

THE SIGNIFICANCE OF DISCLOSURE OF INFORMATIONS AND TRANSPARENCY OF JOINT STOCK COMPANIES IN CHANGED SOCIAL CIRCUMSTANCES

Jordan Delev

Assistant professor, International Vision University

jordan.delev@vizyon.edu.mk

Milena Najdova

Ph.D., National Bank of the Republic of North Macedonia

deleva_milena@hotmail.com

Abstract

The tendencies that prevailed internationally after the financial crisis of 2008 in determining the contours of good corporate governance were aimed at ensuring standardization and unification of the quality and quantity of information that joint stock companies should publish. The predictability of market fluctuations is largely based on the transparency and disclosure of information by joint stock companies. These postulates contribute to improving the information of shareholders and stakeholders, primarily potential investors in making the right investment decisions. However, the global economic and social climate in the recent period is influenced by particularly pronounced variables such as health, economic, energy, social and legal effects. These effects caused drastic market fluctuations, which changed the behavior of all businesses, including joint stock companies. In that regard, the main goal of the paper is to determine the intensity of the newly created social circumstances on the transparency of joint stock companies, i.e., on the credibility of the information disclosure process. The paper analyzes the legal solutions that regulate the transparency of joint stock companies at the international level, and at the European and Macedonian levels. In addition to this, the legal measures that are taken as a result of overcoming the negative consequences of the health, economic and energy crisis are analyzed. Through the method of synthesis, the paper measures the impact of the desired effects of the undertaken anti-crisis response on information disclosure and transparency and draws conclusions and recommendations for joint stock companies.

Keywords: Transparency, Disclosure of Information, Joint Stock Companies, Changed Social Circumstances

ЗНАЧЕЊЕТО НА ОБЕЛОДЕНУВАЊЕТО НА ПОДАТОЦИ И ТРАСПАРЕНТНОСТА НА АКЦИОНЕРСКИТЕ ДРУШТВА ПРИ ПРОМЕНЕТИ ОПШТЕСТВЕНИ ОКОЛНОСТИ

Јордан Делев

Доцент, Меѓународен универзитет Визион,
jordan.delev@vizyon.edu.mk

Милена Најдова

Д-р, Народна банка на Република Северна Македонија,
deleva_milena@hotmail.com

Апстракт

Тенденциите кои преовладуваат на меѓународно ниво после финансиската криза од 2008 година при утврдувањето на контурите на доброто корпоративно управување беа во насока на обезбедување на стандардизација и унифицирање на квалитетот и квантитетот на информациите коишто акционерските друштва треба да ги објават. Предвидливоста на пазарните флукуации во голема мера се темели на транспарентноста и обелоденувањето на податоци од страна на акционерските друштва. Преку овие постулати се придонесува до подобрување на информираноста на акционерите и заинтересираните страни, првенствено на потенцијалните инвеститори при носењето на правилни инвестициски одлуки. Меѓутоа, светската економско-општествена клима во последниот период е под влијание на особено изразени варијабилни со здравствени, економски, енергетски, социјални и правни ефекти. Овие ефекти предизвикаа драстични пазарни флукуации, кои го променија однесувањето на сите деловни единки, вклучително и акционерските друштва. Во таа насока основната цел на трудот е утврдување на интензитетот на ново настанатите општествени околности врз транспарентноста на акционерските друштва, односно врз кредибилитетот на процесот на обелоденување на податоци. Трудот врши анализа на законските решенија кои ја регулираат транспарентноста на акционерските друштва на меѓународно, европско и македонско ниво и дополнително ги анализира преземените законски мерки како резултат на надминување на негативните последици настанати од здравствената, економската и енергетската криза. Трудот преку методот на синтеза го мери влијанието на посакуваните ефекти од преземиот антикризен одговор врз обелоденувањето на податоците и транспарентноста и изведува заклучоци и препораки за акционерските друштва.

Клучни зборови: транспарентност, обелоденување на податоци, акционерски друштва, променети општествени околности

Вовед

Глобалните општествените промени во изминатиот двегодишен период се манифестираат интензивно во сите сфери на општественото живеење. Во светски рамки невозможно е да се дијагностицира правен или економски ситем, сектор или индустрија, кои не останаа погодени од сè уште присутните здравствени, економски и енергетски флукуации. Појавата на Ковид 19

пандемијата, имајќи го во предвид здравствениот карактер, најпрво ги истакна здравствените предизвици, кои набрзо предизвикаа економски последици. Во вакви услови, се наметна итна потреба државите да преземат мерки и да ја прилагодуваат правната регулатива на новонастаната ситуација. Во моментот Ковид 19 пандемијата не е единствениот причинител на настанатите општествени промени, туку паралелно со пандемијата егзистираат и енергетска криза, а се чувствуваат и последици од конфликтот во Украина.

Деловното опкружување во секој национален систем е детерминиран од изразената меѓународна економска соработка. Акционерските друштва како носители на развојот и важноста на глобалната соработка се првите ентитети врз кои секое глобално случување дава особен ефект. Изминатиот двегодишен период креираше предизвикувачки околности за секое акционерско друштво, кое мораше да се соочи со предизвиците почитувајќи ги регулативите и рамките на доброто корпоративно управување. Секоја општествена промена, изразена како криза се одразува на акционерските друштва и нивното корпоративно управување, без оглед на правната рамка, сопственичката структура, или гранката на која тоа припаѓа. (International Finance Corporation, 2010, p. 4) При функционирањето во променети околности се согледуваат предностите и недостатоците во пирамидалната организација на друштвото. Притоа се нагласува потребата од адекватна примена на принципите на доброто корпоративно управување, а особено принципот на транспарентност и обелоденување на податоците. Областа на транспарентност и обелоденување на податоци на акционерските друштва, сè уште се гледа како слаба алка во комплексниот процес на добро корпоративно управување. Недостатокот на транспарентност е идентификуван како една од негативните практики кои допринесуваат до неповолни резултати, особено при постоење на кризни околности. (Hellwig, 2009, p.130-137)

При координацијата на управувањето со здравствените, економските и енергетските влијанија за време на кризниот период, акционерските друштва водени од принципите на добро корпоративно управување мора да воведат долгорочни мерки за да бидат подготвени ефикасно да работат по надминувањето на овој период. Овој кризен период се карактеризира со висока неизвесност, при што акционерските друштва треба проактивно да комуницираат и да бидат подготвени да реагираат на кризата со нивните инвеститори и засегнати страни, односно нивните вработени, клиенти и заедницата во која работат. Без разлика на правилата со кои се уредуваат годишните извештаи, кварталните финансиски извештаи или периодичните извештаи, акционерските друштва имаат должност да обезбедат навремени информации за влијанието на пандемијата и другите општествени промени на инвеститорите и засегнатите страни и да објаснат како тие се одразуваат на краток рок и како ја прилагодуваат стратегија за развој на среден и долг рок. (International Finance Corporation, 2021, p. 5)

1. Поим и видови на обелоденување на податоци и транспарентност на акционерските друштва

Заинтересираните страни на акционерските друштва посветуваат сè повеќе внимание на она што е објавено од страна на друштвата и начинот како е тоа објавено. Тие бараат подобро финансиско известување и корпоративна транспарентност, како и примена на повеќе практики на добро корпоративно управување од страна на органите на управување и надзор на друштвото, со цел да се намали нивната несигурност во одлуките за инвестирање. Меѓу инвеститорите, сè повеќе постои уверување дека доброто и транспарентно корпоративно управување придонесува за подобро севкупно управување, повнимателна и поквалитетна распределба на ресурсите на друштвото и ја подобрува корпоративната ефикасност. (Hill, 2007, p. 32-40).

Определувањето на поимот обелоденување на податоци е од големо значење за пазарот на капитал, каде што бројот и улогата на акционерските друштва секојдневно се зголемува. Под „обелоденување на податоци“ се подразбира изнесување на податоци за трговските друштва пред јавноста што имаат посебно значење за инвеститорите кои се заинтересирани да вложат во нив. (Fung, 2014, p. 73) Во теоријата се смета дека една од главните цели на задолжителното откривање податоци и нивно јавно обелоденување е да се овозможи објективно пазарно вреднување на друштвото односно на неговите акции. (Hertig, Kraakman, & Rock, 2017, p. 38) Покрај ова главно рачио, обелоденувањето на податоци може да има и дополнителни цели, како што е на пример, практичната примена на законите. Многу императивни правни норми, како и компаниски правила не би можеле да се применат без соодветно објавување податоци. (Коевски, 2005, p. 127)

Обврската за обелоденување на податоци е моќен регулаторен инструмент на компаниското право. Оваа правна обврска ја зголемува одговорноста на друштвото и транспарентноста на управувањето и водењето на деловните активности. Ефикасните информациски системи, на менаџерите им обезбедуваат квантитативни алатки за поуспешно раководење и управување. Обврската за обелоденување има нормативната функција, преку која се уредува однесувањето на друштвата, дополнително има репресивната функција, изразена преку санкционирање на друштвата коишто не ги почитуваат воопшто или пак ги прекршуваат правилата, и исто така има и превентивна функција. (Villiers, 2006, p. 25) Обелоденувањето на податоци и транспарентноста се составен дел на т.н. пазарно следење на друштвата. Тоа им овозможува на акционерите и на пошироката јавност да ја проценуваат успешноста на членовите на органот на управување на друштвото, а со самото тоа да влијаат на нивното однесување. Транспарентноста и контролата градат одржлива доверба кај акционерите, претставуваат значаен инструмент за промовирање стабилно корпоративно управување во заедницата и придонесуваат за деловната ефикасност и за

стабилност на пазарите. (International Finance Corporation, 2015, p. 27) За таа цел, важно е котираните акционерски друштва да покажат соодветна транспарентност во работењето со акционерите, за да им овозможат да ги остварат своите загарантирани права и да ги изразат своите ставови.

Обелоденувањето на податоци е област каде што правото на друштвата и регулативата за хартии од вредност одат заедно. Клучната цел на регулативата за хартии од вредност е да осигури дека учесниците на пазарот имаат доволно информации, со цел да учествуваат на овој пазар на информирана основа. (Coffee, 2003, p. 447) Според регулативата за хартии од вредност се смета дека обелоденувањето има олеснувачка функција, односно обелоденувањето е наменето за олеснување, помагање или овозможување на носење одлуки на лицата на кои им е упатено. Ова особено се однесува на обелоденување кое е насочено кон лицата кои носат одлуки дали да вложат капитал, општи инвеститори и постојни акционери.

Основни принципи на кои се темели доброто обелоденувањето на податоци се во насока дека тоа треба да биде: а) навремено и редовно; б) лесно и широко достапно; в) точно и целосно; г) јасно, разбирливо и споредливо; д) конзистентно, релевантно и документирано. Овие принципи, во голема мера се темелат на квалитативните карактеристики на информациите. (Nobes, & Stadler, 2015, p. 572-601) Во пракса, потребно е да се постигне рамнотежа на квалитативните карактеристики на информациите кои се дел од финансиските извештаи. Најдобро е да се прави навремено и точно објавување на сите податоци од материјално значење кои се однесуваат на акционерското друштво, вклучувајќи ја финансиската состојба, перформанси, сопственичка структура и управување со друштвото. Принципите на обелоденувањето се важни за континуираното известување и објавување на материјални податоци за котираните акционерски друштва. Ова обелоденување преку принципите подразбира: објавување информации кои се од материјално значење за одлуката на инвеститорот за инвестирање; навремено објавување - тековно или периодично; истовремено идентично објавување во сите земји каде што котираат хартиите од вредност на наведеното друштво; дисеминација на информации користејќи ефикасни и навремени ресурси; правични критериуми за објавување, без грешна или нецелосна содржина и без пропуст од материјално значење; правичен третман на објавување - избегнување на селективно откривање на информации на инвеститорите и другите заинтересирани страни пред јавно објавување (широка јавност); и почитување на обврските за објавување. (International Accounting Standards Board, 2018, p. 30)

Обелоденувањето на податоци и транспарентноста се два различни поими, иако често пати овие два поими погрешно се користат како синоними. Така, многу од податоците кои друштвата ги објавуваат немаат речиси никаква важност за инвеститорите или имаат манипулативна цел, а од друга страна

не се објавуваат релевантни и важни информации поврзани со тековната состојба и работењето на друштвото. Транспарентноста подразбира постојано изнесување на податоци и информации за работењето на друштвата во јавноста. Обелоденувањето на сопственичка структура на друштвото може да биде пример како да се разликуваат поимите објавување и транспарентност. (Holzer, 2010, p. 100) Иако повеќето друштва правилно ја објавуваат својата сопственичка структура, вистинските сопственици и степенот на нивната контрола често остануваат скриени зад сложени правни структури како што се наменските правни лица, односно друштва со посебна намена, off-shore холдинг компании, инвестициски фондови. Според Alan Greenspan (2003): „Транспарентноста се однесува на критичното прашање на доверба. Тешко е да се пренагласува важноста на репутацијата во пазарната економија. Правилата не можат да го заменат карактерот. Кога пазарите ќе ја изгубат довербата во интегритетот на информациите обезбедени од друштвото, негативните ефекти најверојатно ќе бидат драматични.“

Новиот концепт во транспарентноста лежи на пресекоот помеѓу правото на јавноста да знае и правото на приватност на друштвото. Правото на јавноста да знае, значи заинтересираност на заинтересираните страни за добивање информации од друштвото за работењето, стратегија и неговото корпоративно управување. Заинтересираните страни ги вклучуваат вработените, синдикатите и владите на различни нивоа, медиумите, клиентите, добавувачите, финансиските институции, разните невладини корпорации со широки или тесни агенди, па дури и јавноста во целост. Тие имаат легитимно барање да знаат огромни количини на информации за активностите и намерите на друштвото. Правото на приватност значи право на друштвото да го контролира собирањето, селектирањето, користењето, чувањето, архивирањето и објавувањето на сите информации и стратегии за управување поврзани со друштвото. (Sapelli, 2013, p. 85-102)

Постои класична теоретска поделба на податоците коишто претставуваат предмет на обелоденување од страна на акционерските друштва. Според оваа поделба податоците можат да припаѓаат или на категоријата финансиски податоци или на категоријата нефинансиски податоци. (Villiers, 2006, p. 125)

2. Обелоденување на нефинансиски податоци vs финансиски податоци во услови на променети околности

Променетите околности со кои се соочува глобалното општество имаат свое влијание врз обврската за обелоденување на податоци, односно влијание врз карактерот на податоците кои треба да биде објавен. Како резултат на пандемијата и енергетската криза фокусот при обелоденувањето на податоците се насочува повеќе кон податоците кои имаат нефинансиски карактер. Препораките во принцип се во насока дека акционерските друштва треба да

објават податоци како ги применуваат механизмите на доброто корпоративно управување за да се обезбеди ефективен одговор на кризата, вклучително на јасно дефинирање на улогите и одговорностите; ефикасно комуницирање; и посветеност во работењето за ублажување на влијанието на кризата врз вработените, заедницата и деловниот континуитет. (International Finance Corporation, 2021, p. 10)

Во обид да утврди влијанието на променетите околности се наметнува потребата од јасно прецизирање на карактерот на обелоденувањето на финансиските и нефинансиски податоци. Обелоденување на финансиски податоци претставува објавување и откривање на информации за финансиската состојба, резултатите и промените во финансиската состојба на друштвата. Кога се мисли на нивно обелоденување се зборува за т.н. финансиско известување. Обелоденување на нефинансиски податоци е насочено кон податоците коишто се однесуваат на карактеристиките на друштвото од нематеријална природа. Тие може да влијаат врз профитабилноста на акционерското друштво и неговите перспективи на пазарот на капитал. Со обелоденувањето на нефинансиските податоци им се овозможува на акционерите, инвеститорите и другите заинтересирани страни да ги проценат перформансите на друштвото не само од финансиски аспект, туку и во поглед на еколошките, социјалните и етичките стандарди (нефинансиски аспект на работењето на друштвото).

Во теоријата се среќаваат тврдења дека целта на финансиското известување преку разгледувањето на ревидираните годишни сметки на акционерските друштва не е чисто задача на сметководствената професија, тоа е централна задача на деловното право. (Freedman & Power, 1991, p. 780) Релевантноста на ревидираните финансиски извештаи за деловното право лежи во нивниот придонес кон корпоративното управување со обезбедување објективна оценка за управувањето на менаџерите барем од перспектива на неговиот ефект врз финансиската состојба на друштвото. Аспектите на финансиското известување ја сочинуваат најразвиената област од обврските за обелоденување. Финансиските извештаи обезбедуваат информации за: оценка на финансиската положба и состојба, проценка на перформансите и успешноста на друштвото и неговата натамошна можност за давање услуги со ист или подобар квалитет, предвидување на времето и големината на паричните текови и идните приливи и одливи, како и потребата за задолжување и оценка на состојбата на друштвото да ги задоволи своите краткорочни и долгорочни потреби и обврски. (Elliott & Elliott, 2017, p. 131) Финансиските извештаи се универзално прифатено средство за анализа на работењето на едно трговско друштво. Правилно интерпретирани тие откриваат како работи едно друштво и колку добро работело во минатото.

Обелоденувањето не треба да биде ограничено само на финансиски информации, туку треба да се прошири и на квалитативно обелоденување на нефинансиски податоци. Секое акционерско друштво треба да има интерни

правила и процедури кои ќе предвидуваат кои нефинансиски податоци треба да се обелоденуваат и презентираат на пример, во една сеопфатна изјава или извештај со цел да им се помогне на акционерите и заинтересираните страни да ги споредуваат и оценуваат друштвата на целиот пазар врз основа на нивниот систем за корпоративно управување. Како најзастапени нефинансиски податоци, коишто е важно да бидат јавно обелоденети од акционерските друштва во прв план се сметаат податоците за членовите на органите на управување и надзор, директорите и вработените. Во оваа група на податоци влегуваат личните податоци за лицата кои се извршни директори/членови на управниот одбор, надзорниот одбор, лицата со посебни права и одговорности, клучните вработени. Групата на податоци за членовите на клучните органи на акционерското друштво се проширува со објавување на податоци за нивното наградување. Овие податоци во некои земји, се објавуваат на поединечна основа, некаде како вкупно наградување, додека во други земји оваа обврска (вклучително и објавување на плановите и политиките за наградување) важи само за определени акционерски друштва кои котираат на берза со цел да се обезбеди поголема информираност и заштита на правата и правните интереси на акционерите. Овде доаѓа до израз правото на акционерите да оценат дали нивото или секое поединечно наградување е соодветно, оправдано и заслужено, односно дали тоа е резултат на одговорноста на членовите на одборот и/или постигнатите деловни резултати. (Randall, 2008, p. 41-47) Втората категорија на нефинансиски податоци се податоците за сопственичка структура. Постооењето на транспарентна сопственичка структура на друштвото е неопходно за потенцијалните инвеститори да го проценат нивото до кое ќе влијаат во процесот на одлучување. Уште повеќе познавањето на сопственичката структура е клучно во борбата против недозволените трансакции, особено оние кои произлегуваат од инсајдерство и поврзаните лица, со што се штити интегритетот на пазарот. Податоци за трансакции со поврзани лица се исто така податоци кои имаат нефинансиски карактер. Директниот начин на контрола на друштвото се остварува преку поседување на мнозинство акции во друштвото, а контролата може да се оствари и на индиректен начин, преку т.н. пирамидална структура и/или преку заедничко држење на акции од страна на повеќе лица кои поради постоење на одреден основ се меѓусебно поврзани.¹ Следна категорија

¹ Според одредбите на повеќе закони постојат повеќе основи под кои две или повеќе лица се сметаат за поврзани лица. На пример, претставуваат единствен ризик, бидејќи едно од нив директно или индиректно остварува контрола во другото или во другите лица; не се поврзани преку контрола, но претставуваат единствен ризик, бидејќи се меѓусебно поврзани на тој начин што финансиските проблеми кај едното од нив може да предизвика проблеми во отплата на обврските на друго и/или на другите лица. Две физички лица се сметаат за поврзани доколку едното физичко лице е брачен другар или лице со кое живее во вонбрачна заедница, дете или посвоено дете, родител или лице под старателство на другото физичко лице. Поврзани лица со друштвото се правни лица кои се основани од друштвото, акционери со квалификувано учество во друштвото и со нив поврзаните лица, како и одговорните лица на тие акционери - правни лица и членовите на органот на управување на друштвото и со нив поврзаните лица.

на нефинансиски податоци се податоците за факторите на ризик и системот за управување со ризици на друштвото. Оваа категорија на податоци е особено актуелна во периодот на Ковид 19 пандемијата и присутната енергетска криза. При носење на одлуката за инвестирање, освен заработката од инвестирањето во хартии од вредност, инвеститорите ги земаат во предвид и ризиците. Тие посветуваат посебно внимание на ризикот поврзан со самото друштво, ризикот поврзан со гранката на која тоа и припаѓа, ризикот што го носи земјата или регионот во кој работи друштвото, стратегискиот ризик, политичкиот ризик, пазарниот ризик и ризикот од промена на каматните стапки, правниот ризик, институционалниот ризик и ризиците од променетите деловни околности. Пандемиските услови свои импликации имаат и врз податоци за заинтересирани лица, како нефинансиски податоци. Подготвеноста на друштвото да делува транспарентно, да ги заштитува и ефективно почитува правата на засегнатите лица помага да се зголеми довербата во друштвото, неговата репутација, а со тоа и неговиот “goodwill“ т.е. капацитетот да генерира дополнителен вишок и успех на долг рок, како резултат на позитивното мислење на јавноста за друштвото и неговото работење. (Dean, 2001, p. 137) Објавувањето на податоци за вработените и другите засегнати лица и без задолжително пропишана обврска треба да претставува доброволна практика на друштвото и да укажува на неговите конкурентските предности. За таа цел, се препорачува односите помеѓу друштвото и засегнатите лица да се уредат со посебна политика за овие лица, а во јавноста да се обелоденуваат кредибилни информации за спроведувањето на политиката. Покрај податоците за вработените како засегнати лица, сè повеќе се актуализира и доброволното објавување на социјални или еколошки податоци (т.н. социјално и еколошко известување) за друштвото кои се од огромно значење во пандемиски услови. Помеѓу нефинансиските податоци потребно е да се споменат како посебна категорија податоците за корпоративното управување на друштвото. Значајни информации за системот и структурата на корпоративно управување се добиваат и од кодексот за корпоративно управување чија содржина, исто така е пожелно да биде објавена.

Ковид 19 пандемијата и енергетската криза ја потенцираа потребата и исклучителна сериозност во третманот на нефинансиските податоци пред донесување на одлука за инвестирање во акционерските друштва. Законските обврски кои се однесуваат да задолжителното обелоденување на финансиските податоци останаа да се применуваат и во текот на пандемијата, со одредени промени во однос на роковите за нивно исполнување. Од друга страна, финансиското известување прерасна во механизам и алатка за промена кое може да игра интегрална улога во напорот да се направат корпоративните инвеститори одговорни учесници во вреднувањето на природата. Долго очекуваната еволуција во обелоденувањето на податоците која се одвиваше низ годините од производство на податоци чисто за задоволување на финансиските

извештаи се прошири со комуниција со пошироките засегнати страни преку инкорпорирање на информации за животната средина и вработените. За да се исполнат очекувањата на засегнатите страни, акционерските друштва треба да известуваат за одговорноста за биолошката разновидност и исчезнувањето на видовите. Тие сега мора итно да дејствуваат за да спречат понатамошно губење на биолошката разновидност и исчезнување пред да биде предоцна. Како резултат на Ковид 19 пандемијата и енергетската криза сега е прифатено од општеството дека мора да се внимава на здрава животна средина. Сите перспективи вклучително и обелоденувањето на податоците за акционерските друштва мора да биде во насока на зачувување на здравјето и состојбата на планетата и искористување на нејзините потенцијали. Затоа, посветувајќи внимание на биодиверзитетот и здравјето на екосистемите, акционерските друштва можат да ги препознаат ризиците и можностите, да предвидат нови пазари, да ги ублажат влијанијата при настанување на нормалниот колосек. (Hassan et al., 2021, p. 1235)

Социјалното и еколошкото известување на акционерските друштва во услови на пандемија го доби својот примат. Ваквото известување ги истакнува успехите на друштвото, со потенцирање на добрите вести за друштвото и ги презентира одредените области-еколошките активности и проекти, социјалните, етичките и филантропските дела на друштвото. (Mathews, 1995, p. 667) Социјалното и еколошкото известување вклучува проширување на одговорноста на друштвата, надвор од традиционалната улога на обезбедување на финансиска сметка на сопствениците на капиталот, особено акционерите. Таквото проширување е засновано под претпоставка дека друштвата имаат пошироки одговорности отколку едноставно да заработат пари за своите акционери. (Gray, Owen & Adams, 1996, p. 3-11) Затоа, во теоријата се констатира дека овој вид на известување има улога на „чистење на куќата“, односно знаењето дека одредени активности ќе бидат откриени, може да влијае на членовите на управните одбори/директорите да ја користат својата моќ претпазливо и правилно и да ги охрабрат да ги разгледаат своите политики со цел да ги направат поприфатливи за јавноста. За возврат ова може да има позитивни ефекти врз достигнувања на друштвото, на неговите цели и на неговото корпоративно управување. (Sargent, 1987, p. 1045) Според Gray (2001, p. 12), социјалното и еколошко известување има врска со одговорност, демократија и одржливост. Сепак, и покрај ова толкување, сè уште постои целосна неподготвеност да се развие социјалното и еколошкото известување како самостојна област, што се рефлектира во обидите да се поврзат социјалните и еколошки перформанси за економскиот успех. Но, за да биде социјалното и еколошкото известување целосно ефикасно на начин којшто во крајна линија го подобрува корпоративното управување ќе мора да се смета за значајно и независно известување без оглед на финансиските перформанси на друштвото, на што Ковид 19 пандемијата и енергетската криза извршија дополнителен придонес.

Обелоденувањето на податоците како круцијален сегмент на корпоративното управување при постоење на променети околности истото мора да подлежи на одредени модификации. Во многу земји, пандемијата наложи акционерските друштва да ги приспособат своите рамки и практики за корпоративно управување на краткорочните, среднорочните и долгорочните влијанија на Ковид 19 пандемијата. Акционерските друштва можат да ги ревидираат, приспособат или преправаат практиките на обелоденување на податоците и генерално принципите на корпоративно управување во светлината на пандемијата на начин што би го прошириле фокусот на здравјето и безбедноста на работното место, особено за работа во домот и безбедно растојание. Во овој период од особена важност е поддршката за вработените, соработниците и клиентите. (Bermudez & Izquierdo, 2020) Потребно е да се зачува континуитетот на известување за тековните прашања, а особено приматот го зема социјалното и еколошкото известување, како што е известувањето за стратегиите за климатски промени. Несомнено е дека секое акционерско друштво во услови на пандемија треба да се залага за целосно, правично и континуирано обелоденување на сите материјални настани и настанати промени. Во овој период, оправдано би било продолжувањето на мандатот на директорите/членовите на управниот одбор и претседателот за да се спречат нарушувачките тенденции и негативните промени во време на криза, а особено треба да се имаат во предвид долгорочните интереси на друштвото. (International Finance Corporation, 2021, p. 11)

Обелоденувањето на податоците и транспарентноста во услови на променети општествени околности бара зголемување на комуникацијата со сите засегнати страни за влијанието на Ковид 19 и енергетската криза врз бизнисот, вклучително и потенцирање на значителните негативни или позитивни случувања. Обелоденувањето на овие нефинансиски податоци и известувања би можеле да влезат во делокругот на посебно формирано тело за комуникација со вкрстени функции и кој би користел широк спектар на алатки, платформи и технологии за ефективно комуницирање со сите засегнати страни. Овде значајна е навремената комуникација со вработените. За повеќето акционерски друштва пандемиските услови се нова територија на делување, и тие фактот да се биде целосно транспарентен и отворен со своите вработени не треба да го чувствуваат како потенцијална закана, туку како факт дека транспарентноста во деловното работење е долгорочен напор, а не само принцип кој се применува за време на криза. (Mackenzie, 2020) Акционерските друштва мора свесно да работат на зголемувањето на транспарентноста и да ја одржуваат довербата и почитта на својата работна сила. Другиот сегмент на обелоденувањето на податоците е насочено кон податоците поврзани со извршените апликации за јавни или владини мерки за поддршка, откривајќи ја природата, износите и условите за таквата помош. (International Finance Corporation, 2021, p. 12)

Поради потребите од пандемијата, регулаторите на пазарите за капитал извршија дополнителен придонес во обелоденувањето на податоците и севкупната транспарентност. Притоа особено се истакна Европското надзорно тело за хартии од вредност и пазари на капитал (ESMA). ESMA за време на пандемијата издаде препораки кои се однесуваа на обелоденувањето на финансиските и нефинансиските податоци. Во однос на финансиските податоци, ESMA препорача издавачите на хартии од вредност да обезбедат детални и специфични информации за субјектот во нивните привремени финансиски извештаи за влијанието што пандемијата Ковид 19 го има врз нивната стратешка ориентација и цели, операции, финансиски перформанси, финансиска позиција и парични текови; за преземени мерки за справување и ублажување на влијанијата на пандемијата врз нивните операции и перформанси и нивниот напредок; и онаму каде што е применливо, за очекуваното идно влијание врз финансиските перформанси на издавачите, финансиската состојба и паричните текови, поврзаните ризици и мерките за вонредни состојби планирани за ублажување на очекуваното идно влијание и идентификуваните на ризици и несигурности. (European Securities and Markets Authority, 2020) Од друга страна, во однос на обелоденувањето на нефинансиски податоци, Европската унија презема пристап за наложување на обелоденување на нефинансиски податоци со поставување на суштински барања во законодавството, оставајќи ги техничките детали на стандардите, истовремено обезбедувајќи силен режим на спроведување. (Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2020, p. 4) Ова е поткрепено и со активноста на ESMA во услови на пандемија да издаде препораки за обелоденување специфични за нефинансиските податоци. Препораките за нефинансиски податоци првенствено се однесуваат на влијанијата на Ковид 19 пандемијата врз целите поврзани со одржливост и клучните нефинансиски индикатори за успешност, како и информации за какви било структурни промени и на политиките на издавачот поврзани со здравствените и климатските промени и нивните резултати. Дополнително, европскиот регулатор инсистира издавачите да ги направат неопходните подготовки за исполнување на барањата за обелоденување предвидени со член 8 од Регулацијата (ЕУ) 2020/852 од 18 јуни 2020 година за воспоставување рамка за олеснување на одржливите инвестиции, која стапи на сила од 1 јануари 2022 година. (European Securities and Markets Authority, 2021) Според овој член, секое друштво кое е предмет на обврска да објавува нефинансиски податоци во својот нефинансиски извештај или во консолидираниот нефинансиски извештај ќе вклучи податоци за тоа како и до кој степен активностите на друштвото се поврзани со економски активности кои се квалификуваат како еколошки одржливи. (Art. 8, Regulation (EU) 2020/852)

3. Состојбата на обелоденувањето на податоците во Република Северна Македонија во услови на променети околности

Појавата на здравствената криза предизвикана од Ковид 19 пандемијата многу брзо креираше промена во секојдневното функционирање на нашето општество. Излегувајќи од границите на чисто здравствена криза, пандемијата создаде нови економски предизвици кои го променија деловното опкружување и на национално ниво. Меѓу зависноста на економските системи не остави општествен систем кој не се соочи со променетите околности, оттука и македонското општество бара начин да ги ублажи негативните ефекти предизвикани од пандемијата. (Центар за економски анализи, 2020, р. 4) Евидентно е дека кризата во целина нема да заврши брзо и дека ќе трае одреден временски период. Завршувањето на здравствената криза значи отпочнување на период на економско заздравување. Затоа е важно преземените државни мерки да не бидат насочени исклучиво кон преживување на кризата, туку треба да содржат и елементи на создавање подолгорочни ефекти за одржување на економската активност на приватниот сектор. Паралелно со постоењето на Ковид 19 пандемија, македонското деловно опкружување се соочи со нагласениот ризик поврзан со сигурноста во снабдување со енергија и со други основни продукти, односно со постоење на енергетска криза, како и со потребата да се замени набавката на сировини од Украина со набавка од други земји. (Стопанска комора на Македонија, 2021, р. 5-7)

Работењето во условите креирани од пандемијата има свои последици врз македонските акционерски друштва. Овие друштва се соочени со предизвикот да го прилагодат своето управување на принципите на доброто корпоративно управување и со тоа да дадат одговор на променетите околности. Транспарентноста и обелоденувањето на податоците се врвен приоритет за време на кризата и по нејзиното завршување се суштински дел на корпоративното управување. Воспоставувањето на добар систем за проток на податоци/информации помеѓу управниот одбор/одборот на директори и засегнатите страни на акционерското друштвото е позитивна карактеристика. Извршувањето на обврската за транспарентност во услови на криза е најтешката задача, но исто така, од големо значење е избегнувањето на нечесниот пристап и со тоа соочување со ризикот од губење на кредитбилитетот и со судски постапки кои водат до губење на дозволата за работа или огромни казни. (International Finance Corporation, 2010, р. 66-68) Затоа македонските акционерските друштва треба да ги следат утврдените задолжителни и доброволни правила во поглед на обелоденувањето на податоци и транспарентноста.

Во Република Северна Македонија, основни одредби за известување и обелоденување на податоци и информации во работењето на акционерските друштва се содржани во Законот за трговските друштва и Законот за хартии од вредност, заедно со подзаконските акти кои произлегуваат од овие закони.

Одредени одредби кои се однесуваат на обелоденување на податоци во текот на постапката за преземање на акционерските друштва се содржани во Законот за преземање на акционерски друштва. Функционирањето на независна надворешна ревизија е еден од клучните ентитети кој е во можност позитивно да влијае на целосното спроведување на правната рамка и на подобрувањето на културата на транспарентно известување за работењето на акционерските друштва во Република Северна Македонија. Оттука, во правната рамка за транспарентноста и обелоденување на податоци, влегува и Законот за ревизија. Подобрувањето на транспарентноста и обелоденувањето на податоците се дел од трајните придобивки кои Република Северна Македонија, сака и се стреми да ги постигне. Промената на културата на известување на акционерските друштва е функција од три варијабли. Прво, усвојување на јасни и добро балансирани правни обврски, второ, силен и способен регулатор кој има капацитет и волја да го подобри разбирањето на акционерските друштва за нивните обврски за известување и да го спроведува законот кога овие обврски не се исполнети и трето, акционерските друштва да се предводени од извршни директори кои ги разбираат вкупните придобивки од транспарентното работење, обелоденувањето на податоци и да имаат вработени кои се оспособени да доставуваат квалитетни извештаи.

Транспарентноста и обелоденувањето на податоци се базираат на правила, кои во принцип се помалку засновани на детални и комплексни регулативи, а многу повеќе на спроведувани практики, па затоа од особено значење за регулирањето на оваа област се и актите на Македонска берза на хартии од вредност, како саморегулирачка организација. Македонската берза за хартии од вредност своите активности ги администрира врз основа на Правила за котација и предвидува употреба на Кодекс за корпоративно управување на котираните акционерски друштва на Македонска Берза. Македонската берза за хартии од вредност, како место каде се реализираат трансакциите на хартии од вредност е најдиректно изложена на влијанијата од Ковид 19 пандемијата и останатите промени во општествените структури. Затоа Македонската берза во изминатиот двегодишен период беше приморана да изврши измени во Правилата за котација со цел да одговори соодветно на промените настанати од пандемијата. Овие измени хронолошки стапија на сила на 21.09.2020, 04.11.2020, 26.10.2021 и 31.12.2021 година и се во директна врска со обврските за известување кои ги имаат издавачите на хартии од вредност, односно котираните акционерски друштва.

Транспарентноста и обелоденувањето на податоците како принципи на доброто корпоративно управување се основа која е земена при носењето на некои од наведените измени. Од спроведените измени во пандемскиот период првата измена која стапи на сила на 21.09.2020 година се однесуваше на обврската котираните акционерски друштва најдоцна до крајот на месец јануари, секоја

година, да објавуваат календар на настани во кој ќе бидат прецизирани неделите од годината во кои ќе вршат објави на финансиски извештаи или други битни настани поврзани со работењето на друштвото. Со овие измени беше извршено општо намалување на роковите за објава на периодичните финансиски извештаи, согласно најдобрите регионални и европските практики. (Чл. 40, Правила за котација) Измените од 21.09.2020 година воведоа нови мерки за непочитување на Правилата за котација, вклучително и воведување на „Листа за набљудување“, којашто е предвидено да биде јавно достапна на интернет страницата на Берзата и на којашто ќе се внесуваат издавачи за кои Берзата смета дека треба да и се обрне внимание на инвеститорската јавност „поради посериозно непостапување од страна на издавачот или поради други ситуации поврзани со хартиите од вредност или издавачот“. (Чл 57, Правила за котација) Следните измени кои стапија на сила 04.11.2020 година се продолжение на претходните измени и со нив се прави допрецизирање на основите и начините за внесување на котираните издавачи на Листата на набљудување, односно се предвидува можност Берзата да внесе на Листата на набљудување и издавач којшто не ги прекршил Правилата за котација, доколку се процени дека поради постоење на други посепцифични ситуации и настани поврзани со хартиите од вредност или со издавачот, е потребно да и се обрне внимание на инвеститорската јавност за постоењето на вакви околности. (Чл. 61-а, Правила за котација) Воедно, со измените се прецизира правото на жалба при внесување на издавач кога се изрекува мерка за внесување на Листата на набљудување, како и динамиката на постапување на Берзата во врска со оваа проблематика. Третите измени на Правилата за котација во пандемискиот период кои стапија на сила 26.10.2021 година дефинираат критериуми според кои во иднина треба да известуваат котираните друштва во согласност со новиот Кодекс за корпоративно управување на котираните акционерски друштва на Македонска берза. Кодексот за корпоративно управување на котираните акционерски друштва на Македонска берза ќе се применува на издавачите чии акции котираат на Официјалниот пазар на Берзата на сите пазарни подсегменти што на 31. декември секоја тековна година исполнуваат три од предвидените четири услови и тоа, пазарна капитализација во вредност од најмалку 5.000.000 евра; најмалку 100 акционери; најмалку 5% распространетост на родот на акциите во јавноста и со акциите на издавачот да се тргувало во најмалку 30% од вкупниот број на денови на тргување во тековната година. Котираните друштвата кои нема да ги исполнат предвидените критериуми можат доброволно да изберат да го применат Кодексот. Исполнувањето на наведените услови се следи од Берзата и таа издава известување до издавачите за исполнувањето, односно за престанокот на исполнувањето на истите. (Чл 42-а, Правила за котација) Списокот на котирани друштва кои ги исполнуваат бараните услови се објавува на интернет страница на Берзата. Почетното определување на друштвата

кои имаат обврска за примена на Кодексот е извршено на 01.11.2021 година. (Чл 63-а, Правила за котација) Меѓутоа со најновите измени на Правилата за котација кои стапија на сила на 31.12.2021 година се направи измена во императивната обврска за промптна примена на Кодексот се трансформира во опција за друштвата. На котираните акционерски друштва самостојно, врз основа на нивната проценка и деловна политика им е оставена опцијата да одлучат дали во нивните годишни извештаи за работење во 2021 година, што во принцип се усвојуваат во 2022 година, ќе известат за досегашната примена на корпоративните практики предвидени во новиот Кодекс. Берзата ги охрабрува и поттикнува сите засегнати котираните друштва да започнат со примена на новиот Кодекс уште во 2022 година, односно да известат за своите моментални корпоративни практики согласно одредбите во Кодексот. И покрај препораката за примена, ваквата опција за објава на прашалниците за примена на Кодексот според податоците на СЕИ-НЕТ во досегашниот истражувачки период заклучно со 31.05.2022 година ја имаат искористено само 2 (две) котираните акционерски друштва. (Систем за електронски информации за котираните друштва, 2022)

Последни измени се директно поврзани со начинот и динамиката на имплементација на новиот Кодекс за корпоративно управување од страна на котираните акционерски друштва на Берзата. По истекот на 2022 година, примената на Кодексот ќе биде задолжителна за сите друштва што ќе ги исполнуваат пропишаните критериуми. Целта на Кодексот е да промовира ефективно управување и отчетност во котираните акционерски друштва. За таа цел, Кодексот се применува според пристапот познат како „примени или појасни зошто не си применил“. Принципот „примени или појасни“ се спроведува преку два основни елементи. Првиот елемент се однесува на примената на овој принцип. Кодексот е „мек закон - soft law“, што значи дека не е обврзувачки и доброволно се спроведува. Друштвата имаат право да одлучат дали ќе го усвојат кодексот и степенот на усогласеност со кодексот. Отстапувањето од кодексот не е негово прекршување. Вториот елемент се однесува на фактот дека без оглед на тоа како котираните друштва го имплементираат кодексот, или дури и ако не одберат спроведување на кодексот, објавување во врска со усогласеноста или неусогласеноста е задолжително, со дополнителни објаснувања потребни во случај на непочитување. Овие два основни елементи можат да се сумираат во едноставна равенка: „доброволно спроведување на кодексот + задолжително обелоденување“. Друштвата може да изберат елементи на кодексот коишто ги почитуваат, но тие мора да објаснат како постапуваат односно што прават во врска со корпоративното управување. Ова е суштината на пристапот базиран на принципот „примени или појасни“ на кој се заснова обелоденувањето на корпоративното управување. (Wymeersch, 2013, p. 80)

Кодексот за корпоративно управување на котираните акционерски друштва на Македонска берза поставува збир на одредби со кои се пропишуваат добрите

практики за друштвата, но не е задолжително друштвата да ги исполнуваат сите овие одредби. Преку примената на Кодексот се обезбедува јасни објави и тоа му овозможи на друштвото да изгради односи на доверба со акционерите, засегнатите страни и пошироката заедница. Постојат четири принципи кои се значајни за правилни и доверливи обелоденувања. Вистинитост е првиот принцип што значи дека објавените информации мора да обезбедат точен опис на околностите на друштвото. Вториот принцип е комплетност, кој гарантира дека објавените информации мора да бидат доволни за да им овозможат на инвеститорите да донесат информирани одлуки, а другите засегнати страни да ги разберат активностите и перформансите на друштвото. Овие информации мора да вклучуваат значајни финансиски и нефинансиски прашања. Третиот принцип на кој се заснова обелоденувањето на информации според Кодексот е навременост, што претпоставува дека информациите треба да се објават навремено, а во случај на ценовно чувствителни информации што е можно побрзо по настанот. Правилата за котација поставуваат континуирана обврска за котираните друштва да ги објават сите информации потребни за да се процени состојбата на друштвото, со цел да не се создаде лажна слика на пазарот. Сите ценовно чувствителни информации за котираните друштва треба да бидат објавени преку системот СЕИ-НЕТ пред истите да се објават во јавноста. Последниот принцип кој се гарантира со Кодексот е пристапноста, каде се подразбира дека сите објавени информации мора да бидат лесно достапни и достапни по минимална цена, на пример, со тоа што ќе бидат достапни на интернет-страницата на друштвото и/или на СЕИ-НЕТ. (Македонската берза на хартии од вредност АД, 2021, р. 5)

Новонастанатите услови предизвикани од Ковид 19 пандемијата извршија влијание на редефинирањето на транспарентноста и обелоденување на податоци за работењето на акционерските друштва во Република Северна Македонија, односно доброто корпоративно управување. Ваквите тенденции на изразено инсистирање на зголемена транспарентност е во насока на постигнување на одржлив економски развој преку засилување на перформансите на акционерските друштва и подигнување на нивото на нивен пристап до надворешни извори на капитал. Крајната цел е да се направат акционерските друштва попрофитабилни и да се поддржува нивниот раст и развој дури и во предизвикувачки и кризни периоди. Постојењето на соодветна регулатива и добри практики за известување и обелоденување на податоци за работењето на акционерските друштва е една од меѓниците на доброто корпоративно управување и алатка за надминување на моменталните и идните глобални општествени промени.

Заклучок

Ковид 19 пандемијата, енергетската криза и климатските промени се глобални предизвици и бараат глобални одговори. Учесниците на пазарите на

капитал бараат глобални стандарди за известување кои овозможуваат поголема транспарентност, споредливост и конзистентност. Веќе применетите искуства покажуваат дека универзалниот јазик на обелоденување на податоци може да понуди многу потенцијални економски и социјални предности. Акционерските друштва треба да бидат подготвени да дејствуваат брзо, одлучно и релативно стабилно кога споделуваат информации за време на криза. Обезбедувањето транспарентни, навремени информации им помага на акционерските друштва да воспостават доверба со заинтересираните страни за да можат да донесуваат одлуки во свој најдобар интерес. Споделувањето на најнови информации е важно во време на несигурност и нестабилност. Подеднакво е важно да се соопштат чекорите што ги презема друштвото за да се минимизира ширењето на дезинформации.

Акционерските друштва, вклучително и македонските друштва, за време на новонастанатите општествени услови, кои имаат изразено влијание во деловното опкружување, треба да ја зголемат редовната комуникација со засегнатите страни, вклучително и да извршат дискусии за обелоденување на потребните податоци. Ваквата обврска за редовна комуникација адекватно може да биде спроведена преку организирање на почести состаноци на управниот одбор/ одборот на директори. Во услови на изразени променети околности како резултат на здравствена, економска и енергетска криза постои потреба од зголемена флексибилноста и посветеност при справувањето со брзината на промените. Особено се препорачува формирање на кризен комитет како посебно тело на управниот одбор/одборот на директори кој ќе го надгледува одговорот на раководството на поставените предизвици. Овој комитет треба да обезбеди нов фокус кај управниот одбор/одборот на директори и да ги детерминира функционалните области.

Транспарентноста и обелоденувањето на податоците при постоењето на глобални променети околности бара надзор и објавување на: поддршката на вработените финансирана од владата; податоците за технолошки вишок и отпуштени работници; податоци за здравјето и безбедноста на работниците кои продолжуваат да бидат дел од друштвото; податоци за одржливоста на друштвото (постојана активност, ликвидноста, надзорот на прекинатите текови на приходи, паричните текови, банкарските односи, докапитализацијата, усогласеноста со долгот, континуираното управување и финансиското известување, прегледите на проценките на објективната вредност и оштетувањата и обелоденување на ограничувања на прогнозите и материјални неизвесности); податоци за наградувањето на членовите на управниот одбор/ директорите, односно податоци за намалувањето на нивните плати во контекст на отпуштањата предизвикани од пандемиските услови; како и податоци за веројатноста и големината на постоечките и новите ризици.

Новонастанатите и променетите општествени околности во однос на обелоденувањето на податоците се поизразено го ставаат акцентот на потребата од нефинансиските податоци подеднакво како и финансиските податоци. На меѓународно ниво, ова подразбира формирање на независно тело за поставување стандарди за нефинансиско известување, надгледувано од авторитативно, меѓународно признато тело, кое може да ги претставува релевантните јавни организации, да ги координира активностите на глобално ниво и да помогне да се зацврсти заедничкото гледиште за посакуваното насока на развој. Оттука се нагласува потребата од задолжително интегрирано известување од страна на акционерските друштва. Усвојувањето и спроведувањето на концептот на интегрирано известување може да го подобри кредибилитетот и довербата на засегнатите страни и тоа може да создаде капитална вредност на краток, среден и долг рок за компанијата во периодот по Ковид-19 пандемијата.

БИБЛИОГРАФИЈА

1. Bermudez, H. & Izquierdo, A. (2020, July-August). Trust and Transparency in Times of Crisis. PRSA. Retrieved from <https://www.prsa.org/article/trust-and-transparency-in-times-of-crisis>
2. Coffee, J. C. (2003). The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. In C. J. Milhaupt (Ed.). *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of CrossBorder Deals* (pp. 437-476). New York: Columbia University Press.
3. Dean, J. (2001). *Directing Public Companies: Company Law and the Stakeholder Society*. London: Cavendish Publishing.
4. Elliott, B. & Elliott, J. (2017) *Financial Accounting and Reporting* (18th Edition). Harlow, UK: Pearson.
5. European Securities and Markets Authority (2020, May, 20). ESMA Calls for Transparency on COVID-19 Effects in Half-Yearly Financial Reports. Retrieved from <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-calls-transparency-covid-19-effects-in-half-yearly-financial-reports>
6. European Securities and Markets Authority (2021, October, 29). Press Release: European Enforcers Target COVID-19 and Climate-Related Disclosures. Retrieved from <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/european-enforcers-target-covid-19-and-climate-related-disclosures>
7. Freedman, J. & Power, M. (1991). *Law and Accounting: Transition and Transformation*. Modern Law.
8. Fung, B. (2014). The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance. *Universal Journal of Management*, 2 (2), 72-80.
9. Gray, R. (2001) Thirty years of social accounting, reporting and auditing: what (if anything) have we learnt? In D. Jamali (Ed.). *Business Ethics: A European Review*, 10 (1), 9–15.

10. Gray, R., Owen, D., & Adams, C. (1996). *Accounting and Accountability: Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting*. London: Prentice-Hall.
11. Greenspan A. (2003, May, 8). *Corporate Governance at the 2003 Conference on Bank Structure and Competition*. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/>
12. Hassan, A., Elamer A.A., Lodh S., Roberts L., Nandy M. (2021). *The Future of Non-Financial Businesses Reporting: Learning from the Covid-19 Pandemic*. *Corporate Social Responsibility Environmental Management*, 28, 1231–1240. Retrieved from <https://doi.org/10.1002/csr.2145>.
13. Hellwig, M. (2009). *Systemic Risk in the Financial Sector*. *De Economist*, 157 (2), 129-207.
14. Hertig G, Kraakman R. & Rock E. (2017). *Issuers and Investor Protection*. In R. Kraakman et al. (Ed.). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3rd ed.). Oxford: Oxford University Press.
15. Hill, J. (2007). *Evolving ‘Rules of the Game’ in Corporate Governance Reform*. In J. O’Brien (Ed.). *Private Equity, Corporate Governance and the Dynamics of Capital Market Regulation* (pp. 29-54). London: Imperial College Press.
16. Holzer, B. (2010). *Moralizing the Corporation - Transnational Activism and Corporate Accountability*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited.
17. Institute of Chartered Accountants in England and Wales. (2020). *Non-Financial Reporting: Ensuring a Sustainable Global Recovery*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales ICAEW.
18. International Accounting Standards Board. (2018). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. London: IFRS Foundation.
19. International Finance Corporation. (2010). *Насочување во време на криза: Прирачник за одбори на директори*. Washington: International Finance Corporation.
20. International Finance Corporation. (2015). *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*. Washington: International Finance Corporation.
21. International Finance Corporation. (2021). *Special Guidance: Disclosure and Transparency In Crisis – Increasing Resilience and Building Trust During and After COVID-19*. Washington: International Finance Corporation.
22. Mackenzie, J. (2020, April, 23). *Times of Crisis Call for Business Transparency*. *People Management*. Retrieved from <https://www.peoplemanagement.co.uk/article/1741899/times-crisis-business-transparency>
23. Mathews, M. R. (1995). *Social and Environmental Accounting: A Practical Demonstration of Ethical Concern?* *Journal of Business Ethics*, 14 (8), 663–671.
24. Nobes, W. C. & Stadler, C. (2015). *The qualitative characteristics of financial information, and managers’ accounting decisions: evidence from IFRS policy changes*. *Accounting and Business Research*, 45 (5), 572-601.

25. Randall, S. T. (2008). *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*. Vanderbilt Law and Economics, Research Paper No.08-26. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=1265122>
26. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088.
27. *Review*, 54 (6), 769-791.
28. Sapelli, G. (2013). *Morality and Corporate Governance: Firm Integrity and Spheres of Justice*. Milan: Springer-Verlag.
29. Sargent, A. M. (1987). State Disclosure Regulation and the Allocation of Regulatory Responsibilities. *Maryland Law Review*, 46 (4), 1027-1070.
30. Villiers, C. (2006). *Corporate Reporting and Company Law*. New York: Cambridge University Press.
31. Villiers, C. (2006). *Corporate Reporting and Company Law*. New York: Cambridge University Press.
32. Wymeersch, E. (2013). European corporate governance codes and their effectiveness. In M. Belcredi and G. Ferrarini (Ed.). *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, context and post-crisis reforms* (pp. 67-143). New York: Cambridge University Press.
33. Закон за преземање на акционерските друштва, Службен весник на Република Северна Македонија, бр. 69/13, 188/13, 166/14, 154/15, 23/16, 248/18 и 31/20.
34. Закон за ревизија, Службен весник на Република Македонија, бр. 158/10, 135/11, 188/13, 43/14, 138/14, 145/15, 192/15, 3/16, 83/18 и 122/21.
35. Закон за трговските друштва, Службен весник на Република Северна Македонија, бр. 28/04, 84/05, 25/07, 87/08, 42/10, 48/10, 24/11, 166/12, 70/13, 119/13, 120/13, 187/13, 38/14, 41/14, 138/14, 88/15, 192/15, 6/16, 30/16, 61/16, 64/16, 120/18, 290/20, 215/21 и 99/22).
36. Закон за хартии од вредност, Службен весник на Република Северна Македонија, бр. 95/05, 25/07, 7/08, 57/10, 135/11, 13/13, 188/13, 43/14, 15/15, 154/15, 23/16, 83/18, 31/20 и 288/21.
37. Коевски, Г. (2005). *Компаративно корпоративно управување*. Скопје: Правен факултет „Јустинијан Први“.
38. Македонската берза на хартии од вредност АД. (2021). *Кодекс за корпоративно управување на акционерски друштва котирани на Македонска берза, Октомври 2021*. Retrieved from <https://www.mse.mk/mk/content/14/10/2021/corporate-governance-code>
39. Македонската берза на хартии од вредност АД. (2021). *Правила за котација (пречистен текст) од 31.12.2021 година*. Retrieved from <https://www.mse.mk/mk/content/21/1/2008/listing-rules>

40. Македонската берза на хартии од вредност АД. (2021). Прирачник за примена на Кодексот за корпоративно управување на акционерските друштва котирали на Македонската берза. Скопје: Македонската берза на хартии од вредност АД.
41. Систем за електронски информации за котирали друштва. (2022). Прашалници за ККУ. Retrieved from https://seinet.com.mk/ShowLayoutDocs.aspx?Layout=DOC_26956
42. Стопанска комора на Македонија. (2021). Македонската економија во тековниот период и во постковид 19 периодот. Скопје: Стопанска комора на Македонија.
43. Центар за економски анализи. (2020). Транспарентност на државната помош во услови на Ковид-19 во ЕУ и во Северна Македонија. Скопје: Центар за економски анализи (ЦЕА).