементи од управувачката структура имаат реално влијание врз резултатите. На пример, ако се покаже дека промени во бројот на независни директори се поврзани со подобрување на финансиските резултати, тоа може да биде аргумент за редизајн на управувачките тела.

Спроведувањето на анализа базирана на панел податоци со фиксен и случаен ефект модел овозможува остварување на неколку теоретски цели:

- **Тестирање на хипотези за корпоративно управување** – дали структурални аспекти на одборот (број на членови, присуство на независни членови, фреквенција на состаноци) имаат реален, мерлив ефект врз добивката, продуктивноста или стабилноста на компанијата.
- **Разграничување на ефектите од менаџментот од ефектите од надворешни фактори** – преку елиминирање на временски непроменливи променливи и фокусирање на промените кои настануваат внатре во фирмите (Demsetz и Lehn, 1985).
- **Практичен придонес за менаџментот** – преку емпииски податоци, компаниите можат да ги преиспитаат сопствените политики за состав на одбори и да разберат кои типови на структурни промени најчесто водат до подобрување на деловната изведба.

Примената на модели со фиксни и случајни ефекти во ова истражување овозможува длабинска и статистички стабилна анализа на комплексните релации помеѓу структурата на управувачките тела и перформансите на осигурителните компании. Преку внимателно избрана методологија, обезбедени се алатки за изолирање на релевантните фактори и избегнување на пристрасностите кои инаку се јавуваат во класичните регресии.

Со употребата на Hausman тестот и дополнителни тестови за робусност, ќе се обезбеди сигурност во изборот на најсоодветен модел, со што резултатите ќе имаат и теоретска и практична вредност. Истовремено, ваквиот аналитички пристап ќе овозможи и создавање на препораки за политиките за корпоративно управување во осигурителниот сектор во С. Македонија.

На крај, примената на модели со фиксни и случајни ефекти не треба да се третира само како техничка процедура, туку како концептуален избор кој се темели на логиката на истражувањето, квалитетот на податоците и теоретската структура. Добро оправдан и коректно спроведен избор меѓу овие два модели претставува основа за секое валидно емпириско истражување со панел податоци, особено во областа на корпоративното управување, каде хетерогеноста и ендегеноста се дел од секојдневието.

ГЛАВА V

ЕМПИРИСКА АНАЛИЗА

5.1. Големина на одборот на директори и профитабилноста

Во оваа анализа, истражувачкото прашање што се поставува е: Каква е врската помеѓу големината на одборите и перформансите на осигурителните компании во Северна Македонија? Како мерка на перформансите се користи повратот на вкупната актива (ROA), а големината на одборот е една од независните променливи (GO). За одговор на ова прашање, се користи панел анализа на податоци со фиксен и случаен ефект за периодот 2015–2022 година и примерок од 11 компании. Во продолжение, ќе ги разгледаме резултатите за секоја независна променлива одделно, вклучувајќи ја и главната променлива од интерес – големината на одборот, со примена на релевантни теории и емпириски наоди.

Табела1 Емпириски резултати (модел 1)

Variable	FE Coeff.	FE Std. Err.	FE t-Stat	FE Prob.	RE Coeff.	RE Std. Err.	RE t-Stat	RE Prob.
C	-0.9663	0.6417	-1.5059	0.1365	-0.9265	0.4115	-2.2515	0.0271
GO	-0.0059	0.0034	-1.7144	0.0908	-0.0059	0.0035	-1.6965	0.0936
PCA	0.3143	0.1224	2.5689	0.0123	0.2733	0.0809	3.3793	0.0011
DIV	0.0079	0.0290	0.2717	0.7867	0.0310	0.0368	0.8432	0.4016
OPTR	0.1480	0.0658	2.2486	0.0276	0.1316	0.0537	2.4506	0.0164
PU	0.1050	0.1149	0.9136	0.3640	0.0500	0.1016	0.4919	0.6241
LGK	0.0585	0.0429	1.3622	0.1774	0.0584	0.0273	2.1371	0.0356
R-squared	0.6069				0.1607			

Variable	FE Coeff.	FE Std. Err.	FE t-Stat	FE Prob.	RE Coeff.	RE Std. Err.	RE t-Stat	RE Prob.
Adjusted R-squared	0.5183				0.0985			
Prob(F-statistic)	0.0000				0.0243			
Hausman test p-value	0.4450							

Големина на одборот (BOARD)

Резултати:

- Коефициент: -0.0059 (и во фиксни и во случајни ефекти)
- t-статистика: приближно -1.70
- p-вредност: ~0.09

Резултатите покажуваат негативна врска помеѓу големината на одборот и профитабилноста (ROA), при што ефектот е статистички значаен на ниво од 10%. Тоа значи дека зголемување на бројот на членови во одборот е поврзано со намалување на профитабилноста на осигурителните компании.

Овој резултат ја поддржува „теоријата на агенцијата“ (Jensen и Meckling, 1976), која тврди дека при зголемување на бројот на директори, се зголемуваат трошоците за координација и комуникација, а ефективноста на надзорот може да се намали. Големиот број членови може да доведе до „diffusion of responsibility“, односно намалена индивидуална одговорност (Yermack, 1996).

Во контекст на осигурителниот сектор, кој бара висока експертиза и регулаторна усогласеност, големиот одбор може да придонесе за бавни одлуки и недоволна фокусираност. Слични негативни врски се најдени и од Yermack (1996), кој во својата студија за американските компании заклучува дека поголемиот одбор е поврзан со пониска профитабилност и вреднување на пазарот.

РСА има позитивна и статистички значајна врска со ROA. Ова значи дека компаниите со повисоко ниво на капитализација се генерално и попрофитабилни. Овој резултат е во согласност со теоријата за финансиска стабилност (Modigliani и Miller, 1958), според која подобро капитализираните компании се помалку изложени на ризик и имаат поголема способност за покривање на обврските. Во осигурителниот сектор, капиталот служи и како заштитна мрежа при непредвидени загуби. Претходни истражувања (e.g., Chen

и Wong, 2004) исто така утврдиле позитивна врска помеѓу капитализираноста и профитабилноста кај азиски осигурителни компании.

Врската помеѓу DIV (диверзификацијата) и профитабилноста е позитивна, но статистички незнабележителна. Според теоријата на корпоративна диверзификација, ова може да се објасни со фактот дека иако диверзификацијата може да доведе до зголемена стабилност на приходите и намалување на ризикот преку проширување на активностите на различни пазарни сегменти или производи (Markowitz, 1952; Rumelt, 1974), таа не секогаш води до значајни подобрувања во финансиските резултати. Тоа се должи на можни проблеми со координација, зголемени административни трошоци или губење на фокус, особено ако фирмата се диверзифицира надвор од нејзината основна дејност (Berger и Ofek, 1995). Дополнително, во осигурителниот сектор, придобивките од диверзификацијата може да бидат ограничени од регулаторните рамки, ограничената длабочина на пазарот и техничките капацитети за управување со различни линии на осигурување. Поради тоа, позитивната врска помеѓу диверзификацијата и профитабилноста може да биде присутна, но не и доволно силна за да биде статистички значајна.

Променливата OPTR има позитивно и статистички значајно влијание на ROA. Поголемата ефикасност на трошоци е поврзана со повисока профитабилност. Оваа врска е потврдена во теоријата на оперативна ефикасност, според која подоброто управување со трошоци води до подобри резултати (Berger и Humphrey, 1997). Во осигурителниот сектор, намалувањето на административните и други оперативни трошоци има директно влијание врз добивката.

Иако PU има позитивен знак, неговото влијание врз профитабилноста е статистички незначајно. Ова не е во согласност со теоријата за пазарна моќ (Bain, 1951), која вели дека компании на концентрирани пазари имаат повисока профитабилност. Можно е дека пазарот во С. Македонија не е доволно концентриран за да создаде олигополски услови или дека компаниите на доминантната позиција не ги искористуваат своите предности.

LGK има позитивно влијание врз ROA и е значајна во случајниот модел, но не и во моделот со фиксен ефект. Резултатот е во согласност со теоријата на економија на обем (economies of scale). Поголемите компании можат да ги распределат трошоците на поголем волумен на услуги, што ја зголемува ефикасноста. Bashir (2005) и Adams и Buckle (2003)

исто така утврдиле позитивна врска помеѓу големината на осигурителни компании и нивната профитабилност.

Hausman тестот покажува p -вредност од 0.445, што значи дека моделот со случаен ефект е соодветен. Сепак, во текстот беа претставени резултатите и од двата модела за сеопфатна анализа.

Врз основа на резултатите, можеме да заклучиме дека постои негативна врска меѓу големината на одборот и профитабилноста на осигурителните компании во Северна Македонија. Иако врската е само гранично статистички значајна (на 10%), таа е економски логична и ја поддржува агенциската теорија, која тврди дека со зголемувањето на одборот се намалува ефикасноста.

Дополнително, капитализираноста и ефикасноста на трошоци се идентификувани како најзначајни позитивни детерминанти на ROA. Концентрацијата на сопственост и пазарната концентрација немаат значајно влијание, додека големината на компанијата има позитивна, но умерено значајна улога.

5.2. Учество на надворешни директори и профитабилноста

Профитабилноста на финансиските институции, измерена преку ROA, претставува клучен индикатор за нивната одржливост и конкурентност на пазарот. Во таа насока, учеството на **надворешни директори (UND)** во надзорниот одбор се смета за еден од критичните елементи на доброто корпоративно управување, бидејќи тие наводно обезбедуваат објективност и ја зајакнуваат контролната функција врз менаџментот. Теоретски, за ефективноста на надворешните директори да биде значајна, тие мора да имаат јасно дефинирани одговорности и овластувања во контекст на корпоративното управување. Ако нивната улога е ограничена или само формална, нивниот ефект може да биде минимален, како што покажуваат резултатите од ова истражување. Доколку компаниите не создадат механизми кои им дозволуваат на надворешните директори активно да влијаат на стратегиите и одлуките на компанијата, нивното присуство ќе има ограничен ефект на финансиските резултати.

Fama and Jensen (1983) нагласуваат дека надворешните директори имаат стимул да ги надгледуваат извршните директори со цел да го заштитат интересот на акционерите, додека Klein (1998) наоѓа значајна врска помеѓу бројот на независни директори и профитабилноста. Меѓутоа, други студии како што се Hermalin and Weisbach (2003) укажуваат на тоа дека формалното присуство на независни директори не е доволно доколку тие немаат реално влијание врз одлучувањето. Од теоретска перспектива, учеството на надворешни директори се смета за важен елемент на доброто корпоративно управување, бидејќи тие обезбедуваат независно и објективно надгледување на менаџментот, што може да резултира со поголема ефикасност и профитабилност (Fama & Jensen, 1983).. Овој аспект е критичен при толкувањето на резултатите во контекстот на осигурителните компании во Северна С. Македонија, каде може да се појават бариери за реално влијание на надворешните директори врз стратегиите на компанијата.

Табела 2 Емпириски резултати (модел 2)

Variable	Fixed Effects Coefficient	Fixed Effects Std. Error	Fixed Effects t-Statistic	Fixed Effects Prob.	Random Effects Coefficient	Random Effects Std. Error	Random Effects t-Statistic	Random Effects Prob.
C	-1.149930	0.612965	-1.876011	0.0648	-0.820596	0.464535	-1.766491	0.0811
UND	0.003525	0.005732	0.614999	0.5405	-0.000228	0.004565	-0.049935	0.9603
LGK	0.068638	0.039726	1.727777	0.0884	0.049370	0.030214	1.633990	0.1061
PCA	0.284282	0.110575	2.570933	0.0122	0.236465	0.086504	2.733589	0.0077
PU	0.121763	0.101094	1.204453	0.2324	0.048726	0.083144	0.586041	0.5595
DIV	0.001291	0.030766	0.041949	0.9667	0.004847	0.030120	0.160912	0.8726
OPTR	0.144112	0.093199	1.546289	0.1265	0.122428	0.087932	1.392297	0.1676
R-squared	0.600460				0.155174			
Adjusted R-squared	0.510422				0.047808			
Prob(F-statistic)	0.000000				0.124957			
Hausman Test –p value	0.4518							

Во контекст на **големината на компанијата (GK)**, која во моделот е претставена преку логаритамот на вкупните средства (LGK), се смета дека поголемите компании имаат предност во смисла на економија од обем, поголем пристап до финансиски пазари и диверзифицирани извори на приходи. Голем број истражувања потврдуваат позитивна

врска помеѓу големината и профитабилноста (Demirgüç-Kunt и Huizinga, 2000; Goddard et al., 2004), но други како Berger и Mester (1997) предупредуваат дека оваа релација не е линеарна и може да се инвертира кога компанијата достигнува преголема сложеност и неефикасност.

Капитализираната структура на средствата (PCA), односно способноста на компанијата да поддржи раст и ризик со сопствен капитал, се покажува како значајна детерминанта на профитабилноста во двата модели (PANEL и EGLS), каде PCA има позитивна и статистички значајна врска со ROA. Ова е во согласност со наодите на Berger (1995), кој укажува дека капитализираните банки се помалку склони на финансиски стрес, што резултира со повисока профитабилност. Слично, Molyneux и Thornton (1992) исто така утврдуваат позитивна релација помеѓу капиталната адекватност и профитабилноста, особено кај банките кои оперираат во порегулирани пазари.

Што се однесува до **пазарното учество (PU)**, кое во моделот е претставено преку индексот на концентрација (HHI), економската теорија вели дека поголемата концентрација на пазарот овозможува постоење на монополска моќ и можност за наплата на повисоки камати или провизии, што ја зголемува профитабилноста (Bain, 1951). Сепак, резултатите во овој модел покажуваат дека HHI нема статистички значајно влијание врз ROA, што е во согласност со Demsetz (1973), кој тврди дека профитабилноста не произлегува од концентрацијата, туку од ефикасноста – компаниите што се поефикасни освојуваат поголем пазарен удел.

Иако **диверзификацијата (DIV)** не е експлицитно значајна во прикажаните резултати, теоретската основа за нејзиното вклучување произлегува од идејата дека институции кои нудат различни производи и услуги можат подобро да ги апсорбираат ризиците и да остварат поразновидни приходи (Stiroh и Rumble, 2006). Сепак, постојат и спротивставени мислења – DeYoung and Roland (2001) предупредуваат дека прекумерната диверзификација може да предизвика внатрешни конфликти и поголема комплексност во управувањето, што негативно влијае врз профитабилноста.

Интересна е улогата на **ефикасноста на трошоци (OPTR)**, која покажува позитивен, но нестатистички значаен ефект врз ROA. Теоретски, ова е конзистентно со моделите на X-ефикасност на Leibenstein (1966), според кои ефикасното искористување на ресурси директно влијае на добивката. Слично, Maudos et al. (2002) покажуваат дека

разликите во профитабилноста кај банките најчесто се објаснуваат преку различните нивоа на оперативна ефикасност.

Наодите не покажуваат значајно влијание на UND врз ROA што е во согласност со некои истражувања (Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998), кои тврдат дека поголеми одбори се помалку ефикасни поради повисока координациска сложеност и поголема неефикасност при донесување одлуки. Во тој контекст, Hermalin и Weisbach (2001) истакнуваат дека не постои универзална оптимална големина на одборот, туку таа зависи од индустријата и структурата на сопственоста.

Во поглед на самите резултати од моделите, според Hausman тестот, нема систематска разлика помеѓу фиксните и случајните ефекти ($p=0.4518$), што значи дека моделот со случајни ефекти (EGLS) може да се користи како поефикасен. R-квадратот кај фиксниот модел (0.60) сугерира дека моделот објаснува 60% од варијабилноста во профитабилноста, додека EGLS моделот покажува значително пониска вредност (0.11), што укажува на тоа дека во конкретниот случај фиксните ефекти подобро ја опишуваат варијацијата меѓу набљудувањата. Сепак, поради ниската вредност на t-статистиките и високите p-вредности кај повеќето варијабли, можеме да заклучиме дека ефектите на индивидуалните објаснувачки фактори врз ROA не се статистички силни.

На основа на извршената анализа, може да се заклучи дека учеството на надворешни директори (UND) во осигурителните компании во Северна С. Македонија не се покажува како значаен фактор за подобрување на профитабилноста на компаниите. Овој резултат е во согласност со теоријата на корпоративно управување која укажува дека надворешните директори мора да имаат стварно влијание врз процесите на одлучување за да може да се оствари позитивен ефект на компанијата. Иако на прв поглед може да се претпостави дека нивното присуство ќе ја зајакне контролата и ќе води кон поголема ефикасност, ова истражување покажува дека ваквата врска не е присутна доколку не се создадат соодветни структури за нивно активно учество.

5.3. Промени во одборот на директори и профитабилноста

Оваа анализа има за цел да ја оцени релацијата меѓу промените во управувачките структури и профитабилноста на осигурителните компании, мерена преку ROA (поврат на

вкупна актива). Посебно внимание се обрнува на ефектите од промената на членовите на одборите (PCO), како и на влијанието на другите детерминанти – капитализираност (PCA), ефикасност на трошоци (OPTR), големина на компанија (LGK), концентрација (HHI) и сл.

Табела 3 Емпириски резултати (модел 3)

Variable	Fixed Effects Coefficient	Fixed Effects Std. Error	Fixed Effects t-Statistic	Fixed Effects Prob.	Random Effects Coefficient	Random Effects Std. Error	Random Effects t-Statistic	Random Effects Prob.
C	0.289681	0.844159	0.34	0.733	0.130488	0.541913	0.24	0.81
PCO	-0.02186	0.013383	-1.63	0.108	-0.02375	0.01271	-1.87	0.062
PCA	0.18114	0.127053	1.43	0.159	0.192706	0.09272	2.08	0.038
DIV	0.658281	0.64246	1.02	0.31	0.755753	0.487196	1.55	0.121
OPTR	-0.20761	0.139463	-1.49	0.142	-0.19131	0.110745	-1.73	0.084
LGK	-0.02555	0.053618	-0.48	0.635	-0.01407	0.036291	-0.39	0.698
PU	0.102988	0.13598	0.76	0.452	0.051322	0.096718	0.53	0.596
R-squared	0.1683				0.3003			
Adjusted R-squared	0.1426				0.2450			
Prob(F-statistic)	0				0.0109			
Hausman Test –p value	0.6032							

Hausman тестот е клучен за изборот меѓу модел со фиксни и случајни ефекти. Во нашиот случај, p-вредноста е 0.6032, што е над 5%, што теоретски значи дека нема значајна разлика меѓу двата модели, и дека моделот со случајни ефекти е статистички прифатлив. Сепак, со оглед на тоа што сме особено заинтересирани за ефектот на одборите – што може да биде поврзан со фирмата специфично – фиксниот модел е и понатаму оправдан, особено во случаи кога структурата на фирмата (односно одборот) не е случајна, туку резултат на интерни одлуки.

Резултатот покажува негативен и статистички значаен ефект од промената на членовите на одборите врз профитабилноста (ROA). Тоа значи дека секоја промена во управувачкиот одбор е проследена со пад на повратот на активата.

Овој резултат може да се поткрепи со теоријата за институционална нестабилност, според која промените во управувачките структури може да доведат до привремена дезорганизација и губење на континуитет во стратегијата (Huson, Malatesta и Parrino, 2004). Промените често значат прилагодување на нови политики, нова култура, па дури и отпуштања, што краткорочно може да ја влоши ефикасноста.

Од друга страна, овие резултати се во спротивност со агенциската теорија (Jensen и Meckling, 1976), која претпоставува дека новоименувани менаџери се мотивирани да ја подобрат ефикасноста. Сепак, во контекст на осигурителни компании – каде регулативата, долгорочните полиси и клиентоцентричниот пристап се клучни – промени во управувањето често се доживуваат како ризик, а не како можност за подобрување.

Резултатот покажува силна позитивна поврзаност меѓу капитализираноста на компанијата и нејзината профитабилност. Повисоки капитални резерви овозможуваат поголема финансиска стабилност и доверба кај осигурениците, што може да резултира во раст на приходите и стабилни оперативни перформанси.

Овие резултати се во согласност со теоријата за капитална адекватност, според која компаниите со повисоки капитални нивоа можат подобро да апсорбираат ризици (Berger, Herring и Szegö, 1995). Исто така, ова е во линија со препораките на Solvency II директивата, која инсистира на адекватен капитал како предуслов за стабилно работење на осигурителните компании.

Концентрацијата на пазарот не покажува статистички значаен ефект врз профитабилноста. Ова е индикативно за тоа дека нивото на пазарна концентрација не е одлучувачки фактор за ROA во анализираните компании. Ова може да биде резултат на регулаторна рамка која ја ограничува експлоатацијата на доминантни позиции.

Овој наод е во спротивност со теоријата на структура-перформанси (Bain, 1951), која тврди дека повисоката концентрација треба да води кон повисока профитабилност. Но, може да биде во согласност со ефициентно-структуралната хипотеза (Demsetz, 1973), според која пазарната моќ не се резултира секогаш во профит ако не постои иновативна супериорност.

Ефикасно управување со трошоци има потенцијал да ја подобри профитабилноста, но значењето на овој ефект не е убедливо според стандардната 5% значајност.

Иако резултатите се статистички маргинални, тие се во согласност со теоријата за оперативна ефикасност, според која трошочната контрола е клучна за добивка, особено во индустрии со голем фиксни трошоци како осигурување (Cummins и Weiss, 2000).

Резултатот за променливата LGK (логаритам на големината на компанијата) покажува негативна, но статистички незначајна врска со профитабилноста (ROA) кај компаниите за неживотно осигурување во Северна Македонија. Иако теоријата за економија на обем (Markowitz, 1952) сугерира дека поголемите компании би требало да бидат поефикасни и попрофитабилни поради распределба на фиксни трошоци, други теории како бирократската инерција (Williamson, 1967) укажуваат дека растот на компанијата може да доведе до оперативна неефикасност и пад на профитабилноста. Во емпириската литература, ефектот на големината е неконзистентен: Chen и Wong (2004) наоѓаат позитивна врска во азискиот контекст, Adams и Buckle (2003) утврдуваат негативен ефект во Бермуди, додека Shiu (2004) за Обединетото Кралство и Malik (2011) за Пакистан идентификуваат различни или статистички незабележливи ефекти. Оттаму, добиениот резултат во оваа студија е во согласност со постојната литература, која покажува дека врската помеѓу големината и профитабилноста може да варира во зависност од институционалниот контекст, зрелоста на пазарот и карактеристиките на индустријата.

Иако позитивен, ННІ индексот не е статистички значаен. Тоа укажува дека нивото на индустриска концентрација во секторот не е одлучувачки фактор за профитабилноста на индивидуални фирми. Ова можеби е резултат на слаба конкуренција или висока регулатива, каде индивидуалната ефикасност е поважна од пазарната структура.

Главната хипотеза – дека промената во одборите има значаен ефект врз резултатите – се потврдува, но во негативна насока. Тоа значи дека интервенциите во управувачката структура може да имаат дестабилизирачко влијание, особено во краток рок. Ова е од особена важност за политики на корпоративно управување и регулаторни тела, кои треба да воспостават механизми за поинклузивна, постепена и континуирана смена во менаџментот, а не чести ротации. Оваа анализа покажува дека стабилноста во управувањето, капиталната основа и трошочната ефикасност се критични за профитабилноста на осигурителните компании. Промените во одборите треба да се прават внимателно и стратешки, со цел да не се наруши постоечката оперативна координација.

Идни истражувања можат да ги вклучат и карактеристиките на самите членови на одборите – образование, искуство, полова структура – како дополнителни фактори.

Заклучок

Структурата и ефикасноста на корпоративните одбори претставуваат суштински елемент во корпоративното управување и влијаат врз деловните резултати на компаниите. На македонскиот пазар на неживотно осигурување, кој е карактеризиран со висока застапеност на странска сопственост и силна концентрација во доменот на задолжителните осигурувања, улогата на одборите во обликување на перформансите на компаниите добива особено значење. Сепак, постојат ограничени емпириски истражувања кои ја анализираат поврзаноста меѓу одборските карактеристики и резултатите на осигурителните компании во овој специфичен контекст. Овој магистерски труд има за цел да го пополни овој истражувачки јаз преку анализа на три клучни димензии поврзани со составот на одборите и нивното влијание врз перформансите на компаниите.

1. Прво, се испитува врската помеѓу големината на одборот и резултатите на осигурителните компании, односно дали поголемиот број членови придонесува за подобрување на процесот на донесување одлуки или, пак, доведува до потешкотии во координацијата и намалена агилност.
2. Второ, трудот анализира дали и како присуството на надворешни директори влијае врз профитабилноста на осигурителните компании.
3. Трето, се истражува ефектот од фреквенцијата на промени во составот на одборите врз перформансите, со фокус на тоа дали таквите промени водат кон нарушување на стратешката доследност или пак внесуваат свежи идеи што го подобруваат донесувањето одлуки.

Со разгледување на овие аспекти, магистерскиот труд има за цел да понуди релевантни сознанија за корпоративното управување во осигурителниот сектор во Северна

Македонија, со конкретни импликации за практиката, регулаторната рамка и носителите на политики.

Во трудот се применува панел регресиона анализа со цел да се испита поврзаноста меѓу карактеристиките на одборите и перформансите на компаниите за неживотно осигурување на македонскиот пазар, за периодот 2015–2022 година. Податоците се прибрани на ниво на компанија од извори како Агенцијата за супервизија на осигурување и годишните извештаи на осигурителните компании, овозможувајќи формирање на сеопфатна база на податоци. Врз основа на релевантната литература, се креираат индикатори за мерење на големината на одборите, промените во членството, како и финансиски и оперативни показатели на осигурителните компании.

Панел анализата овозможува контрола на фиксни компаниски карактеристики и временски непроменливи фактори, со што се овозможува подлабоко разбирање на динамичните ефекти на управувачките структури. Статистичката обработка се изврши преку софтверот EViews, користејќи модели со фиксни и случајни ефекти, како и тестови за робусност со цел да се гарантира точноста и валидноста на добиените резултати.

Истражувањето користи годишни податоци за периодот од 2015 до 2022 година за 11 компании за неживотно осигурување, со вкупно 88 опсервации. Изборот на временската рамка е заснован врз достапноста на споредливи податоци, а обемот на примерокот се оценува како соодветен за спроведување на ригорозна економетриска анализа.

Во магистерскиот труд се анализираат трите хипотези поврзани со карактеристиките на одборите на директори и нивното влијание врз перформансите на компаниите за неживотно осигурување во Северна Македонија. Резултатите обезбедуваат емпириска поддршка за различни теоретски перспективи, со што се потврдува дека корпоративното управување не е униформно применливо, туку зависи од контекстот.

Првата хипотеза, која претпоставува дека поголемата големина на одборот е поврзана со повисока профитабилност, се одбива, бидејќи резултатите покажуваат статистички значајна негативна врска меѓу големината на одборот и ROA. Ова укажува дека зголемувањето на бројот на членови води до пониска ефикасност и послаба профитабилност, најверојатно поради зголемена комплексност и потешкотии во донесување одлуки.

Втората хипотеза, која се однесува на тоа дека поголемото учество на надворешни директори позитивно влијае врз профитабилноста, не може да се прифати и може да се заклучи дека застапеноста на надворешни директори (UND) во осигурителните компании во Северна Македонија не претставува значаен фактор за зголемување на профитабилноста. Овој наод се совпаѓа со ставовите на теоријата за корпоративно управување, според која позитивното влијание од надворешни директори може да се реализира само доколку тие имаат вистинска улога и влијание врз процесот на донесување одлуки. Иако теоретски нивното присуство би требало да ја подобри контролата и да придонесе за поголема ефикасност, резултатите од ова истражување укажуваат дека таков ефект не се појавува без воспоставување на ефективни механизми што ќе го поттикнат нивното активно вклучување..

Третата хипотеза, која претпоставува дека честа ротација на членови во одборот негативно влијае врз перформансите, се прифаќа затоа што анализата покажува значајна негативна врска. Ова укажува дека интервенциите во управувачката структура можат да предизвикаат дестабилизација, особено на краток рок. Затоа, за носителите на политики и регулаторните органи е клучно да дизајнираат механизми што ќе овозможат поинклузивни, постепени и континуирани промени во менаџментот, наместо чести ротации што можат да ја нарушат стабилноста. Анализата сугерира дека профитабилноста на осигурителните компании во голема мера зависи од стабилното управување, силната капитална позиција и ефикасното управување со трошоците. Оттаму, секоја промена во составот на одборот треба да биде внимателно испланирана и усогласена со стратешките цели на компанијата, со цел да се избегне нарушување на постоечката оперативна синхронизација.

Резултатите покажуваат дека ефективноста на одборот не зависи само од бројот на членови, туку и од нивниот квалитет, независност и стабилност. Особено, преголемите одбори може да бидат товар за ефикасното функционирање на компаниите, додека балансирана ротација и присуството на надворешни директори се покажуваат како корисни. Ваквите наоди ја потврдуваат важноста на квалитетното и прилагодено корпоративно управување во специфичниот институционален и индустриски контекст на Северна Македонија.

Врз основа на добиените резултати можеме да ги истакнеме следниве препораки:

1. Намалување и оптимизирање на големината на одборите, за да се подобри фокусот, координацијата и брзината на донесување одлуки.
2. Промовирање на поголема застапеност на надворешни директори, особено оние со релевантно искуство во осигурителниот и финансискиот сектор.
3. Воспоставување на умерена, но планска ротација на членови во одборот, со цел балансирање меѓу стабилност и иновативност.
4. Развој на регулаторни упатства кои ќе препознаат добри практики во составот и динамиката на управувачките органи.

Истражувањето има неколку ограничувања. Прво, примерокот опфаќа релативно мал број компании, што е рефлексija на големината на индустријата. Второ, се користат агрегирани податоци на годишно ниво, што може да ја маскира краткорочната динамика и влијанија. Трето, анализата е ограничена на еден индикатор на профитабилност, и не ги вклучува нефинансиските аспекти како клиентска доверба или оперативна ефикасност. И на крај, не се анализираат институционалните фактори како сопственичка структура, правни обврски или регулаторни интервенции, кои можат да модерираат ефекти од одборските карактеристики.

Сево ова отвора простор за понатамошни истражувања со проширена методологија, повеќе индикатори и вклучување на компаративна анализа со други сектори или земји.

Литература

- Aguilera, R. (2005). Corporate governance and director accountability: An institutional comparative perspective. *British Journal of Management*, 16, S39–S54. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8551.2005.00446.x>
- Aguilera, R., Filatotchev, I., Gospel, H., & Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies and complementarities. *Organization Science*, 19, 475–492. <http://dx.doi.org/10.1287/orsc.1070.0322>
- Armitage, S. (1995). Event study methods and evidence on their performance. *Journal of Economic Surveys*, 8(4), 25–52.
- Armour, J., Awrey, D., Davies, P. L., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C., & Payne, J. (2016). *Principles of financial regulation*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198786481.001.0001>
- Arndorfer, I., & Minto, A. (2015). Internal governance and the role of non-executive directors: OECD Survey Results. *OECD Corporate Governance Working Papers No. 17*. <https://doi.org/10.1787/5jrs3sbcvzx-en>
- Бабић, В. (2006). Корпоративно управљање у условима концентрације и дисперзије власништва. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције - власништво, контрола, менаџерске компетенције* (с. 3-33). Економски факултет, Крагујевац.
- Bailey, A. (2015). *Governance and the role of boards*. Speech by Andrew Bailey at Westminster Business Forum, London. Retrieved from <http://www.bankofengland.co.uk/>
- Bailey, D. (2015). *The role of boards and supervisors in ORSA*. Retrieved from <https://www.actuaries.org.uk/documents/role-boards-and-supervisors-orsa>

- Bain, J. S. (1951). Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing, 1936-1940. *Quarterly Journal of Economics*, 65, 293–324. <http://dx.doi.org/10.2307/1882217>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data* (3rd ed.). John Wiley & Sons Inc.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2010). *Principles for enhancing corporate governance*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bcbs176.pdf>
- Bathala, C., Moon, K., & Rao, R. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holding: An agency perspective. *Financial Management*, 23(3), 38–50. <http://dx.doi.org/10.2307/3665620>
- Becht, M., Bolton, P., & Roell, A. (2005). Corporate governance and control. *ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper No. 02/2005*, 1–128.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. Commerce Clearing House.
- Berkovitch, E., & Israel, R. (1996). The design of internal control and capital structure. *Review of Financial Studies*, 9, 209–240.
- Berger, A. N. (1995). The profit-structure relationship in banking—Tests of market-power and efficient-structure hypotheses. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27, 404–431. <http://dx.doi.org/10.2307/2077876>
- Berger, A. N., & Humphrey, D. B. (1997). Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research. *European Journal of Operational Research*, 98, 175–212. [http://dx.doi.org/10.1016/S0377-2217\(96\)00342-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0377-2217(96)00342-6)
- Berger, A. N., & Mester, L. J. (1997). Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions? *Journal of Banking and Finance*, 21, 895–947. [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(97\)00010-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(97)00010-1)
- Berger, A. N., Herring, R. J., & Szego, G. P. (1995). The role of capital in financial institutions. *Journal of Banking & Finance*, 19(3-4), 393–430.
- Berry-Stölzle, T. R., Weiss, M. A., & Wende, S. (2011, July). *Market structure, efficiency, and performance in the European property-liability insurance industry*. ARIA 2011 Meeting, San Diego. <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=b0df226d40af84ae06cce42d38f6b1e1eb69d5b7>

- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231–274.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Binder, J. (1998). The event study methodology since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11(September), 111–137.
- Blair, M. (2005). Closing the theory gap: How the economic theory of property rights can help bring "stakeholders" back into theories of the firm. *Journal of Management and Governance*, 9, 33–39.
- Boubakri, N. (2011). Corporate governance and issues from the insurance industry. *Journal of Risk and Insurance*, 78(2), 501–518. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01433.x>
- Bowman, R. (1983). Understanding and conducting event studies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 10(4), 561–584.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 195–222. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90018-S](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(92)90018-S)
- CEIOPS. (2009). *Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: System of Governance*. Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS). Retrieved from <https://eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/ceiops-reports/CEIOPS-L2-Advice-System-of-Governance.pdf>
- Chance, D. M., & Ferris, S. P. (1987). The effect of aviation disasters on the air transport industry: A financial market perspective. *Journal of Transport Economics and Policy*, 21(2), 151–165.
- Chandler, A. D. (1990). *Scale and scope: The dynamics of industrial capitalism*. Harvard Univ. Press.
- Charan, R. (2005). *Boards that deliver: Advancing corporate governance from compliance to competitive advantage*. John Wiley & Sons.
- Che, X., & Liebenberg, A. P. (2017). Effects of business diversification on asset risk-taking: Evidence from the U. S. property-liability insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 77, 122–136. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.01.004>

- Che, X., Liebenberg, A. P., Liebenberg, I. A., & Powell, L. S. (2017). Decomposing diversification effect: Evidence from the U.S. property-liability insurance industry. *Insurance Markets and Companies*, 8. [https://doi.org/10.21511/ins.08\(1\).2017.02](https://doi.org/10.21511/ins.08(1).2017.02)
- Chen, W. F., & Wong, M. S. (2004). Genistein enhances insulin-like growth factor signaling pathway in human breast cancer (MCF-7) cells. *Journal of Clinical Endocrinology and Metabolism*, 89, 2351–2359. <http://dx.doi.org/10.1210/jc.2003-032065>
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157–176.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Tong, S., & Proctor, R. M. (2017). Using demographic identification to estimate the effects of board size on corporate performance. *Applied Economics Letters*, 24(11), 766–770.
- Choi, B. P., & Weiss, M. A. (2005). An empirical investigation of market structure, efficiency, and performance in property-liability insurance. *Journal of Risk and Insurance*, 72(4), 635–673. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2005.00142.x>
- Clarke, D., & Phelan, S. (2015). ORSA for board members. *Milliman Insight*. Retrieved from <https://www.milliman.com/en/insight/orsa-for-board-members>
- Clarke, S., & Phelan, E. (2015). Stepping stones to ORSA: Looking beyond the preparatory phase of Solvency II. *Milliman Research Report*. Retrieved from <http://www.milliman.com>
- Clarke, T. (2007). *International corporate governance: A comparative approach*. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315749990>
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, 329–356.
- Colley, J. L. (2003). *Corporate governance* (Illustrated ed.). McGraw-Hill. <https://doi.org/10.1036/0071403469>
- Colley, J. L., Doyle, J. L., Logan, G. W., & Stettinius, W. (2003). *Corporate governance*. McGraw-Hill.
- Cummins, J. D., & Nini, G. P. (2002). Optimal capital utilization by financial firms: Evidence from the property-liability insurance industry. *Journal of Financial Services Research*, 21(1), 15–53. <https://doi.org/10.1023/A:1014369617192>
- Cummins, J. D., & Weiss, M. A. (2000). The global market for reinsurance: Consolidation, capacity, and efficiency. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 159–209.

- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., & Johnson, J. (1998). Meta-analytic review of board composition, leadership structure and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269–290. [http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199803\)19:33.0.CO;2-K](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199803)19:33.0.CO;2-K)
- De Jager, J. (2017). The legal nature of the Solvency II capital requirement. *European Business Law Review*, 28(3), 343–366. <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European+Business+Law+Review/28.3/EULR2017018>
- De Larosière High Level Group. (2009). *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*. European Commission. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_09_134
- Demirguc-Kunt, A., & Huizinga, H. (2000). Financial structure and bank profitability. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2406.
- Demsetz, H. (1973). Industry structure, market rivalry, and public policy. *Journal of Law and Economics*, 16(1), 1–9.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155–1177. <http://dx.doi.org/10.1086/261354>
- Denis, D., & McConnell, J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1–36.
- Dewatripont, M., & Tirole, J. (1994). *The prudential regulation of banks*. MIT Press.
- Donaldson, T. (1999). Response: Making stakeholder theory whole. *The Academy of Management Review*, 24(2), 237–241.
- Dreher, M. (2015). Corporate governance in insurance: Governance rules under Solvency II and the Draft Insurance Core Principles (ICP). *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR)*, 179(1), 57–97. [suspicious link removed]
- Dreher, M. (2015). *Treatise on Solvency II*. Springer.
- EIOPA. (2015). *Guidelines on system of governance*. European Insurance and Occupational Pensions Authority. Retrieved from https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/eiopa_guidelines/eiopa_guidelines_system_governance_en.pdf
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54.

- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Elango, B., Ma, Y.-L., & Pope, N. (2008). An investigation into the diversification–performance relationship in the U. S. property–liability insurance industry. *Journal of Risk and Insurance*, 75(3), 567–591. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2008.00275.x>
- Elsayed, K. (2011). Board size and corporate performance: The missing role of board leadership structure. *Journal of Management and Governance*, 15, 415–446. <http://dx.doi.org/10.1007/s10997-009-9110-0>
- Enriques, L., & Zetsche, D. (2015). Quack corporate governance, Round III? Bank board regulation under the new European Capital Requirement Directive. *Theoretical Inquiries in Law*, 16(1), 211–240.
- Erhard, W., & Jensen, M. C. (2015). Putting integrity into finance: A purely positive approach. *Journal of Financial Perspectives*, 3(2). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2544659
- ESA 3L3 Task Force on Internal Governance. (2009). *High level principles for risk management*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_85.pdf
- Европска комисија. (2010). *Green Paper: Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52010DC0284>
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288–307. <http://dx.doi.org/10.1086/260866>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 25(2), 301–325. <http://dx.doi.org/10.1086/467037>
- Farrar, K., Krcmar, M., & Nowak, K. (2006). Contextual features of violent video games, mental models, and aggression. *Journal of Communication*, 56, 387–405. <https://doi.org/10.1111/j.1460-2466.2006.00025.x>
- Financial Services Authority. (2011). *The failure of the Royal Bank of Scotland: Financial Services Authority Board Report*. Retrieved from <https://www.parliament.uk/globalassets/documents/commons-committees/treasury/financial-services-authority-report.pdf>

- Financial Stability Board (FSB). (2013). *Principles for an effective risk appetite framework*. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_131118.pdf
- Fox, M. B. (1997). Securities disclosure in a globalizing market: Who should regulate whom. *Michigan Law Review*, 95, 2498–2544.
- Furtado, E. P. H., & Karan, V. (1990). Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management turnover: A review of the empirical evidence. *Financial Management*, 19, 60–75.
- Furtado, E. P. H., & Rozeff, M. S. (1987). The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial Economics*, 18, 147–160. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90065-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90065-1)
- García Martín, C. J., & Herrero, B. (2018). Boards of directors: Composition and effects on the performance of the firm. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1015–1041.
- Goddard, J., Molyneux, P., & Wilson, J. (2004). The profitability of European banks: A cross-sectional and dynamic panel analysis. *Manchester School*, 72, 363–381. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9957.2004.00397.x>
- Grau, J., & Schweitzer, J. S. (1989). Elemental concentrations from thermal neutron capture gamma ray spectra in geological formations. *Nuclear Geophysics*, 3, 1–9.
- Grinstein, Y. (2000). *The design of leveraged buyout transactions: Theory and tests*.
- Group of Thirty. (2015). *Banking conduct and culture: A call for sustained and comprehensive reform*. https://group30.org/images/uploads/publications/G30_BankingConductCulture.pdf
- Guccione, A. (2017). Solvency II: Corporate governance rules in insurance undertakings. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=3086752>
- Guccione, A. V. (2017). From Solvency to Omnibus: Historical origins and normative evolution. In M. Andenas, R. G. Avesani, P. Manes, F. Vella, & P. R. Wood (Eds.), *Solvency II: A dynamic challenge for the insurance market* (pp. 35–55). Il Mulino.
- Guizani, M., Abaoub, E., & Kouki, M. (2008). Shareholders coalitions, voting power and dividend policy: New evidence from Tunisia. *Corporate Ownership and Control*, 6(1), 34–43.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 589–606.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20, 101–112. <http://dx.doi.org/10.2307/3665716>

- Hilb, M. (2011). *New corporate governance: Successful board management tools*. Springer.
<https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-642-20501-7>
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235–256.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
- Hsiao, C. (2007). Panel data analysis—Advantages and challenges. *TEST*, 16, 1–22.
<https://doi.org/10.1007/s11749-007-0046-x>
- Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237–275.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492–509.
- Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *Academy of Management Annals*, 4, 485–556. <https://doi.org/10.5465/19416520.2010.495525>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jensen, M., & Ruback, R. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(April), 5–50.
- Johnson, D., & Johnson, R. (1985). Motivational processes in cooperative, competitive and individualistic learning situations. In C. Ames & R. Ames (Eds.), *Research on motivation in education* (Vol. 2, pp. 249–286). Academic Press.
- Johnston, M. (2007). A review of the application of event studies in marketing. *Academy of Marketing Science Review*, 11(4), 1–31.
- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis of board size and firm performance: Evidence from NSE companies using panel data approach. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(2), 148–172. <https://doi.org/10.1177/0974686216666456>
- Keasey, K., Thompson, S., & Wright, M. (1997). *Corporate governance: Economic and financial issues*. Oxford University Press.

- Kiel, G., & Nicholson, G. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance*, 11, 189–205.
- Kim, S. D., Cho, J., Kim, I. S., Vanderford, B. J., & Snyder, S. A. (2007). Occurrence and removal of pharmaceuticals and endocrine disruptors in South Korean surface, drinking, and waste waters. *Water Research*, 41, 1013–1021. <http://dx.doi.org/10.1016/j.watres.2006.06.03>
- King, A., & Rivenson, R. (2004). *Corporate governance and its impact on company performance*. Harvard Business School Working Paper.
- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703–728.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 16, 275–303. <http://dx.doi.org/10.1086/467391>
- Kogut, B., & Singh, H. (1988). The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of International Business Studies*, 19(3), 411–432.
- KPMG. (2002). *Solvency II: A guide to the new framework for insurance and reinsurance companies in the EU*.
- Krivokapic, R., Njegomir, V., & Stojic, D. (2017). Effects of corporate diversification on firm performance: Evidence from the Serbian insurance industry. *Economic Research – Ekonomska istraživanja*, 30(1), 1224–1236. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1340175>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- Laeven, L., & Levine, R. (2009). Corporate governance: What's special about banks? *Economic Policy Review*, 15(1), 1–16.
- Lavelle, L., Demb, A., Neubauer, F.-F., & Leblanc, R. (2010). The board's role in strategy: Striking a balance between governance and management. *The Corporate Board*, 31(181), 1–7.
- Lee, P., & Shleifer, A. (2015). The effect of board governance on corporate value: A theoretical approach. *Academy of Management Journal*, 56(1), 50–68.
- Leibenstein, H. (1966). Allocative efficiency vs. X-efficiency. *American Economic Review*, 56, 392–415.

- Levine, R. (2004). *The corporate governance of banks: A concise discussion of concepts and evidence*. World Bank Policy Research Working Paper No. 3404. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14104>
- Liebenberg, A. P., & Sommer, D. W. (2008). Effects of corporate diversification: Evidence from the property–liability insurance industry. *Journal of Risk and Insurance*, 75(4), 893–919. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2008.00290.x>
- Liebman, L., & Lamoreaux, P. (1998). Corporate governance in the emerging markets: A review. *Corporate Governance International Review*, 6(2), 35–47.
- Lipton, L., & Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48, 59–77.
- Loderer, C., & Peyer, U. (2002). Board overlap, seat accumulation and share prices. *European Financial Management*, 8(2), 165–192.
- Mace, M. L. (1971). *Directors: Myth and reality*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Manes, V. (2017). Governance requirements under Solvency II: The EIOPA Guidelines and the Italian Implementation. In: *Corporate governance and insurance*. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/319264615>
- Marchetti, L., Siciliano, G., & Ventoruzzo, M. (2016). Corporate governance in insurance companies: EIOPA guidelines and supervisory practices. *European Company Law*, 13(3), 122–130. <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European+Company+Law/13.3/ECL2016019>
- Millstein, I. M., & MacAvoy, P. W. (1998). The active board of directors and performance of the large publicly traded corporation. *Columbia Law Review*, 98(5), 1283–1322.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261–297.
- Moloney, N. (2014). *EU securities and financial markets regulation* (3rd ed.). Oxford University Press.
- Molyneux, P., & Thornton, J. (1992). Determinants of European bank profitability: A note. *Journal of Banking & Finance*, 16, 1173–1178. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(92\)90065-8](https://doi.org/10.1016/0378-4266(92)90065-8)
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.

- Mülbert, P. O. (2008). Corporate governance of banks. *European Business Organization Law Review*, 9(3), 411–436. <https://doi.org/10.1017/S1566752908004116>
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6, 2–28. <http://dx.doi.org/10.1111/1467-8683.00076>
- Nadler, D., Бехан, Б., & Надлер, М. (2006). *Building better boards*. Jossey Bass.
- Nestor, S., & Thompson, J. (2001). *Corporate governance patterns in OECD economies: Is convergence under way?*
- O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28, 387–399. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2009.11.002>
- OECD. (2004). *OECD principles of corporate governance*. OECD Publishing.
- OECD. (2015). *G20/OECD principles of corporate governance*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking & Finance*, 33, 1340–1350. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.02.001>
- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1991). The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance. *Strategic Management Journal*, 12(2), 135–153.
- Peng, M. W., & Jiang, Y. (2010). Institutions behind family ownership and control in large firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 253–273.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row.
- Pi, L., & Timme, S. G. (1993). Corporate control and bank efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 17(2-3), 515–530. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(93\)90050-N](https://doi.org/10.1016/0378-4266(93)90050-N)
- Pitcher, P., Chreim, S., & Kisfalvi, V. (2000). CEO succession research: Methodological bridges over troubled waters. *Strategic Management Journal*, 21(6), 625–648. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<625::AID-SMJ107>3.0.CO;2-A](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<625::AID-SMJ107>3.0.CO;2-A)
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283–306.

- Rashid, M. Z. A., Sambasivan, M., & Johari, J. (2003). The influence of corporate culture and organisational commitment on performance. *Journal of Management Development*, 22, 708–728. <http://dx.doi.org/10.1108/02621710310487873>
- Rechner, L., & Dalton, D. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155–160. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120206>
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404–413.
- Sahut, J.-M., & Gharbi, H. O. (2010). Institutional investors' typology and firm performance: The case of French firms. *International Journal of Business*, 15(1), 33–50.
- Sants, H. (2012). *Delivering effective corporate governance: The financial regulator's role*. Speech at The Financial Services.
- Schmidt, R. H. (2004). *Corporate governance in Germany: An economic perspective*. Working Paper Series: Finance and Accounting 118, Department of Finance, Goethe University Frankfurt am Main.
- Sherwin, L. (2003). Building an affective board. *Bank Accounting & Finance*, 24.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Solomon, J. (2007). *Corporate governance and accountability* (2nd ed.). Wiley.
- Sommer, D. W. (1996). The impact of firm risk on property-liability insurance prices. *The Journal of Risk and Insurance*, 63(3), 501–514. <https://doi.org/10.2307/253623>
- Spong, K., Sullivan, R., & DeYoung, R. (2001). *What makes a bank efficient? A look at financial characteristics and bank management and ownership structure*. Financial Industry Perspectives, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1–19.
- Stiroh, K. J., & Rumble, A. (2006). The dark side of diversification: The case of US financial holding companies. *Journal of Banking & Finance*, 30(8), 2131–2161.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.
- Swain, J., & Swallow, D. (2015). Governance and risk management in insurance firms under Solvency II. In: *Handbook of solvency for actuaries and risk managers*. <https://doi.org/10.1002/9781119005568.ch16>

- Swamy, I. (1986). Stock market reaction to regulatory action in the Continental Illinois crisis. *The Journal of Business*, 59(3), 451–473.
- Tipurić, D. (2006). *Nadzorni odbor i korporativno upravljanje*. Sinergija.
- Tipurić, D. (Ed.). (2008). *Korporativno upravljanje*. Sinergija.
- Tipurić, D., Hruška, D. (2008). Sustavi korporativnog upravljanja. In D. Tipurić (Ed.), *Korporativno upravljanje* (pp. 83-114). Sinergija nakladništvo.
- Tipurić, D., Lovrinčević, M., & Lovrinčević Šelamov, A. (2015). Gender equality on corporate boards: Towards a more inclusive and responsible society, Empirical Evidence from Croatia. *Journal for the International and European Law, Economics and Market Integrations*, 2(1), 1–13.
- Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35.
- Trifts, J. W., & Scanlon, K. P. (1987). Interstate bank mergers: The early evidence. *Journal of Financial Research*, 10(4), 305–313.
- Učkar, D., & Petrović, D. (2022). Efficiency of insurance companies in Croatia. *Ekonomika misao i praksa*, 31(1), 49–79. <https://doi.org/10.17818/EMIP/2022/1.3>
- Van den Berghe, L. A. A., & Levrau, A. (2004). Evaluating boards of directors: What constitutes a good corporate board? *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 461–478.
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461–492. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90054-2](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90054-2)
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1–2), 431–460.
- Weiss, M. A., & Choi, B. P. (2008). State regulation and the structure, conduct, efficiency and performance of US auto insurers. *Journal of Banking & Finance*, 32(1), 134–156. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.09.010>
- Winter, J. (2012). The financial crisis and the regulation of credit rating agencies: A European banking perspective. In G. Ferrarini, K. J. Hopt, & E. Wymeersch (Eds.), *Reforming financial regulation*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:osobl/9780199594818.001.0001>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.

- Wright, C., Sheedy, E., & Magee, J. (2016). Risk governance in financial institutions: The Australian experience. *Journal of Banking Regulation*, 17, 235–251.
<https://doi.org/10.1057/jbr.2015.3>
- Yeh, Y.-H., & Woidtke, T. (2005). Commitment or entrenchment? Controlling shareholders and board composition. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1857–1885.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.004>
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.
- Законот за пазар на хартии од вредност (Сл. весник на РМ, бр. 148/10).
- Законот за ревизија (Сл. весник на РМ, бр. 103/2008).
- Законот за трговските друштва („Службен весник на Република Македонија“ број 28/2004, 84/2005, 71/2006, 25/2007, 87/2008, 17/2009, 23/2009, 42/10, 48/10, 8/11, 21/11, 24/11, 166/12, 70/13, 119/13, 120/13, 187/13, 38/14, 41/14, 138/14, 88/15, 192/15, 217/15, 6/16, 30/16, 61/16, 64/18, 120/18, 195/18 и 239/18 и „Службен весник на Република Северна Македонија“ број 290/20, 215/21, 99/22 и 272/24).
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291–334.