



**УНИВЕРЗИТЕТ У КРАГУЈЕВЦУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**

Мр Јелена Д. Николић

**ИНТЕРНИ МЕХАНИЗМИ КОРПОРАТИВНОГ
УПРАВЉАЊА КАО ДЕТЕРМИНАНТА
СТРАТЕГИЈСКОГ ОДЛУЧИВАЊА**

Докторска дисертација

Крагујевац, 2014. године

ИДЕНТИФИКАЦИОНА СТРАНИЦА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

I Аутор
Име и презиме: Јелена Николић
Датум и место рођења: 01.08.1977. године, Ленештат (Lennestadt), Немачка
Садашње запослење: асистент на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу
II Докторска дисертација
Наслов: Интерни механизми корпоративног управљања као детерминанта стратегијског одлучивања
Број страница: XII+329
Број табела: 65; број слика: 30 и број графикана: 14
Број библиографских јединица: 358
Установа и место где је рад израђен: Економски факултет, Универзитет у Крагујевцу
Научна област (УДК): 005.1/.7:347.7
Ментор: Др Верица Бабић, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу
III Оцена и одбрана
Датум пријаве теме: 12.04.2011. године
Број одлуке и датум прихватања докторске дисертације: 2202/13-3 од 28.09.2011.године
Комисија за оцену подобности теме и кандидата: <ol style="list-style-type: none">1. Др Верица Бабић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Менаџмент и пословна економија,2. Др Небојша Јанићијевић, редовни професор Економског факултета у Београду, ужа научна област Пословна економија и менаџмент,3. др Весна Стојановић-Алексић, ванредни професор Економског факултета у Крагујевцу, ужа научна област Менаџмент и пословна економија.
Комисија за оцену докторске дисертације:
Комисија за одбрану докторске дисертације:
Датум одбране дисертације:

ИНТЕРНИ МЕХАНИЗМИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА КАО ДЕТЕРМИНАНТА СТРАТЕГИЈСКОГ ОДЛУЧИВАЊА

Апстракт

Унапређење ефективности механизма корпоративног управљања представља комплексно истраживачко подручје у области корпоративног управљања и стратегијског менаџмента. Полазећи од различитих теоријских модела и емпиријских резултата, у раду је истраживана међузависност механизма корпоративног управљања и процеса стратегијског одлучивања. С обзиром да у транзиционим економијама, тржиште корпоративне контроле и правни/регулаторни систем као екстерни механизми корпоративног управљања нису у довољној мери развијени, истраживање интерних механизма корпоративног управљања има посебан теоријски и практични значај. Сходно томе, основни циљ истраживања у докторској дисертацији је утврђивање начина на који структура власништва и управни одбор као интерни механизми корпоративног управљања утичу на процес доношења стратегијских одлука и контролу менаџера у циљу заштите интереса власника.

Као основни истраживачки проблем издваја се питање улоге коју управни одбор има у процесу доношења стратегијских одлука и фактора који је детерминишу. У тражењу одговора на постављено питање, полази се од потребе изучавања структуре и процеса унутар управних одбора, као и бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора, као претпоставки за ефективно доношење стратегијских одлука. Међутим, у истраживању повезаности стратегијских избора и улоге управног одбора, није довољно само анализирати наведене факторе, већ је важно укључити утицај структуре власништва као комплементарног интерног механизма корпоративног управљања. У изучавању утицаја структуре власништва анализирају се степен концентрације, тип власништва и хетерогеност интереса као важне детерминанте контролне и стратегијске улоге управног одбора. Заправо, разлике у степену укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања и контролу менаџера често настају као последица конфликтних интереса акционара које чланови управног одбора заступају. Полазећи од наведених претпоставки развијен је истраживачки модел који представља основу за анализу комплементарности структуре власништва и управног одбора као механизма контроле рада менаџера и њиховог утицаја на процес стратегијског одлучивања. Развијени модел је примењен је у емпиријском истраживању на одређеном узорку предузећа у Србији. Резултати истраживања потврђују да концентрација власништва представља важан механизам заштите интереса власника, као и да утиче на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања.

Кључне речи: корпоративно управљање, модели корпоративног управљања, механизми корпоративног управљања, структура власништва, управни одбор, стратегијско одлучивање

INTERNAL CORPORATE GOVERNANCE MECHANISMS AS STRATEGIC DECISION-MAKING DETERMINANT

Abstract

Improving the effectiveness of corporate governance mechanisms is a complex research area in the field of corporate governance and strategic management. Based on different theoretical models and empirical results, the paper examines the interdependence of corporate governance mechanisms and strategic decision-making process. Since the corporate control market as well as legal and regulatory system as external corporate governance mechanisms are not fully developed in transition economies, the study on internal corporate governance mechanisms has a special theoretical and practical significance. Therefore, the main goal of the research conducted within the dissertation is to identify the way in which ownership structure and board of directors as internal corporate governance mechanisms influence the strategic decision-making process and control managers in order to protect the owners' interests.

Basic research problem is the question of the role which board of directors has in strategic decision-making process and the factors by which it is determined. In answering this question, the starting point is the need of studying the structure and processes within the board of directors, as well as behavioral characteristics of the directors as preconditions for effective strategic decision-making. However, in studying the relation between the strategic choices and the role of the board of directors, it is not enough just to analyze these factors, but it is important to include the impact of ownership structure as a complementary internal corporate governance mechanism. Researching the impact of ownership structure includes analyzing the ownership concentration, ownership identity and heterogeneity of interests as an important determinant of control and strategic role of the board of directors. In fact, differences in the level of involvement of the board of directors in strategic decision-making process and control managers often arise as a result of conflicting interests of stockholders represented by the directors. Starting from these assumptions a research model is developed which is the basis for the analysis of the complementarity of the ownership structure and the board of directors as a mechanism of control over managers' work and their influence on the process of strategic decision-making. The developed model is applied in an empirical research on specific sample of companies in Serbia. The results of the research confirm that ownership concentration is an important mechanism for protection of owners' interests, as well as its influence on the level of involvement of the board of directors in the strategic decision-making process.

Key words: *corporate governance, corporate governance models, corporate governance mechanisms, ownership structure, board of directors, strategic decision-making*

САДРЖАЈ

СПИСАК СЛИКА	VIII
СПИСАК ТАБЕЛА	IX
СПИСАК ГРАФИКОНА	XII

УВОД	1
------------	---

ДЕО I

ОСНОВЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

1. ЗНАЧАЈ И СВРХА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА.....	8
1.1 Појмовно дефинисање корпоративног управљања	9
1.2 Принципи и стандарди корпоративног управљања	14
1.2.1 Стандарди корпоративног управљања у Великој Британији.....	15
1.2.2 Корпоративно управљање у Сједињеним Америчким Државама.....	17
1.2.2 Европска унија и корпоративно управљање.....	19
2. ТЕОРИЈЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА.....	23
2.1 Агенцијска теорија.....	24
2.2 Теорија услужности	29
2.3 Теорија зависности од ресурса.....	31
2.4 Теорија заинтересованих страна.....	36
3. МЕХАНИЗМИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА.....	39
3.1 Интерни механизми корпоративног управљања	39
3.1.1 Структура власништва.....	40
3.1.2 Управни одбор.....	42
3.2 Екстерни механизми корпоративног управљања.....	45
3.2.1 Тржиште корпоративне контроле.....	45
3.2.2 Правни/регулаторни систем.....	51
4. МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА	54
4.1 Англосаксонски модел.....	55
4.2 Континенталноевропски модел	58
4.3 Јапански модел	61
4.4 Компаративна анализа модела корпоративног управљања	64

ДЕО II
СТРУКТУРА ВЛАСНИШТВА КАО ИНТЕРНИ МЕХАНИЗАМ
КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

1. ЗНАЧАЈ И ТИПОВИ СТРУКТУРЕ ВЛАСНИШТВА.....	70
1.1 Раздвајање власништва од контроле и агенцијски проблем.....	71
1.2 Дисперзија власништва	77
1.3 Концентрација власништва	79
2. СТРУКТУРА ВЛАСНИШТВА И МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА.....	84
2.1 Улога блокхолдера	84
2.2 Улога и типови институционалних инвеститора	89
2.3 Пословне групе.....	97
3. ЕМПИРИЈСКА ИСТРАЖИВАЊА О ВЛАСНИШТВУ И КОНТРОЛИ	106
3.1 Преглед емпиријских студија о власништву и контроли у тржишним економијама	107
3.2 Преглед емпиријских студија о власништву и контроли у транзиционим економијама	112

ДЕО III
УПРАВНИ ОДБОР КАО ИНТЕРНИ МЕХАНИЗАМ КОРПОРАТИВНОГ
УПРАВЉАЊА

1. ОСНОВНЕ УЛОГЕ И ОДГОВОРНОСТ УПРАВНОГ ОДБОРА	121
1.1 Еволуција улога управног одбора.....	122
1.2 Контролна улога управног одбора.....	130
1.3 Стратегијска улога управног одбора	135
2. МОДЕЛИ УПРАВНОГ ОДБОРА	138
2.1 Модел једностепеног или једнодомног управног одбора	138
2.2 Модел двостепеног или дводомног управног одбора.....	143
2.3 Компаративна анализа модела управног одбора.....	146
3. ЕФЕКТИВНОСТ УПРАВНОГ ОДБОРА КАО ПРЕТПОСТАВКА УСПЕШНОГ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА.....	152
3.1 Традиционална перспектива	153
3.2 Бихевиористичка перспектива	158
3.2 Савремена перспектива	164

ДЕО IV

МЕЃУЗАВИСНОСТ ИНТЕРНИХ МЕХАНИЗАМА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА И СТРАТЕГИЈСКОГ ОДЛУЧИВАЊА

1. КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И СТРАТЕГИЈСКО ОДЛУЧИВАЊЕ	167
1.1 Природа процеса стратегијског одлучивања.....	168
1.2 Модели стратегијског одлучивања.....	175
1.3 Фактори стратегијског одлучивања	183
2. УЛОГА УПРАВНОГ ОДБОРА У ПРОЦЕСУ СТРАТЕГИЈСКОГ ОДЛУЧИВАЊА	197
2.1 Улога управног одбора – активна наспрам пасивне перспективе.....	198
2.2 Еволуција истраживања укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања	203
3. УТИЦАЈ СТРУКТУРЕ ВЛАСНИШТВА НА ДОНОШЕЊЕ СТРАТЕГИЈСКИХ ОДЛУКА	209
3.1 Процес стратегијског одлучивања у условима концентрације власништва наспрам дисперзије власништва.....	211
3.2 Процес стратегијског одлучивања, хетерогеност интереса власника и тип власништва.....	216

V ДЕО

УЛОГА ИНТЕРНИХ МЕХАНИЗАМА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У СРБИЈИ

1. ПРАВНА РЕГУЛАТИВА И МЕХАНИЗМИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У СРБИЈИ	223
1.1 Закон о привредним друштвима и кодекси корпоративног управљања.....	224
1.2 Нови оквир за корпоративно управљање.....	230
1.3 Интерни механизми корпоративног управљања	236
2. ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ ИНТЕРНИХ МЕХАНИЗАМА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У СРБИЈИ	239
2.1 Предмет и циљ истраживања	240
2.2 Истраживачки модел и развој хипотеза	241
3. МЕТОДОЛОГИЈА И МЕТОДЕ ИСТРАЖИВАЊА	249
3.1 Дизајнирање упитника.....	249
3.2 Карактеристике узорка	251
3.3 Поузданост мерне скале	260

4. РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА	261
4.1 Дескриптивна статистика	261
4.1.1 Израженост субскала упитника	261
4.1.2 Израженост појединих димензија упитника.....	262
4.1.3 Тестирање нормалности дистрибуције варијабли	266
4.2 Тестирање хипотеза – анализа и дискусија резултата.....	268
4.2.1 Концентрација власништва као детерминанта контролне и стратегијске улоге управног одбора	268
4.2.2 Структуралне карактеристике управног одбора као детерминанта контролне и стратегијске улоге управног одбора	274
4.2.3 Бихевиористичке карактеристике и процеси као детерминанта контролне и стратегијске улоге управног одбора	283
4.3 Ограничења истраживања и оквир за будућа истраживања	291
5. НАУЧНИ И ПРАГМАТИЧНИ ДОПРИНОС ИСТРАЖИВАЊА.....	294
ЗАКЉУЧАК	296
РЕФЕРЕНЦЕ	307
ПРИЛОГ А	326
ПРИЛОГ Б	327

СПИСАК СЛИКА

Слика 1. Разлика између корпоративног управљања и менаџмента.....	10
Слика 2. Интеракције и границе корпоративног управљања.....	11
Слика 3. Агенцијски модел.....	27
Слика 4. Редифинисан агенцијски модел.....	28
Слика 5. Модел теорије услужности.....	30
Слика 6. Модел теорије зависности од ресурса.....	35
Слика 7. Модел теорије заинтересованих страна.....	37
Слика 8. Интерни оквир корпоративног управљања.....	43
Слика 9. Конвергенција корпоративног управљања – аналитички оквир	69
Слика 10. Двоструки агенцијски проблем: принципал – агент и принципал – принципал конфликти	73
Слика 11. Претпоставке и исходи ПП конфликта	75
Слика 12. Модел једноставне пирамидалне структуре.....	99
Слика 13. Модел ланчане структуре.....	101
Слика 14. Пример ланчане структуре.....	102
Слика 15. Корпоративна структура <i>Agnelli</i> компаније као пример ланчане структуре	102
Слика 16. Пример модела мрежне структуре	104
Слика 17. Мулти-теоријски приступ у изучавању ефеката структуре власништва	115
Слика 18. Корелација између структуре власништва и перформанси	119
Слика 19. Редифинисање улога управног одбора	130
Слика 20. Стратегијска и финансијска контрола.....	133
Слика 21. Контингентни приступ	134
Слика 22. Модел једностепеног или једнодомног управног одбора	139
Слика 23. Модел двостепеног или дводомног управног одбора.....	143
Слика 24. Компаративна анализа модела управних одбора	147
Слика 25. Традиционални модел ефективности управног одбора.....	157
Слика 26. Бихевиористички модел ефективности управног одбора	163
Слика 27. Интегративни модел ефективности управног одбора	166
Слика 28. Интегративни модел ефективног стратегијског одлучивања	196
Слика 29. Међузависност структуре власништва, управног одбора и стратегијског избора	210
Слика 30. Истраживачки модел.....	242

СПИСАК ТАБЕЛА

Табела 1. Типови стратегија одбране.....	48
Табела 2. Предности и недостаци стратегије <i>отровних пилула</i>	49
Табела 3. Типови власника – компаративна анализа.....	65
Табела 4. Компаративна анализа модела корпоративног управљања	66
Табела 5. Ниво и димензије конвергенције модела корпоративног управљања	68
Табела 6. Принципал – агент <i>vs.</i> принципал – принципал конфликти управљања.....	76
Табела 7. Компаративна анализа релативног учешћа основних типова власника у Великој Британији, у периоду 1963-2006.	91
Табела 8. Релативно учешће институционалних инвеститора у САД-у, у периоду од 1960-2002. године.....	93
Табела 9. Теоријске перспективе и еволуција улога управног одбора	124
Табела 10. Улоге управног одбора и теорије корпоративног управљања	127
Табела 11. Теоријске перспективе и стратегијска улога управног одбора.....	137
Табела 12. Компаративна анализа једнодомног <i>vs.</i> дводомног модела.....	148
Табела 13. Утицај структуралних варијабли на ефективност управног одбора	158
Табела 14. Процеси као фактор ефективности управног одбора	160
Табела 15. Карактеристике чланова управног одбора као фактор ефективности ..	162
Табела 16. Утицај структурних варијабли на процесе унутар управног одбора	163
Табела 17. Преглед емпиријских истраживања у области стратегијског одлучивања.....	173
Табела 18. Класификација модела стратегијског одлучивања према кључним димензијама.....	180
Табела 19. Класификација модела стратегијског одлучивања – интегративни оквир	181
Табела 20. Карактеристике доносиоца одлука и стратегијско одлучивање	186
Табела 21. Карактеристике организације и стратегијско одлучивање	191
Табела 22. Димензије окружења и стратегијско одлучивање.....	195
Табела 23. Еволуција истраживања укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања.....	203
Табела 24. Компаративна анализа различитих варијација укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања	214
Табела 25. Међузависност институционалног власништва, управног одбора и стратегијског одлучивања	219
Табела 26. Међузависност типа власништва, управног одбора и стратегијског одлучивања.....	221
Табела 27. Структура узорка према степену концентрације и типу власништва...	252
Табела 28. Структура узорка према функцији	253
Табела 29. Структура узорка према полу и годинама старости	253
Табела 30. Структура узорка према годинама радног стажа	254

Табела 31. Структура узорка према радном искуству испитаника и сродности знања испитаника и делатности компаније.....	255
Табела 32. Структура узорка према нивоу образовања.....	256
Табела 33. Структура узорка према начину предлагања чланова управног одбора	257
Табела 34. Структура узорка према обављању јавних функција и политичкој активности чланова управног одбора	257
Табела 35. Структура узорка према величини и композицији управног одбора	258
Табела 36. Структура узорка према лидерској структури управног одбора	260
Табела 37. Поузданост мерне скале	260
Табела 38. Израженост субскала упитника	262
Табела 39. Израженост исказа у оквиру субскала упитника <i>Надлежност управног одбора</i>	263
Табела 40. Израженост исказа у оквиру субскала упитника <i>Релације између власника, управног одбора и топ менаџера</i>	264
Табела 41. Израженост исказа у оквиру субскала упитника <i>Начин одлучивања управног одбора</i>	265
Табела 42. Тестирање нормалности дистрибуције варијабли истраживања.....	266
Табела 43. Разлике у степену заштите интереса власника у зависности од степена концентрације власништва	269
Табела 44. Конфликт интереса између већинских и мањинских власника у зависности од степена концентрације власништва	271
Табела 45. Разлике у степену укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука	273
Табела 46. Разлике у степену укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука у зависности од величине управног одбора	275
Табела 47. Разлике у ефективности контроле рада менаџера у зависности од величине управног одбора	277
Табела 48. Разлике у степену укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука у зависности од композиције управног одбора.....	279
Табела 49. Разлике у ефективности контроле рада менаџера у зависности од броја независних чланова управног одбора	280
Табела 50. Разлике у степену укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука у зависности од дуалитета позиција	281
Табела 51. Разлике у степену контроле рада менаџера у зависности од дуалитета позиција	282
Табела 52. Корелациона анализа (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на стратегијску и контролну улогу управног одбора)	284

Табела 53. Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора).....	285
Табела 54. Утврђивање статистичке значајности модела – ANOVA тест (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора).....	285
Табела 55. Вишеструка линеарна регресија (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора).....	285
Табела 56. Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)	286
Табела 57. Утврђивање статистичке значајности модела – ANOVA тест (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)	286
Табела 58. Вишеструка линеарна регресија (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора).....	287
Табела 59. Корелациона анализа (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на стратегијску и контролну улогу управног одбора)	288
Табела 60. Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора)	288
Табела 61. Утврђивање статистичке значајности модела – ANOVA тест (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора)	289
Табела 62. Вишеструка линеарна регресија (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора)	289
Табела 63. Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)	290
Табела 64. Утврђивање статистичке значајности модела – ANOVA тест (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)	290
Табела 65. Вишеструка линеарна регресија (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)	290

СПИСАК ГРАФИКОНА

Графикон 1. Процентуална заступљеност једноступеног, двоступеног и мешовитог модела управних одбора у Европи и Великој Британији	147
Графикон 2. Компаративна анализа композиције управних одбора у Европи	149
Графикон 3. Компаративна анализа лидерске структуре управних одбора у Европи	150
Графикон 4. Компаративна анализа величине управних одбора у Европи	150
Графикон 5. Структура узорка према степену концентрације и типу власништва.....	252
Графикон 6. Структура узорка према функцији	253
Графикон 7. Структура узорка према полу и годинама старости	254
Графикон 8. Структура узорка према годинама радног стажа	255
Графикон 9. Структура узорка према радном искуству и сродности знања и делатности компаније	255
Графикон 10. Структура узорка према нивоу образовања.....	256
Графикон 11. Структура узорка према начину предлагања чланова управног одбора.....	257
Графикон 12. Структура узорка према искуству у обављању јавних функција и политичкој активности чланова управног одбора.....	258
Графикон 13. Структура узорка према величини и композицији управног одбора.....	259
Графикон 14. Структура узорка према лидерској структури управног одбора	260

Увод

Основна сврха механизма корпоративног управљања је да се ускладе интереси власника и менаџера и смање агенцијски трошкови. Иако у литератури о корпоративном управљању постоје различите класификације механизма корпоративног управљања, доминира схватање да се могу сврстати у две групе: интерне и екстерне механизме. Структура власништва и управни одбори су најважнији интерни механизми, а тржиште корпоративне контроле и правни/регулаторни систем чине основне екстерне механизме. Ипак, без обзира на могућност класификације механизма корпоративног управљања, потребно је нагласити њихову међусобну зависност и могућност супституције. Екстерни механизми корпоративног управљања, посебно тржиште корпоративне контроле, имају доминантну улогу у условима дисперзије власништва. Уколико је власништво концентрисано у рукама мањег броја доминантних власника, контрола се врши посредством управног одбора, као интерног механизма корпоративног управљања.

Из *агенцијске перспективе*, примарна одговорност управног одбора, као посредника између власника и менаџера, је да управља у интересу власника, а кључна улога је да врши надзор и контролу рада менаџера. Са развојем *теорије зависности од ресурса и теорије услужности*, схватање улога и одговорности управног одбора се мења. За разлику од агенцијске теорије, која је утемељена на претпоставци менаџерског опортунизма, полазна основа наведених теорија је да се менаџери понашају као добри стјуарти који ће деловати у интересу компаније. Основна улога управног одбора је подршка и помоћ менаџерима у достизању стратегијских циљева компаније, а не њихова контрола. Према *стратегијској парадигми корпоративног управљања*, управни одбор поред контролне има и важну стратегијску улогу. Активности које се подразумевају под стратегијском улогом се мењају од оцене стратегије до активног учествовања у дефинисању циљева и формулисању стратегије и могу се објаснити из две различите перспективе: пасивне и активне. Према „*пасивној*” перспективи, управни одбор нема значајан утицај на стратегијски развој компаније, а његова одговорност је дефинисана искључиво у домену оцене стратегијских одлука које доноси топ менаџмент. Према „*активној*” перспективи, управни одбори представљају важан стратегијски механизам управљања компанијом и имају значајну улогу у процесу доношења стратегијских одлука.

У наведеном контексту, потребно је истражити степен укључености управног одбора у различите фазе процеса стратегијског одлучивања и спровести дубљу анализу која треба да покаже да ли управни одбори учествују у процесу формулисања циљева и развоја стратегијских алтернатива или је њихова улога ограничена на фазу избора и ратификације стратегијских одлука. Степен укључености управног одбора у различите фазе процеса стратегијског одлучивања треба посматрати у контексту еволуције улога управног одбора. Паралелно са еволуцијом улога управног одбора и степеном њихове укључености у процес стратегијског одлучивања, мењало се и схватање фактора који утичу на ефективност управног одбора. Према традиционалном приступу, композиција, величина и лидерска структура управног одбора представљају кључне факторе ефикасности управних одбора. Са развојем бихевиористичке перспективе, истраживања улога управног одбора добијају другачију димензију.

Резултати досадашњих истраживања потврђују да структура управног одбора јесте потребан, али не и довољан услов ефикасности управних одбора, јер не укључује бихевиористичке карактеристике чланова управног одбора и процесе унутар управног одбора. Развој интегративног приступа представља нов правац у истраживањима из области корпоративног управљања, који поред анализе структуре и процеса управних одбора, укључују степен концентрације власништва као релевантан фактор ефикасности управних одбора. Полазна претпоставка истраживања је међузависност структуре власништва и управног одбора као интерних механизма корпоративног управљања. Уочене разлике у мониторингу и контроли менаџера, као и степену укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања се могу приписати не само структурним и процесним варијаблама, већ различитим, често конфликтним интересима акционара које чланови управног одбора заступају.

Истраживање утицаја различитих типова концентрације/дисперзије власништва на доношење стратегијских одлука, кроз перспективу међузависности структуре власништва и управног одбора као интерних механизма корпоративног управљања представља мултидимензионални феномен који обухвата квантитативан и квалитативан аспект, а извођење релевантних закључака треба анализирати у контексту примењеног модела корпоративног управљања. Англосаксонски модел корпоративног управљања (или *аутсајдерски модел*) карактерише висок степен дисперзије власништва и опортунистичко понашање менаџера, чиме се повећава агенцијски проблем на релацији власник-менаџер. Континенталноевропски модел корпоративног управљања (или *инсајдерски модел*) је утемељен на стејкхолдер

оријентацији и карактерише га изражена концентрација власништва. Као последица концентрације власништва, у земљама које примењују континенталноевропски модел, основни проблем корпоративног управљања није менаџерски опортунизам, већ конфликт између већинских власника, који имају доминантну улогу, и мањинских власника, чија је улога маргинализована, а интереси често занемарени.

Полазећи од основних карактеристика модела корпоративног управљања, **предмет истраживања у докторској дисертацији** је међузависност интерних механизма корпоративног управљања и процеса стратегијског одлучивања у компанијама. **Основни циљ истраживања** у докторској дисертацији је утврдити на који начин структура власништва и управни одбори, као интерни механизми корпоративног управљања, утичу на процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера у циљу заштите интереса власника. Поред општег циља, могу се издвојити два специфична циља истраживања:

- *Први специфични циљ* је испитивање утицаја концентрације власништва на контролу менаџера и степен укључености управног одбора у процес доношења и имплементације стратегијских одлука;
- *Други специфични циљ* је анализа утицаја структуре и процеса унутар управних одбора на контролу менаџера и улогу коју управни одбор има у процесу стратегијског одлучивања.

Сходно дефинисаном предмету и циљевима истраживања, могу се издвојити **следеће хипотезе**:

Хипотеза 1: Ако је власништво дисперзирано, управни одбор има доминантну улогу у доношењу стратегијских одлука, али постоји конфликт интереса на релацији власници-менаџери и низак степен заштите интереса власника.

Хипотеза 2. Ако је власништво концентрисано, онда је степен заштите интереса власника већи, али постоји конфликт интереса на релацији већински власници-мањински власници и низак степен стратегијске одговорности управног одбора.

Хипотеза 3: Степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера зависи од величине, композиције и лидерске структуре управног одбора.

Хипотеза 4: Степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера зависи од бихевиористичких карактеристика и интеракција чланова управног одбора.

Полазећи од дефинисаног предмета и циља истраживања, као и изведених хипотеза, дисертација је структурирана у пет међусобно логички повезаних целина, без увода

и закључка: први део обухвата основе корпоративног управљања; у другом делу се анализира структура власништва, а у трећем делу управни одбор као интерни механизми корпоративног управљања; четврти део је посвећен међузависности интерних механизма корпоративног управљања и стратегијског одлучивања; у последњем, петом делу анализирани су интерни механизми корпоративног управљања у Србији и представљени резултати и ограничења емпиријског истраживања.

У *првом делу* докторске дисертације објашњен је историјски развој, значај, сврха и принципи корпоративног управљања. У зависности од перспективе посматрања процес корпоративног управљања може да се дефинише на различите начине. Из перспективе корпорација нагласак је на релацијама између власника, менаџера, управних одбора и релевантних заинтересованих страна. Са становишта друштвене перспективе, корпоративно управљање се посматра као систем који треба да обезбеди опстанак, раст и развој корпорација. Посебно су проучавани екстерни и интерни механизми корпоративног управљања. С обзиром да различити механизми могу деловати као супститути, приказана је компаративна анализа механизма корпоративног управљања, у зависности од модела који се примењује.

У земљама које примењују англосаксонски модел, основни проблем корпоративног управљања је опортунистичко понашање менаџера и пораст агенцијских трошкова. Улога власника у корпоративном управљању је мала због проблема колективног избора (енг. *free-rider* проблем), а тржиште корпоративне контроле као екстерни механизам корпоративног управљања има доминантну улогу. Међутим, у континенталној Европи, основни проблем није заштита интереса власника и контрола менаџера, већ сукоб интереса између већинских и мањинских власника. Контрола и власништво су повезани, тржиште корпоративне контроле нема релевантну улогу, моћ је сконцентрисана у рукама власника са контролним пакетом акција, а доминантну улогу имају интерни механизми корпоративног управљања.

Полазећи од претпоставке да између власништва и контроле постоји висок степен међусобне зависности, у *другом делу* докторске дисертације предмет анализе је структура власништва као интерни механизам корпоративног управљања. У зависности од пакета акција који поседују, власници имају контролу над компанијом, а менаџери често имају удео у власништву, због чега је структура власништва важна детерминанта корпоративног управљања. Основни проблем дисперзије власништва може се описати као *вакум контроле*. Теоријски, власници утичу на рад менаџера и врше њихову контролу, али у условима дисперзије

власништва, власници реално имају малу могућност да остваре контролу над менаџерима, што доводи до *вакума контроле*. Један од начина решавања уоченог проблема је концентрација власништва, са најмање једним већинским власником. Ипак, односи који постоје између различитих типова структуре власништва, гласачких права и контроле менаџера су комплекснији од датог објашњења, и захтевају детаљну анализу предности и недостатака дисперзираног и концентрисаног власништва. Посебна пажња у оквиру овог дела посвећена је улози блокхолдера у процесу контроле над одлучивањем у компанијама, као и анализи различитих типова институционалних инвеститора и пословних групација. Значајан допринос се огледа у прегледу резултата емпиријских истраживања о власништву и контролу у тржишним и транзиционим економијама, како би се извели релевантни закључци о томе да ли се бољи ефекти могу остварити дисперзијом или концентрацијом власништва.

Трећи део докторске дисертације бави се еволуцијом улога и одговорности управног одбора. Анализирани су основни модели управних одбора и њихове сличности и разлике. Начин функционисања и улоге управних одбора се разликују код једностепених (једнодомних) и двостепених (дводомних) управних одбора. Код једностепених управних одбора постоји изражена концентрација моћи, јер исти чланови могу да буду у управном и надзорном одбору. Код двостепених управних одбора, чланови управног одбора не могу да буду и чланови надзорног одбора, што значи да су процеси менаџмента и контроле раздвојени. Ипак, не постоје чврсти аргументи у корист једног или другог модела. Оба модела имају предности и недостатке, а њихова примена погодује различитим условима. Полазећи од различитих перспектива истраживања, посебно су истакнути фактори ефективности управних одбора као претпоставке успешног корпоративног управљања. Традиционална истраживања базирају на претпоставци да структура управног одбора детерминише његову ефективност. Структура управног одбора се оцењује на основу три структуралне варијабле: композиције управног одбора, лидерске структуре, односно дуалитета позиција председника управног одбора и генералног менаџера, и величине управног одбора. Развој бихевиористичке перспективе показује да ефективност управних одбора не зависи само од формалне структуре, већ од интеракција и процеса унутар управних одбора. То значи да је у анализу фактора који утичу на ефективност управних одбора, потребно укључити и структуралне и процесне варијабле.

У *четвртом делу* докторске дисертације објашњена је међузависност структуре власништва и управних одбора као интерних механизма корпоративног управљања

и стратегијског одлучивања у корпорацијама. Ослањајући се на претпоставку да структура власништва, посматрана кроз степен концентрације власништва, има значајан утицај на доношење стратегијских одлука, анализиран је процес стратегијског одлучивања у условима концентрације и дисперзије власништва. Посебан фокус је на испитивању степена укључености чланова управног одбора у различите фазе процеса стратегијског одлучивања. Према традиционалној перспективи и *агенцијском моделу*, менаџери имају одговорност за формулисање стратегије и развој стратегијских алтернатива, а управни одбор има улогу контроле донетих одлука. Са развојем *стејкхолдер* модела (или модела заинтересованих страна), улога управног одбора добија стратегијски значај, а степен укључености управног одбора у доношење стратегијских одлука се повећава. Савремена перспектива наглашава потребу за активном улогом управног одбора у свим фазама процеса стратегијског одлучивања, а не само у фази избора и процесу контроле донетих одлука. С обзиром да проблем међузависности интерних механизма корпоративног управљања и стратегијског одлучивања представља комплексан и вишедимензионални проблем, извођење релевантних закључака представља значајан допринос унапређењу стратегијског развоја компанија.

Пети део докторске дисертације се односи на улогу интерних механизма корпоративног управљања у Србији. Анализирана је промена правне регулативе и кодекса корпоративног управљања који се односе на структуру, улоге и надлежност управних одбора. Полазећи од законом дефинисаних улога и одговорности управних одбора у Србији, у овом делу докторске дисертације су представљени резултати оригиналног емпиријског истраживања контролне и стратегијске улоге управних одбора. Посебно је анализиран утицај структуралних и бихевиористичких варијабли на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука.

С обзиром да је у Србији изражена концентрација власништва као интерни механизам корпоративног управљања, посебна пажња је посвећена истраживању утицаја концентрације власништва на заштиту интереса власника и решавање агенцијског проблема, са посебним освртом на међузависност између интерних механизма корпоративног управљања и стратегијског одлучивања. Полазећи од претпоставке о међусобној повезаности ова два интерна механизма корпоративног управљања и процеса стратегијског одлучивања, у истраживању се полази од интегративног истраживачког модела који обједињује концентрацију власништва, управне одборе и процес стратегијског одлучивања. Представљен је и детаљно анализиран развијен истраживачки модел, декомпоноване су полазне хипотезе и

објашњене варијабле помоћу којих се тестирају хипотезе. Посебно је објашњена методологија истраживања, начин дизајнирања упитника, као и наведени искази помоћу којих је извршено тестирање хипотеза. Приказани су резултати дескриптивне статистике, тестирања нормалности дистрибуције варијабли и поузданости мерне скале. Ослањајући се на претходна теоријска разматрања и ограничења истраживања, посебно су анализирани и вредновани резултати тестирања хипотеза добијени применом релеватних статистичких метода и техника. Посебан осврт се даје на научни и прагматични допринос резултата истраживања.

Сходно постављеном предмету и циљу истраживања, као и основним научним хипотезама, у докторској дисертацији је примењена квалитативна и квантитативна методологија. Циљ *квалитативне методологије* је проучавање и дескриптивна анализа постављеног проблема на основу интерпретације прикупљених информација које су релевантне за дати проблем. Као релевантни научни *методи истраживања* у докторској дисертацији коришћени су метод анализе и синтезе, дедукције и индукције. Посебно је наглашен метод индукције, како би се на основу разматрања појединачних случајева дошло до дефинисања генералних закључака који ће омогућити разумевање проблема.

Поред квалитативне, у циљу спровођења оригиналног емпиријског истраживања примењена је и *квантитативна методологија*. Анализа степена концентрације власништва представљала је полазну основу приликом структурирања узорка. Прикупљање примарних података је извршено кроз дистрибуцију структурираног упитника члановима управног одбора и топ менаџерима. Такође, истраживање се заснивало и на секундарним изворима података (web странице, годишњи извештаји компанија, регулативе и стандарди корпоративног управљања, извештаји државних органа). Добијени подаци и попуњени упитници су обрађени применом одговарајућих *статистичких метода* статистичког софтверског пакета за друштвене науке (*Statistical Package Social Sciences - SPSS 20.0*). За анализу података коришћене су следеће квантитативне статистичке методе: дескриптивна статистика у циљу анализе изражености варијабли истраживања; *Cronbach's Alpha* коефицијент како би се анализирала поузданост мерне скале; *Kolmogorov-Smirnov* и *Shapiro-Wilk* тестови за тестирање нормалности расподеле; непараметарске технике *Mann-Whitney U test* и *Kruskal-Wallis test* за тестирање значајности разлика између субузорака и вишеструка линеарна регресија (ANOVA), како би се испитао утицај више фактора на ефективност управног одбора у обављању контролне и стратегијске улоге.

ПРВИ ДЕО

ОСНОВЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

1. Значај и сврха корпоративног управљања

Корпоративно управљање представља једну од најконтраверзнијих тема о којој се доста дискутује у академским круговима. Интересовање за корпоративно управљање је интердисциплинарно и заокупља пажњу истраживача који се баве финансијским, рачуноводственим, правним и социолошким проблемима. Бројне корпоративне преваре, рачуноводствени скандали, инсајдерско трговање, превисоке компензације и неадекватан систем награђивања, који веома често доводе до ликвидације или банкротства успешних компанија представљају актуелну и изазовну истраживачку област. Једно од кључних истраживачких питања се односи на испитивање узрока наведених неуспеха. *Лоше корпоративно управљање* је најчешћи одговор. Анализа пословања компанија које су се суочиле са неким од наведених проблема, показују да такве компаније пате од „*слома корпоративног управљања*“, због чега се поставља питање: *Шта чини добро корпоративно управљање и која је његова сврха ?*

У теорији, потреба за корпоративним управљањем заснива се на идеји да, када постоји раздвајање власништва и управљања компанијом, они који управљају компанијом имају моћ да доносе одлуке од којих стичу личну корист, а на штету власника који сnose трошкове таквих акција. Овај проблем се назива агенцијски проблем (енг. *agency problem*). У правном смислу, проблем се испољава у односима принципала (власника) и агента (менаџера). Принципал даје овлашћење за доношење одлука свом агенту, под претпоставком да ће он радити у његовом интересу. Ова претпоставка подразумева да агент доноси одлуке у складу са интересима власника. Када ова претпоставка није задовољена долази до сукоба интереса између принципала и агента (Eisenhrand, 1989). Суштина конфликта интереса може се објаснити на следећи начин: агент поседује више релевантних информација од принципала, због чега принципал једино уз велике трошкове може да буде сигуран да агент доноси одлуке на уговорен начин. У циљу смањења агенцијских трошкова, уводе се различити механизми корпоративног управљања као резултат потребе да се онемогући самовољно понашање менаџера, као и да се ублаже агенцијски трошкови који произилазе из сукоба интереса између менаџера и власника (He & Wang, 2009). Такав систем механизма контроле и усклађивања интереса власника и менаџера представља суштину корпоративног управљања.

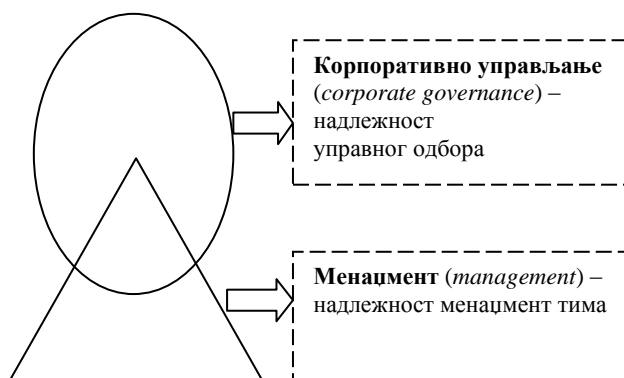
1.1 Појмовно дефинисање корпоративног управљања

Књига под називом „*The Modern Corporation and Private Property*“ из 1932. године представља почетак академских дебата о корпоративном управљању. Bearle и Means (1932) су први истакли да је раздвајање власништва и контроле условљено настанком корпорација релевантан економски проблем у теоријском и практичном смислу. Још од тог времена, проблематика корпоративног управљања је почела интензивно да се развија и добија све значајнију димензију. озбиљније расправе о корпоративном управљању у Великој Британији започеле су тек крајем 80-тих и почетком 90-тих година прошлог века, када је дошло до неочекиваног пропадања великог броја компанија и корпоративних скандала.

Појам корпоративно управљање је почео да се користи 80-тих година прошлог века. Није једноставно објаснити значење појма корпоративно управљање (*corporate governance*), чак ни у енглеском говорном подручју.¹ Корпоративно (*corporate*) указује да се ради о великим предузећима - акционарским друштвима, а управљање (*governance*) се дефинише као начин управљања. У нашем језику постоје додатне двосмислености код употребе овог појма, јер је било уобичајено да се термини *management* и *governance* преводе као управљање. Ипак, током времена појам корпоративно управљање прихваћен је као економски принцип за управљање корпорацијама (Бабић, 2003, с. 291).

Разлика између корпоративног управљања (енг. *corporate governance*) и менаџмента (енг. *management*) представљена је на Слици 1. Под **менаџментом** се подразумева „уметност обављања послова уз помоћ других људи“ (Бабић, 2008, с. 4), док се корпоративно **управљање** односи на „обезбеђење услова да се посао обавља на регулативом прописан начин“ (Tricker, 2009, с. 36). Менаџмент представља процес вођења компаније од стране менаџмент тима који има одговорност да ефикасно користи средства при остваривању циљева компаније (Бабић, 2008, с. 4), а корпоративно управљање представља институционалну матрицу којом се структурирају релације између власника, менаџера и управних одбора (Бабић, 2001, с. 136).

¹ Према *Sir Adrian Cadbury* термин *governance* води порекло од латинске речи *gubernare* што значи кормиларити



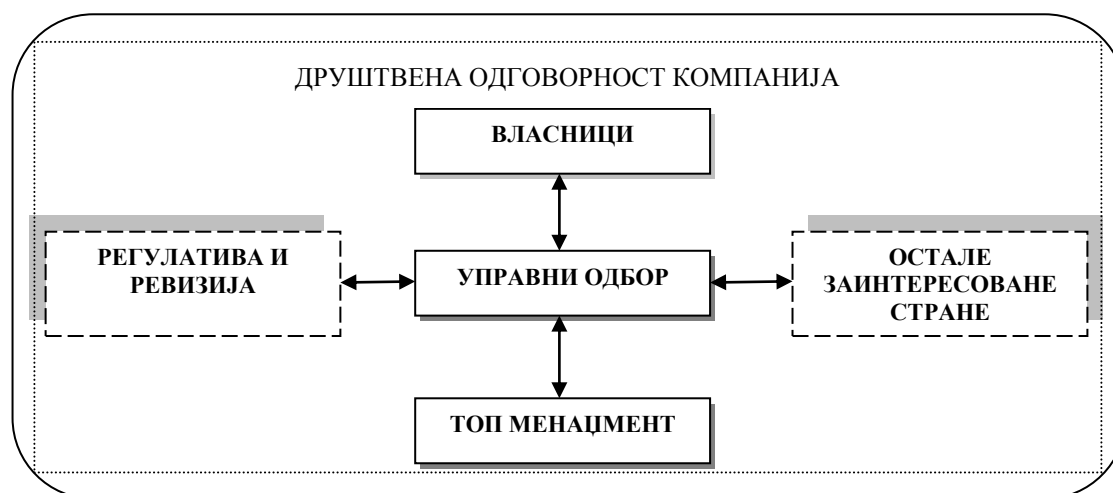
Слика 1. Разлика између корпоративног управљања и менаџмента

Извор: Tricker, 2009, с. 36.

Пошто су појам и научна дисциплина *корпоративно управљање* новијег датума не постоји јединствена општеприхваћена дефиниција. Бројни аутори су на различите начине дефинисали појам корпоративног управљања, истичући различите димензије овог феномена. Једну од првих дефиниција дали су Pfeffer и Salancik (1978): „Систем корпоративног управљања представља део ширег институционалног оквира којим се регулишу релације између менаџера који управљају компанијом и контролишу организационе ресурсе, са једне и друштвених и економских *стејкхолдера*² који имају хетерогене интересе, са друге стране“.

Demb и Neubauer (1992) дефинишу корпоративно управљање као процес путем кога се обезбеђује да компаније буду одговорне и да задовоље интересе различитих заинтересованих страна. Shleifer и Vishny (1997) сматрају да се корпоративно управљање односи на механизме путем којих се ствара клима која инвеститорима омогућава да остваре зараду на своја улагања. Према Tricker (1994) корпоративно управљање се бави питањима која произилазе из сложених интеракција између управног одбора, топ менаџмента, власника и осталих заинтересованих страна, укључујући кредиторе, аналитичаре, ревизоре (Слика 2). У ширем смислу, корпоративно управљање се бави питањима друштвене одговорности компанија према запосленима, купцима, кредиторима, добављачима и друштву у целини (Tricker, 1994).

² Термин *stakeholder* води порекло од две енглеске речи: именице *stake*, што значи удео или интерес и глагола *hold*, што значи поседовати или држати. Термин *stakeholder* се, у нашем језику, најчешће користи у оригиналу или се користи појам *заинтересоване стране*.



Слика 2. Интеракције и границе корпоративног управљања

Извор: адаптирано према Tricker, 1994, с. 404.

Turnbull (1997) сматра да се термином корпоративно управљање могу описати сви интерни и екстерни утицаји који делују на институционалне процесе. Monks и Minow (2001) дефинишу корпоративно управљање као односе између различитих актера у детерминисању праваца и перформанси корпорација (власници, менаџери и управни одбор). Daily, Dalton, & Cannella (2003) дефинишу корпоративно управљање као утврђивање начина на који ће ресурси бити распоређени. Hambrick, Werder и Zajac (2008) дефинишу корпоративно управљање као скуп формалних и неформалних правила и процеса којима се регулишу улоге и одговорности у процесу корпоративне контроле.

Светска банка (енг. *World Bank*) дефинише корпоративно управљање из две различите перспективе. Са становишта *опште друштвене перспективе* корпоративно управљање је усмерено ка опстанку, расту и развоју компанија уз истовремену одговорност за обављање процеса контроле над корпорацијама. Из *перспективе корпорација* нагласак је на релацијама између власника, менаџера и осталих заинтересованих страна - запослених, потрошача, понуђача, инвеститора и друштва (Бабић, 2001, с. 138; Бабић, 2003, с. 291). Највећи значај у корпоративном управљању има управни одбор чија је основна улога да обезбеди дугорочан одрживи развој уз балансирање различитих интереса. Поред наведених перспектива које даје Светска банка, једна од најчешће цитираних дефиниција корпоративног управљања је дефиниција Организације за економску сарадњу и развој (ОЕЦД). ОЕЦД (2004) дефинише корпоративно управљање као део ширег економског контекста у коме послују компаније. Оквир корпоративног управљања зависи од законског, регулаторног и институционалног окружења.

Полазећи од наведених дефиниција, може се приметити да корпоративно управљање, у *ширем смислу*, подразумева начине управљања и контроле предузећа која су организована у форми акционарских друштава (Вукадиновић, 2004, с. 38). Корпоративно управљање се односи на приватне и друштвене институције, укупључујући законе, регулативу и прихваћену пословну праксу, које у тржишној економији заједно управљају релацијама између менаџера и инвеститора (Бабић, 2004, с. 22). Бави се правима и одговорностима органа управљања привредних друштава, акционарима и другим заинтересованим странама, ослањајући се на бројне принципе који су усмерени ка интересима акционара и којима се успоставља прави однос између контроле и процеса одлучивања. Поштујући правила корпоративног управљања акционарска друштва обезбеђују заштиту интереса свих акционара и осталих заинтересованих страна. Поред ширег контекста, корпоративно управљање треба анализирати као однос између различитих актера корпоративног управљања - акционара, институционалних инвеститора, менаџера, управног одбора, запослених (Бабић, 2000, с. 154). У *ужем смислу*, корпоративно управљање може бити схваћено као скуп интерних уговора којима се дефинишу односи између власника, менаџера и управног одбора.

Перспективе у истраживању корпоративног управљања

Иако у литератури не постоји опште прихваћена дефиниција појма *корпоративно управљање*, оно би се могло дефинисати као *дистрибуција права и одговорности између менаџмента, управног одбора и акционара*. Међутим, како процес одлучивања зависи и од интереса осталих заинтересованих страна, поставља се питање о томе ко и на који начин управља компанијом. Одговор на постављено питање зависи од улоге и значаја појединих актера, а дефинисање корпоративног управљања зависи од перспективе посматрања датог проблема (Huse, 2007, сс. 18-24).

Из менаџерске перспективе наглашена је улога менаџмента и других интерних актера, а улога чланова управног одбора као екстерних актера је да служе менаџменту. Менаџмент има задатак да кооптира екстерне актере који имају контролу над важним ресурсима, што често може бити остварено кроз укључивање менаџера у рад управног одбора. Из менаџерске перспективе, корпоративно управљање представља систем остваривања интереса менаџера. Ова перспектива је утемељена на теорији зависности од ресурса и теорији заинтересованих страна³.

³ Теорије корпоративног управљања су детаљно објашњене у другој глави првог дела

Према власничкој перспективи, менаџери и чланови управног одбора представљају инструмент заштите интереса власника. Управни одбор треба да буде одговоран према свим власницима, што подразумева мониторинг менаџерског опортунизма и спречавање експлоатације права мањинских власника од стране већинског власника. У циљу избегавања менаџерског опортунизма улога власника је да кооптирају чланове управног одбора и менаџере. Један од могућих начина је да се примени систем награђивања заснован на цени акција. Власничка перспектива је утемељена на агенцијској теорији. Према агенцијској теорији, инвеститори имају улогу принципала, а менаџери и чланови управног одбора имају улогу агената. Улога управног одбора је да представља интересе власника и да их заштити од менаџерске самовоље. Власничка перспектива је била доминантна деведесетих година.

Из стејкхолдер перспективе, корпоративно управљање представља исход интеракција између различитих заинтересованих страна и може се дефинисати као скуп релација између актера процеса одлучивања и контроле над ресурсима компаније. Из ове перспективе, корпоративно управљање представља скуп права и одговорности свих актера који имају удео у компанији. Кључни актери су власници, менаџери и управни одбор. Поред њих важну улогу имају запослени, купци, добављачи, локална заједница, влада. Према овој перспективи, корпоративно управљање је део ширег институционалног контекста и представља скуп социјалних интеракција између различитих актера који могу да утичу на процес корпоративног одлучивања. Улога управног одбора је да балансира између конфликтних интереса различитих актера.

Из перспективе корпорација сврха корпоративног управљања је да олакша кооперацију између различитих актера, како би се решио конфликт интереса и омогућила контрола. Кључна карика је независност управног одбора, јер чланови управног одбора имају задатак да пронађу баланс интереса између интерних и екстерних актера и да делују у интересу корпорације у целини, што подразумева представљање интереса свих заинтересованих страна. Корпоративно управљање треба да допринесе креирању вредности корпорације.

Еволуција и промене у наглашавању различитих аспеката корпоративног управљања у зависности од истраживачке перспективе показују да постоје два главна таласа у развоју корпоративног управљања. *Први талас* обележава власнички активизам, утемељен на агенцијској теорији, према коме управни одбори треба да штите искључиво интересе власника, а њихова основна улога се огледа у

спречавању опортунистичког понашања менаџера. У циљу унапређења ефективности управних одбора дефинисани су кодови најбоље праксе. Препоруке су се превасходно односиле на раздвајање позиција председника управног одбора и генералног директора, као и на повећање броја независних чланова управног одбора. Други талас у развоју корпоративног управљања се одвијао паралелно са промењеним условима пословања и глобализацијом економије. Нови модел корпоративног управљања треба да обезбеди проактивно, иновативно и стратегијски одговорно понашање менаџмента које поред заштите интереса власника доводи до остварења циљева корпорације у ширем смислу.

1.2 Принципи и стандарди корпоративног управљања

Правни оквир корпоративног управљања представља скуп прописаних закона и регулатива, добровољних стандарда и принципа, као и добре пословне праксе. У току последње деценије, интензивно увођење и ревизија кодова корпоративног управљања у различитим државама (Велика Британија, Америка, Аустралија, Француска, Немачка, Кина, Азија) настало је као неизбежна последица бројних корпоративних скандала. Увођење и развој кодова корпоративног управљања је било мотивисано потребом за већом транспарентношћу и одговорношћу и већим поверењем инвеститора. Кодови корпоративног управљања садрже скуп принципа или начела, стандарда или најбоље праксе која се односи на унутрашње управљање компанијама (Вукадиновић, 2004, с. 40).

Након највећих корпоративних скандала (*Enron, WorldCom, Parmalat*), учињени су одређени напори да се имплементирају ригорознији „кодови“, чија је примена подржана од стране *Sarbanes-Oxley* закона (2002). У циљу поновног успостављања поверења између кључних актера у процесу корпоративног управљања и унапређења транспарентности и обелодањивања информација, развијени су бројни кодови корпоративног управљања. Највећи број кодова је утемељен на принципу „примени или објасни“ (енг. *comply or explain*). Примена овог принципа подразумева да компаније треба да послују у складу са *Кодом најбоље праксе*, а уколико не примењују одредбе имају обавезу да објасне разлог одступања од његове примене. На тај начин, инвеститори могу да уоче у ком степену компанија поштује стандарде и принципе корпоративног управљања, као и да ли и због чега постоје одређена одступања и да ли су она оправдана (Mallin, 2012, с. 26).

Ипак, глобална финансијска криза показује да упркос развоју и унапређењу кодекса корпоративног управљања широм света, још увек постоје одређена ограничења и недостаци. На пример, структура управних одбора и систем награђивања чланова управног одбора нису увек добро дефинисани; независни неизвршни чланови управног одбора немају увек потребна знања, вештине и искуство; надокнаде за извршне чланове често нису биле повезане са оствареним резултатима и степеном успешности; неадекватни системи компензација; неповерење инвеститора. Наведени показатељи доводе до потребе за новом реформом система корпоративног управљања на глобалном нивоу, која захтева сарадњу најразвијених земаља, како би се кроз дефинисање општеприхваћених стандарда корпоративног управљања повратило поверење инвеститора и оживело функционисање тржишта корпоративне контроле.

1.2.1. Стандарди корпоративног управљања у Великој Британији

Британски *Комбиновани код* (1998) је настао као резултат трилогије кодова: *Cadbury* извештаја (1992), *Greenbury* извештаја (1995) и *Hampel* извештаја (1998). У периоду од 1998-2008. године на основу неколико најзначајнијих смерница, Британски *Комбиновани код* (1998) је модификован и унапређиван више пута.

Cadbury извештај (1992)

Имајући у виду различите финансијске скандале и недостатак поверења у објективност финансијског извештавања многих британских компанија, Савет за финансијско извештавање, Лондонска берза и истакнуте рачуновође су, у мају 1991. године, основале Комитет за финансијске аспекте корпоративног управљања. Комитетом је председавао *Adrian Cadbury*, а извештај који је објављен у децембру 1992. године је постао познат као *Cadbury* извештај (енг. *Cadbury Report*).

У *Cadbury* извештају се препоручује примена *Кода најбоље праксе* (енг. *Code of Best Practise*) према коме управни одбори свих листираних компанија у Великој Британији треба да поштују „*примени или објасни*“ принцип. Главне препоруке се односе на улоге и одговорности управног одбора, извршних и неизвршних чланова управног одбора и посебно на значај независних чланова управног одбора, као и на поступак извештавања и контроле. Препоруке *Cadbury* извештаја и каснијих извештаја у Великој Британији о корпоративном управљању су укључене у *Комбиновани правилник* Велике Британије (2008.).

Greenbury извештај (1995)

Централне препоруке *Greenbury* извештаја (енг. *Greenbury Report*) се односе на јачање одговорности према власницима и унапређење перформанси чланова управног одбора. Ова два циља су остваривана кроз: 1) формирање Комитета за награђивање који чине независни, неизвршни чланови, а који има задатак да у потпуности да извештава акционаре о политици награђивања компаније, укључујући прецизно дефинисање критеријума награђивања и 2) усвајање мера или индикатора перформанси, повезујући награде са перформансама, тако да интереси чланова управног одбора и акционара буду међусобно повезани.

Hampel извештај (1998)

Према *Hampel* извештају (енг. *Hampel Report*) управни одбор има одговорност за успостављање добрих односа са свим заинтересованим странама, а пре свега са акционарима. У извештају се наводи да чланови управног одбора могу да обављају успешно своје законске обавезе према акционарима једино кроз развијање добрих односа са свим заинтересованим странама. *Hampel* извештај истиче значај улоге институционалних инвеститора. Препоручује се да се компаније и институционални инвеститори укључе у дијалог, као и да институционални инвеститори пажљиво размотре све релевантне информације када доносе одлуке.

Комбиновани код (1998)

Комбиновани код (енг. *Combined Code*) обједињује препоруке *Cadbury*, *Greenbury* и *Hampel* извештаја. Заснива се на принципу „примени или објасни“. Према Комбинованом коду управни одбор представља систем интерне контроле. Препоручује се да чланови управног одбора најмање једном годишње спроводе проверу ефективности система интерне контроле и да о томе обавесте акционаре. Ова провера треба да обухвати финансијску и оперативну контролу, као и управљање ризиком. У циљу унапређења препорука *Комбиновани код* је ревидиран 2003, 2006 и 2008. године.

Turnbull извештај (1999; 2005)

Суштина *Turnbull* извештаја (енг. *Turnbull Report*) је да подржи захтев за спровођењем интерне контроле који заступа Комбиновани код. Овај извештај, дакле, потврђује да је одговорност управног одбора да обезбеди добар систем интерне контроле. Управни одбори би требало да процењују ефективност интерне контроле и да на бази такве процене саставе годишњи извештај. *Ревидиране Turnbull смернице* (2005) из 1999. године су објављене 2005. године. Било је врло мало значајних промена, али је управни одбор стимулисан да извештај о интерној

контроли посматра као могућност да акционарима пренесе информације о начину на који управљају ризиком и врше контролу, а које се односе на ефективност система интерне контроле.

Ревидирани Комбиновани код (2003; 2006; 2008)

Ревидирани комбиновани код, објављен у јулу 2003, укључио је предлоге *Higgs-ove* и *Smith-ove* ревизије. *Higgs-ove* препоруке су укључивале: навођење броја састанака управног одбора у годишњем извештају заједно са евиденцијом присуства појединих чланова управног одбора; захтев да извршни члан не обавља и функцију председавајућег; захтев да неизвршни чланови треба да се састану бар једном годишње без присуства извршних чланова. *Smith-ov* извештај истиче значај улоге Одбора за ревизију у заштити интереса акционара. *Ревидиране смернице (2008)* објављене су у октобру 2008. године. Главне промене су: компаније се подстичу да укључе у извештај Комитета за ревизију информацију о ангажовању, поновном ангажовању или уклањању ревизора (укључујући и додатне информације о учесталости тендерске процедуре), мандат ревизора и уговорне обавезе које ограничавају избор ревизора од стране комитета. Комбиновани правилник дефинише улоге председника управног одбора и независног члана, наглашавајући улогу председника као лидера и у преношењу ставова акционара управном одбору. Препоручује се спровођење евалуације резултата рада управног одбора најмање једном годишње. Ревидирани Комбиновани код је објављен у јуну 2006. године.

1.2.2 Корпоративно управљање у Сједињеним Америчким Државама

САД, као и Велика Британија, има развијено тржиште са дисперзираном структуром власништва. У САД-у не постоји јединствени код корпоративног управљања као што је случај у другим земљама. Уместо тога издвојили су се различити државни и федерални закони. *Sarbanes Oxley* закон (енг. *Sarbanes - Oxley Act*, 2002) и Правила корпоративног управљања Њујоршке берзе из 2003. године (енг. NYSE) имају најзначајнију улогу у националном развоју корпоративног управљања. Такође, треба издвојити и *Delaware* закон (енг. *Delaware General Corporation Law*) који представља основу корпоративног права у САД. Овај Закон се базира на принципу фидуцијарне дужности чланова управног одбора, која подразумева обавезу управног одбора да примењује корпоративну стратегију компаније, ради остваривања њених циљева, као и да обавља своју делатност у интересу акционара, посебно водећи рачуна о заштити интереса мањинских акционара. Држава Delaware је постала препознатљива по овом Закону, посебно због његове популарности међу компанијама са Њујоршке берзе.

Sarbanes – Oxley закон (2002)

Након финансијских скандала Enrona, Worldcoma и Global Crossinga у којима је оцењено да је постојала блиска веза између компанија и њихових екстерних ревизора, амерички Конгрес је пристао на реформе заједно са променама правила Њујоршке берзе, што је имало велики утицај не само на пословање компанија у САД-у него и широм света. Ове промене су уврштене у Закон о реформи рачуноводствене праксе из 2002. године познатом као *Sarbanes-Oxley Act*. Овај Закон подразумева низ значајних унапређења која се односе на јачање независности ревизора. Финансијски експерт Одбора за ревизију треба да буде јавно именован са обавезом објављивања независности од менаџмента.

Комисија за хартије од вредности је издала посебна правила која обухватају забрану неревизорских услуга ревизорским клијентима и обавезу подношења ревизорских извештаја о ефикасности интерне контроле. Примена ових правила забрањује девет неревизорских услуга које би могле да угрозе независност ревизора, а односе се на:

- књиговодство или друге услуге повезане са рачуноводственом евиденцијом и финансијским извештајима ревидираних предузећа;
- дизајнирање и имплементацију финансијских информационих система;
- актуарске услуге;
- услуге интерне ревизије;
- функције менаџмента;
- брокере или дилере, инвестиционе саветнике или инвестиционе банкарске услуге;
- правне или експертске услуге невезане за ревизију.

Ипак, и поред наведених унапређења овај Закон представља некомплетан одговор, јер оставља нерешено питање имовинске одговорности, као и недефинисане стандарде „савесног пословања“, а неке од одредби овог Закона су у супротности са правним оквиром или праксом других земаља.

NYSE правила корпоративног управљања (2003)

У новембру 2003, Комисија за хартије од вредности и трговину је одобрила нова правила о корпоративном управљању која су предложили и усвојили NYSE и Nasdaq берза. Нова правила доприносе јачању стандарда корпоративног управљања која треба да унапреде ефикасност пословања. Нова правила би, такође, требало да омогуће акционарима да обављају бољи мониторинг компанија и да смање учесталост корпоративних скандала и колапса. NYSE правила захтевају да већина

чланова управног одбора буде независна. Комитет за именовање, Комитет за надокнаде и Комитет за ревизију треба да чине искључиво независни чланови. Сви комитети би требало да имају повеље у којима је детаљно наведена њихова сврха и препоручује се годишња евалуација рада комитета. Компаније би требало да усвоје смернице за корпоративно управљање и објављују информације о томе на својим web сајтовима.

NACD кључни принципи (2008)

Национална асоцијација корпоративних директора (**NACD**) је 2008. године објавила *Кључне принципе за јачање корпоративног управљања за компаније којима се јавно тргује у САД-у (2008)*, са циљем унапређења корпоративног управљања:

- одговорност управног одбора за управљање;
- независна лидерска структура управног одбора;
- транспарентност корпоративног управљања;
- компетентност и посвећеност чланова управног одбора;
- поузданост и објективност управног одбора;
- интегритет, етика и одговорност;
- утицај акционара на одабир чланова управног одбора;
- комуникација са акционарима.

Наведени принципи пружају оквир за унапређење функционисања управног одбора, као и надзор и контролу критичних области, као што су: стратегијско планирање, контрола ризика, надокнаде и систем компензација за чланове управног одбора.

1.2.3 Европска унија и корпоративно управљање

Група експерата за компанијско законодавство Европске уније је основана крајем 2001. године, са циљем пружања независних савета који би допринели унапређењу законодавства у области права. Групу је предводио *Jaap Winter*, по коме је овај извештај и добио име *Winter извештај (2002)*. Најзначајније препоруке овог извештаја су:

- ЕУ закон би требало да обавезе компаније да објаве годишњи извештај о корпоративном управљању. Компаније треба да имају обавезу да примене принцип „примени или објасни“;
- Компаније би требало да објаве у својим годишњим извештајима ко су независни чланови управног одбора, који су критеријуми независности и које су њихове стручне квалификације;

- Начин награђивања и висина надокнада за чланове управног одбора треба да буду јавно објављени;
- Доступност материјала на *web* сајту и стварање услова за електронско гласање;
- Компаније би требало да обавесте акционаре о процедури за постављање питања на генералним састанцима и о процесу подношења предлога акционарима.

На основу ивештаја групе експерата, Комисија Европске уније је 21. маја 2003. године објавила предлог „*Акционог плана о модернизацији компанијског законодавства и унапређењу корпоративног управљања у Европској унији*“. Акциони план има два основна циља: да ојача права акционара и да пружи већу заштиту запослених, поверилаца и других лица са којима компанија послује, као и да оснажи ефикасност и конкурентност пословања. Акциони план као јединствени оквир хармонизације правила корпоративног управљања у држава чланицама Европске уније за компаније чије се акције котирају на берзама, дефинише мере које је потребно предузети, како би се у оквиру компанијског права, унапредило корпоративно управљање. Предлаже се предузимање три врсте мера: краткорочних - у периоду од 2003 до 2005; средњорочних - у периоду од 2006 до 2008; и дугорочних - у периоду од 2009 и касније (Вукадиновић, 2004, с. 44).

У 2006. години усвојени су следећи приоритети *Акционог плана о модернизацији компанијског законодавства и унапређењу корпоративног управљања у Европској унији*: права и обавезе акционара; интерна контрола; модернизација и поједностављење европског компанијског законодавства. Такође су објављене промене Четврте и Седме директиве о компанијском законодавству, у циљу унапређења поверења у објављене финансијске извештаје. Ове измене прописују да, између осталог, наведене компаније морају да објаве посебне корпоративне извештаје, а чланови управног одбора би требало да преузму колективну одговорност за годишњи извештај; директива о статутарној ревизији годишњих и консолидованих рачуна појашњава дужности ревизора; кључне одредбе захтевају од наведених компанија да имају Комитет за ревизију са најмање једним независним чланом.

ОЕЦД принципи корпоративног управљања

Организација за економску сарадњу и развој (ОЕЦД) је основана 14.12.1960. године у Паризу када је потписана конвенција која је ступила на снагу 20.09.1961. године. ОЕЦД је најстарија институција економско-политичке интеграције западне Европе. ОЕЦД Принципи корпоративног управљања су настали као одговор на позив који је 1998. године упутила Скупштина савета ОЕЦД да се у сарадњи са националним владама, релевантним међународним организацијама и приватним сектором дефинише сет стандарда и смерница корпоративног управљања. Ови принципи су усвојени 1999. године. Њима је унапређен правни, институционални и регулаторни оквир за корпоративно управљање.

У току 2004. године извршена је ревизија ОЕЦД принципа корпоративног управљања из 1999. године, на основу истраживања које је ова организација спровела. Сврха принципа је да пружи савете о добром корпоративном управљању на основу којих ће земље чланице сходно специфичностима и потребама сопственог окружења да дефинишу принципе корпоративног управљања у националним оквирима. Принципи се доминантно односе на компаније чијим се хартијама од вредности тргује на берзама. Принципи представљају заједничку основу коју земље чланице ОЕЦД-а сматрају суштински значајном за развој добре управљачке праксе. Принципи су необавезујући и не дају детаљна упутства за национално законодавство. Међу бројним принципима корпоративног управљања само се ОЕЦД принципи односе на целокупан оквир управљања (ОЕЦД, 2004):

I Обезбеђење основе за ефикасан оквир корпоративног управљања

Оквир корпоративног управљања има за циљ да промивише транспарентно и ефикасно тржиште, да буде у складу са владавином права и да јасно артикулише поделу одговорности међу различитим надзорним и регулаторним органима и органима за спровођење закона.

II Права акционара и кључне функције власништва

Оквир корпоративног управљања треба да заштити и олакша остварење права акционара. Акционари треба да имају могућност да ефективно учествују и гласају на Скупштини акционара, и треба да буду информисани о правилима, укључујући процедуре гласања, које регулишу одржавање скупштине акционара.

III Равноправан третман акционара

Оквир корпоративног управљања треба да обезбеди равноправан третман свих акционара, укључујући и мањинске и стране акционаре. Сви акционари треба да имају могућност да обезбеде ефикасну правну заштиту у случају повреде њихових права.

IV Улога заинтересованих страна у корпоративном управљању

Оквир корпоративног управљања треба да признаје права заинтересованих страна утврђена законом или заједничким споразумима и да подстиче активну сарадњу између компанија и заинтересованих страна у стварању богатства, радних места и одрживости финансијски здравих предузећа.

V Обелодањивање података и транспарентност

Оквир корпоративног управљања треба да обезбеди да се правовремено и тачно обелодањују све материјалне чињенице везане за компанију, укључујући финансијску ситуацију, резултате, власништво и управљање компанијом.

VI Одговорност управног одбора

Оквир корпоративног управљања треба да осигура стратегијско вођење компаније, ефикасно надгледање менаџмента од стране управног одбора и одговорност управног одбора према компанији и акционарима.

Многи национални прописи о управљању, укључујући наше законске прописе и Кодекс корпоративног управљања, развијени су на основу ОЕЦД принципа. Ови принципи могу да послуже као одлична референтна тачка за међународну праксу и препоручују се онима који су заинтересовани за разумевање националних стандарда. Светска банка користи ОЕЦД принципе за процену степена успешности корпоративног управљања у земљама чланицама ОЕЦД-а. Оцена Светске банке у погледу активности корпоративног управљања се односи на: права акционара; третман акционара; објављивање информација и транспарентност; одговорност чланова управног одбора.

2. Теорије корпоративног управљања

Полазећи од концепта раздвајања власништва и контроле и начина решавања конфликта интереса између принципала (власника) и агената (менаџера), издвојиле су се две групе теорија: *конфликтне и консензус теорије* (Бабић, 2010). Основна претпоставка конфликтних теорија је различитост интереса менаџера и власника, због чега је неопходна контрола менаџера. На бази радова Berle и Means (1932) током седамдесетих година, развијена је *агенцијска теорија* и *једноставан финансијски модел* која представља темељ традиционалних истраживања у области корпоративног управљања. Агенцијска теорија је утемељена на претпоставци да савремене корпорације карактерише раздвојеност власништва и контроле, због чега постоји сукоб интереса између менаџера и власника, а основни проблем власника је контрола менаџера (Eisenhardt, 1989). Механизам заштите власника је мониторинг или надгледање рада менаџера, што је примарна одговорност управних одбора.

За разлику од конфликтних теорија, теорије консензуса претпостављају да између власника, управног одбора и менаџера не постоји конфликт интереса. Менаџери нису оријентисани искључиво ка сопственим циљевима, већ попут добрих *стјуарда* управљају ресурсима у интересу власника капитала. Према томе, са становишта консензус теорија менаџери теже да остваре добре односе са власницима, а управљање заснивају на механизмима сарадње и координације. У оквиру консензус теорија издвајају се: *Теорија услужности* (енг. *Stewardship theory*), *Теорија заинтересованих страна* (енг. *Stakeholder theory*) и *Теорија зависности од ресурса* (енг. *Resource dependence theory*), које настају као одговор на нове перспективе у истраживању проблема корпоративног управљања. Са становишта наведених теорија, менаџери преферирају успостављање коалиционих односа са власницима и управљање засновано на механизмима координације и употреби моћи и политичких процеса (Бабић, 2010). Критика агенцијске теорије показује да је једноставан финансијски модел превише поједностављен и да власници реално имају веома мали утицај на одлуке које доноси управни одбор (Loizos & Lan, 2012). Овакви закључци довели су до редефинисања улоге управног одбора и креирања новог модела корпоративног управљања, који се ослања на теорију услужности и теорију заинтересованих страна.

Комбиновање наведених перспектива показује да је основни изазов за корпоративно управљање „проналажење механизма за максимизирање богатства током времена“,

на начин који не изазива додатне трошкове ни за заинтересоване стране, нити за друштво посматрано у целини. Проблеми корпоративног управљања су повезани са проблемом успостављања равнотеже између индивидуалних слобода и институционализоване моћи, због чега посебан значај има развој институционалне теорије. Институционална теорија објашњава значај који институционална матрица или оквир има у обликовању стратегијских избора и унапређењу економске активности. Врста и квалитет институција, или национални институционални оквир, је један од значајнијих фактора економских перформанси на дуги рок (Бабић, 2010).

2.1 Агенцијска теорија (енг. *Agency theory*)

Корени агенцијске теорије се могу уочити још у раду Adam-a Smith-a (1776), који се бавио проблемом раздвајања власништва и контроле. Он је идентификовао агенцијски проблем који настаје као последица раздвајања власништва од контроле. У изворном облику, агенцијски проблем настаје када једна страна која има улогу власника капитала (принципала) склопи уговор са другом страном (агентом) да води његове послове. Основни изазов за власнике је како да обезбеде да агент поступа искључиво у интересу принципала. Проблем се увећава када постоји велика дисперзија власника и када њихови интереси нису хомогени (Tricker, 2009, сс. 217-218).

Почетком двадесетог века, Berle и Means (1932) су показали да са порастом величине компанија и већом дисперзијом акционара сукоб интереса између власника и менаџера се повећава и доводи до злоупотребе менаџерске моћи. Касније су Jensen и Meckling (1976) даље развијали агенцијску теорију, наводећи да се агенцијски однос може дефинисати као однос између власника (принципала) и менаџера (агената). Акционари као власници ангажују „професионалце“ (менаџере) за обављање послова у њихово име. Према Jensen и Meckling (1976) агенцијска теорија укључује уговор према коме једна или више особа (принципала) ангажује другу особу (агента) како би извршила услуге у њихово име. Менаџери у улози агената предузимају акције чије последице сnose власници као принципи корпорације. Fama и Jensen (1983) су, ослањајући се на радове Jensen и Meckling (1976), детаљно анализирали принципал-агент однос и агенцијски проблем. Преношењем ауторитета и одговорности на менаџере да обављају послове у име власника, иако не располажу капиталом менаџери управљају корпорацијом. Принципал-агент однос значи да принципал (акционар) делегира ауторитет агенту

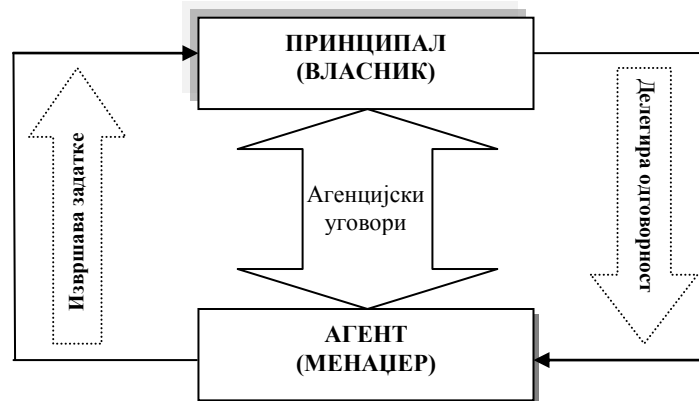
(менаџеру) за обављање посла у његово име. Уколико обе стране желе да максимирају личну корист, онда се претпоставља да агент неће увек деловати у интересу принципала, већ да тежи да оствари сопствене интересе. Менаџери, тежећи да остваре личну корист, предузимају акције које су „корисне за њих, али не и за акционаре“. Због тога, рад менаџера и одлуке које доносе треба строго контролисати, у циљу спречавања сукоба интереса који доводи до агенцијског проблема и асиметрије информација између менаџера и акционара (Goshal & Moran, 1996). Проблем асиметрије информација се односи на бољу информисаност менаџера у односу на акционаре.

Агенцијска теорија разматра два основна агенцијска проблема: *негативна селекција* и *морални хазард* (Eisenhardt, 1989). Негативна селекција је проблем који настаје због тога што принципал не може да зна да ли агент поседује способност да изврши посао за који је плаћен. Морални хазард се односи на ризик да агент неће увек улагати максималне напоре да оствари циљеве принципала. То значи да чак и када агент поседује потребна знања и вештине, постоје ситуације у којима доноси одлуке које нису у интересу принципала (Бабић, 2010). Проблеми негативне селекције и моралног хазарда потврђују да фиксни уговори о надокнадама које агенти примају не представљају увек оптималан начин усклађивања интереса између принципала и агента (Jensen & Meckling, 1976). Због тога се уводи низ механизма који делују као подстицаји за пожељно понашање агента. Агенцијска теорија се фокусира на решавање наведених проблема, што подразумева одређивање најефикаснијег уговора којим се уређује принципал-агент однос (Donaldson & Davis, 1991).

Према агенцијској теорији, управни одбор треба да надгледа и контролише рад менаџера (агената), како би они деловали у име власника (принципала). Овакво схватање је утемељено на претпоставци да је максимизирање богатства власника основно мерило корпоративних перформанси. Ипак, успостављање механизма контроле менаџера проузрокује одређену врсту трошкова управљања - агенцијских трошкова, који настају као последица покушаја принципала (власника) да обезбеде да агенти (менаџери) делују у њиховом интересу (Jensen & Meckling, 1976). Агенцијски трошкови представљају суму трошкова праћења, надзора и подстицаја менаџера да раде у интересу принципала, као и финансијских губитака принципала који настају као последица немогућности успостављања потпуне контроле над радом агената (Бабић, 2010).

Агенцијски трошкови могу бити директни и индиректни (Fee & Hadlock, 2004). Директни трошак се односи на потребе надзора и контроле менаџера (на пример, трошкови ангажовања независних ревизора, како би се проверила тачност финансијског извештавања). Индиректни трошак представља опортунитетни трошак, јер уколико менаџери донесу инвестициону одлуку у личном интересу, акционари ће пропустити прилику да инвестирају новац у неку другу, за њих профитабилнију опцију. Сходно класификацији на директне и индиректне трошкове, агенцијски трошкови се могу детаљније анализирати као збир трошкова надзора менаџера (енг. *monitoring costs*) од стране принципала, трошкова везивања од стране агената (енг. *bonding cost*) и резидуалних губитака које могу претрпети принципали због себичног деловања менаџера које проузрокује редукацију њиховог богатства (Huse, 2007). Полазећи од комплексности агенцијског проблема и узрока појаве агенцијских трошкова, улога управног одбора је двострука: да максимизира богатство власника и да смањи агенцијске трошкове.

У циљу смањења агенцијских трошкова, основни изазов у истраживању агенцијског проблема је на који начин пронаћи агенте који ће деловати у најбољем интересу принципала, чак и када постоји информациона асиметрија у корист менаџера? Према Donaldson и Davis (1991) решење агенцијског проблема треба тражити у механизмима подстицајног награђивања менаџера за максимизирање интереса акционара. Према Fligstein и Freelan (1995) постоји неколико могућих решења: континуирано усклађивање интереса агената са интересима принципала, склапање уговора који прецизно дефинише обавезе и одговорност агената, као и услове под којима менаџер може бити смењен или санкционисан, додељивање бонуса и награда агентима који остварују добре резултате, као и дефинисање подстицајног система награђивања менаџера. Захтеви за извештавањем, транспарентношћу, одговорношћу, ревизорством, независним управним одбором, добром правном регулативом и бројним кодексима корпоративног управљања су само неки од одговора на агенцијски проблем. Davis, Schoorman и Donaldson (1997) сматрају да је најефикаснији механизам за решење агенцијског проблема јака контрола агената којом се штите интереси принципала.



Слика 3. Агенцијски модел

Извор: Аутор

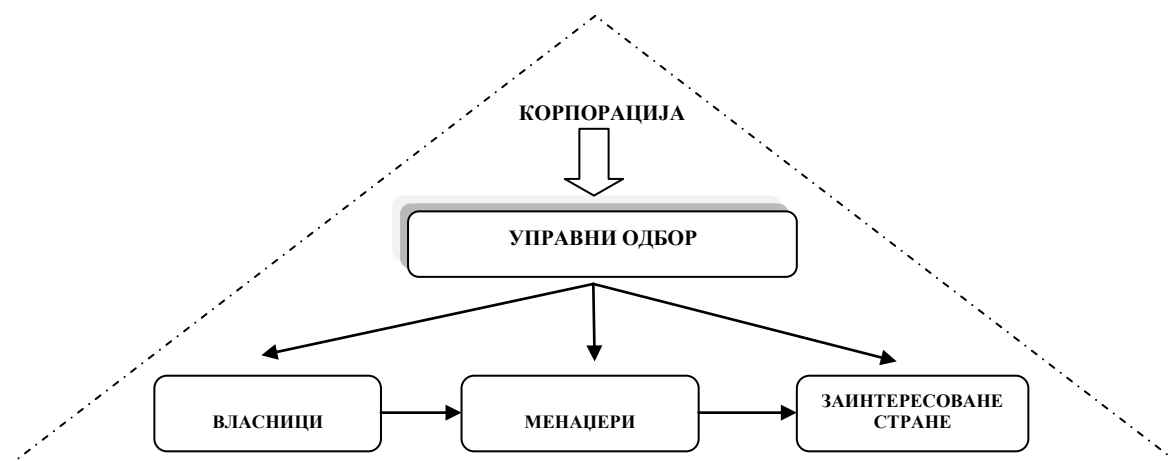
Критика агенцијске теорије

Иако агенцијска теорија представља темељ традиционалних истраживања у области корпоративног управљања и великог броја објављених радова у последње две деценије, она има одређене недостатке и ограничења. Најчешћа критика се односи на чињеницу да се проучавање проблема корпоративног управљања своди на поједностављен систем уговора између принципала и агената. Такође, критичари истичу да понашање управног одбора као органа управљања који вршу контролу агената не зависи само од уговорних односа, већ да на њега утичу интерне варијабле које није могуће исказати квантитативним мерилима (бихевиористичке карактеристике, социјалне интеракције и динамика групе) и екстерне варијабле (степен концентрације и тип власништва) (Van Ees, Van der Laan, & Postma, 2008; Minichilli, Zattoni & Zona, 2009; Sur, Lvina & Magnan, 2013). Агенцијска теорија даје сувише упрошћену слику комплексних односа између власника, менаѢера и управног одбора.

Критичари теорије истичу да је утемељена на поједностављеној апстракцији да управљање корпорацијом подразумева уговор између две стране, који је базиран је на претпоставци да појединци теже максимирању личне користи. Теорија претпоставља да се људи понашају себично, а не алтруистично. Од њих се не може очекивати да брину о интересима других, а понашање актера је мотивисано искључиво материјалним интересима. Овакво схватање је настало као последица нереалне перцепције људске природе, према којој је мотивација појединаца првенствено материјална корист (Tricker, 2009, сс. 222-223). Критика се односи и на нереалност претпоставке агенцијске теорије да су понашање и последице које сnose појединци узрочно-последично повезане. Осим тога, заштита принципала од себичног понашања агената може довести до опадања креативности и

иновативности, што дугорочно доводи до негативних последица и пада профитабилности (Wiseman, Cuevas-Rodríguez & Gomez-Mejia, 2012). Полазећи од наведених ограничења агенцијске теорије, развој савремене перспективе корпоративног управљања утемељен је на преиспитивању агенцијског модела (Huse, 2007; Mcdonald & Westphal 2010; Loizos & Lan, 2010; Loizos & Lan, 2012; Wiseman, Cuevas-Rodríguez, & Gomez-Mejia, 2012). Супротно агенцијској теорији и доминацији контролне улоге управног одбора, савремена перспектива утемељена је на правном ставу о корпорацији као принципалу који је конзистентан са принципима теорије заинтересованих страна и теорије услужности. Уместо да се управни одбор посматра као механизам који треба да делује у интересу власника и има улогу да решава конфликт између менаџера као агената и власника као принципала, према савременој перспективи власници немају статус принципала корпорације, а менаџери су само један од релевантних заинтересованих страна који делују у интересу корпорације.

Корпорација има улогу принципала, а основна улога управног одбора као посредника између корпорације и заинтересованих страна је да избалансира различите интересе појединих заинтересованих страна (енг. *mediating role*). Да би управни одбор био ефикасан он треба да буде независан, не само у односу на власнике, већ и у односу на све релевантне заинтересоване стране и да има дефинисан систем приоритета на основу којих доноси одлуке (Loizos & Lan, 2010). Ипак, овакав модел до сада није примењиван као полазна основа у емпиријским истраживањима, а редефинисање кључних аспеката агенцијске теорије као емпиријског догматизма, још увек представља велики изазов за бројне истраживаче у области корпоративног управљања.



Слика 4. Редифинисан агенцијски модел

Извор: Аутор

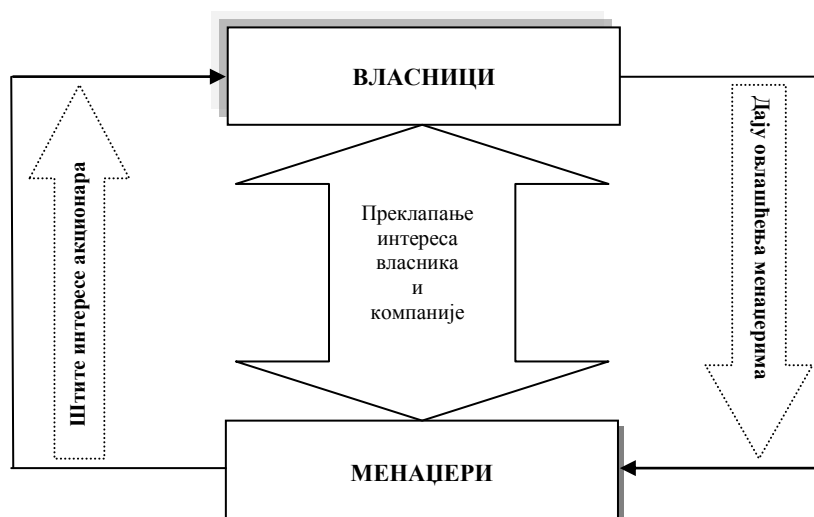
2.2 Теорија услужности (енг. *Stewardship theory*)

Полазна претпоставка агенцијског модела је да су актери заинтересовани да остваре сопствене интересе и да теже максимирању добитка. Указујући на ограничења агенцијске теорије да објасни утицај социолошких и психолошких фактора на интеракције између принципала и агената, критичари полазе од става да менаџери могу бити мотивисани потребом за преузимањем одговорности, као и за задовољством од добро обављеног посла. Овакви „нематеријални мотиватори“ утичу на висок степен идентификације менаџера са циљевима предузећа, као и на усклађеност интереса менаџера са интересима акционара (Бабић, 2010). Теорија услужности наглашава значај унутрашњих, нематеријалних подстицаја које није лако квантификовати (као што су потреба за успехом и признањем), а који подстичу менаџере да делују у интересу компаније. Овакво схватање Donaldson и Davis (1991) користе за развијање *stewardship модела* или модела теорије услужности корпоративног управљања утемељеног на претпоставкама теорије услужности. У развоју модела, аутори полазе од става да су менаџери мотивисани потребом да стекну личну сатисфакцију од успешно обављањог посла.

Теорија услужности посматра корпоративно управљање из другачије перспективе, наглашавајући правни аспект (Tricker, 2009, сс. 223-224). Акционари компаније номинују и постављају менаџере који се понашају као „добри домаћини“. Полазна претпоставка оваквог концепта је да се менаџерима може веровати, а њихова правна обавеза је да делују у интересу акционара. Супротно ставовима агенцијске теорије, према овој теорији менаџери не раде увек на начин који максимира њихове личне интересе, већ се понашају одговорно и делују у интересу компаније.

Основна претпоставка модела је да су менаџери „добри *стјуарти компаније*“, да желе да обављају добро посао и да делују у интересу акционара (Бабић, 2010). Према Davis, Schoogman и Donaldson (1997) „менаџер штити и максимира богатство акционара кроз перформансе корпорације, истовремено остварујући личну корист.“ Овакав став показује да су циљеви менаџера и акционара заједнички, као и да понашање менаџера није самовољно и себично, већ је усмерено ка постизању циљева компаније, чиме се задовољавају и интереси акционара. Donaldson и Davis (1994) сматрају да су компаније боље вођене уколико се „препусте“ менаџерима који штите њене интересе, него ако су под контролом управног одбора.

Изнети ставови говоре у прилог чињеници да се у складу са полазним претпоставкама модела теорије услужности предлаже преиспитивање улоге и сврхе постојања управних одбора. Оваква претпоставка настаје као последица мишљења да ниво остварених перформанси зависи од способности менаџера да дизајнира праву организациону структуру, јасно дефинише улоге и делегира ауторитет (Бабић, 2010).



Слика 5. Модел теорије услужности (*stewardship model*)

Извор: Аутор

Истраживања у области психологије и социологије подржавају и агенцијски и модел теорије услужности (Donaldson & Davis, 1994). Објашњење се може наћи у разумевању различитих личних карактеристика појединаца, због којих се може очекивати да ће се они понашати у складу са једним или другим моделом у зависности од институционалног контекста и културног амбијента коме припадају.

Критика теорије услужности

Критичари ове теорије наглашавају да се управљање компанијама у савременом друштву у знатној мери разликује од традиционалног управљања компанијама у 19. веку. Концепт према коме акционари контролишу и постављају менаџере је „наиван и превазиђен“. Комплексним корпорацијама недостаје већа транспарентност, а њихови менаџери нису заиста одговорни акционарима. Такође, ова теорија има основно упориште у праву, због чега преваходно има нормативни карактер и дефинише шта би требало да се уради, а не објашњава реалну слику управљања компанијама.

После корпоративног колапса крајем 20. и почетком 21. века, развија се мишљење да је концепт поверења између менаџера и власника, који је представљао основу модела теорије услужности, нарушен и да је губитак поверења неповољно утицао на интересе инвеститора, запослених и друштва у целини. Преиспитивање полазних претпоставки агенцијске теорије и теорије услужности показује да једино њихова комбинована примена може да буде релевантна основа за даља истраживања у овој области.

Новији теоријски правци указују на неодрживост акционарског модела из 19. века, које одликује власништво малог броја индивидуалних акционара. У савременим компанијама, нарочито у Америци и Великој Британији, постоји изражена дисперзија власништва, укључујући холдинге који су концентрисани у рукама мањег броја великих институционалних инвеститора. Велики институционални инвеститори имају доминантну улогу у корпоративном управљању и требало би да преузму одговорност за решавање проблема корпоративног управљања (Tricker, 2009, сс. 225-226).

2.3 Теорија зависности од ресурса (енг. *Resource dependence theory*)

Теорија зависности од ресурса је развијена кроз спровођење значајних емпиријских студија и објављивање бројних радова у периоду од 1980-1990. године. Полазећи од *Портеровог модела конкурентских снага* (1980), Wernerfelt (1984) је развио теорију конкурентне предности засноване на ресурсима⁴ које предузећа развија и стиче. Овакав приступ развоју теорију конкурентне предности претпоставља да тржишна позиција предузећа зависи од потрфолија ресурса које контролише. Један од примарних доприноса овог аутора огледа се у схватању да конкуренција и борба за стицање критичних ресурса могу да имају значајне импликације на способност предузећа да изабере праву пословну стратегију којом опредељује своју конкурентску позицију (Barney & Arian, 2006).

Са развојем теорије зависности од ресурса доводи се у питање претпоставка да менаџери имају доминантан утицај на управљање предузећем. Супротно оваквој претпоставци, присталице ове теорије заговарају став да предузећа теже да смање неизвесност кроз успостављање дугорочних, институционалних веза са окружењем

⁴ Према Wernerfelt, Rumelt и Barney ресурси се могу дефинисати као материјална и нематеријална имовина предузећа која се користи како би се дефинисала и имплементирала стратегија за стицање конкурентске предности.

(Pfeffer & Salancik, 1978). Теорија зависности од ресурса објашњава на који начин путем умрежавања предузећа са екстерним окружењем може бити смањена његова зависност (Huse, 2007).

У успостављању екстерних релација и прибављању критичних ресурса, кључну улогу имају управни одбори. Прибављање критичних ресурса укључује повезивање са потенцијалним купцима и конкурентима, приступ капиталу и другим изворима финансирања, обезбеђивање знања и технологије, као и односе са пословним, политичким, друштвеним мрежама и елитама (Tricker, 2009, с. 227). Заправо, задатак управног одбора је да кроз успостављање кооперације са значајним интересним групама смање неизвесност и пруже одговор на комплексне захтеве окружења. У циљу успешног обављања оваквог задатка, управне одборе треба да чине чланови који имају директан или индиректан приступ, контролу или знање о важним ресурсима или утицајним групама. Према овој теорији, управни одбор који има већи број чланова који могу да обезбеде добро умрежавање је ефективнији, што позитивно утиче на перформансе компаније. Теорија зависности од ресурса, наглашава улогу управног одбора у прибављању и алокацији ресурса (Huse, 2007).

Полазећи од теорије зависности од ресурса, истраживачи су анализирали величину и композицију управног одбора, као индикаторе способности управног одбора да обезбеди критичне ресурсе. Pfeffer (1972) сматра да величина управног одбора зависи од односа између интерних потреба предузећа и екстерног окружења и закључује „да величина и композиција управног одбора нису независни фактори, већ представљају рационални одговор предузећа на услове у екстерном окружењу.“ Уколико су односи између предузећа и окружења комплексни, потребно је повећати број спољашњих, независних чланова у структури управних одбора (Pfeffer, 1972; 1973).

Велики број истраживача је, такође, следио овакав став у вези композиције управног одбора и потребе да се „ускладе ресурси“ које управни одбор може да обезбеди са потребама компаније. У одређеним условима окружења, величина управног одбора може бити ограничавајући фактор, док унакрсно чланство у управним одборима представља потенцијалну корист, сугеришући да чланови управног одбора који су „богати ресурсима“ треба да буду доминантни у структури управног одбора. То значи да је важан не само број, већ и тип чланова у управном одбору. Pfeffer и Salancik (1978) сматрају да чланови управног одбора доприносе унапређењу пословања кроз четири различите користи: пружање савета, приступ

информацијама о односу између предузећа и окружења, преференцијални приступ ресурсима и легитимитет (Hillman, Withers, & Collins, 2009).

Емпиријски докази подржавају овакав став. Предузећа која су у стању да привуку и кооптирају моћне појединце у своје управне одборе могу лакше да прибаве критичне ресурсе из екстерног окружења (Provan, 1980). Такође, Pfeffer и Salancik (1978) сматрају да компаније треба да имају већи број спољашњих, независних чланова у управном одбору. Daily (1995) подржава овакав став и сматра да компаније са већим бројем спољашних, независних чланова у управном одбору имају већу вероватноћу да избегну банкротство. Luoma и Goodstein (1999) потврђују овакво схватање, истичући да је пожељно да постоји и већи број представника заинтересованих страна у управном одбору. Johnson и Greening (1999) истичу да веће учешће представника заинтересованих страна као чланова управног одбора доприноси унапређењу корпоративне друштвене одговорности. У условима финансијске кризе посебно се истражује број представника финансијских институција у управним одборима и флукуација чланова управног одбора која може бити важан корак ка поновом успостављању везе са окружењем (Mizruchi & Stearns, 1994). Заправо, резултати истраживања потврђују став да композицију управног одбора треба прилагођавати сходно променама у окружењу (Lang & Lockhart, 1990; Boeker & Goodstein, 1991).

Полазећи од користи које компанија може да оствари кроз прибављање критичних ресурса, спроведена су истраживања која се баве анализом фазе животног циклуса и величине компаније у којој ће се остварити највеће користи (као последице обезбеђења ресурса чланова управног одбора). Zahra и Pearce (1989) су анализирали став да фаза животног циклуса може да утиче на значај улоге управних одбора која се односи на смањење зависности од ресурса. Lynall, Golden и Hillman (2003) сугеришу да је улога управног одбора у обезбеђивању критичних ресурса важнија током раних фаза животног циклуса. Анализа утицаја величине предузећа је показала да је мониторинг функција мање важна у малим предузећима, јер њима у већој мери недостају критични ресурси (Fiegenar, Brown, Dreux & Dennis, 2000), због чега је обезбеђење ресурса најважнија улога управног одбора.

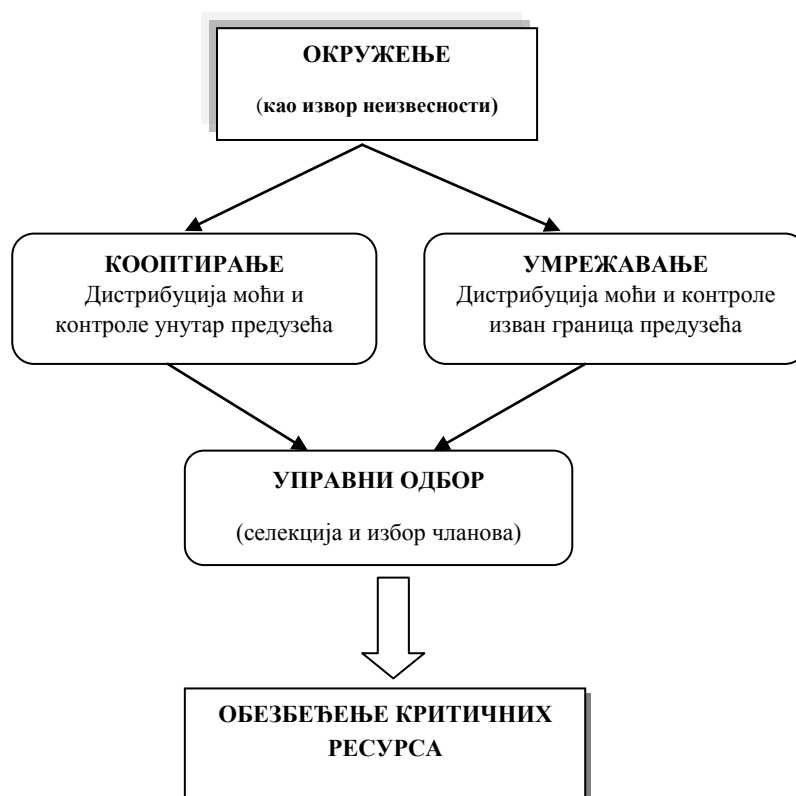
Daily, McDougall, Covin и Dalton (2002) сматрају да се претпоставке теорије зависности од ресурса доминантно односе на предузетничке подухвате. „У предузетничкој фирми улога зависности од ресурса може бити чак и критичнија у односу на веће, зреле фирме“ (Daily et al., 2003). Certo, Daily и Dalton (2001) сматрају да је величина управног одбора значајно повезана са перформансама

компаније, сугеришући да потенцијални инвеститори веће управне одборе посматрају као могућност бољег приступа ресурсима. Питањем поређења и доминације мониторинг улоге и/или улоге обезбеђења ресурса бавили су се Hillman и Dalziel (2003). Они сматрају да постоје две важне улоге управног одбора: мониторинг и контрола из перспективе агенцијске теорије и обезбеђење ресурса из перспективе зависности од ресурса. Carpenter и Westphal (2001) у емпиријским истраживањима потврђују диференцијацију улога мониторинга и обезбеђења ресурса.

Полазећи од претпоставке теорије зависности од ресурса да је предузеће отворен систем који зависи од екстерног окружења (Pettigrew & McNulty, 1995), поставља се питање да ли постоји још неки фактор, осим способности умрежавања, који може да утиче на смањење независности? Најчешћи одговор је да *моћ* посматрана као социјални феномен који се испољава у процесу групне динамике као представља веома важан фактор. Степен и јачина моћи зависи од начина на који је перципиран од стране различитих актера (Стојановић Алексић, 2013, с. 115). Од степена моћи коју има управни одбор зависи повезивање компаније и екстерног окружења кроз обезбеђивање корисних пословних контаката (Бабић, 1995). Управни одбор, путем примене механизма кооптације екстерних ресурса и повезивања утемељених на концепту моћи, помаже компанији да одговори на неизвесност промена у окружењу (Huse, 2007). Према Maassen (2000) кооптација представља „процес апсорбовања нових елемената у лидерску структуру као средства за претварање претњи у стабилност или егзистенцију“. У улози кооптирања екстерних утицаја управни одбор представља механизам уз помоћ кога компанија остварује везу са екстерним окружењем. Главна сврха улоге кооптирања је да се изврши дифузија моћи важних екстерних утицаја (Drees & Neugens, 2013). Један од успешних начина кооптирања је именовање представника заинтересованих страна за чланове управног одбора.

Други значајан механизам је *повезивање*. Mintzberg (1983) сугерише да се ова улога односи на успостављање контаката између чланова управног одбора и људи које они познају како би се прибавили критични ресурси компаније. Повезивање се може објаснити и као способност чланова управног одбора да менаџменту правовремено пруже информације, као и да екстерном окружењу пренесу информације о компанији (Maassen, 2000). Такође, важан механизам смањивања зависности од окружења јесу имиџ и репутација коју чланови управног одбора имају у политичком и пословном окружењу, како би обезбедили легитимитет, екстерну подршку и потребне ресурсе. Управни одбор репрезентује интересе компаније у друштву и изводи церемонијалну функцију (Huse, 2007).

Полазећи од основних претпоставки теорије зависности од ресурса и резултата истраживања која су се бавила анализом фактора од којих зависи способност управног одбора да обезбеди критичне ресурсе, на Слици 6 је приказан модел теорије зависности од ресурса. Окружење као основни извор неизвесности са којим се суочавају предузећа опредељује начин дистрибуције моћи и контроле унутар организације која детерминише способност кооптације и утиче на избор и селекцију чланова управног одбора од којих зависи прибављање критичних ресурса. Такође, промене у окружењу и утицај различитих заинтересованих страна опредељују начин дистрибуције моћи и контроле изван граница предузећа посматрану као способност умрежавања која утиче на избор и селекцију чланова управног одбора од којих зависи степен успешности компанија у борби за стицањем критичних ресурса (Nienhüser, 2008).



Слика 6. Модел теорије зависности од ресурса

Извор: Аутор

2.4 Теорија заинтересованих страна (енг. *Stakeholder theory*)

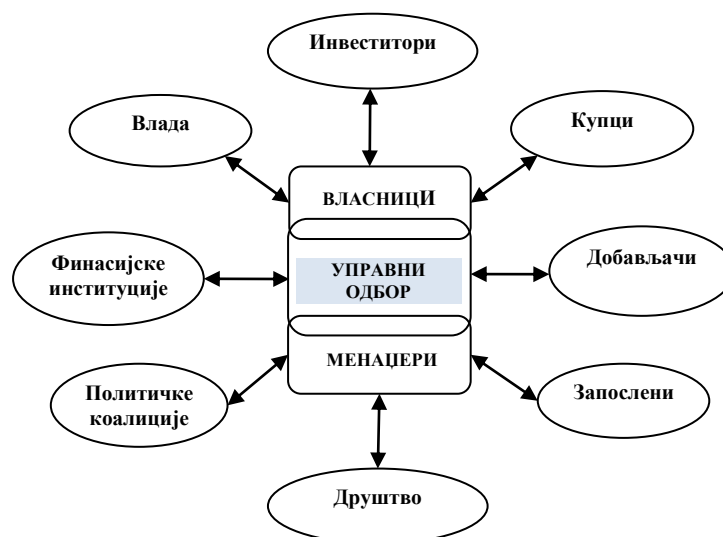
Теорија заинтересованих страна (енг. *Stakeholder theory*) је развијена као алтернативни приступ у односу на традиционални агенцијски модел. Заговорници ове теорије сматрају да је агенцијски модел нереалан и неприхватљив и постављају питање: *Зашто акционари треба да имају већа права од других заинтересованих актера? У објашњењу основних претпоставки ове теорије, њени творци полазе од схватања да предузеће не сме да се посматра само као механизам задовољења интереса власника, већ свих актера који прибављају потребне ресурсе за нормално функционисање, раст и развој предузећа. Иако је модел теорије заинтересованих страна или stakeholder модел развијен још шездесетих година, ова теорија добија на значају са појављивањем рада Freeman (1999) у коме аутор истиче да „ако предузећа желе да буду успешна, морају да воде рачуна о свим односима који могу утицати или бити под утицајем остваривања циљева предузећа.“ Према Freeman (1999) заинтересоване стране представљају појединце или групе које могу да утичу на предузеће или предузеће утиче на њих. Теорија заинтересованих страна наглашава значај развијања релација са свима који имају одређени интерес у односу на предузеће и обрнуто (Бабић, 2010).*

Према овој теорији менаџери управљају предузећем водећи рачуна о циљевима свих заинтересованих страна. Основни задатак менаџера је да управља предузећем на начин који омогућава интегрисање интереса акционара, запослених, купаца, добављача, заједнице и других група како би се обезбедио дугорочан успех. Ова перспектива доводи до стварања нове слике о томе како постићи дугорочни успех предузећа. Главни задатак је да се успоставе релације и задовоље интереси власника, запослених, потрошача, добављача, локалне заједнице, финансијских институција и других заинтересованих група, како би се остварио дугорочно одржив развој предузећа (Frooman, 1999). Присталице ове теорије сматрају да би предузећа требало да препознају одговорност према свима на које утичу одлуке компаније или који утичу на њено пословање, а не само према власницима (Tricker, 2009, сс. 229-230). Успостављање ефективних релација са свим заинтересованим странама има већи значај од једноставне партиципације у одлучивању и контроли рада менаџера. Заговорници ове теорије, као основни задатак менаџера дефинишу усклађивање интереса акционара са различитим, често дивергентним интересима свих осталих заинтересованих страна. Одговорност менаџера се проширује и

обухвата не само обавезу да се заштите интереси власника, већ свих заинтересованих страна (Freeman & Phillips, 2002).

Овакво схватање према коме „компаније могу да потроше огромне количине ресурса како би остварили своје циљеве“ датира још од осамдесетих година. У већини случајева компанија није одговорна према свим заинтересованим странама – акционарима, запосленима, потрошачима, добављачима, локалним заједницама, пореским обвезницима и будућим генерацијама. „*Стејкхолдерско размишљање*“ је изbledело током касних осамдесетих година. Ипак, почетком деведесетих година, свест људи се мења и идеје о заштити интереса свих заинтересованих група су се поново појавиле. Очекивања компанија широм света се мењају са порастом захтева за бољим понашањем према корисницима, заједници и друштву у целини (Tricker, 2009, сс. 229-230). Заправо, ова теорија је развијена као логична последица неприхватања става да компанија треба да буде посвећена максимирању интереса само једне стране, односно акционара. Остварење циљева и дугорочан успех компаније треба посматрати као механизам заштите интереса свих заинтересованих страна, а не само власника.

На Слици 7 приказан је модел теорије заинтересованих страна који показује да релације између власника, управног одбора и менаџера, као и одлуке које се доносе зависе од утицаја различитих заинтересованих страна и њихових међусобних релација.



Слика 7. Модел теорије заинтересованих страна

Извор: Аутор

Критика теорије заинтересованих страна

Иако присталице ове теорије заговарају став да модел теорије заинтересованих страна повезује традиционалне и савремене теорије, критичари теорије сматрају да она не нуди теоријску основу за разумевање реалности у којој компаније послују и истичу да њене присталице нису успеле да објасне зашто би неко улагао ресурсе у компанију која као крајни циљ нема максимизирање повраћаја на уложени капитал. Критичари наглашавају да овај модел превише моћи даје менаџменту који треба да има улогу независног медијатора у балансирању конфликтних интереса различитих интересних група (Loizos & Lan, 2010).

Sternberg (1997) тврди да су полазне идеје ове теорије фундаментално погрешне, снажно се залажући за перспективу власничких права. Према Sternberg (1997) потенцијални сукоби између очекивања различитих заинтересованих страна су непомирљиви, због чега управни одбори треба да имају само једну одговорност – према њиховим акционарима (Tricker, 2009). Према Goodpaster (1991) који оштро критикује ставове и идеје ове теорије, однос између менаџмента и акционара је суштински различит у односу на релације између менаџмента и других заинтересованих страна. Права акционара ограничавају активности управног одбора и кључна су у односу између акционара, управног одбора и менаџера (Goodpaster & Holloran, 1994).

Једна од критика која се упућује овој теорији је да није успела да реши проблеме на метафилософском нивоу. Теорије корпоративног управљања треба да буду засноване на ставу легитимног односа између индивидуе и друштва и да дају одговор на питање о томе *како успоставити баланс између права, одговорности и моћи индивидуе, предузећа и државе*. Мишљења се значајно разликују у зависности од културног, политичког и институционалног контекста. Начин оснивања институција, њихова еволуција, као и систем којим се обезбеђује поштовање институционалних правила стварају критичан социјални капитал путем кога се усмеравају интеракције појединаца и детерминише развој друштва. Полазећи од наведених претпоставки развијена је институционална теорија која указује на потребу за узајамним прилагођавањем институционалног оквира, пословних модела и стратегијског одговора који рефлектује специфично административно наслеђе (Бабић, 2010).

3. Механизми корпоративног управљања

У условима раздвојености власништва и контроле, интереси власника и менаџера могу бити различити, због чега је основни проблем како обезбедити да менаџери управљају у интересу власника. Раздвајање власништва и контроле доводи до појаве агенцијског проблема као конфликта интереса између власника (принципала) и менаџера (агената), јер агенти могу да доносе одлуке које су у супротности са интересима принципала. Решавање агенцијског проблема захтева примену механизма корпоративног управљања у циљу ефективног одлучивања и максимирања вредности компанија. Сврха механизма корпоративног управљања је да се редуцирају трошкови настали услед раздвајања власништва и контроле и да се ускладе интереси власника и менаџера (Бабић, 2006).

У литератури у области корпоративног управљања се анализира неколико различитих механизма који се примењују у ублажавању агенцијског проблема: делимична концентрација власништво и контрола у рукама једног или неколико великих инвеститора који представљају ефикасан механизам мониторинга менаџера; непријатељска преузимања као начин дисциплиновања менаџера; контрола менаџера путем управних одбора; усклађивање менаџерских интереса са интересима инвеститорима путем компензационих уговора; јасно дефинисане фидуцијарне дужности извршних чланова управног одбора и слично (Becht, Bolton, & Roell, 2005). Полазећи од различитих класификација, могу се издвојити две основне групе механизма: интерни и екстерни.

3.1 Интерни механизми корпоративног управљања

Структура власништва и управни одбори чине интерне механизме, а тржиште корпоративне контроле и правни систем спадају у екстерне механизме (Denis & McConnell, 2003). Између екстерних и интерних механизма постоји међузависност, а структура власништва као интерни механизам утиче на функционисање управних одбора и екстерних механизма. Ако је власништво дисперзирано, тржиште корпоративне контроле као екстерни механизам има најзначајнију улогу. Уколико постоји мањи број доминантних власника и висока концентрација власништва, контрола менаџера се врши помоћу управног одбора као интерног механизма (Бабић, 2006).

3.1.1 Структура власништва

Иако се корпоративно управљање везује за проблем раздвајања власништва и контроле, не постоји ситуација у којој су власништво и контрола потпуно раздвојени. Власници, у зависности од броја акција које поседују, увек имају одређену контролу над компанијом, док менаџери често имају удео у власништву (Бабић, 2006, с. 10). То значи да менаџери могу имати удео у власништву, а власници на основу броја акција које поседују имају одређен степен контроле. Због последица комплексног односа власништва и контроле, структура власништва представља важан интерни механизам корпоративног управљања (Denis & McConnell, 2003). Веће преклапање између власништва и контроле треба да доведе до смањења сукоба интереса и до веће вредности компаније.

Ипак, односи између власништва, контроле и вредности компаније су компликованији, јер постоји могућност да и менаџери поседују одређени пакет акција, када говоримо о инсајдерском или менаџерском власништву. Инсајдерско власништво доприноси бољем усклађивању интереса менаџера са интересима акционара. Међутим, у мери у којој интереси менаџера и акционара нису у потпуности усклађени, већи удео у власништву пружа менаџерима већу слободу у одлучивању и остваривању личних циљева и доводи до ефекта заклона (енг. *entrenchment effects*). Дакле, крајњи ефекат менаџерског власништва на вредност компаније зависи од односа између *ефекта усклађивања* интереса између власника и менаџера и *ефекта заклона* (према Бабић & Николић, 2011).

Полазећи од пакета акција које поседују власници, структура власништва може бити концентрисана или дисперзирана. Дисперзија власништва настаје када постоји велики број акционара који појединачно немају контролни пакет акција, па самим тим немају могућност да врше надзор и контролу менаџера (Becht et al., 2005). Проблем дисперзије власништва огледа се у недостатку мотивације и ресурса мањинских акционара да утичу на доношење одлука. Основни агенцијски проблем на релацији принципал (акционар) – агент (менаџер) се јавља када постоји дисперзирана структура власништва, јер појединачни власници имају веома мали удео у власништву и нису мотивисани да врше контролу менаџера. У оваквим ситуацијама, потенцијални конфликт интереса интереса између власника и менаџера се решава путем агенцијских уговора и развијеног тржишта корпоративне контроле. Овакав тип проблема се везује за развијене економије САД-а и Велике Британије, где институционални контекст омогућава ефикасну примену

агенцијских уговора којима се решава традиционалан агенцијски проблем на релацији принципал-агент, између дисперзираних власника (принципала) и професионалних менаџера (агената).

У одсуству ефективних екстерних механизма корпоративног управљања, примењује се концентрација власништва као алтернативни механизам решавања агенцијског проблема и контроле менаџерског опортунизма. Концентрација власништва се дефинише бројем великих акционара и процентом акција у њиховом власништву (Бабић, 2006). Концентрација власништва настаје када постоји већински власник (блокхолдер) који поседује контролни пакет акција и може да утиче на доношење кључних одлука. Примена концентрације власништва као интерног механизма корпоративног управљања је утемељена на чињеници да висок степен концентрације власништва омогућава добар мониторинг и ефикасну контролу рада менаџера (Thomsen & Pedersen, 2000; Thomsen, Pedersen, & Kvist, 2006). Мотивисаност за мониторингом је висока зато што већински власник има право на укупан резидуални профит и потпуну контролу над управним одбором. Концентрација власништва има предност боље контроле рада менаџера, јер велики власници имају моћ и иницијативу да надгледају менаџере. Власници са већим уделом акција су мотивисани да врше мониторинг и промену неуспешних менаџера (Бабић, 2006; Бабић & Николић, 2011).

Супротно, када је власништво дисперзирано, способност мониторинга је смањена, тако да менаџери имају већу слободу да доносе одлуке које не подразумевају максимизирање профита. Gedajlovic и Shapiro (1998) сматрају да у условима дисперзираног власништва појединачни власник поседује мали удео акција, тако да нема могућност да битно утиче на контролу менаџера. Овакви закључци често доводе до поједностављене претпоставке да се менаџерска слобода у одлучивању и концентрација власништва налазе у негативној корелацији (Бабић & Николић, 2011).

Полазећи од наведене претпоставке, очекује се да концентрација власништва директно утиче на побољшање перформанси, јер ублажава конфликт интереса између менаџера и власника (Iturralde, Maseda, & Arosa, 2011). Већина истраживања потврђује да активан мониторинг од стране доминантних власника повећава квалитет менаџерских одлука и вероватноћу да ће менаџерске одлуке бити усмерене ка максимизирању вредности за власнике. Међутим, према агенцијској теорији, висок степен концентрације власништва може постати неефективан због одлука које се доносе на принципу максимизирања вредности. У почетку, када се

концентрација власништва повећава, вредност корпорације расте због бољег мониторинга, али када власништво постане превише концентрисано, вредност корпорације почиње да опада. Нелинеарни однос између концентрисаног власништва и перформанси корпорације је такав због трошкова који настају као последица концентрације власништва. Shleifer и Vishny (1997) сматрају да је главни разлог ефекат експропријације мањинских акционара. Sánchez-Ballesta и García-Mesa (2007) истичу да до овог ефекта долази када већински власници користе ресурсе компаније за сопствену добит, али на штету мањинских акционара. Последично, због ефекта мониторинга и експропријације, није могуће *a priori* предвидети однос између концентрисаног власништва и перформанси (Бабић & Николић, 2011).

Поред позитивних ефеката на перформансе корпорација, који настају као последица појачане контроле менаџера, концентрација власништва има и негативне последице. Најзначајније негативне последице су лоша заштита интереса мањинских акционара, недовољна транспарентност у објављивању информација, повезивање компанија кроз различите облике пирамидалног власништва и злоупотреба моћи у контроли процеса одлучивања. Анализа предности и недостатака концентрације власништва као механизма корпоративне контроле, отвара ново подручје истраживања и доводи до нове истраживачке дилеме о томе *да ли велики власници (блокхолдери) доприносе решавању агенцијског проблема или га погоршавају?*⁵ (Бабић & Николић, 2011)

3.1.2 Управни одбор

Поред концентрације власништва у интерне механизме корпоративног управљања спадају и управни одбори.⁶ Управни одбори као интерни механизам представљају једну од опција решавања агенцијског проблема као конфликта интереса између власника (принципала) и менаџера (агената). Један од приступа у решавању овог проблема је адекватан систем компензација менаџера којима би се менаџери мотивисали да делују у интересу власника. Међутим, власници су често ограничено рационални и недовољно информисани да би могли да дефинишу адекватан систем

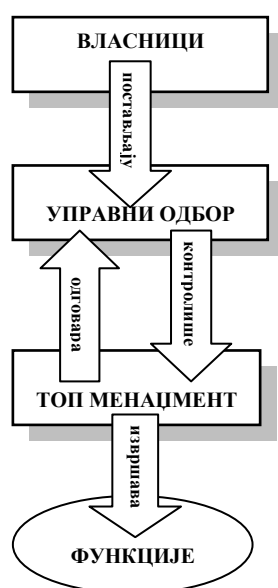
⁵ Структура власништва као интерни механизам корпоративног управљања, као и ефекти концентрације власништва на решавање агенцијског проблема и перформансе компанија су детаљно анализирани у другом делу докторске дисертације.

⁶ Управни одбор, у енглеском говорном подручју - *board of directors*, није најбољи превод, јер у нашим условима асоцира на радничке савете. Такође, директор је код нас уобичајен термин за менаџера, а у енглеском језику се тим појмом означава члан управног одбора. Генерални менаџер, се код нас обично означава као генерални директор, а у англоамеричкој литератури и пракси се назива *Chief Executive Officer* или скраћено CEO.

компензација за менаџере. Због тога се уводе управни одбори као додатни интерни механизам контроле менаџера (Бабић, Николић, & Ерић, 2011).

Улога и значај управног одбора као интерног механизма корпоративног управљања, предмет су истраживања великог броја аутора још од осамдесетих година прошлог века (Donaldson & Davis, 1994; Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996; Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998; Weir, Laing, & McKnight, 2002; Denis & McConnell, 2003). У теорији, управни одбор представља ефикасан механизам корпоративног управљања, али је у пракси његова улога мање јасна и често повод бројних критика и дебата. Управни одбори представљају „везу између појединаца који обезбеђују капитал (власника - принципала) и појединаца који користе тај капитал да би креирали вредност (менаџера - агената)“ (Monks & Minow, 2002, с. 164).

У датом контексту, Fama (1980) посматра управни одбор као интерног контролора, чија је „основна улога преиспитивање доносиоца одлука у односу на фирму.“ Управни одбор заправо представља интерни управљачки механизам, „који има ауторитет да обавља крајњу контролу агената која подразумева право на ратификацију одлука и избор, отпуштање и компензацију менаџера који доносе одлуке на највишем нивоу“ (Fama & Jensen, 1983). То значи да управни одбор има улогу да заступа интересе акционара. Основна функција управног одбора је да надгледа и контролише рад менаџера у циљу максимизирања вредности акција и заштите права акционара. У структури корпоративног управљања управни одбор представља орган управљања на који Скупштина акционара (формирана од стране власника) преноси функцију управљања (Слика 8).



Слика 8. Интерни оквир корпоративног управљања

Извор: адаптирано према Бабић, 2001, с. 136

Управни одбор, као спона између власника и менаџера, се бави питањем управљања компанијом (Раденковић-Јоцић & Секулић, 2010, с. 362). Управни одбор има формално утврђену, законским актима додељену највећу одговорност за пословање компаније. За разлику од власника који уживају заштиту путем механизма ограничене одговорности, одговорност управног одбора је јасно дефинисана. Примарна одговорност управног одбора дефинисана је у областима оцене, дефинисања и редефинисања послова у којима се компанија налази, као и избор, надгледање и контрола менаџера којима су поверени послови вођења текућих операција. Изведена одговорност се односи на стратегијску инволвираност управног одбора (Бабић, 1995). На основу примарне и изведене одговорности управног одбора, могу се дефинисати контролна и стратегијска улога управног одбора које су обухваћене ОЕЦД принципима.

Према ОЕЦД принципима (2004) компаније треба да дефинишу оквир корпоративног управљања и основну улогу управних одбора као кључног механизма решавања конфликта интереса у корпоративном управљању. „Оквир корпоративног управљања треба да промовише транспарентно и ефикасно тржиште, да буде у складу са владавином права и да јасно артикулише поделу одговорности међу различитим надзорним и регулаторним органима и органима за спровођење закона“ (ОЕЦД, 2004, с. 12).

У складу са оквиром корпоративног управљања основна улога управних одбора је вишезначна и може се сумирати на следећи начин: *стратегијско управљање корпорацијом* (разматрање и вођење корпоративне стратегије, стратегијских циљева и планова, политике ризика); *мониторинг и контрола менаџмента* (предлагање, смењивање, награђивање и праћење менаџера) и *подношење извештаја власницима у складу са законом* (одговорност према власницима) (ОЕЦД, 2004, с. 19). Према ОЕЦД принципима (2004) основне смернице на бази којих би чланови управних одбора требало да обављају вишедимензионалну улогу се односе на управљање у најбољем интересу компаније и на правичан начин укључујући равноправан третман свих акционара.⁷

⁷ Улоге, структура и функционисање управних одбора зависе од модела корпоративног управљања и детаљно су анализирани у трећем делу докторске дисертације

3.2 Екстерни механизми корпоративног управљања

Када примена интерних механизма контроле није ефикасна, као и када постоји геп између стварне и потенцијалне вредности предузећа, тржиште корпоративне контроле представља важан екстерни механизам. Поред тржишта корпоративне контроле, правни и регулаторни систем или институционални оквир представља важан екстерни механизам корпоративног управљања.

3.2.1 *Тржиште корпоративне контроле*

Могу се издвојити две основне дефиниције тржишта корпоративне контроле. Према првој дефиницији која датира још од 1965. године тржиште корпоративне контроле се везује за реализацију тржишних трансакција и трансфер контролних права путем борбе за заступничка права (Manne, 1965). Друга дефиниција се везује за ауторе Jensen и Ruback (1983) који истичу да тржиште корпоративне контроле представља тржиште на коме се менаџери боре за контролна права над ресурсима компаније (Jensen & Ruback, 1983).

Полазећи од наведених дефиниција, теорија тржишта корпоративне контроле је утемељена на претпоставкама неокласичне теорије тржишта капитала, према којој је основни циљ максимирање вредности. То значи да уколико менаџмент не испуњава овај циљ доћиће до смањења цена акција и пада профита. Ове две појаве довешће до пада вредности компанија, чиме се појављује могућност да компанија постане мета за преузимање, уколико постоји развијено финансијско тржиште и берза. Тржиште корпоративне контроле засновано је на механизмима преузимања компанија чије су перформансе ниже у односу на могуће, што најчешће подразумева и промену менаџерског тима који је довео до опадања вредности предузећа. Дакле, тржиште корпоративне контроле представља маневарски простор потенцијалним власницима који претендују на тржишно потцењене компаније, како би променом неефективног менаџмента унапредили конкурентност компаније (Домановић, 2004, с. 135). На овај начин тржиште корпоративне контроле делује као екстерни механизам корпоративног управљања, јер дисциплиновање менаџера доводи до смањења агенцијских трошкова и решавања конфликта интереса између власника и менаџера (Бабић, 2006, с. 15). Дисциплиновање менаџера настаје као последица страха менаџера да ће бити смењени уколико остварују лоше перформансе и не делују у циљу масимирања вредности за акционаре (Раденковић-Јоцић & Секулић, 2010, с. 369).

Мерџери и аквизиције представљају веома честе облике корпоративне контроле и дисциплиновања менаџера (Домановић, 2004, с. 128). Мерџери настају када се средства и активности две независне компаније удружују, а над њима се успоставља јединствена контрола. За мерџере је карактеристично да они представљају добровољни споразум две компаније, који подразумева да једна компанија прикључује сву активу (и пасиву) друге компаније и на тај начин се увећава. Gaughan (2007) под мерџером подразумева било коју трансакцију која укључује две компаније, често сличних величина, које комбинују своју имовину и постају један ентитет.

Аквизиција се може дефинисати као куповина једне компаније од стране друге компаније или појединца која подразумева стицање контроле над купљеном компанијом. Компанија која намерава да изврши преузимање нуди новац или сопствене акције у замену за акције циљне компаније коју жели да преузме. Циљ компаније која врши преузимање је да стекне контролу над целокупном имовином преузете компаније. За разлику од мерџера који настаје као резултат заједничке одлуке компанија које се спајају, аквизиција није увек резултат заједничке одлуке циљне компаније и компаније која врши преузимање, већ може бити пријатељска или непријатељска и може имати различите облике (Gaughan, 2007).

Између различитих модела корпоративних аквизиција, непријатељска преузимања представљају главни механизам тржишта корпоративне контроле и дисциплиновања менаџера⁸ које настаје када менаџмент циљне компаније нема активно учешће у преговорима или не жели да се процес преузимања обави (Doytch & Sakan, 2011). Појам непријатељско преузимање произилази из негативног става менаџмента циљне компаније према датој понуди за откуп. Као главни разлог негативног става најчешће се наводи могућност смене менаџмента и губитка посла. Најчешће, компанија постаје мета непријатељског преузимања када је менаџмент неефикасан и не остварује добре резултате. Циљ непријатељског преузимања је дисциплиновање неефикасног менаџмента и унапређење квалитета корпоративног управљања (Домановић, 2004, с. 136).

⁸ У странијој литератури, термин *acquisitions* се најчешће користи за преузимања и не постовећује се са мерџерима, а *takeover* искључиво означава непријатељска, односно нежељена преузимања. Ипак, поједини аутори и мерџере и аквизиције подводе под заједнички појам преузимања (*acquisitions*), док други аутори праве разлику између мерџера, односно добровољног спајања компанија, и преузимања (*takeover*) и аквизиција (*acquisition*), а термин *takeover* користе искључиво за непријатељска преузимања.

Непријатељско преузимање се везује за спровођење преузимања од стране компаније купца (аквизитера), у ситуацијама у којима компанија која врши презимање откупи више од 50% акција циљне компаније, а да при томе чланови управног одбора нису сагласни са понудом и имају негативан став према понуди за откуп. Откуп више од 50% акција са правом гласа доводи до остваривања контроле од стране компаније аквизитера над компанијом која је мета преузимања, што представља главни исход непријатељског преузимања (Gaughan, 2007). У процесу преузимања компанија купац даје понуду за откуп акција акционарима компаније која је мета преузимања, која је најчешће већа од тржишне цене компаније за износ премије. Улога премије је да подстакне и мотивише акционаре компаније која је мета преузимања да продају своје акције. Просечан износ премије приликом непријатељских преузимања је 35-45% виши у односу на тржишну вредност компаније. На спровођење непријатељског преузимања компанија купац се одлучује након неуспешних пријатељских преговора са менаџментом циљне компаније или уколико очекује да ће одговор за понуђени откуп бити негативан (Doutch & Sakan, 2011). Механизам непријатељског преузимања се примењује у циљу повезивања интереса менаџера и акционара, минимизирајући трошкове заступништва који настају као последица раздвајања власништва и контроле у великим компанијама.

Потенцијални недостаци активног тржишта корпоративне контроле су опасност од краткорочне оријентације и високи трошкови који настају приликом одбране од преузимања. У циљу елиминисања потенцијалних мањкавости, потребно је да буду испуњени улови за обезбеђење ефикасног деловања тржишта (Петровић & Денчић-Михајлов, 2007):

- Кретање цена акција на тржишту одражава очекивану профитабилност улагања у акције различитих компанија;
- Компанија купац треба да уочи разлику између перформанси компаније које су последица лошег менаџера и перформанси које су последица неповољне пословне климе на тржишту;
- Менаџмент тим компаније купца треба да буде мотивисан да ради у своју корист, а да при томе поштује политику максимирања благостања акционара.

Предности и недостатке, као и ефикасност тржишта корпоративне контроле као екстерног механизма треба анализирати у контексту примењеног модела корпоративног управљања (Tricker, 2009). Тржиште корпоративне контроле је најразвијеније у САД-у и Великој Британији где се примењује англосаксонски

модел корпоративног управљања, који одликује дисперзирана структура власништва (Раденковић-Јоцић & Секулић, 2010, с. 370). У земљама које примењују континенталноевропски модел, због концентрације власништва у рукама већинских или контролних власника, процеси преузимања су веома ретки (Ooghe & DeLanghe, 2002). У Јапану је развијен модел *keiretsu* који подразумева самоконтролу путем узајамног партнерства, због чега су непријатељска преузимања ограничена. Јак утицај банака и унакрсно власништво представљају баријере слободном тржишту корпоративног управљања (Yao, 2009).

Стратегије одбране

Када се примењује процес непријатељског преузимања, компанија мета има на располагању различите стратегије одбране којима може да повећа трошкове откупа, отежа или потпуно онемогући спровођење преузимања. Основна сврха примене стратегија одбране је да се процес преузимања учини скупљим или дуготрајним, чиме компанија која је мета постаје мање атрактивна за преузимање (Gaughan, 2007). Механизми чија примена проузрокује овакве последице јесу стратегије одбране. Постоје различите стратегије, а избор стратегије одбране у одређеној ситуацији зависи од типа преузимања, као и мотива управног одбора циљне компаније и ресурса које има на располагању. Све стратегије одбране се генерално могу поделити у две групе: *превентивне* (ex-ante) и *(ре)активне* (ex-post) (Савовић & Домановић, 2011).

Табела 1. Типови стратегија одбране

ТИП СТРАТЕГИЈЕ	НАЗИВ СТРАТЕГИЈЕ
<i>Превентивне стратегије одбране – примењују се пре отпочињања процеса преузимања.</i>	<i>Златни падобран</i>
	<i>Отровне пилуле</i>
	<i>Измене статута</i>
<i>Активне стратегије одбране – примењују се када процес преузимања отпочне.</i>	<i>Зелена пошта</i>
	<i>Рас-тап</i>
	<i>Бели витез</i>
	<i>Бели штитоноша</i>
	<i>Промена структуре капитала</i>

Извор: Ауторова интерпретација у складу са литературом

У Табели 1 класификоване су основне стратегије одбране према типу одбране на коме су засноване. Превентивне стратегије се примењују у циљу спречавања процеса преузимања. Примена превентивних стратегија одбране има за циљ да одврати потенцијалну компанију од намере да изврши преузимање. Као најчешће превентивне стратегије се примењују златни падобран, отровне пилуле, измене

статута и друге. Активне стратегије се примењује када процес преузимања отпочне, како би се понуда за преузимањем отежала. Неке од стратегија које се најчешће примењују након сазнања да компанија може да постане мета преузимања су зелена пошта, *рас-тап*, бели витез, бели штитоноша, измена у структури капитала и имовине.

Отровне пилуле представљају хартије од вредности које емитује циљна компанија, како би компанија која жели да изврши непријатељско преузимање стекла утисак да циљна компанија има мању вредност. Представља стратегијски корак циљне компаније да своје акције прикаже мање атрактивним за компанију аквизитера. Ове посебне хартије од вредности (акције) се најчешће издају у обиму од 15 до 20% од укупних акција. Постоје две основне врсте отровних пилула *flip-over* и *flip-in* (Савовић & Домановић, 2011). Отровне *flip-over* пилуле не подразумевају емитовање приоритетних акција, али нуде могућност стицања права акционара да откупе акције по нижим ценама и посебним *flip-over* правима. *Flip in* отровне пилуле се примењују у случају када компанија која жели да изврши преузимање не претендује да купи 100% акција циљне компаније. *Flip in* отровне пилуле представљају преференцијалне акције које издаје компанија мета, а које могу да откупе само постојећи акционари. Овај вид одбране се најчешће примењује непосредно пре преузимања, како би се компанији која има намеру да изврши преузимање финансијски отежало спровођење преузимања, јер акционари циљне компаније имају право да откупљују акције по нижој цени. У Табели 2 су приказане предности и недостаци наведених облика отровних пилула.

Табела 2. Предности и недостаци стратегије *отровних пилула*

ТИП ОДБРАНЕ ОД ПРЕУЗИМАЊА	ПРЕДНОСТИ	НЕДОСТАЦИ
<i>Flip-over</i> Право куповине акција компаније која има намеру да изврши преузимање, које се активира приликом преузимања 100% власништва	Слабљење власничке позиције текућих акционара компаније која има намеру да изврши преузимање	Неефикасна у спречавању преузимања <100% циљне компаније (понуђач би могао да стекне само контролни пакет акција, а остатак након истека права) Циљна компанија постаје мање атрактивна за «беле витезове»
<i>Flip in</i> Право куповине акција компаније која има намеру да изврши преузимање које се активира приликом преузимања <100% власништва	Разводњава се власништво компаније која има намеру да изврши преузимање над циљном компанијом без обзира на купљен број акција	Нису дозвољене у неким државама због дискриминаторне природе Ниједна отровна пилула не пружа заштиту од <i>proxy contest-a</i>

Извор: Савовић & Домановић, 2011

Златни падобрани представљају посебне споразуме о систему компензације менаџера уколико би остали без посла након преузимања (Домановић, 2004, с. 140). Овакав споразум ступа на снагу најчешће у току прве године након преузимања. Висину компензације опредељује годишња премија менаџера и године рада. Поред златних падобрана, веома често се примењују и *сребрни падобрани* који, такође, представљају споразум о висини надокнаде, али се не односе на топ менаџмент већ на запослене на нижим нивоима у компанији. Ове две стратегије се најчешће примењују у комбинацији са осталим стратегијама одбране.

Примена стратегије одбране *зелена пошта* подразумева поновни откуп пакета акција који је у власништву блокхолдера од стране циљне компаније, али уз премију на додату вредност акција, односно по цени већој од номиналне за износ премије. Поновни откуп својих акција уз премију представља облик поновне куповине удела у циљној компанији. Овакав механизам одбране је ефикасан само у случају када компанија-купац жели да оствари профит у кратком року (Pearce & Robinson, 2004).

Рас тап је скупа стратегија и не користи се често јер представља вид агресивне одбране који се може назвати *противнападом*. Примена ове стратегије подразумева да се компанија мета служи истим методом као и компанија која врши преузимање, јер започиње откуп акција компаније која намера да је преузме. Успешна је само када је компанија мета већа од компаније која намерава да је преузме. Представља агресивну и скупу стратегију која се не примењује често.

Бели витез и *бели штитоноша* као стратегије одбране подразумевају постојање треће стране. Сам појам бели витез или бели штитоноша симболично представља компанију која покушава да спасе компанију мету од непријатељског преузимања, тако што откупљује контролни пакет акција циљне компаније (Webchuk & Cohen, 2005). Када компанија мета није задовољна понудом коју је добила од компаније купца, управни одбор има право да тражи трећу компанију која ће наступити као бели витез. Бели витез даје понуду за откуп акција, а управни одбор подржава његову понуду уз склапање одређених уговора којима би се заштитила компанија бели витез, ако би дошло до надметања.

Бели штитоноша представља модификацију белог витеза, јер у овом случају трећа компанија која је бели штитоноша откупљује пакет мањинских удела у циљној компанији у замену за гласачка права, како би се компанија која врши преузимање спречила да стекне већински удео. Примена ова стратегије доводи до ублажавања,

али не и потпуног спречавања непријатељског преузимања. Највећа препрека примени ове стратегије одбране је проналажење компаније која би преузела улогу белог штитоноше.

Измена у структури капитала и имовине представља начин избегавања преузимања. На пример, компанија може повећавати обим задужености и иницирати откуп сопствених акција на отвореном тржишту. Уколико компанија настоји да откупи све своје акције, јер не жели да их неко други откупи, може користити специјалне аранжмане, као што је куповина на кредит - LBO (*leveraged buy out*). Уместо повећања задужености, циљна компанија може емитовати нове акције (Савовић & Домановић, 2011).

Полазећи од наведене класификације стратегија одбране као кључно питање намеће се њихова корисност и допринос унапређењу квалитета корпоративног управљања. Основни аргумент оправданости и значаја примене наведених стратегија огледа се у томе што повећавају мотивисаност и способност менаџера да остваре боље трансакционе услове у процесу преговарања. Међутим, велики број аутора сматра да многе стратегије одбране (као што су отровне пилуле и златни падобран) штите интересе менаџера на штету интереса акционара. Такође, резултати неких новијих емпиријских студија показују да мере одбране нису увек успешне у спречавању преузимања. У студији коју су спровели Masulis, Wang и Xie (2007) између 1990. и 2003. године, доказано је да су менаџери компанија која су примењивала стратегије одбране од преузимања били мање изложени ригорозној функцији тржишта корпоративне контроле. Заправо, менаџмент користи стратегије одбране од преузимања како би заштитио приватне користи од контроле, а не у циљу повећања користи акционара.

3.2.2 Правни/регулаторни систем

Постојање одговарајуће правне регулативе представља важну претпоставку доброг корпоративног управљања. Основна улога правног/регулаторног система је пружање сигурности инвеститорима, заштита интереса мањинских акционара и једнак третман свих акционара (Раденковић-Јоцић & Секулић, 2010, с. 373). Нужна претпоставка успостављања квалитетне правне инфраструктуре је да институције које су укључене у процес мониторинга, контроле и обезбеђења законитости имају ауторитет, интегритет и релевантне материјалне и људске ресурсе који су им неопходни да би своје дужности обављале на професионалан начин. Деловање надлежних органа треба да буде транспарентно и благовремено. Такође, потребно је

спречити одређене манипулације, као што су могуће злоупотребе од стране појединаца која имају блиске односе са компанијом.

Значај ефикасног правног оквира, као и развоја националних принципа и стандарда корпоративног управљања огледа се у смањењу неизвесности, стварању привлачне инвестиционе климе и заштити акционара од менаџерског опортунизма, нарочито водећи рачуна о заштити интереса мањинских акционара, када се њихови интереси разликују од интереса већинских акционара (La Porta et al., 1997). Степен до којег се корпорације придржавају основних принципа и препорука доброг корпоративног управљања је све значајнији фактор за одлуке о инвестирању. Међународни токови капитала омогућавају компанијама шири приступ финансирању и привлачење великог броја инвеститора. У условима глобалног тржишта капитала у циљу привлачења иностраног капитала, систем корпоративног управљања треба да буде утемељен на међународно признатим принципима. Такође, потребно је извршити јасну поделу улога и одговорности између различитих институција, ускладити законе и правну регулативу из различитих области како би се смањила могућност конфликта интереса који могу утицати на испуњење циљева корпоративног управљања.

Са јачањем глобализације, питање о ефектима преузимања и њихова све значајнија учесталост истичу значај правне регулативе у овој области. Правна регулатива која регулише процес преузимања представља важан елемент оквира корпоративног управљања, јер промене регулативе утичу на ниво заштите инвеститора, развој тржишта корпоративне контроле и доводе до промена у власништву и контроли. Улога регулативе која се односи на процес преузимања је ублажавање конфликта интереса који настаје због раздвојености власништва и контроле, као и решавање агенцијског проблема који постоји између акционара и менаџера, већинских и мањинских власника и осталих заинтересованих страна. Ефекат овог механизма зависи од степена концентрације власништва. Када је структура власништва дисперзирана, улога правне регулативе је спречавање опортунистичког понашања менаџера. Мали акционари не могу самостално да контролишу менаџмент, већ се ослањају на екстерне механизме корпоративне контроле - тржиште корпоративне контроле и правну регулативу. Улога и значај правне регулативе се огледају у успостављању правила и инструмената који ће довести до смањења трошкова непријатељског преузима и олакшати трансфер контроле (Georgen, Martynova, & Renneboog, 2005).

Када је структура власништва концентрисана, већински власници представљају ефективан механизам контроле менаџера, а улога правне регулативе је заштита интереса мањинских акционара. Дакле, улога регулативе се односи на контролу и спречавање опртунистичког понашања већинског или контролног власника. Одредбе које би у значајној мери обезбедиле заштиту интереса мањинских акционара су право мањинских акционара да сазову састанак Скупштине, правило једна акција-један глас, кумулативно гласање за избор чланова управног одбора, обавезан откуп акција мањинских акционара код реорганизација и слично (ОЕЦД, 2004).

Различита улога правне регулативе у условима дисперзије/концентрације власништва, показује да постоје разлике у регулативи процеса преузимања у Европској Унији и Америци. Европски и амерички приступ у дефинисању регулатива које се односе на преузимања се значајно разликују у погледу начина на који напад може да се изведе, начина на који компаније могу да реагују, које стратегије одбране могу да преузму и слично. У оквиру Европске регулативе Тринаеста директива ЕУ представља важан корак, јер има за циљ хармонизовање националних правила унутар Европе, али уједно доводи до појачавања разлика између процеса преузимања у Европи и Америци (Ventoruzzo, 2006). Основни мотив усвајања Тринаесте директиве је дефинисање правила јавних понуда за преузимања у Европској унији, која треба да обухвати све учеснике у процесу преузимања: компаније, акционаре и запослене (Раденковић-Јоцић & Секулић, 2010, с. 85). Примена Директиве треба да обезбеди јачу правну сигурност и транспарентност уколико компанија послује на територији више земаља чланица Уније. Значај принципа Директиве се огледа у обезбеђењу једнаког третмана за све акционаре, заштите права мањинских акционара у случају промене контроле над компанијом као и на дефинисање посебне заштите актера процеса преузимања (Volkestein, 2003). Такође је изричито забрањено стварање незаконитог (нелегалног) тржишта. Свака држава чланица мора унапред да одреди ко преузима обавезу да врши надзор и контролу и да ли су општи принципи дефинисани Директивом примењени у пракси. Све државе чланице Уније имају обавезу да обезбеде минимални ниво јавности и информисања, како би целокупан поступак понуде био транспарентан. Директива о понуди за преузимање представља кључни елемент оснивања јединственог тржишта (Раденковић-Јоцић & Секулић, 2010, с. 86).

4. Модели корпоративног управљања

Избор модела корпоративног управљања одређује неколико фактора: историјско и културно наслеђе, правни и институционални оквир којим се дефинишу права и одговорности свих актера у корпоративном управљању, структура власништва и функционисање финансијског тржишта. Најзначајнији критеријуми за диференцирање модела корпоративног управљања су структура и моћ власника, као и права и обавеза осталих актера на основу којих се могу издвојити три модела корпоративног управљања (Tricker, 2009):

1. *Англосаксонски* или *акционарски модел*, карактеристичан за англосаксонске земље је заснован на предузетничким капацитетима, интересима акционара, развијеном тржишту капитала, већој правној заштити мањинских акционара, умереној улози државе;
2. *Континенталноевропски* или *стејкхолдер модел* је карактеристичан по значајној улози социјалних програма, заштити запослених и потреби да се задовоље интереси различитих група; одговорност корпорација према друштву, социјалним категоријама и држави; концентрација власништва као механизам контроле;
3. *Јапански (кеиретсу) модел* одликује јака улога државе нарочито у заштити домаћег тржишта, социјална кохезија уз наглашену доживотну запосленост, доношење одлука путем консензуса и однос заснован на лојалности и социјалној компатибилности.

Избор модела корпоративног управљања обухвата анализу следећих елемената: кључни актери; структура власништва, састав управног одбора; регулаторни оквир, обелодањивање и транспарентност информација. Ипак, без обзира на различите основе изражен је тренд конвергенције модела корпоративног управљања. Либерализација трговине и инвестиција, као развој међународног тржишта ствара све већи притисак на компаније када је у питању њихово прилагођавање и води ка конвергенцији модела корпоративног управљања.

4.1 Англосаксонски модел

Англосаксонски (амерички) модел корпоративног управљања се у литератури назива различитим именима: тржишни, акционарски, аутсајдерски (енг. *outsider*) или отворени модел. Његова примена је карактеристична за англосаксонске земље: Сједињене Америчке Државе (САД), Велику Британију, Аустралију, Канаду и Нови Зеланд. Заснован је на предузетничким капацитетима, активном тржишту капитала, умереној улози државе и максимизацији профита акционара као основне сврхе корпоративног управљања. Основни механизми контроле менаџера су ликвидно тржиште капитала, различити облици преузимања и развијен правни систем. Најзначајније карактеристике овог модела су (La Porta et al., 1997):

- Раздвајање власништва и контроле;
- Дисперзирана структура власништва;
- Ликвидно тржиште капитала;
- Развијено тржиште корпоративне контроле;
- Активности спајања и аквизиције су широко распрострањене, а непријатељске понуде за преузимање су уобичајене;
- Једностепени или једнодомни управни одбори;
- Заштита права власника.

Поред наведених карактеристика у англосаксонским земљама су посебно изражени захтеви у погледу објављивања и доступности информација. Транспарентност пословања и доступност информација као основне карактеристике овог модела смањују проблем информационе асиметрије. Годишњи извештај обавезно мора да садржи следеће податке (Tricker, 2009, сс. 182-185):

- Финансијски подаци (годишњи, полугодишњи, квартални извештаји);
- Подаци о структури капитала;
- Подаци о свим акционарима који држе више од 5% укупног акцијског капитала;
- Основне информације о члановима управног одбора;
- Укупне надокнаде исплаћене свим извршним члановима;
- Информације о предложеним спајањима и реструктурирањима;
- Предложене измене статута;
- Имена појединаца или компанија које су предложене за ревизоре, итд.

Предности овог модела су ликвидност и већи степен дисперзије ризика, а основни недостатак огледа се у конфликту интереса на релацији власник (принципал) – менаџер (агент) који настаје као последица проблема контроле менаџера у условима дисперзије власништва (Renders & Gaeremynс, 2012). Дисперзирана структура власништва значи да појединачни власници поседују веома мали удео укупних акција компаније (појединачни власнички удео обично не прелази 3%). Услед ниске концентрације власништва, највећи број (малих) акционара нема значајну моћ, већ менаџери одлучују о свим важним стратегијским питањима (Tricker, 2009, с. 182). Одлуке које менаџери доносе могу бити искључиво у њиховом личном интересу, а не у интересу власника, јер ниједан појединачни власник нема праву могућност контроле, што доводи до тзв. *вакума контроле* (енг. *power vacuum problem*). Мањински власници због могућности да лако продају своје акције не желе да врше директну контролу рада менаџера (Ooghe & DeLanghe, 2002; Dankova, 2006). Власници акција се ослањају првенствено на *стратегију излаза* (продају својих акција уколико нису задовољни квалитетом рада менаџмента) пре него на *право гласа* (гласањем на Скупштини акционара за смену менаџмента) када је у питању контрола рада менаџера (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Уколико менаџмент не остварује очекиване резултате акционари ће применити стратегију излаза која доводи до пада цена акција на тржишту и утиче на смањење тржишне вредности чиме се подстиче преузимање компаније и долази до губитка контроле. У условима вакума контроле који настаје као последица дисперзије власништва, тржиште корпоративне контроле и различити облици преузимања представљају значајне екстерне механизме корпоративног управљања (Dankova, 2006). Непријатељско преузимање представља најригорознији механизам дисциплиновања менаџера.

Ипак, деведесетих година је дошло до смањења броја преузимања и проблема у обављању контроле. Смањен број процеса преузимања довео је до потребе за спровођењем нове реформе у области корпоративног управљања којом би се унапредила профитабилност компанија. Овакве промене су приморале институционалне инвеститоре да постану активнији како би заштитили своје инвестиције, као и менаџмент компаније да се понаша одговорно и да доноси одлуке које на дуги рок јачају позицију компаније.

Развој регулатива финансијског тржишта и компанијског права су усмерени ка решавању агенцијског проблема у условима дисперзиране структуре власништва (Waddington, 2004). Односе се на одржавање ликвидности тржишта капитала, спречавање експропријације од стране менаџмента, као и на усклађивање

корпоративног одлучивања са интересима акционара кроз унапређење транспарентности, објављивање информација и награђивање менаџера у зависности од остварених резултата (West, 2009). За награђивање менаџера се примењује систем компензација заснован на перформансама (најчешће опције на акције) у циљу проближавања интереса акционара и менаџера.

Поред структуре власништва као интерног механизма и тржишта корпоративне контроле као релевантног екстерног механизма, англосаксонски модел треба анализирати са становишта значаја и функционисања управних одбора. Англосаксонски модел се још назива и једностепени или једнодомни, јер у структури управљања постоји једностепени или једнодомни управни одбор⁹. То значи да су функције управљања и контроле обједињене и поверене јединственом управном одбору који је састављен од извршних (енг. *executive directors*) и неизвршних, независних чланова (енг. *non-executive, independent directors*) (Mallin, 2012, с. 162). Чланови управног одбора су уједно и чланови надзорног одбора, што значи да су исти појединци задужени и за менаџмент и за надзор (Николић & Ерић, 2011). Управни одбор бира Скупштина акционара, а чланови управног одбора имају кључну улогу у управљању компанијом. Овај модел карактерише дуална лидерска структура управног одбора, која подразумева дуалитет позиција председника управног одбора и генералног директора (93% највећих америчких компанија има дуалну лидерску структуру). У компанијама које примењују дуалну лидерску структуру, председник управног одбора има велику моћ при доношењу најважнијих одлука, која произилази из његовог положаја у компанији, а не по основу власништва над акцијама (Monks & Minow, 2002, с. 171; Ooghe & Langhe, 2002). Оваква концентрација моћи у рукама једне особе може довести и до злоупотребе положаја.

Основни недостатак једнодомног модела управног одбора јесте велика моћ менаџера који често своје личне интересе стављају испред интереса компаније. Основни механизам спречавања опортунистичког понашања огледа се у активном тржишту корпоративне контроле, чиме се потврђује претпоставка о међузависности интерних и екстерних механизма корпоративног управљања (Tricker, 2009, с. 182).

⁹ Једностепени или једнодомни управни одбори су детаљно анализирани у трећем делу докторске дисертације који се бави анализом управног одбора као интерног механизма корпоративног управљања

4.2 Континенталноевропски модел

Континенталноевропски или немачки модел корпоративног управљања се примењује у земљама континенталне Европе (Немачка, Француска, Италија, Шпанија, Холандија, Швајцарска, Шведска, Аустрија, Данска, Норвешка, Финска Белгија) које су своју регулативу у области корпоративног управљања хармонизовале са Директивама ЕУ, као и са ОЕЦД препорукама (Dankova, 2006). Иако се у литератури може срести подела на германске земље (Немачка, Холандија, Швајцарска, Шведска, Аустрија, Данска, Норвешка, Финска, Португалија) и латинске земље (Француска, Италија, Шпанија Белгија), у циљу свеобухватности анализе примена континенталноевропског модела биће разматрана са становишта свих земаља у којима се примењује, без обзира на постојање одређених специфичности. Због начина управљања и одлучивања назива се и *унутрашњи* (енг. *insider*), *затворени* или *стејкхолдер* модел. Кључни актери су банке, акционари и запослени, а јаки социјални програми и развијене финансијске институције представљају основна обележја овог модела. Најзначајније карактеристике овог модела су (Ooghe & DeLanghe, 2002):

- Обједињавање власништва и контроле, јер већински власници обављају улогу контроле;
- Висока концентрација власништва - основна предност овог модела огледа се у моћи малог броја великих акционара да контролишу доношење важних стратегијских одлука;
- Банке (на основу учешћа у власништву) имају главну улогу у корпоративном управљању;
- Тржишта капитала су релативно неликвидна;
- Тржиште корпоративне контроле није активно, а непријатељска преузимања су ретка;
- Аверзија према непријатељским преузимањима и ограничене интервенције инвеститора једино у случају финансијских неуспеха;
- Уважавање интереса и других заинтересованих страна, а не само акционара.

Континентални модел се примењује у земљама које имају недовољно развијено тржиште капитала и концентрисану структуру власништва (Cuervo, 2002).¹⁰

¹⁰ И германске и латинске земље одликује висока концентрација власништва, али се разликују по моделу власништва – на пример у Италији и Француској је изражено породично власништво, а у германским земљама углавном постоји мрежна структура власништва – модели и типови власништва су детаљно објашњени у другом делу докторске дисертације који се бави структуром власништва

Висок степен концентрације власништва доводи до ефикасне контроле рада менаџера (Maassen, 2000, с. 34). Мотивисаност већинског власника за мониторингом и контролом менаџера је висока, јер већински власник има право на укупан резидуални профит. Овај став је утемељен на чињеници да остваривање права и интереса акционара зависи од односа броја акционара и појединачних акција које поседују. Примена концентрације власништва као механизма контроле има и одређене недостатке који се огледају у експропријацији права мањинских власника, јер се мањински акционари доводе у завистан положај у односу на већинског или доминантног власника. Концентрацијом власништва се ублажава класичан агенцијски проблем између принципала и агената, али долази до конфликта интереса на релацији принципал - принципал. Концентрација власништва у одсуству ефективних екстерних механизма корпоративног управљања, доводи до појаве конфликта између већинских (контролних) и мањинских акционара и експропријације права мањинских акционара (Бабић & Николић, 2011). Ублажавање принципал – принципал конфликта, као и могућност контроле на основу контролног пакета акција може бити ограничена једино уколико постоји тзв. *контролни мањински власник* који је мотивисан да преузме улогу контроле.

Поред високе концентрације власништва, континенталноевропски модел је карактеристичан по јакој улози банака и холдинг компанија у структури власништва која решава проблем недовољне контроле и дисциплиновања менаџера. Банке имају значајан удео акција и на тај начин контролишу ток економских активности својих клијената. Функцију дисциплиновања менаџера заправо врше банке које су често и кредитори и значајни акционари. У Немачкој су банке и холдинг компаније доминантни акционари (Tricker, 2009, с. 182). Јака улога холдинг компанија доводи до непропорционалног односа моћи и улагања. Када постоји пирамидална структура власништва већински власници могу да доносе одлуке на штету мањинских акционара, јер један власник користи индиректно власништво како би одржао контролу над великом групом компанија. Власник, на врху пирамиде остварује ефективну контролу над свим компанијама у пирамиди са малим власништвом које се налазе на дну пирамиде (Бабић, 2006, с. 20).

Ипак, у Немачкој, банке не представљају типичан део пирамиде - банке које поседују већи део капитала у компанији најчешће су већинским делом у власништву државе. То значи да држава поседује већински пакет акција у банкама које су већински акционари у великим компанијама. Такође, представници банака у

надзорном одбору јачају њихов утицај на доношење важних одлука и обезбеђују приступ поверљивим информацијама (Odenius, 2008).

Већина немачких компанија се финансира од стране водећих банака, попут *Deutsche Bank AG*. Јака интеграција банака и индустријског сектора, као и финансирање из банкарских кредита довели су до устаљеног коришћења скраћенице AG (*Aktiengesellschaft*) за акционарско друштво у називима и корпорација и банака. Три највеће немачке банке *Deutsche Bank AG*, *Dresdener Bank AG* и *Commercbank AG* имају велику моћ у доношењу стратегијских одлука многих немачких компанија, јер поседују акције са правом гласа и имају значајну улогу у мониторингу и контроли рада менаџера (Hilb, 2006). Поред јаке улоге банака, законска регулатива о тзв. *саодлучивању запослених* има важан утицај на корпоративно управљање у земљама које примењују немачки модел. У Немачкој је учешће запослених у одлучивању законски утемељено и представља јединствену праксу.

Основна разлика овог модела (осим високе концентрације власништва и јаке улоге банака) у односу на англосаксонски модел се огледа у структури и функционисању управног одбора као интерног механизма корпоративног управљања. Земље континенталне Европе углавном¹¹ примењују двостепени или дводомни модел управног одбора који подразумева раздвајање функција управљања и контроле (Mallin, 2012, с. 162). Двостепени управни одбор се састоји од два одвојена одбора - надзорног и управног одбора¹². Главна карактеристика двостепених управних одбора је да члановима управног одбора није дозвољено да истовремено буду и чланови надзорног одбора (Rose, 2005). Надзорни одбор је састављен искључиво од спољашњих чланова, представника акционара и запослених. Има задатак да прати рад менаџера и да води рачуна о дугорочном развоју компаније. Број чланова надзорног одбора је утврђен законом - најмањи број чланова надзорног одбора је три, а највећи зависи од типа и величине компаније, као и од висине капитала. Чланове надзорног одбора именују акционари на Скупштини акционара. Супротно надзорном одбору, управни одбор чине извршни чланови, односно менаџмент компаније, који нема право да се укључи у рад надзорног одбора. Чланове управног одбора именује надзорни одбор. Управни одбор је одговоран за вођење послова и заступање компаније. Улоге и одговорности ова два одбора су раздвојене – управни одбор управља компанијом, а надзорни одбор надгледа и контролише управни одбор. Дуалитет позиција генералног директора и председника управног одбора

¹¹ У неким латинским земљама, на пример Француској компаније могу да бирају тип управног одбора који ће да примене

¹² Двостепени или дводомни управни одбор је детаљно анализиран у трећем делу докторске дисертације који се бави управним одбором као интерним механизмом корпоративног управљања

није могућ, што значи да генерални директор не може истовремено да буде и председник управног одбора. За разлику од дуалне лидерске структуре чија примена доводи до концентрације моћи, независна лидерска структура позитивно утиче на редуковање агенцијског проблема између власника и менаџера (Leblanc, 2005).

Полазећи од изражене концентрације власништва, јаке улоге банака и дводомног управног одбора као основних карактеристика континенталноевропског модела, као најважније мањкавости могу се издвојити ограниченост финансијских ресурса, непотпуно објављивање информација, недовољно развијено тржиште капитала и конфликт интереса између већинских и мањинских акционара (Renders & Gaeremynck, 2012). Услед слабе институционалне заштите мањинских акционара, а у циљу унапређења ефикасности овог модела важно је континуирано радити на унапређењу правне регулативе као екстерног механизма корпоративног управљања.

4.3 Јапански модел

Систем корпоративног управљања у Јапану се развијао током векова. Након Другог светског рата, Јапан је поново изградио своју економију и развио јединствену структуру корпоративног управљања. Јапански модел се значајно разликовао од немачког и америчког модела и довео до тога да је Јапан постао друга најача економија у свету све до осамдесетих година прошлог века. Могу се издвојити три значајне карактеристике јапанског модела корпоративног управљања (Уао, 2009):

- Прва се односи на структуру власништва, јер је власништво у рукама главне банке или *keiretsu* партнера како би се избегао основни агенцијски проблем дефинисан као конфликт интереса на релацији принципал - агент;
- Друго, банке имају значајну улогу у управљању корпорацијама, нарочито у условима финансијске кризе, као и у избору представника у управном одбору;
- Треће, систем запошљавања се заснива на два главна елемента: прво, доживотно запослење, по коме запослени проводе читав радни век у истој компанији; друго, плаћање на основу стажа (или плаћање на основу старости), по коме зараде зависе од дужине запослења, а не од способности и резултата запослених.

Полазећи од класификације механизма коју су дали Shleifer и Vishy (1997), може се уочити да јапански модел значајно разликује од америчког модела. У Америци и

Великој Британији као основни механизми примењују се: систем компензација менаџера заснован на перформансама (енг. *performance-based compensation*), непријатељска преузимања као јак механизам дисциплиновања менаџера и развијено и активно тржиште рада; док се у Јапану, пре свега, примењује концентрација власништва као механизам мониторинга и контроле менаџера, као и мониторинг од стране банака које имају кључну улогу у условима финансијске кризе (Yafeg, 2000). Јапански модел, утемељен на претходно наведеним механизмима корпоративне контроле, био је успешан све до деведесетих година.

Са развојем глобализације и економске кризе традиционални јапански модел је доведен у питање. Деведесетих година, јапанској економији је претила стагнација, због чега су традиционални механизми корпоративног управљања у Јапану доведени у питање, указујући на потребу за спровођењем реформи корпоративног управљања (Tricker, 2009, с. 187). Дебата о реформи корпоративног управљања довела је до преиспитивања јапанског модела који се заснива на јакој улози банака и који је оријентисан више ка интересима различитих заинтересованих страна у односу на интересе власника. Такође, економска криза је ослабила велики број банака, које су биле основа јапанског модела (Yafeg, 2000). Реформа корпоративног управљања се одвијала у правцу јачања америчког модела и подстицаја јапанских компанија да примењују механизме америчког модела, што је довело до развоја новог „хибридног модела“. Кључна промена огледала се у већој заштити интереса акционара и оспоравања система „*доживотног запослења*“. Ипак, иако је у Јапану спроведена реформа механизма корпоративног управљања, оне нису могле да прекину све оно што је дубоко укоренењено у традиционалној култури ове земље. Карактеристике новог модела корпоративног управљања су унапређиване, али под утицајем правног, политичког и културног наслеђа Јапана.

Док је дисперзија власништва карактеристика америчког модела, јапански модел корпоративног управљања се описује као *keiretsu модел*, који одликује висок ниво унакрсног власништва (енг. *cross-shareholdings*) акцијског капитала. У Јапану, власништво најчешће није у рукама независних појединаца или институционалних инвеститора, већ у рукама доминантних акционара, као што су главна банка или *keiretsu* партнер (Jackson & Moerke, 2005). Банке поседују више од 20% капитала (за разлику од америчког модела према коме банке не поседују удео у власништву), а једна од од кључних карактеристика је двострука улога банака (Morck & Nakamura, 1999). Банке могу имати улогу дугорочних и стабилних кредитора, а могу имати улогу механизма контроле менаџмента. Јапански модел корпоративног управљања може да ублажи принципала - агент проблем увођењем повезаних банака. То је

последица посебне повезаности између компанија и банака у Јапану. Главна банка има блиске везе са клијентима кроз позајмице, акције и представнике у управним одборима. На тај начин главне банке имају релативно лак приступ истим информацијама о пословању компаније, којима се менаџери руководе при доношењу одлука о инвестирању. На овај начин превазилази се проблем информационе асиметрије. Стога, главне банке могу да посредују у управљању компанијама, нарочито у условима финансијске кризе.

Поред јаке улоге банака, структуру власништва у Јапану карактерише висок степен концентрације и стабилност структуре власништва (Yafeh & Yosha, 2003). Резултати емпиријске студије коју су спровели Yafeh и Yosha (2003) у области хемијске индустрије, посматрајући десетогодишњи временски период, показују да 10 највећих акционара поседују преко 50% акцијског капитала свих компанија у хемијској индустрији. Ови аутори сматрају да систем компензација заснован на перформансама који се користи у земљама које примењују амерички модел није довољно ефикасан механизам контроле менаџера, указујући на предности концентрације власништва као механизма контроле. Како је власништво концентрисано у рукама *keiretsu* партнера или главне банке, која има важну улогу у контроли менаџмента, већина компанија у Јапану је заштићена од преузимања, а власништво и контрола менаџмента су међусобно испреплетани.

Поред концентрације власништва као интерног механизма корпоративног управљања, структура и функционисање управних одбора у Јапану су јасно дефинисани пословном политиком компанија. Управни одбори су већи у односу на друге земље. Такође, структура управних одбора се разликује и по броју спољашњих чланова – постоји мали број спољашњих чланова који немају велики утицај, јер се сматра да спољашњи чланови не поседују довољно информација о самој компанији које су потребне да би се ефективно одлучивало (Tricker, 2009). Највећи број чланова управног одбора су зависни, унутрашњи чланови који имају велику моћ у одлучивању. Веома често управни одбори су састављено искључиво од унутрашњих чланова, а главни механизам контроле рада управног одбора су чланови компаније.

Ипак, структура управног одбора у многим јапанским компанијама се променила у последњих неколико година (Allen & Zhao, 2007). Као одговор на притиске који су настали под утицајем процеса глобализације, дошло је до смањења величине управних одбора и промене у систему компензације чланова управних одбора који се заснива на идеји да надокнада менаџера треба да зависи од цене акција

компаније, јер цена акција садржи информације о очекиваној профитабилности компаније. Овакав вид система компензација треба да буде подстицај за менаџере да раде у интересу акционара. Предност система компензација заснованог на цени акција је што оваквим показатељима није лако манипулисати као са рачуноводственим подацима. Такође, рангирање менаџера на основу цена акција компанија којима управљају представља важан мотивациони фактор.

Анализа механизма контроле у Јапану показује да банке имају значајнију улогу у корпоративном управљању у односу на земље које примењују англоамерички модел корпоративног управљања, јер поред финансирања имају и улогу контроле менаџмента, *због чега се јапански модел често пореди са немачким моделом*. У јапанском, као и немачком моделу банке су кључни власници акција који развијају снажне везе са корпорацијом због преклапања улога. Ово оба модела се разликују од англоамеричког модела, где су такве везе забрањене антимонополским законима. Уместо да се ослањају на једну банку, компаније у САД и Великој Британији обезбеђују финансирање из различитих извора, ослањајући се на развијено тржиште хартија од вредности. Полазећи од уочених разлика у односу на англосаксонски модел и сличности са немачким моделом, јапански модел се у компаративним анализама сврстава заједно са континенталноевропским моделом, уз уважавање наведених специфичности.

4.4 Компаративна анализа модела корпоративног управљања

Полазећи од става да изолована и појединачна анализа модела корпоративног управљања може да доведе до погрешних закључака, неопходно је извршити компаративну анализу сличности и разлика, као и предности и недостатака наведених модела. Разлике између модела настају као последица начина на који су решени проблеми раздвајања власништва и контроле. *Прва битна разлика* се огледа у степену концентрације власништва (Dehaene, DeVeayst, & Ooghe, 2001). Англоамерички модел је утемељен на ниској концентрацији власништва, за разлику од континенталноевропског модела чија је основна карактеристика висока концентрација власништва. Разлика у степену концентрације власништва настаје као последица два кључна фактора:

- Прво, у земљама у којима се примењује англоамерички модел компаније су углавном листиране на берзи, што значи да се њиховим акцијама јавно тргује и да власници могу свој новац да инвестирају у већи број компанија;

- У земљама које примењују англоамерички модел компаније су веће, тако да велики проценат акција подразумева значајан капитал.

Друга битна разлика између наведених модела се односи на типове власника (Dehaene et al., 2001; Ooghe & De Langhe, 2002). Компаративна анализа типова власника у англосаксонском и подручју континенталне Европе је приказана у Табели 3. У Америци и Великој Британији највећи број акција поседују агенти финансијских институција (преко 50%), а знатно мањи број акција се налази у власништву приватних лица (до 10%). Оваква структура власништва се суштински разликује у односу на Немачку, Француску и Италију, где највећи број акција поседују приватне компаније (20-40%), затим финансијске институције (10-30%) и приватна лица (15-35%). Оваква разлика у врсти власника настаје као последица законске регулативе. У англоамеричким земљама, финансијске институције не могу да поседују акције компанија листираних на берзи, већ углавном делују као агенти. Супротно, у континенталноевропским земљама, приватне компаније и лица делују директно и не ангажују агенте за контролу акционара.

Табела 3. Типови власника – компаративна анализа

ТИП ВЛАСНИКА	САД (%)	В.Б (%)	НЕМАЧКА (%)	ФРАНЦУСКА (%)	ИТАЛИЈА (%)
Физичка лица	30-35	22	16	34	33
Финансијске институције (агенти)	55-62	58	-	-	-
Финансијске институције (власници)	2	0.7	29	23	11
Приватне компаније	7	10	39	21	23
Стране компаније	5.5	6.5	12	20	5
Држава	0	2.5	3.4	2	27

Извор: Ooghe & De Langhe, 2002

Трећа разлика између ова два модела је у начину на који власници могу да остваре већа права контроле у односу на права која им припадају по основу власништва над акцијама. Уколико се примењује англоамерички модел, већа права контроле се остварују путем власништва над обичним акцијама које дају већи број гласова (Бабић, 2006). Због изразите концентрације власништва, у континенталноевропским земљама се најчешће примењују пирамидалне структуре и међузависни холдинзи¹³ (Ooghe & De Langhe, 2002). Пирамидално власништво представља важан механизам који користе контролни или већински власници како би раздвојили права која стичу на основу *cash flow* од права да обављају контролу. Посредством пирамиде контролни власници стичу моћ диспропорционално правима која би имали на

¹³ Концентрација наспрам дисперзије власништва, као и различити типови структуре власништва детаљно су обрађени у другом делу докторске дисертације који се бави структуром власништва као интерним механизмом корпоративног управљања

основу расподеле дивиденди (La Porta et al., 1998). Полазећи од разлика у структури власништва, структури и функционисању управних одбора, улоге тржишта корпоративне контроле, права и обавеза кључних заинтересованих страна, као и предности и недостатака модела корпоративног управљања, у Табели 4, дат је упоредни приказ англосаксонског и континенталноевропског модела.

Табела 4. Компаративна анализа модела корпоративног управљања

INDIKATORI	АНГЛОСАКСОНСКИ МОДЕЛ	КОНТИНЕНТАЛНОЕВРОПСКИ МОДЕЛ
Власништво	Дисперзија власништва Доминантан тип власника – финансијске институције и физичка лица	Концентрација власништва Доминантан тип власника – приватне компаније и физичка лица
Агенцијски проблем и конфликт интереса	ПА конфликт интереса на релацији принципал (власник) – агент (менаџер)	ПП конфликт интереса на релацији принципал (контролни власник) – принципал (мањински власници)
Контрола	Екстерна(индиректна) контрола путем продаје акција	Интерна (директна) контрола путем надзорног одбора
Механизми корпоративног управљања	Значај екстерних механизма корпоративног управљања	Значај интерних механизма корпоративног управљања
	Примарна улога тржишта капитала	Секундарна улога тржишта капитала
	Клима у којој непријатељска преузимања нису неуобичајена	Аверзија према непријатељским преузимања
	Једностепени модел управног одбора - функције управљања и контроле су обједињене	Двостепени модел управног одбора - функције управљања и контроле су раздвојене
Финансирање и инвестирање	Краткорочне инвестиције које омогућавају брз повраћај средстава	Дугорочне, ниско-ризичне инвестиције
Улога стејкхолдера	Не узимају се у обзир интереси других заинтересованих страна осим акционара	Уважавају се интереси свих заинтересованих страна, посебно запослених
Социјална и друштвена одговорност компанија	Низак степен – углавном филантропска одговорност	Висок степен – одговорност према друштву у целини

Извор: Адаптирано према Maassen, 2000, с. 34; Ooghe & De Langhe, 2002, с. 44; Đankova, 2006.

Резултати компаративне анализе модела корпоративног управљања довели су до бројних дебата о томе који модел је „најбољи“. У литератури се издвајају различити аргументи у корист једног или другог модела, али још увек није постигнута сагласност да ли ће аргументи превагнути у корист англоамеричког или континенталноевропског модела. Оба модела имају предности и недостатке и поседују неке од карактеристика које се приписују „најбољем моделу“, због чега је истраживачима у овој области основни изазов анализа еволуције и метаморфозе наведених модела, као и утврђивање степена њихове конвергенције.

Shleifer и Vishny (1997) сматрају да је основни предуслов ефективног система корпоративног управљања одговарајућа правна регулатива и истичу да „*добар модел корпоративног управљања*“ треба да буде утемељен на правној заштити инвеститора и концентрацији власништва. Према Rajan и Zingales (2000) неопходан је развијен тржишни систем који ће да обезбеди транспарентност и јаку правну заштиту инвеститора. Међутим, у процесу еволуције система корпоративног управљања у погледу јачања правне заштите инвеститора могу се уочити бројне препреке. Bebchuk и Roe (1999) претпостављају да је једна од основних препрека управо тежња већинских или контролних акционара да заштите приватне користи од контроле, које прати концентрисана структура власништва. Покушај да се законском регулативом заштите права мањинских власника представљају претњу остваривању приватних користи од контроле. Другим речима, моћ контролних акционара представља главну препреку конвергенцији правне регулативе ка заштити права мањинских акционара.

Ипак, без обзира на постојање одређених проблема, процес конвергенције одликује усвајање одређених елемената англоамеричког модела корпоративног управљања управљања и у земљама изван англоамеричке зоне (Khanna & Palepu, 2004; Khanna, Kogan & Palepu, 2006). На пример, усвајање кодова корпоративног управљања на институционалном (макро) нивоу (Aguilera & Cuervo Cazorra, 2004) као и различитих елемената англоамеричког модела на нивоу предузећа (микро ниво), као што су већи број независних чланова управног одбора, компензација на основу акција и транспарентно објављивање информација (Sanders & Tuschke, 2007). Поред усаглашавања у погледу правне регулативе и законодавства, постоје аргументи и докази у погледу конвергенције модела у различитим димензијама, који показују да се процес корпоративног управљања приближава англоамеричком моделу (Shleifer & Vishny, 1997; Hansmann & Kraakman, 2001). У америчким компанијама се повећава број великих акционара, што је супротно дисперзији власништва као основној карактеристици овог модела, док се структура управног одбора у Немачкој креће више ка моделу једностепеног управног одбора који је релативно мали и састоји се од унутрашњих и спољашњих чланова. Такође, промене власничке структуре на примеру немачких компанија показују да ниво концентрације власништва опада, као и да се умањује значај финансијских институција као блокхолдера (Wojcik, 2001).

Такође, важно питање се односи на анализу начина *феномен глобализације* утиче на конвергенцију модела корпоративног управљања. Khanna et al., (2006) су спровели опсежну емпиријску студију у 37 земаља са циљем да испитају да ли глобализација

води ка усвајању заједничких кодова најбоље праксе у области корпоративног управљања. Резултати њихове студије показују да је глобализација утицала на доношење и усвајање заједничких препорука, али да оне још увек нису у потпуности имплементирани. Такође, редефинисање кодова најбоље праксе показује конвергенцију ка англоамеричком моделу.

Hansmann и Kraakman (2000) сматрају да постоји изражена конвергенција ка акционарском или власничком моделу управљања, који је утемељен на принципу максимизације вредности за акционаре. Према њиховом истраживању, постигнута су значајна уједначавања и постигнут је консензус да менаџери треба да делују у интересу свих, а не само контролних акционара. Основни аргумент који иде у прилог овој тези је да остали модели нису дугорочно одрживи, јер постоји изражена тенденција интеграције тржишта капитала на глобалном нивоу. Међутим, конвергенција у корпоративном праву се одвија спорије него конвергенција праксе у корпоративном управљању, што може довести до проблема у процесу конвергенције на микро нивоу, уколико не постоји адекватна конвергенција на институционалном нивоу. У Табели 5 приказане су различите димензије конвергенције које су најчешће испитиване у емпиријским студијама (Yoshikawa & Rasheed, 2009).

Табела 5. Ниво и димензије конвергенције модела корпоративног управљања

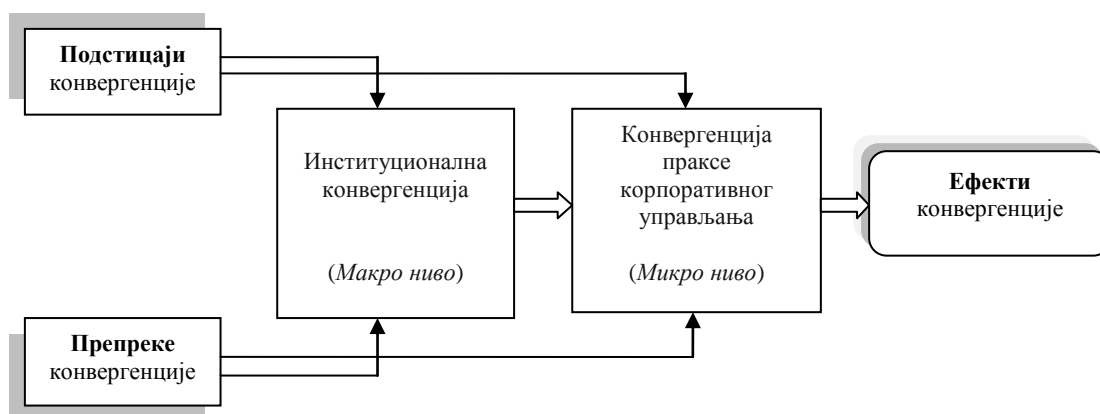
НИВО	ДИМЕНЗИЈЕ
Макро ниво	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Усвајање заједничких кодова корпоративног управљања; ➤ Правна реформа или регулаторне промене <ul style="list-style-type: none"> • Улога независних чланова управног одбора; • Транспарентност у обелодањивању информација; • Већа заштита права мањинских акционара; ➤ Непријатељска преузимања ➤ Улога и број институционалних инвеститора.
Микро ниво	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Повећање броја независних чланова; ➤ Јачи захтеви у погледу објављивања информација.

Извор: Yoshikawa & Rasheed, 2009

Аргументи против конвергенције модела су углавном политичке природе. Дисперзирана структура власништва није одржив модел у земљама које одликује социјал-демократска идеологија, где запослени имају јаку моћ у односу на власнике и менаџере. Bebchuk и Roe (1999) сматрају да не постоји довољно аргумената у корист конвергенције, чак и под претпоставком да процес глобализације на дужи рок подстиче конвергенцију. Они истичу да је за ефикасност система корпоративног управљања на националном нивоу од изузетне важности комплементарност структуре власништва и модела економије. У прилог оваквој

констатацији иде и питање о томе зашто блокхолдер модел власничке структуре и даље постоји, ако је доказано да је инфериоран у односу на англоамерички модел. Дакле, иако су аргументи у корист конвергенције ка англоамеричком моделу корпоративног управљања са дисперзираном структуром власништва јаки (Hansmann & Kraakman, 2001), постоје и аргументи у корист диференцијације када се тржишне структуре, правни, финансијски и културни контекст значајно разликују. Процес конвергенције постоји, али је још увек очигледно да се модели корпоративног управљања у кључним елементима разликују. Земље су у све већој мери глобално интегрисане, али разлике које постоје показују степен у коме модели корпоративног управљања конвергирају.

Имајући у виду различите аргументе „за и против“ конвергенције ка англоамеричком моделу, може се закључити да исход конвергенције модела и ефикасност корпоративног управљања зависи од комплементарности институционалног оквира, што упућује на јединствен став да изоловане и парцијалне промене појединих елемената корпоративног управљања на микро нивоу воде недоследности, што модел чини мање ефикасан (Henrekson & Jakobsson, 2012). Важан предуслов успешне конвергенције модела јесте усаглашавање правне регулативе између земаља. Аналитички оквир за анализу ефеката конвергенције у корпоративном управљању представљен је на Слици 9.



Слика 9. Конвергенција корпоративног управљања – аналитички оквир

Извор: Yoshikawa & Rasheed, 2009, с. 390

ДРУГИ ДЕО

***СТРУКТУРА ВЛАСНИШТВА
КАО ИНТЕРНИ МЕХАНИЗАМ КОРПОРАТИВНОГ
УПРАВЉАЊА***

1. Значај и типови структуре власништва

Са експанизацијом тржишта капитала и јачањем глобализације улога механизма корпоративног управљања постаје све значајнија. Полазећи од основних претпоставки агенцијске теорије, у одсуству ефективних екстерних механизма корпоративног управљања, примењује се концентрација власништва као алтернативни интерни механизам решавања агенцијског проблема и контроле менаџерског опортунитета. Ипак, са развојем истраживања у области корпоративног управљања, основна претпоставка агенцијске теорије о конфликту интереса између власника и менаџера се све чешће преиспитује и критикује (La Porta et al., 1999). Zeitlin (2008) даје критички осврт на теорије према којима, у условима раздвајања власништва и контроле, професионални менаџери ефикасно преузимају од власника вођење великих компанија. Уверење да ће менаџери доносити одлуке у складу са интересима власника се доводи у питање ако се узме у обзир различитост модела структуре власништва, као и повезаност између банака и других финансијских институција са компанијама (Clarke & de la Rama, 2008). Овакво схватање је довело до експанзивног развоја истраживања која су се бавила структуром власништва као механизмом корпоративног управљања не само у Сједињеним Америчким Државама, већ и у Великој Британији, Немачкој и Јапану.

Власништво над акцијама у Великој Британији је веома слично америчком моделу - велики број компанија чијим се акцијама јавно тргује и које одликује дисперзирана структура власништва. Власништво над акцијама у Немачкој је у већој мери концентрисано у односу на САД. Поред тога, банке имају важну улогу у Немачкој и Јапану, јер имају већу гласачку моћ у поређењу са уделом у власништву. Разлике у структури власништва су довеле до генералне поделе на земље које су тржишно-оријентисане и које одликује дисперзија власништва (САД и Велика Британија) и земље које одликује висок степен концентрације власништва и јака улога банака и финансијских институција (земље континенталне Европе и Јапан). Међутим, оваква генерализација којом се потврђује да је концентрисана структура власништва широко распрострањена, прикрива важне разлике које постоје између појединих земаља по питању степена концентрације и типа власништва, чиме се указује на потребу за детаљнијом анализом различитих модела структуре власништва.

1.1 Раздвајање власништва од контроле и агенцијски проблем

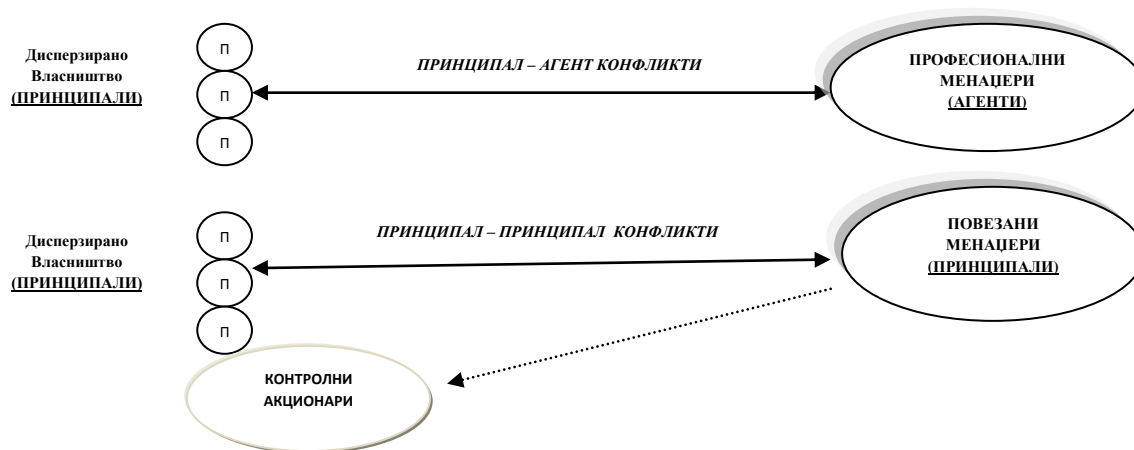
Питање власништва које у најширем смислу обухвата однос између власника и имовине коју поседује је значајно још од почетка људске цивилизације. Рани концепти власништва се везују за почетак 17. века, када су у Великој Британији, као одговор на развој тржишта у источној и западној Индији, настале прве компаније. Власници компанија се могу посматрати као наследници двоструке традиције: са једне стране, они имају своја права као индивидуе и као власници акција; са друге стране, власници акција имају одређене бенефиције које су проширене на компанију као ентитет (Monks & Minow, 2002, с. 85). *Власништво* уопште, а посебно *власништво над акцијама*, представља неопходан услов технолошког и индустријског напретка (Holderness, 2003). Појава дисперзије власништва кроз јавне понуде акција омогућила је приступ капиталу који је допринео развоју компанија Западне Европе и Сједињених Америчких Држава.

Настанак и развој компанија заснован на концепту власништва и потреби за професионалним управљањем довео је до раздвајања власништва од контроле. За разлику од малих предузећа којима управљају власници, развој компанија наметнуо је потребу за преношењем права управљања са власника на менаџере и довео до све већег интересовања истраживача да се баве агенцијским односима између власника као принципала и менаџера као агената. Акционар као власник акција има искључиву контролу над акцијама, али се одриче права управљања компанијом. То право се преноси менаџменту компаније. Преношење права управљања са власника на менаџере се може посматрати и као предност и као недостатак (Monks & Minow, 2002, с. 92). Уколико су менаџери појединци који имају потребна знања и вештине да добро управљају компанијом, акционари ће имати користи. Међутим, уколико доминира менаџерски опортунизам, акционари ће претрпети губитке изазване лошим управљањем. Полазећи од наведених претпоставки, раздвајање власништва и контроле, као и одређивање права и одговорности власника и менаџера, представља једно од најважнијих питања у области корпоративног управљања.

Власник, на основу акција које поседује, има одређена права и обавезе. Права акционара су традиционално дефинисана као: (1) право на продају акција; (2) право на гласање; (3) право да се подигне тужба за наносење штете уколико менаџери не испуне своје обавезе; (4) право на одређене информације везане за компанију; (5) права у процесу ликвидације или реорганизације компаније. Међутим, способност акционара да обављају мониторинг менаџера је континуирано опадала. Постоје два

главна разлога која негативно утичу на ефективност мониторинга менаџера. *Прво*, како су истакли Berle и Means (1932), дисперзија власништва негативно утиче на моћ акционара да врше мониторинг. *Друго*, повећање броја акција има још једну значајну предност за менаџмент; смањује мотивацију и способност индивидуалних акционара да ефективно прикупљају информације и врше мониторинг (Monks & Minow, 2002, с. 92). Када је власништво дисперзирано, способност мониторинга је смањена, тако да менаџери имају већу слободу да доносе одлуке које не подразумевају максимизирање профита. У условима дисперзираног власништва појединачни власник поседује мали удео акција, тако да нема могућност да утиче на контролу менаџера. Gedajlovic & Shapiro (1998) истичу да овакви закључци често доводе до поједностављене претпоставке да између менаџерске слободе у одлучивању и дисперзије власништва постоји позитивна корелација (према Бабић & Николић, 2011).

Проблем дисперзије власништва дефинисан као појачавање моћи менаџера у односу на акционаре може да се реши применом различитих механизма који утичу на смањење моћи менаџера и ублажавање традиционалног агенцијског проблема. *Прво*, недостатак контроле власника се може надокнадити активним тржиштем корпоративне контроле кроз процесе непријатељских преузимања која имају кључну улогу у дисциплиновању менаџера (Martin & McConnell, 1990). *Друго*, систем награђивања менаџера може бити креиран тако да води уједначавању интереса менаџера и власника (Webchuk & Fried 2003). *Треће*, у условима недовољно развијеног тржишта корпоративне контроле, примењује се концентрација власништва као механизам контроле менаџера. *Улога већинског или контролног власника* је да активно контролишу менаџере и утичу на ублажавање проблема колективног избора (Crespi & Renneboog, 2010). Поред предности које настају као последица појачаног мониторинга и контроле менаџера, концентрација власништва има одређене недостатке. Основни недостатак се огледа у експропријацији права мањинских власника, јер се мањински акционари доводе у завистан положај у односу на већинског или контролног власника. Такође, претерани мониторинг менаџера може да има за последицу пад иновативности и смањење могућности за диверсификацију, због чега се концентрација власништва углавном повезује са нижим нивоом диверсификације. Анализа наведених предности и недостатака концентрације власништва, са становишта агенцијског проблема, огледа се у смањењу конфликта интереса између власника и менаџера (ПА конфликт), али проузрокавању агенцијског проблема између две групе акционара - већинских (контролних) и мањинских власника (ПП конфликт) (Слика 10).



Слика 10. Двоструки агенцијски проблем: принципал – агент и принципал – принципал конфликти

Извор: Young et al., 2008, с. 200.

Слика 10 илуструје двоструки агенцијски проблем између већинских и мањинских власника и између власника и менаџера (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). У условима концентрације власништва, већински власници могу деловати против интереса мањинских власника, због чега се проблеми корпоративног управљања појављују на релацији већински - мањински власници. У горњем делу слике 1, пуна стрелица приказује традиционални агенцијски конфликт који се јавља између дисперзираних акционара (принципала) и професионалних менаџера (агената). У доњем делу слике 1, испрекидана стрелица приказује однос између контролних акционара (*controlling shareholders*) и повезаних менаџера (*affiliated managers* - чланови породице или сарадници који директно одговарају контролним акционарима). Пуна линија приказује конфликте између повезаних менаџера – који представљају контролне акционаре – и мањинских акционара. Последице, овај тип конфликта се јавља на релацији контролни акционари (принципала) – дисперзирани мањински акционари (принципала) (према Бабић & Николић, 2011).

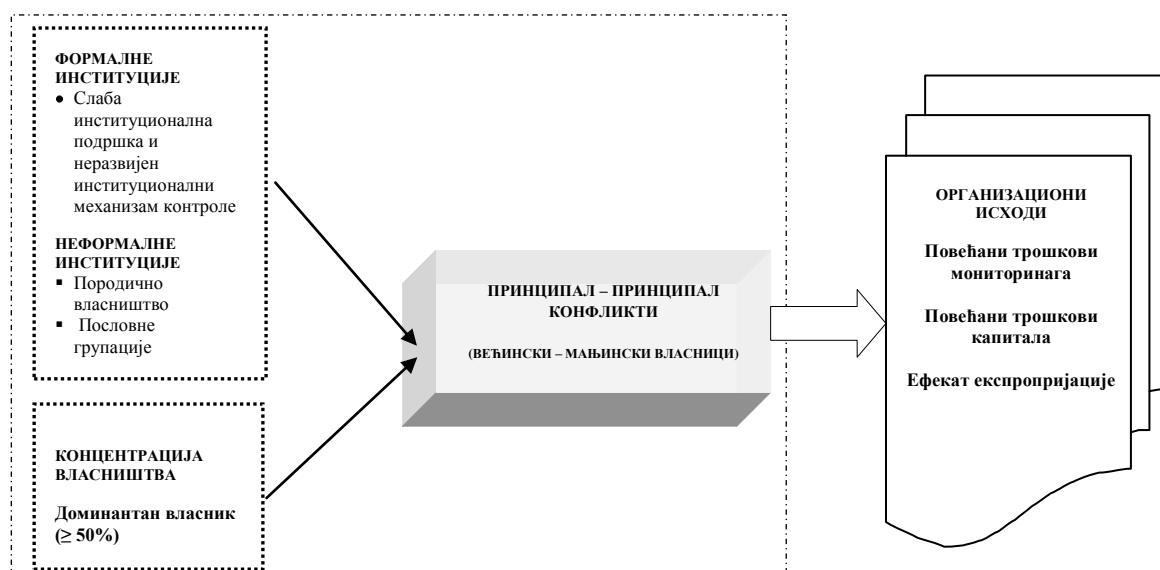
Контролни акционари су често повезани са породицом и/или пословном групом. Стога контролни акционари имају мотив и начине да искористе своје позиције. Најчешће постоје два, често повезана типа контролних акционара, *породични власници* и *пословне групе* (La Porta et al., 1999; Claessens, Djankov, & Lang, 2000). Контрола од стране породичних власника може да доведе до смањења агенцијских трошкова кроз усклађивање власништва са контролом. Са друге стране, појачана контрола може повећати вероватноћу експропријације мањинских акционара што може негативно да утиче на перформансе. Породични односи могу учинити агенцијске конфликте „тежим“ за решавање, јер се односи између принципала

(породичних власника) и агената (менаџера који су чланови породице) заснивају на емоцијама, осећањима и неформалним везама и негативно утичу на ефективност мониторинга менаџера. Остваривање предности или недостатака породичне контроле, такође зависи од величине, комплексности и фазе организације. Према Gedajlovic et al., (2004): *„Компаније којима управља породица имају већу вероватноћу да буду основане, да расту и да напредују када окружење са којим се оне суочавају карактерише низак ниво комплексности, али висок ниво динамичности“*. Како окружење постаје комплексније, организација прераста облик породичне контроле и захтева увођење формалних система контроле. Zahra и Filatotchev (2004) истичу да су у различитим фазама развоја потребни другачији начини и механизми управљања. У фази оснивања пресудну улогу имају ресурси и знање, док су у фази зрелости, структура власништва и мониторинг најважнији механизми корпоративног управљања.

Поред породичног власништва, пословне групације као један од кључних неформалних институција транзиционих економија представљају рационалан одговор на претпоставке институционалног окружења (Бабић, 2004, сс. 8-9). Пословне групе се могу дефинисати као „скуп правно независних компанија која су повезана економским (као што су власничке, финансијске и комерцијалне) и социјалним (као што су породичне, родбинске и пријатељске) везама“¹⁴, у којима свака чланица у пословној групи може бити организована као посебан правни ентитет.

Полазећи од анализе проблема које са собом носи концентрација власништва и улоге већинског акционара, посебно у транзиционим економијама, Слика 11 илуструје претпоставке и исходе корпоративног управљања које одликује принципал - принципал конфликт (Young et al., 2008). Полазећи од схватања да институционални оквир утиче на скуп интерних и екстерних механизма управљања, институционална теорија представља основу за изучавање конфликта између већинских и мањинских акционара. Институционални оквир садржи формалне и неформалне институције. Уколико је формални институционални оквир неразвијен, а формалне институције као што су закони и регулатива неефикасни, онда неформална правила постају значајнија и долази до стварања неформалних институција (Бабић, 2004, с. 6).

¹⁴ Пословне групације су детаљно анализирани у другој глави у овом делу докторске дисертације



Слика 11. Претпоставке и исходи ПП конфликта

Извор: Young et al., 2008, с. 204.

Са становишта организационих исхода, институционални услови стварају климу која повећава трошкове мониторинга и примене агенцијских уговора, а концентрисано власништво као најзначајни облик неформалних институција доводи до ефекта експропријације мањинских власника (Слика 10). Експропријација се може остварити на различите начине: (1) постављањем неквалификованих чланова породице и пријатеља на кључне позиције (Fazio et al., 2001); (2) куповином материјала по ценама изнад тржишне или продајом производа и услуга по ценама испод тржишне компанијама које су у власништву или које су удружене са контролним акционарима (Khanna & Rivkin, 2001); и (3) предузимање стратегија којима се остварују лични интереси на рачун перформанси компаније, као што је прекомерна диверсификација (Young et al., 2008).

У Табели 6 приказане су разлике између традиционалног агенцијског проблема и конфликта између две групе принципала настале као последица различитости институционалног оквира. У развијеним економијама са јаким тржишним институцијама, институционална заштита мањинских акционара поставља горњу границу потенцијала за експропријацију од стране већинских акционара. Међутим, у земљама у развоју и транзиционим економијама институционални оквир није довољно развијен (Young et al., 2008).

Табела 6. Принципал – агент vs. принципал – принципал конфликти

<i>Карактеристике</i>	Принципал – агент конфликт	Принципал – принципал конфликти
<i>Неусаглашеност циљева</i>	Између дисперзираних акционара и професионалних менаџера.	Између контролних и мањинских акционара.
<i>Институционална заштита мањинских власника</i>	Формална ограничења потенцијалне експропријације од стране већинских акционара. Неформална правила и норме се дефинишу у циљу максимизирања вредности за власнике.	Недостатак формалне институционалне заштите – неформална правила и норме фаворизују интересе контролних акционара над мањинским акционарима.
<i>Тржиште корпоративне контроле</i>	Активан механизам корпоративног управљања.	Неактиван механизам корпоративног управљања – концентрисано власништво ограничава процес преузимања.
<i>Структура власништва</i>	Дисперзија власништва – већи број малих акционара.	Концентрација власништва – најчешће више од 50% капитала држи контролни акционар.
<i>Управни одбори</i>	Управни одбори имају улогу повереника за очување интереса акционара. Истраживања управних одбора се баве испитивањем односа унутрашњих и спољашњих чланова у циљу одређивања оптималне структуре.	Управни одбори су често неефикасни, јер не постоји институционални легитимитет. Истраживања показују да је њихова основна улога заштита интереса контролних акционара и ратификација одлука које доносе.
<i>Топ менаџмент тим</i>	Професионални менаџери су ангажовани на основу квалификација и знања. Механизми мониторинга су управни одбор и тржиште корпоративне контроле.	Мониторинг обављају чланови породице или сарадници, најчешће кроз постизање породичног консензуса.

Извор: Young et al., 2008, с. 202.

1.2 Дисперзија власништва

Прва истраживања проблема дисперзије власништва над акцијама (енг. *diffuse stock ownership*) повезују се са радом *Wealth of Nations* (Smith, 1776) у коме се говори о „немару и расипности који настаје када се управља новцем других људи, а не сопственим“. Век и по касније Berle и Means (1932) поново указују на значај изучавања дисперзије власништва над акцијама. Са појавом тржишта капитала у раном 20. веку, долази до промене у структури власништва која је узроковала јасну дистинкцију између дисперзираног власништва и концентрације менаџерске моћи. Према Berle и Means (1932) у периоду настанка капитализма, постојале су релативно мале организације у којима су власници имали улогу менаџера. Међутим, паралелно са индустријском револуцијом, динамика технолошких промена је довела до пораста величине предузећа и потребе за раздвајањем власништва од управљања. Као резултат тога, предузећа су се суочила са раздвајањем власништва на контролу и стварно власништво. „Раздвајање власништва од контроле угрожава темељ на коме је почивао економски поредак протекла три века“ (Holderness, 2003).

Аргументи које су изнели Berle и Means (1932) о опасностима дисперзије власништва су имали непосредан и велики утицај на правну регулативу и развој даљих истраживања. Најзначајнији допринос се огледа у доношењу савезног Закона о хартијама од вредности (30-тих година прошлог века), у циљу заштите права акционара, који и данас представља један од основних Закона о хартијама од вредности. Проблем дисперзије власништва је, такође, имао значајан утицај на ток истраживања у области корпоративног управљања. То се најбоље може видети у раду Jensen и Meckling (1976) о агенцијским односима, који се баве проблемима који настају као последица конфликтних интереса принципал и агената, као и немогућности контроле рада агената од стране принципал. У овом раду, аутори истичу да раздвајање власништва од контроле у условима дисперзиране структуре власништва доводи до агенцијског проблема који се заснива на конфликту интереса између власника који имају улогу принципала и менаџера који обављају улогу агента. Конфликти на релацији принципал (власник) – агент (менаџер) настају када менаџери имају моћ да остварују сопствене циљеве на рачун интереса акционара (Berle & Means, 1932; Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976). Узрок принципал-агент конфликта интереса је дисперзија власништва, што значи да акционари поседују мали удео у власништву и немају могућност да контролишу менаџере (тзв. *вакум контроле*). Такође, дисперзирани власници нису довољно мотивисани да врше

контролу менаџера и не желе да сnose трошкове контроле менаџера, јер је њихов удео у власништву мали у поређењу са висином трошкова.

Понашање дисперзираних власника се најбоље описује као понашање слепог путника или проблем колективног избора (енг. *collective choice* или *free-rider problem*) који се може објаснити пасивним приступом дисперзираних власника са очекивањем да ће контролу менаџера вршити неко други и недостатком акционарског активизма (Monks & Minow, 2002, с. 110; Dankova, 2006; Бабић & Николић, 2011). Мањински власници немају интереса да контролишу рад менаџера, јер су трошкови контроле високи. Такође, они немају могућност да утичу на понашање менаџера, јер је његов удео у власништву мали. Због тога, мањински власници очекују да ће остали власници преузети одговорност за контролу менаџера. Међутим, и остали власници се понашају на исти начин, очекујући да посао обави неко други. Овај феномен може да утиче на пад цена акција, јер мањински власници не очекују да ће својим гласом утицати на доношење одлука, због чега најчешће продају своје гласачко право (Бабић, 2006, с. 10).

Ако се дисперзија власништва може сматрати основним узроком принципал-агент конфликта, поставља се питање због чега се примењује дисперзија власништва и да ли постоје користи које дисперзирани акционари имају у односу на блокхолдере. У литератури која се бави овим проблемом, могу се издвојити следеће предности у односу на блокхолдере: висока ликвидност, нижи трошкови капитала, могућност диверсификације и смањење ризика. Наведене предности указују на два основна мотива дисперзије власништва (Holderness, 2003; Becht, Bolton, & Roell, 2005; Young et al., 2008):

- Расподела ризика улагањем у више различитих портфолија;
- Ликвидност као последица могућности дисперзираних акционара да веома лако продају свој удео у акцијама.

Претпоставку да диверсификација ризика доводи до растуће дисперзије власништва је први тестирао Warshaw (1924). Резултати његове студије показују да је у периоду 1900-1923. године дошло до великог повећања броја акционара. Овакви резултати указали су на потребу истраживања последица које дисперзија власништва има на гласачку контролу. Анализа 200 највећих америчких корпорација (спроведена 1929. године) показује да у 44% нису пронађени велики инвеститори, што доводи до закључка да се „контрола у великој мери држи одвојеном од власништва“ (Berle & Means, 1932). Наведена хипотеза је постала опште прихваћено мишљење у САД-у (La Porta et al., 1999). Ипак, у Великој Британији коалиције блокхолдера (обично

институционалних инвеститора) могу да имају велику гласачку моћ (Goergen & Renneboog, 2003). Без обзира на разлике између САД и Велике Британије, дисперзија власништва је карактеристична за земље које имају развијено тржиште капитала, где проблем самовоље менаџера се решава различитим облицима преузимања и развијеним правним системом као екстерним механизмима корпоративне контроле.

1.3 Концентрација власништва

Концентрација власништва представља важан механизам корпоративног управљања у земљама које примењују континенталноевропски модел. Концентрација власништва се изражава на основу броја великих блокхолдера и процентуалног учешћа акција које поседују (Бабић, 2006). Концентрација власништва пружа великим акционарима моћ потребну да ефективно користе своја власничка права и врше контролу. Анализа власничке структуре у западној Европи и начина на који власници стичу управљачка права која су већа него права по основу власништва (односно капитала који су уложили), показује да је концентрација власништва широко распрострањена (Faccio & Lang, 2002), али да постоји битна разлика у степену концентрације власништва и типу власништва између земаља континенталноевропског и англосаксонског подручја.

Структуру власништва у земљама Континенталне Европе одликује већи степен концентрације у односу на САД. Анализа коју су спровели Faccio и Lang (2002) проучавајући земље западне Европе показује да су листиране компаније или у власништву великог броја акционара (што је уобичајено за Велику Британију и Ирску), или у власништву једне породице (што је више уобичајено за земље Континенталне Европе). Компаније које су у власништву великог броја акционара чине 36,93% листираних компанија у западној Европи, док компаније које су у власништву породица чине 44,29% (Clarke & dela Rama, 2008). Механизми којима се може појачати контрола су широко распрострањена и укључују коришћење дуалних класа акција, пирамидалну власничку структуру, ланчану структуру и узајамно поседовање (Holderness, 2003; Tricker, 2009, сс. 75-94).

Поред земаља Континенталне Европе, у пост-совјетској Русији је дошло до прерасподеле великих индустрија које су биле у власништву државе (на пример, нафтне и гасне), у власништво неколико јаких приватника. Guriev и Rachinsky (2008) проучавају како мали број олигарха управља значајним делом руске

економије. Олигарси су допринели томе да пост-совјетска Русија постане једна од развијених земаља у којој десет најбогатијих породица олигарха има у свом власништву 60% руске берзе. Због тога се индустријски олигарси често сматрају једином снажном противтежом државној бирократији (Clarke & dela Rama, 2008).

Концентрација власништва је и у другим деловима света веома често примењиван механизам корпоративне контроле. Claessens et al., (2000) проширује анализу La Porte (1999) у детаљној студији концентрације власништва и контроле спроведеној у 2980 компанија чијим се акцијама јавно тргује у девет источно-азијских земаља. Резултати студије показују да се у овим земљама спроводи контрола пирамидалним структурама, узајамним поседовањем капитала међу компанијама и правом гласа које формално превазилази власнички удео. Концентрација права гласа је пресудна за управљање компанијама, јер се на тај начин утврђује политика расподеле дивиденде, инвестициони пројекти, именовања чланова управног одбора и формулишу пословне стратегије. Више од две трећине компанија има једног акционара, а топ менаџмент 60% компанија чине чланови породица контролног акционара. Власници и менаџери могу бити различите особе, али су њихови интереси повезани. У Индонезији, на Филипинима и Тајланду десет породица контролише половину од укупног броја корпорација; а у Хонг Конгу и Кореји трећину. Овако висок степен концентрације представља препреку реформама правне регулативе и институција корпоративног управљања.

Постоје докази да чак и у земљама англосаксонског подручја постоји концентрација власништва. Дефинишући контролног акционара као појединца који поседује 10 % акција са правом гласа, Gadhoum et al., (2008) долазе до закључка да 59% компанија у САД-у има контролног акционара, што је чешће него у Јапану (Clarke & dela Rama, 2008). Коначно 24% компанија у САД-у су у породичном власништву, слично као у источној Азији. Резултати спроведених емпиријских студија показују да је модел концентрисане структуре власништва доста распрострањенији у односу на дисперзирану структуру власништва.

Ефекти концентрације власништва

Концентрација власништва може да ублажи традиционалан проблем принципал-агент, али доводи до конфликта између већинских и мањинских акционара који настају када већински акционари злоупотребљавају власничку контролу у циљу остваривања личних користи од контроле на штету мањинских акционара (Young et al., 2003; Renders & Gaeremynck, 2012). У условима изразите концентрације власништва, менаџери су често удружени са контролним акционарима (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Faccio & Lang, 2002) који учествују у експропријацији мањинских акционара и доводе до принципал-принципал конфликта (Peng et al., 2008). Управо појава принципал-принципал конфликта објашњава ограничен успех узастопних интервенција ка решавању проблема колективног избора и информационе асиметрије, јер контролни акционари често представљају већу претњу експропријацији интереса мањинских акционара, него што менаџери могу да угрозе њихове интересе. Заправо, велика концентрација власништва представља механизам подстицања мониторинга менаџера, али истовремено доводи до експропријације интереса мањинских акционара.

Присуство великих акционара може да ублажи агенцијске проблеме између менаџера и акционара, јер на основу великог удела у капиталу који поседују постају мотивисани да прикупљају информације и надгледају менаџмент, а право гласа им пружа моћ да приморају менаџере да доносе одлуке у интересу акционара (La Porta et al., 1999). Међутим, присуство једног већинског акционара може изазвати конфликте између већинског и мањинских акционара, јер већински акционар може да оствари личне користи од контроле на рачун интереса компаније (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Faccio et al., 2001; Renders, & Gaeremynck, 2012; Lin & Chuang, 2012).

Разматрани *двосмерни ефекти концентрације власништва* индицирају да однос између концентрације власништва и перформанси треба да се анализира у зависности од правних и институционалних карактеристика. У развијеним земљама које одликује висок степен заштите инвеститора од менаџерских дискреционих одлука, концентрација власништва не мора да има значајан утицај на перформансе компаније, јер акционари нису принуђени да користе концентрацију власништва као механизам заштите својих права.

Међутим, у земљама које примењују континентални модел, а посебно у транзиционим економијама могу се уочити два компензаторна ефекта: дисциплинска улога концентрације власништва која позитивно утиче на перформансе и негативан утицај услед конфликта између већинских и мањинских акционара. Као последица дејства наведених фактора, регулаторне реформе које се тичу корпоративног управљања у већини континентално-европских земаља, треба да имају за циљ заштиту својинских права мањинских акционара.

Примена решења развијених земаља која предлажу повећање концентрације власништва и усклађивање власништва и контроле да би се ублажили конфликти између власника и менаџера (Arthurs, Hoskisson, Busenitz, & Johnson, 2008; Lin & Chuang, 2012), може бити погрешна или чак катастрофална, у земљама у развоју и транзиционим економијама које одликује конфликт интереса између већинских и мањинских акционара. Када постоји конфликт између већинских и мањинских акционара, власничка концентрација фаворизује потенцијални ризик од експропријације. Што је већа моћ одлучивања већинских акционара, то је и ризик од експропријације мањинских акционара већи (Gutiérrez & Tribó, 2004). Ипак, могућност експропријације може представљати нелинеарни ефекат, пошто изнад извесног нивоа власништва, велики акционари сnose трошкове својих акција у већем степену (Thomsen & Pedersen, 2001). То значи да је ризик од експропријације резултат дуалног односа између вредности компаније и нивоа власништва контролних акционара: опадајући однос на нижим нивоима власништва и позитиван однос за више нивое власништва највећег акционара.

Ефективност концентрације власништва зависи од утицаја осталих великих акционара (а не само једног највећег акционара) на усклађивање интереса или експропријацију богатства мањинских акционара. У компанијама са више блокхолдера, велики акционари интерагују, тако да не постоји један акционар који контролише компанију, већ долази до формирања контролне коалиције. Утицај другог по реду највећег акционара (енг. *second reference shareholder*) је двострук. Са једне стране, други по величини акционар може да формира контролну коалицију са првим највећим акционаром како би профит задржали за себе, што негативно утиче на перформансе компаније. Са друге стране, други по реду највећи акционар је мотивисан да надгледа и контролише највећег акционара, што позитивно утиче на перформансе компаније (Maury & Rajuste, 2005). Међутим, проблеми преговарања између два највећа акционара могу резултирати у некој врсти корпоративне парализе, што негативно утиче на перформансе компаније и интересе мањинских акционара.

Резултати истраживања које су спровели Lopez de Foronda, Lopez-Iturriaga и Santamaria-Mariscal (2007) потврђују да постојање другог по реду највећег акционара омогућава формирање коалиције највећих акционара у циљу извлачења личних користи. Експропријација мањинских акционара је мање уобичајена у компанијама где улози великих акционара нису много различити, тако да они морају да се такмиче/кооперирају за корпоративну контролу. Када главни акционар нема доминантну позицију, он мора да формира коалиције са осталим већинским акционарима или са великим бројем мањинских акционара. Ова дељена (заједничка) контрола ублажава дискрецију великих акционара и смањује личне користи. Према томе, вредност компаније би требало да буде у позитивној корелацији са способношћу другог по реду највећег акционара да се бори (такмичи) са највећим акционаром тако што учествује у контролној коалицији. То значи да ефекат дељења контроле треба да преовлада у земљама са слабом правном заштитом. Оваква констатација упућује на став да проценат власништва који је у рукама другог по величини акционара, може позитивно да утиче на вредност компаније у земљама грађанског права (Lopez de Foronda, Lopez-Iturriaga & Santamaria-Mariscal, 2007).

2. Структура власништва и модели корпоративног управљања

Полазећи од анализираних ефеката дисперзије и концентрације власништва, може се извести закључак да у зависности од ефеката мониторинга и потребе за ликвиднишћу, оба система могу бити доминантна. Основна предност концентрације власништва су користи од мониторинга које обавља контролни акционар. Насупрот томе, дисперзирана структура власништва може да обезбеди ефективан мониторинг само у кризним ситуацијама, кроз непријатељско преузимање. Са друге стране бенефит од дисперзираног власништва је повећана ликвидност и дисперзија ризика. Поређење ова два основна облика структуре власништва зависи од правне регулативе. Заправо, ако правна регулатива доводи до повећава трошкова држања блокова акција (као у случају САД-а и Велике Британије), онда модел корпоративног управљања са дисперзираном структуром власништва, заснован на непријатељским преузимањима има предност. Са друге стране, ако правна регулатива доводи до повећања трошкова непријатељских преузимања, а не ограничава у знатној мери права блокхолдера (као у Континенталној Европи), онда је модел корпоративног управљања са концентрисаном структуром власништва, који се заснива на користима од ефекта мониторинга, доминантно бољи.

2.1 Улога блокхолдера

Улога блокхолдера постаје важно питање у области корпоративног управљања још од тридесетих година прошлог века, када су Berle и Means (1932) указали на проблем раздвајања власништва од контроле. Полазећи од схватања да се под блокхолдерима подразумевају инвеститори који поседују најмање пет процената акција у компанији, као једно од кључних истраживачких подручја издваја се улога и значај блокхолдера у управљању и контроли над компанијама. Блокхолдери представљају јак интерни механизам корпоративне контроле, јер имају већи мотив да врше мониторинг и промену неуспешних менаџера и моћ да утичу на доношење најважнијих корпоративних одлука. Имајући у виду моћ и потенцијалне користи које могу да остваре, бројни примери показују да блокхолдери имају значајну улогу у Јужној Кореји, Русији, Кини, Италији, Шпанији, Пољској и другим земљама чланицама ОЕЦД-а.

Такође, интересантан је податак да у Америци и Великој Британији као земљама које примењују тржишно-оријентисан модел, чак 56% компанија у узорку случајно одабраних компанија има екстерне блокхолдере. Овакав тренд ка јакој улози блокхолдера настао је као резултат тежње да се појача контрола менаџера. Заправо, алтернативни приступ ублажавању проблема колективног избора је формирање блокхолдер структуре концентрисаног власништва са најмање једним великим акционаром који има интерес да врши мониторинг менаџера и моћ да изврши промену менаџмента (Lopez de Foronda et al., 2007). Прва емпиријска истраживања модела корпоративног управљања који се заснивају на јакој улози блокхолдера испитивала су однос између оптималне диверсификације ризика, која се постиже у оквиру структуре потпуно дисперзираног власништва и мотивисаности за обављање мониторинга менаџмента која се постиже концентрацијом власништва.

Кључно истраживачко питање се односи на мотивисаност инвеститора да концентришу своја улагања у једну компанију и не искористе предности диверсификације. Одговор на ово питање захтева анализу *заједничких* и *личних (приватних) користи од контроле* које настају као последицу високе концентрације власништва (Бабић, 2006, с. 13). Основна дилема је да ли се наведене користи од контроле узајамно искључују или се паралелно остварују. Блокхолдери користе своју моћ да утичу на менаџере како би они доносили одлуке које значе пораст вредности за власнике, што представља тзв. *заједничку корист од контроле*. Већа контрола коју блокхолдери имају на основу удела у власништву може да их наведе да предузму кораке који доводе до повећања тржишне вредности акција од које корист имају сви акционари.

Другим речима, у мери у којој велики акционари имају подстицај да врше мониторинг менаџмента и контролу да утичу на одлуке које доносе (тако да се готовински ток повећава), сви акционари остварују користе које се називају *заједничке користи од контроле*. *Заједничке користи од контроле* настају као резултат бољег мониторинга менаџмента који доводи до повећања вредности компаније и пораста *cash flow*-а који деле сви акционари. У мери у којој велики акционари имају подстицај да врше мониторинг и контролу менаџера, тако да се *cash flow* повећава сви акционари остварују користе. Такође, у мери у којој се пораст *cash flow*-а дели са мањинским акционарима, може се говорити о *заједничким користима од контроле*. Са повећањем власничког удела блокхолдера, *ceteris paribus*, долази до повећања мотивисаности блокхолдера да обављају активну улогу у контроли менаџера (Holderness, 2003). Поред теоријског утемељења, емпиријска подршка постојању *заједничких користи*, потиче из два

основна извора: прво, блокхолдери или њихови представници најчешће обављају улогу чланова управних одбора, што их ставља у позицију да директно утичу на одлуке менаџера; друго, постоје докази да су формирање блокова, као и трговина великим блоковима повезани са повећањем цене акција (Barclay & Holderness, 1991).

Блокхолдери су мотивисани да обављају мониторинг и контролу менаџера, јер поред заједничких користи од контроле, остварују и тзв. *личне* или *приватне* користи од контроле тј. корист коју не деле сви акционари, већ само блокхолдери (Dyck & Zingales, 2004). На тај начин, лична корист коју имају блокхолдери потенцијално умањује вредност компаније (Holderness, 2003). То значи да приватне користи од контроле настају када већински блокхолдери присвоје *cash flow* као резултат повећаних цена акција. Блокхолдери користе гласачку моћ у циљу стицања користи које не деле са мањинским акционарима. Личне користи могу бити новчане или неновчане. У одређеним ситуацијама, личне користи могу да имају негативан ефекат, ако блокхолдери због мониторинга или због судских парница које покрећу незадовољни мањински акционари сnose одређене трошкове. Приватне или личне користи од контроле настају ако блокхолдери користе гласачку моћ и контролу у циљу стицања користи од употребе ресурса компаније, а на рачун интереса мањинских акционара и смањења вредности компаније.

У литератури из области корпоративног управљања, лична корист од контроле се најчешће дефинише као „*психичка вредност или корист коју акционари приписују томе што имају контролу*“. Када се нека вредност, без обзира из ког извора потиче, не дели међу свим акционарима сразмерно акцијама које поседују, већ у њој ужива искључиво она страна која има контролу онда говоримо о личној или приватној користи од контроле. Међутим, контрола не доноси само користи, она укључује и трошкове одржавања контролног блока. Основни недостатак личних користи од контроле је што већински акционар, уколико жели да их оствари, мора да преузме већи ризик који произилази из мале диверсификације контролног блока акција (Barclay & Holderness, 1989). Дакле, крајњи ефекат блокхолдера на вредност корпорације зависи од односа између заједничких и приватних користи од контроле (Denis & McConnell, 2003).

У анализи личних користи од контроле које остварују блокхолдери основни проблем је на који начин егзактно мерити личне користи, јер контролни акционар користи ресурсе компаније за сопствену корист, само онда када је то тешко или немогуће доказати. Ипак постоје две методе које се примењују у циљу емпиријске

процене личних користи од контроле. Прва, коју су развили Barclay и Holderness (1989) се примењује у ситуацијама када контролни блок промени власника. Тада је потребно мерити разлику између цене по акцији коју плаћа онај ко купује акције и тржишне цене по акцији дан након објављивања продаје. Ова разлика (тзв. *контролна премија*) представља процену личних користи од контроле које остварује контролни власник. Друга метода процене вредности личних користи од контроле је утемељена на процени ценовне разлике између две класе акција са сличним или идентичним правима на дивиденду, али са различитим гласачким правима (Zingales, 1995). Ова метода се ослања на доказе да постоје бројни начини на које акционари могу остварити контролна права која превазилазе права на готовински ток. Најчешће се то право остварује кроз поседовање акција које носе већи број гласова.

Резултати студија које се баве анализом компанија које одступају од система једна акција-један глас, показују да се акције са већим гласачким правима продају по малој премији у односу на акције са ограниченим гласачким правом. Издавање различитих врста акција (акције класе А и Б), значи да компанија емитује две класе акција на основу којих власници стичу различита гласачка права. Једна класа акција се нуди јавности и даје ограничено право гласа, а друга се нуди оснивачима, менаџерима и породици, даје већу гласачку моћ и често обезбеђује већинску контролу над компанијом. Издавање двоструке класе акција има за циљ да одређеним акционарима омогући контролу гласања. Основни мотив издавања дуалних класа акција огледа се у ставу да овакав начин контроле гласачке моћи омогућава доношење одлука којима се остварују дугорочни интереси компаније. Критичари дуалне класне структуре сматрају да није добро да мала група привилегованих акционара држи контролу, док остали акционари (са мање гласова) обезбеђују већину капитала. Процене добијене коришћењем методе контролних премија су често проблематичне, је су продаје контролних блокова релативно ретке и тешко их је пратити континуирано током времена. Процене добијене коришћењем дуалних класа акција се не могу увек примењивати, јер нису дозвољене у свим земљама. Стога, друга метода ограничава број земаља које се могу укључити у студију. Такође, резултати студија показују да акумулација контролних права већих од права на готовински ток смањује уочену тржишну вредност. У земљама у развоју раздвајање контролних права од права на готовински ток је уобичајено и доводи до смањења вредности компаније (Denis & McConnell, 2003).

Ипак, без обзира на начин мерења личних користи Barclay и Holderness (1989) су на основу анализе у промени цене приликом трговања великим блоковима обичних

акција доказали постојање личних користи од контроле коју присвајају велики акционари. Ако не постоје личне користи од контроле, онда блоковима треба трговати по берзанској цени (енг. *exchange price*). Обрнуто, ако акционари који поседују велике блокове антиципирају коришћење своје гласачке моћи да би стекли користи које немају мањински акционари, онда блоковима треба да се тргује по премији изнад берзанске цене, где премије апроксимирају дисконтованој вредности (нето) личних користи. Међутим, ако блокхолдери сnose одређене трошкове, онда блоковима треба да се тргује по дисконту у односу на берзанску цену. Главни закључак је да се трговина великим блоковима акција најчешће врши по знатним премијама у односу на берзанску цену (Barclay & Holderness, 1989). Премије које се остварују одражавају антиципиране приватне користи од контроле.

Премије на уговорене трговине великим блоком акција и нето приватне користи које оне одражавају, нису ограничене само на америчке корпорације. Nicodano и Sembenelli (2004) у емпиријским студијама потврђују да се за уговорене трговине великим блоковима акција у италијанским корпорацијама остварују веће премије у поређењу са премијама америчких компанија.

Стицање заједничких и личних користи од контроле варира у зависности од карактеристика компаније. Стога, концентрација власништва треба да варира у зависности од карактеристика компаније које су повезане са заједничким и личним користима. Истраживачи су идентификовали неколико карактеристика које утичу на ниво личних и заједничких користи, и последично на ниво концентрације власништва. Оно што је најзначајније, концентрација је инверзно повезана са величином компаније (Demsetz & Lehn, 1985).

Аверзија према ризику, такође, представља важан фактор улоге блокхолдера, због чега је важно анализирати подстицаје (мотиве) за мониторинг које има велики акционар уколико је аверзан према ризику. Када постоји висок степен ризика, велики акционар по правилу недовољно инвестира у мониторинг, јер преферира диверсификацију удела у циљу дисперзије ризика, чак иако то доводи до слабијег мониторинга менаџера. Главна импликација наведених истраживања је да се не може очекивати од блокхолдера да активно обављају мониторинг менаџмента, ако имају опцију да уместо тога продају свој удео. Заправо, висок степен ликвидности америчких секундарних тржишта негативно утиче на подстицаје великим акционарима да врше мониторинг менаџмента (Coffee, 1991).

Као и код преузимања, постоје очигледне користи када велики акционар врши мониторинг, али такође могу постојати и извесни трошкови. Претерани мониторинг може да има и негативне последице. Пошто компаније које су у приватном власништву углавном имају концентрисано власништво, оне показују већи степен склоности ка појачаном мониторингу. Међутим, основни проблем је поставити границу између претераног мониторинга и потпуне експропријације. Заправо, код блокхолдер власништва кључни проблем је конфликт интереса између акционара. Овај конфликт се погоршава када постоји раздвајање између права на гласање и права на готовински ток, као што је уобичајено у Континенталној Европи (La Porta et al., 1998). То значи да ставови аутора упућују на закључак да ће блокхолдер структуре у Континенталној Европи заправо вероватно бити неефикасне и да треба постепено уводити правну регулативу која ограничава права блокхолдера .

2.2 Улога и типови институционалних инвеститора

Током последње деценије 20. века, успостављање механизма којима власници врше контролу над менаџерима, приморала је индивидуалне инвеститоре да инвестиције усмеравају преко финансијских институција. До трансформације у структури власништва је дошло тако што су индивидуалне инвеститоре заменили пензиони фондови, осигуравајуће компаније и инвестициони фондови као снага за реуједињење власништва и контроле. Ова промена у структури власништва је представљала основу даљег развоја „институционалног капитализма“ (Useem, 1993). Овако круцијалне промене у структури власништва довеле су до преиспитивања претпоставки теорија корпоративног управљања које су утемељене на проблему дисперзије власништва (пре свега, агенцијске теорије). Такође, пораст моћи институционалних инвеститора отвара пут ка новим истраживањима која у фокусу имају разумевање улоге различитих типова институционалних инвеститора. Поставља се питање како су институционални инвеститори, са тако разноликим власничким уделом, постали фидуцијари крајњих корисника, који не воде рачуна само о управљању и перформансама појединачних компанија, већ о перформансама економије у целини (Hawley & Williams, 2008).

Институционализован власнички активизам као један од кључних механизма мониторинга менаџера има важну улогу у корпоративном управљању. Полазећи од хипотезе мониторинга према којој су већински власници мотивисани да надгледају и контролишу менаџмент, институционални инвеститори као најчешћи већински акционари остварују троструке компаративне предности у оцени рада менаџера

(Shleifer & Vishny, 1997). *Прво*, менаџери теже да одговоре захтевима институционалних инвеститора, зато што институционални инвеститори контролишу већи блок гласова и могу да утичу на промене у менаџмент структури уколико компанија не остварује задовољавајуће резултате. Поред тога, институционални инвеститори имају веће подстицаје за вршење контроле менаџера и праћење перформанси компаније, јер не могу лако да продају удео акција који поседују уколико компанија лоше послује (Coffee, 1991). *Друго*, институционални инвеститори теже да искористе економију обима, јер поседују велики број акција у више различитих компанија.

Истраживање улоге институционалних инвеститора у САД-у и Великој Британији је добило на значају тек осамдесетих година двадесетог века, када је дошло до смањења индивидуалног у корист повећања институционалног власништва. Пораст власништва институционалних инвеститора довео је до повећања власничког активизма и већег фокуса на дугорочне инвестиције (Johnson & Greening, 1999; Cox, Brammer & Millington, 2004). Власнички активизам се може дефинисати као низ активности које власници спроводе да би утицали на менаџмент и управне одборе (Becht, Franks, Meyer, & Rossi, 2007). Ипак, када се анализира утицај инвестиционог активизма, важно је направити разлику између појединих типова институционалних инвеститора и стратегија које примењују. Инвеститорски активизам се испољава у употреби моћи инвеститора да директно утичу на стратегијски правац деловања и перформансе компаније (Ryan & Schneider, 2002). Моћ институционалних инвеститора се огледа у стратегији „глас и излаз“ (енг. „voice and exit“) (Hirsman, 1970) према којој незадовољство радом менаџера може бити изражено директно (опција гласа) или продајом удела акција (опција излаза) када се не слажу са одлукама менаџмента (према Clarke & dela Rama, 2008).

Активизам инвеститора може да варира од кооперативног до непријатељског (Бабић, 2006, с.17). Процес започиње преговарањем и кооперативним састанцима са топ менаџерима. Уколико се процес преговарања не заврши успешно, успоставља се контакт са члановима управног одбора и стручним консултантима. Последња мера је спровођење непријатељског активизма, кроз гласање путем пуномоћја, медијских кампања и власничких иницијатива. Ryan и Schneider (2008) указују на различите карактеристике које могу да утичу на склоност ка активизму, укључујући величину фондова, време инвестирања, очекивања у погледу учинка, осетљивост на пословне везе и величину власничког удела (према Clarke & dela Rama, 2008).

Слично као у Сједињеним Америчким Државама, где институционални инвеститори контролишу више од 50% акција и у Великој Британији удео индивидуалног власништва се смањило у последњих тридесет година, док се у исто време повећао број институционалних инвеститора (Mishkin, 2006, с. 298). У Табели 7 дат је преглед процентуалног учешћа индивидуалног и институционалног власништва у Великој Британији у 1963. и 2006. години (Mallin, 2012). Након више од 70 година, институционални инвеститори поседују значајан удео акцијског капитала у многим земљама широм света, чиме се потврђује став да пораст институционалног власништва над акцијама има важну улогу у корпоративном управљању. Растући обим акција које поседују институционални инвеститори у англосаксонским земљама показује да институције преузимају директан утицај на контролу менаџера. Унапређење квалитета корпоративног управљања може да повећа цене акција и учинак компанија у које институције инвестирају, али такође има благотворне последице на макро-економском нивоу, јер менаџери прилагођавају своје понашање новом пословном окружењу (Clarke & dela Rama, 2008).

Табела 7. Компаративна анализа релативног учешћа основних типова власника у Великој Британији у периоду 1963-2006. године

ТИП ВЛАСНИКА	1963.	2006.
Појединци	54%	13%
Осигуравајуће компаније	10%	15%
Пензиони фондови	6%	13%
Институционални фондови	1%	2%
Страни фондови	7%	40%

Извор: Mallin, 2010, с. 206.

На основу података приказаних у Табели 7, може се уочити да је процентуално учешће акција које су поседовали индивидуални инвеститори у 1963. години износило 54% укупних акција у Великој Британији. Удео акција које је поседовала ова група је полако опадао све до 1989. године, када је пао на мање од 21%. Иако је почетком деведесетих година постојало неколико кључних фактора који су утицали на поновни пораст индивидуалног власништва, а односили су се на проблеме великих приватизација које су се спроводиле у том периоду и које су довеле до реструктурирања највећих државних друштава, процентуално учешће индивидуалних инвеститора у 2006. години се смањило на 13%. Истовремено са падом учешћа индивидуалних инвеститора, дошло је до значајног повећања процентуалног учешћа у власништву институционалних инвеститора, пре свега осигуравајућих компанија и пензионих фондова. Власништво осигуравајућих

компанија се повећало са 10 % (у 1963. години) на 15 % (у 2006. години), док се у исто време власништво пензионих фондова повећало на 13%. Такође, може се приметити повећано учешће страних фондова са 7% (у 1963. години) на 40% (у 2006. години).

Типови институционалних инвеститора

Институционални инвеститори се могу дефинисати као финансијске институције које имају обележја финансијских посредника и располажу значајним финансијским капиталом у циљу улагања у атрактивне портфолије хартија од вредности (Васиљевић, 2009, с. 95). Институционални инвеститори имају важну улогу у корпоративном управљању, јер контролишу више од 70% трговине на тржиштима акција. На основу броја акција које поседују имају велики утицај на одлуке које доноси управни одбор, због чега често утичу на промене у менаџменту и политици компаније (Mishkin, 2006, с. 298). Иако припадају групи финансијских посредника, институционални инвеститори имају неколико специфичних обележја које одређују начин на који се прикупљају средства и облике инвестирања (Васиљевић, 2009, с. 95):

- Институционални инвеститори нису предмет монетарног регулисања;
- Институционални инвеститори имају улогу фидуцијара;
- Институционални инвеститори преузимају специфичне ризике који се не односе на одвијање нормалних економских активности.

Полазећи од начина на који прикупљају капитал, облика инвестирања и потенцијалних ефеката на корпоративно управљање, институционални инвеститори се могу класификовати у неколико група: инвестициони фондови, пензионих фондови, осигуравајуће компаније и банке, страни фондови (Ryan & Schneider, 2002). У Табели 8 приказане су промене у процентуалном учешћу наведених типова институционалних власника у САД-у, у временском периоду од 1960-2002. године. Подаци показују да је у наведеном периоду дошло до значајног пораста релативног учешћа пензионих и инвестиционих фондова, чиме се указује на све значајнију улогу ових финансијских посредника (Mishkin, 2006, с. 289).

Инвестициони фондови су од 1980. године знатно повећали учешће на тржишту акција које је тих година почело да јача. Поред јачања тржишта акција, још један фактор је знатно утицао на пораст учешћа инвестиционих фондова. Ради се о инвестиционим фондовима који су специјализовани за куповину не само обичних акција, већ дужничких инструмената. Фондови који купују дужничке обавезе могу

да купују корпоративне обвезнице, обвезнице америчке владе или муниципалне обвезнице које су ослобођене пореза (Mishkin, 2006, с. 298).

Табела 8. Релативно учешће институционалних инвеститора у САД-у, у периоду од 1960-2002. године

ТИПОВИ ИНСТИТУЦИОНАЛНИХ ИНВЕСТИТОРА	1960.	1970.	1980.	1990.	2002.
Осигуравајуће компаније					
• Животно осигурање	19,6	15,3	11,5	12,5	13,6
• Неживотно осигурање	4,4	3,8	4,5	4,9	3,7
Пензиони фондови					
• Приватни пензиони фондови	6,4	8,4	12,5	14,9	14,7
• Јавни пензиони фондови	3,3	4,6	4,9	6,7	7,9
Инвестициони фондови	2,9	3,6	3,6	10,5	19,4
Банке					
• Комерцијалне банке	38,6	38,5	36,7	30,4	29,8
• Штедионице	19,0	19,4	19,6	12,5	5,6
• Кредитне уније	1,1	1,4	1,6	2,0	2,3
Остало	4,7	4,9	5,1	5,6	3,2
Укупно	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Извор: Адаптирано према Mishkin, 2006, с. 289

Инвестициони фондови су финансијски посредници који продајом удела прикупљају средства од бројних мањих индивидуалних инвеститора у циљу куповине диверсификованог портфолија хартија од вредности (Ryan & Schneider, 2002; Mishkin, 2006, с. 297). Након прикупљања потребне количине средстава, инвестициони фондови имају могућност да куповином великих пакета хартија од вредности, искористе попуст на количину, смање брокерске провизије и улажу у диверсификоване портфолије хартија од вредности. На овај начин, индивидуални инвеститори не морају сами да тргују акцијама (преко брокера), већ улажу новац у инвестиционе фондове који имају улогу посредника између индивидуалних инвеститора и емисије хартија од вредности (Ћировић, 2007, с. 251). Основне користи које индивидуални инвеститори остварују улагањем у инвестиционе фондове су нижи трансакциони трошкови при куповини хартија од вредности и смањење ризика као последица диверсификације хартија од вредности.

Поред индивидуалних инвеститора у инвестиционе фондове могу да улажу и други институционални инвеститори, најчешће пензиони фондови. Основни мотив институционалних инвеститора да се понашају на овакав начин је тежња да само део својих финансијских средстава пласирају директно на тржишту капитала кроз

куповину акција и обвезница, а остала финансијска средства пласирају у одговарајуће инвестиционе фондове како би остварили принос на акције инвестиционог фонда. Принос који остварују власници акција инвестиционих фондова се састоји из два дела: први део чине камате на обвезнице и дивиденде на акције које чине портфолио инвестиционог фонда, а други део се састоји од промене тржишне цене портфолија инвестиционог фонда, односно тржишне цене акција инвестиционог фонда (Ћировић, 2007, с. 252).

У зависности од степена развијености инфраструктуре финансијског тржишта и начина мобилизације средстава, могу се разликовати два основна типа инвестиционих фондова: *отворени* и *затворени*. Отворени или узајамни инвестициони фондови (енг. *open-end funds* или *mutual funds*) имају обавезу да континуирано издају и продају сопствене акције, на захтев клијента, одржавајући ликвидност својих акција (Ћировић, 2007, с. 252; Васиљевић, 2009, с. 119). Затворени инвестициони фондови (енг. *closed-end funds* у САД, *investments trusts* у Великој Британији) емитују фиксан износ својих акција које продају на тржишту акција путем јавне понуде. На овај начин прикупљена средства улажу у релативно стабилан портфолио хартија од вредности (Ћировић, 2007, с. 252; Васиљевић, 2009, с. 119).

Поред значајног повећања учешћа инвестиционих фондова, на основу података приказаних у Табели 8, може се уочити значајно повећање релативног учешћа пензионих фондова са 10% (у 1960. години) на 22,6 % (крајем 2002. године). Основни узроци који су довели до пораста учешћа пензионих фондова везују се за пореску политику која је утицала на развој пензионих фондова, јер се доприноси које послодавци за своје запослене уплаћују у пензионе фондове одбијају од пореза (Mishkin, 2006, с. 297).

Пензиони фондови представљају тип институционалних инвеститора чији је основни задатак да појединцима после завршетка радног века обезбеде стабилност прихода (Васиљевић, 2009, с. 106). Поензиони фондови инвестирају у дугорочне хартије од вредности (акције, обвезнице и дугорочни хипотекарни кредити), јер су премије које пензиони фондови исплаћују сваке године веома предвидиве. Основни задатак менаџера пензионих фондова је да обезбеде пласмане хартија од вредности које ће дати висок принос, али да истовремено диверсификацијом смање ризик. Пошто је ризик ликвидности низак, менаџери пензионих фондова теже да остваре такву структуру портфолија хартија од вредности која ће им омогућити висок принос уз предвиди ризик.

Структура хартија од вредности у које су пензиони фондови улагали временом се мењала. После Другог светског рата, доминантно учешће су имале државне обвезнице, а само 1% су чиниле акције. Нешто касније, 60-тих година структура портфолија пензионих фондова се променила у корист акција – чак две трећине њихове активе чине акције, због чега њихова улога на тржишту акција постаје све значајнија. Такође, уколико пензиони фондови улажу у инвестиционе фондове, приоритет ће дати фондовима који остварују агресиван раст (Васиљевић, 2009, с. 109). Због високог релативног учешћа пензионих фондова у односу на укупно учешће институционалних инвеститора, улога и типови пензионих фондова често су предмет бројних истраживања у области корпоративног управљања. Раст потенцијала пензионих фондова има јак утицај на развој финансијског тржишта путем пласмана дугорочних актива којима располажу пензиони фондови.

Иако је сврха пензионих фондова иста, постоје различити типови пензионих фондова. Према методу исплате разликују се *пензиони план са дефинисаним (утврђеним) доприносима* када се исплате одређују на основу доприноса уплаћених у фонд и зараде која се оствари и *пензиони план са дефинисаним (утврђеним) исплатама* који настаје уколико су будуће исплате унапред дефинисане (Mishkin, 2006, с. 294).

Основна разлика између ова два типа пензионих фондова је што код пензионих фондова на бази дефинисаних доприноса, висина користи није фиксан износ, већ зависи од нивоа доприноса у пензиони фонд и од атрактивности пласмана пензионог фонда који се одређује на основу приноса на инвестиције фонда. Код пензионог плана са дефинисаним (утврђеним) исплатама, износ користи (пензија) је загарантован и зависи од дужине радног века запосленог и његове зараде (Ћировић, 2007, с. 236).

Управљање приватним пензионим фондовима обављају банке, осигуравајуће компаније или инвестициони фондови. Посебну групу пензионих фондова чине јавни пензиони фондови који имају активнију улогу у решавању друштвених и социјалних проблема у односу на друге институционалне инвеститоре и изложени су политичким притисцима за инвестирањем у локалну заједницу (Ryan & Schneider, 2003).

Осигуравајуће компаније и банке представљају важан тип институционалних инвеститора, иако се према подацима из табеле може уочити да је у периоду 1960-2002. године дошло да благог пада релативног учешћа овог типа институционалних

инвеститора. Основни узрок су мали приноси од инвестирања у трајно животно осигурање током 1960-тих и 1970-тих, који је условио смањење учешћа осигуравајућих компанија у односу на друге финансијске посреднике (Mischkin, 2006, с. 288). Улога осигуравајућих компанија је обезбеђивање исплате уговорене суме за одређени случај, уколико је уплаћивана утврђена надокнада (премија) према дефинисаном плану. Код дефинисања премије разликује се бруто и нето премија. Разлика између бруто и нето премије служи за покриће трошкова осигуравајуће компаније (Ћировић, 2007, с. 222).

Успешност пословања осигуравајућих компанија зависи од управљања ризицима. Основни проблем у управљању ризицима јесте асиметричност информација, која настаје када једна страна има боље информације о могућим факторима ризика у односу на другу страну. То значи да осигураници имају боље информације о стварном нивоу сопствених ризика, а осигуравајуће компаније имају боље информације о начину на који треба уложити новац (Ћировић, 2007, с. 223).

Проблем асиметричности информација доводи до феномена моралног хазарда и негативне селекције. Ако се анализира функционисање осигуравајућих компанија, морални хазард треба посматрати у контексту степена у коме је осигураник пренео ризик на осигуравајућу компанију. Феномен негативне селекције огледа се у појави да најризичнији клијенти имају највећу тражњу за услугама осигуравајућих компанија.

Иако су осигуравајуће компаније и банке, због релативно малог учешћа у односу на остале институционалне инвеститоре недовољно анализирани, њихов значај расте са економским и друштвеним просперитетом (Ryan & Schneider, 2003). Традиционално, банке нису имале значајну улогу као институционални инвеститори, јер нису имале право да поседују акције, а њихова основна улога је била улога фидуцијара. Међутим, иако је конзервативна интерпретација банака о фидуцијарној одговорности довела до пасивности, банке могу да имају важну улогу у јачању инвеститорског активизма.

Улога институционалних инвеститора посебно је анализирана у најважнијим извештајима корпоративног управљања. Према *Cadbury* извештају (1992) институционални инвеститори имају посебну одговорност и значајну улогу у усвајању препорука и принципа доброг корпоративног управљања – „институције имају одговорност да као власници утучу на компаније у које су инвестирали и да послују у складу са Кодексом“. Такође, према *Greenbury* извештају (1995)

„институционални инвеститори би требало да користе своју моћ и утицај како би обезбедили имплементацију најбоље праксе као што је наведено у Кодексу“.

На сличан начин је у *Hampel* извештају (1998) наведено „да ће се дискусија везана за улогу акционара у корпоративном управљању у највећој мери односити на институције“. Према *Majners* извештају (2001) институционални инвеститори би требало да буду активнији у ставу који заузимају према компанијама које лоше послују. У извештају се наводи да препоруке које су дате у овом извештају обезбеђују оквир за даљи развој принципа који се односе на улогу пензионих фондова. Према најзначајнијим принципима добре праксе корпоративног управљања Комбинованог кодекса који се односе на институционалне акционаре „компаније треба да траже искрен, отворен и константан дијалог са акционарима“.

На основу ставова који су усвојени у наведеним извештајима, може се закључити да улога институционалних инвеститора има посебан значај за унапређење корпоративног управљања. Улога институционалних инвеститора је посебно значајна у САД-у, Великој Британији и Аустралији, јер је највећи проценат власништва у рукама институционалних инвеститора. У САД-у, је око 55% укупног капитала у власништву институционалних инвеститора, а 80% свих трговина акцијама чине институционални инвеститори, а у Великој Британији је проценат институционалног власништва негде око 65-80%. Овако велико учешће институционалних власника у структури капитала показује да моћ институционалних инвеститора не сме бити потцењена, јер је њихов утицај на доношење одлука велики.

2.3 Пословне групе

Модификације једноставних корпоративних структура у којима постоји један управљачки ентитет, довеле су до развоја савремених корпоративних структура које одликују комплексне структуре власништва. Основна истраживачка питања су: *Ко преузима одговорност према власницима?; Ко је одговоран за перформансе?; На који начин решити проблеме у координацији унутар групних трансакција и алоцирању ресурса?*

Полазећи од претпоставке да већина компанија не представља јединствен корпоративни ентитет, већ део пословних група или пословних мрежа, наведена питања представљају суштину актуелних истраживања у области корпоративног

управљања која се баве анализом комплексних корпоративних структура. Удруживање у пословну групу представља механизам помоћу кога контролни акционари стичу већу моћ да обављају контролу и тако повећају вероватноћу експропријације мањинских акционара (Young et al., 2008). У ширем смислу, комплексне корпоративне структуре или пословне групе могу бити груписане у три категорије (Tricker, 2009, с. 75):

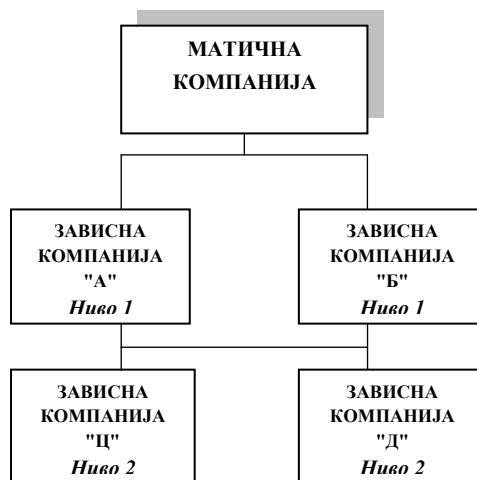
- *Пирамидална структура* - холдинг компанија се налази на врху пирамиде придружених и партнерских компанија;
- *Ланчана структура* - једна компанија или акционарска група има интерес у већем броју компанија;
- *Мрежна структура* - коју одликује висок проценат унакрсног власништва.

Наведена категоризација је извршена на основу општеприхваћеног утемељења да се *холдинг* (енг. *holding company*) може дефинисати као матична или контролна компанија која поседује доминантан удео гласачких права у другој компанији. *Холдинг* означава акционарско друштво које контролише (у потпуности, или знатним делом) једно или више привредних друштава које имају статус зависних компанија (Tricker, 2009, с. 77). Контрола зависних компанија се остварује на основу учешћа у њиховом капиталу. *Зависна компанија* или *филијала* (енг. *a subsidiary company*) се дефинише као компанија у којој друга компанија (холдинг или матична компанија) поседује све гласачке акције (енг. *a whole owned subsidiary*) или већину гласачких акција (енг. *a partially owned subsidiary*).

Пирамидалне структуре (енг. *pyramid structures*)

Пирамидалне структуре представљају једну од најчешћих организационих форми интернационалних компанија које поседују филијале у великом броју земаља. Истраживање које је обављено пре двадесет година је показало да двадесет компанија на врху листе британског Тајмса 1000 има укупно 4600 филијала, а свака од њих, појединачно посматрано, просечно око 230 филијала. Најмања група има 12, а највећа чак 800 филијала. Поред броја филијала, треба нагласити да је број нивоа на којима се налазе филијале, такође, велики (већина компанија поседује филијале на чак на пет или шест нивоа). Са растом глобализације и све већим присуством унакрсног власништва (енг. *cross-border holdings*), савремене корпоративне структуре постају још комплексније. Унакрсно власништво и међусобно повезани управни одбори омогућавају заједничке активности и трансакције уз повољне услове за чланице структуре. На пример, експропријација може да буде легално изведена посредством повезаних трансакција, када већински

власници одлуче да продају имовину компаније коју поседују другој компанији по нижим ценама (Dess, Lumpkin, & Eisner, 2007, с. 346). Основни мотив за формирање пирамидалних структура је стицање веће контроле у односу на право које се добија на основу броја акција. Пирамидална структура омогућава матичној компанији на врху пирамиде да на основу индиректног власништва успостави контролу над групом зависних компанија које чине део пирамиде. На тај начин компанија на врху пирамиде остварује ефективну контролу над свим компанијама које се налазе на нижим нивоима пирамиде (Слика 12).



Слика 12. Модел једноставне пирамидалне структуре

Извор: Tricker, 2009, с. 77

На Слици 12 представљена је основна форма пирамиде, коју чини матична компанија са четири филијале на два нивоа. Основне користи од формирања пирамидалних структура су (Tricker, 2009, сс. 78-79):

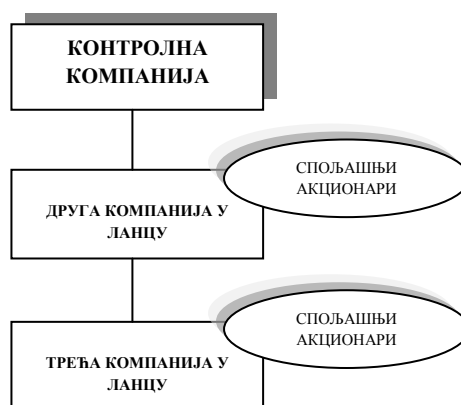
- *Прво*, стратегијско позиционирање: пирамидална структура се може применити у циљу повезивања делова компаније са дефинисаном корпоративном стратегијом;
- *Друго*, правне бенефиције: интернационално пословање омогућава правне и регулаторне повластице, укључујући пословну регулативу, склапање уговора, опорезивање, здравствену и безбедоносну регулативу;
- *Треће*, опорезивање: могу постојати значајне пореске олакшице уколико део пирамиде чине компаније земаља у којима је стопа опорезивања нижа;
- *Четврто*, ограничавање одговорности: креирање одвојених ентитета унутар пирамидалне структуре смањује степен преузимања ризика холдинга као матичне компаније, уколико зависне компаније (филијале) спроводе ризичне акције. Дакле, свака компанија која је саставни део пирамидалне структуре може да буде формирана као засебан легални ентитет.

Анализа основних користи од формирања пирамидалних структура показује да код проблема дефинисања одговорности и начина корпоративне контроле постоје два приступа (Tricker, 2009, с. 82). *Први приступ* се односи на посматрање свих компанија које чине пословну групу као јединственог ентитета који је посвећен циљевима групе у целини. Све компаније у пирамидалној структури морају да поштују правне захтеве и законску регулативу пословне групације којој припадају. Такође, уколико је компанија листирана на берзи она мора да испуни захтеве за листинге берзе на којој су њене акције наведене. *Други приступ* се односи на додељивање појединачне одговорности свакој компанији у групи, која представља посебан ентитет одговоран за одлуке које доноси, а контрола матичне компаније и већинских власника је ограничена. У оваквим ситуацијама, веома често постоји конфликт интереса између филијала и главне компаније.

Поред наведеног конфликта интереса, у пословним групама постоји конфликт интереса између мањинских и већинских акционара, јер су мањински акционари компанија чланица изложени експропријацији када су контролна права контролних акционара већа од права на готовински ток (пракса која се назива *пирамидирање*). Пирамида се јавља када контролни акционар на врху пирамиде, кроз ланац власништва, контролише одређену компанију индиректно кроз контролу осталих компанија чланица. Кроз пирамидално власништво, уобичајено је да крајњи власници имају формална контролна права која су већа од власничких права (по основу готовинског тока), чиме се повећава вероватноћа експропријације. На пример, ако посматрамо пирамиду у којој инвеститор поседује 50% акција компаније X, која поседује 40% акција компаније Y, која поседује 30% акција компаније Z, можемо констатовати да тај инвеститор има 6% ($50\% \times 40\% \times 30\%$) власничких права (готовинског тока) у компанији Z, а 30% њених контролних права. У овом случају, инвеститор није већински акционар компанија X, Y или Z, али има улогу контролног акционара сваке од ових компанија. То ствара ситуацију моралног хазарда, пошто финансијске користи од експропријације надмашују финансијске трошкове за крајњег власника (Faccio et al., 2001). Полазећи од предности које доноси овакав начин стицања контролних права, пирамидално власништво је веома распрострањено у земљама у развоју. На пример, 22 највеће пословне групе у Источној Азији, кроз пирамидирање остварују „крајњу контролу“ над 31,2% свих компанија котираних на берзи (Faccio et al., 2001). Овакав образац или модел структуре власништва повећава подстицај, па стога и вероватноћу експропријације мањинског акционара (Young et al., 2008).

Ланчане структуре (енг. *chain structures*)

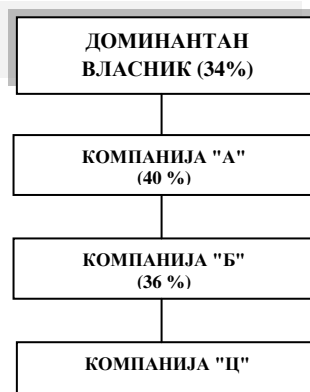
Корпоративни ланац представља један од облика пословних групација коју чине контролна или главна компанија и остале компаније у ланцу. Оно по чему се ланчана структура разликује од форме пирамиде јесте што компаније у ланцу имају спољашње акционаре, као што је приказано на Слици 13 (Tricker, 2009, с. 84). На врху ланца може да се налази појединац, група инвеститора или компанија. Компаније у ланцу могу да буду јавне или приватне.



Слика 13. Модел ланчане структуре

Извор: Tricker, 2009, с. 84

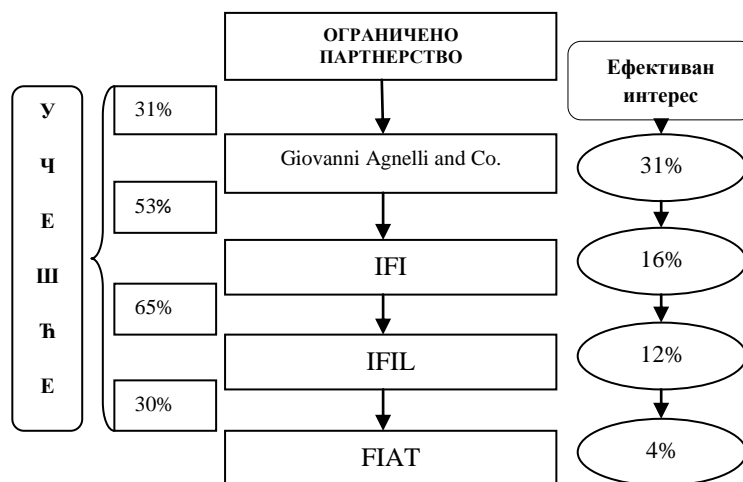
Основни мотив за формирање ланчаних структура је стицање јединствене контроле и права која су знатно већа у односу на права која се стичу по основу појединачних удела у компанијама које чине део ланца. Основна предност формирања ланчане структуре је моћ која се стиче као последица ланчане повезаности компанија. Инвестирањем у ланчану структуру, компанија која се налази на врху ланца стиче већу моћ над осталим компанијама у ланцу, у односу на ситуацију када би инвестирала у компаније појединачно посматрано. Компанија на врху ланца може да утиче на одлуке менаџмента у другим компанијама у ланцу. На пример, индивидуални инвеститор поседује 34% компаније А, која поседује 40% компаније Б која поседује 36% компаније Ц (Слика 14). Може се закључити да у овом ланцу компанија на врху ланца (компанија А) поседује само 5% акција компаније која се налази на дну ланца (компанија Ц) (34% од 40% од 36%), али има велики утицај на све компаније које се налазе у ланцу (Tricker, 2009, с. 84).



Слика 14. Пример ланчане структуре

Извор: Tricker, 2009, с. 84

Ланчане структуре се често примењују у многим азијским земљама. Оне су, такође, популарне у Европи и другим земљама, посебно тамо где породични интереси доминирају у корпоративним групама. На пример у Италији, фамилија *Agnelli* је кроз породичне интересе и ограничена партнерства, значајно утицала на *Fiat*, кроз ланац који је приказанна Слици 15. Он показује да породица *Agnelli* поседује 53% друге компаније која поседује 65% треће компаније која поседује 30% *Fiat*-а, као четврте компаније у ланцу, чиме стичу контролу над свим компанијама у ланцу, упркос томе што поседују мање од 4% финансијског удела (31% од 53% од 65% од 30%)(Tricker, 2009, с. 85).



Слика 15. Корпоративна структура *Agnelli* компаније као пример ланчане структуре

Извор: Tricker, 2009, с. 85

Мрежне структуре (енг. *network structures*)

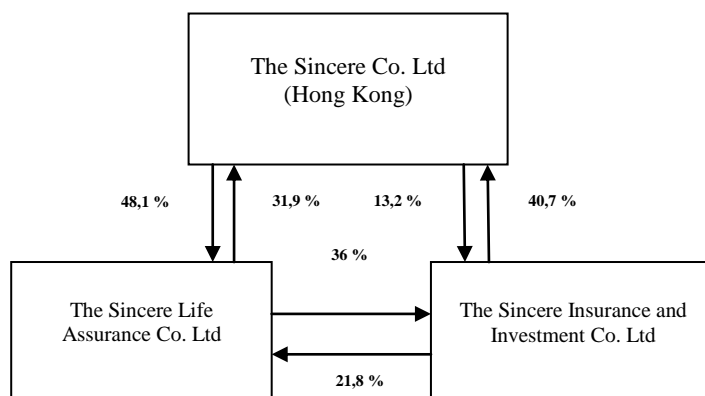
Мрежна структура настаје када компаније формирају мрежу путем унакрсног или узајамног власништва. Начин координације рада унутар пословне мреже зависи зависи од величине власничких удела у повезаним компанија. Чланови мреже су компаније различите величине, али је најчешће највећа компанија доминантна. Постоје ситуације када је једна компанија у мрежи доминантна или када ниједна чланица мреже нема доминантну улогу. Независно од начина повезаности компанија које чине мрежу, мрежне структуре или пословне мреже настају када група компанија обавља послове на различитим тржиштима, али под јединственом контролом. Реч је о дугорочним, добровољним партнерствима између компанија којима се олакшава експанзија пословних активности. Експанзија пословних активности се остварује кроз унапређење информационих токова, јачање репутације и ефикасније решавање конфликта. Стварање пословних мрежа настаје као резултат потребе да се обезбеди подршка на тржишту и као покушај да се надомести недостатак развијених институција тржишта. У том смислу, могу се издвојити две основне функције пословних мрежа: тржишна подршка и супститутивна тржишна функција (Бабић, 2006, сс. 20-21).

Пословне мреже се најчешће примењују у Јапану, Кини, Кореји, Јужној Америци, Индији, али се могу срести и у осталим деловима света. Постоји већи број фактора који доводи до формирања мрежа (Tricker, 2009, с. 87-88):

- *Прво*, може се остварити стратегијска повезаност између компанија које сарађују. На пример, једна компанија може да склопи договор са различитим компанијама о пословној сарадњи, нудећи им услуге истраживања и развоја, производње, маркетинга и/или услуге дистрибуције. Последично, компаније могу да се договоре да изврше размену акција и да прихвате унакрсно власништво;
- *Друго*, компаније могу да се удруже у мрежу како би се заштитиле од непријатељских преузимања. Када постоји унакрсно власништво, потенцијални непријатељски понуђач има неравноправан положај приликом куповине акција;
- *Треће*, мреже се могу формирати како би се прикупила неопходна финансијска средства. Комплексност финансијских мрежа резултира из договора који су направљени између чланица мреже како би се обезбедио приступ фондовима;

- *Четврто*, мреже се могу користити у циљу стицања пореских олакшица и финансијске користи;
- *Пето*, мреже се могу формирати у циљу дисперзије ризика између компанија које чине мрежу. На пример, компаније А, Б и Ц размењују акције и на тај начин деле ризик, профит и могуће губитке;
- *Шесто*, мреже могу да настану као последица активности аквизиције. Компаније прихватају да буду део мрежне структуре јер нису спремне да поднесу одговарајуће трошкове и организациони стрес који изазива редефинисање организационих система.

Пример мрежне структуре заснован на унакрсном власништву (када компаније поседују једна другу) је приказан на Слици 16.



Слика 16. Пример модела мрежне структуре

Извор: Tricker, 2009, с. 90

Полазећи од наведених предности, у Јапану и јужној Кореји мрежа представља традиционалан начин функционисања групе компанија које су утемељене на унакрсном власништву акција. *Keiretsu* су мреже јапанских компанија које су повезане преко интерног трговања и унакрсног власништва акција. Овај тип мрежа најчешће укључује финансијску институцију. Традиционално, управни одбор у *keiretsu* мрежама има само ритуалну улогу. Управни одбори су велики и састављени од извршних чланова.

У другим источно - азијским земљама на које је утицало британско корпоративно право (на пример, Сингапур, Малезија, Хонг Конг) закони и регулатива компанија у области корпоративног управљања су релативно развијени. Корпоративно управљање у Кини се веома брзо развија, у складу са све бржим економским растом земље. Међутим, у Јужној Кореји се развио другачији приступ корпоративном

управљању. Након Другог светског рата дошло је до формирања мрежа компанија, које су познате као тзв. *chaebols*. Овај тип мреже подразумева активну укљученост владе и финансијску потпору, иако постоји тенденција ка доминацији породичног власништва. Иако породице поседују релативно мали број акција, путем унакрсног власништва успостављају контролу. Овај тип мрежне структуре представља дугорочна партнерства између компанија, владе и приватних институција (Бабић, 2004, с. 41).

Пословне групе као што су *keiretsu* и *chaebols* представљају скуп компанија које су, иако правно независне, међусобно повезане мрежом формалних и неформалних веза и предузимају координиране акције (Khanna & Rivkin, 2001). Пословне групе су карактеристичне за привреду у развоју због бројних предности које доприносе повећању вредности компаније. Hoshi, Kashyap и Scharfstein (1990) потврђују претпоставку да чланство у *keiretsu* у Јапану ублажава проблеме слепог путника и информационе асиметрије који отежавају поновно преговарање са кредиторима. Такође, Hoshi, Kashyap и Scharfstein (1991) потврђују да јапанске компаније које имају везе са великим банкама имају нижи степен осетљивости инвестиција на ликвидност. Ако се посматрају *chaebols* мреже може се извести став да су инвестиције од стране компанија које чине мрежу мање осетљиве на промене у готовинском току у односу на инвестиције корејских компанија које не припадају *chaebols* мрежи.

3. Емпиријска истраживања о власништву и контроли

Преглед емпиријских студија о власништву и контроли показује да највећи број истраживања спроведених у овој области има за циљ да испита на који начин варирање власничке структуре и контроле утиче на перформансе компанија. Испитивање односа између структуре власништва и перформанси компаније се односи на мерење заједничких користи од контроле. Почети истраживања се везују за доприносе Berle и Means (1932) који се односе на успостављање корелације између концентрације власништва и перформанси. Ипак, иако су спроведене бројне студије, још увек није успостављен консензус који се тиче ефеката структуре власништва на перформансе. Ограничења добијених резултата се огледају у чињеници да је већина релевантних истраживања спроведена на англосаксонском подручју у тржишно-оријентисаним системима, које карактерише дисперзија власништва и агенцијски конфликти између менаџера и дисперзираних акционара. Изведени закључци су утемељени на англоамеричкој перспективи, због чега је њихова примењивост ограничена и не могу се применити у земљама које карактерише изразита концентрација власништва и конфликт интереса између мањинских и већинских акционара (Perrini, Rossi, & Rovetta, 2008). Наведена ограничења подстакла су спровођење сличних истраживања и у земљама Континенталне Европе и у Јапану.

Поред бројних истраживања у развијеним тржишним економијама, анализа ефеката структуре власништва на перформансе компанија представља важно истраживачко поље у транзиционим економијама. Потреба за истраживањем структуре власништва у транзиционим економијама је још већа, услед чињенице да су проблеми који настају раздвајањем власништва и контроле још израженији и комплекснији, јер категорије власништва настале као последица процеса приватизације нису јасно дефинисане, а тржишни механизми и институционални оквир нису довољно развијени. Резултати спроведених студија у транзиционим економија се разликују у односу на развијене економије које карактерише примена агенцијских уговора и развијен институционални контекст, а узроке треба тражити у различитим карактеристика привредног амбијента, полазним претпоставкама и теоријским утемељењима.

3.1 Преглед емпиријских студија о власништву и контроли у тржишним економијама

Полазећи од различитих карактеристика модела корпоративног управљања, бројни истраживачи су се бавили испитивањем утицаја различитих аспеката структуре власништва на перформансе компанија. Резултати мета анализе односа између *концентрације власништва и перформанси компаније* не подржавају увек хипотезу да велики акционари врше активан мониторинг који доприноси повећавању профитабилности компанија, већ показују да тај однос зависи од модела корпоративног управљања, анализираних варијабли и индикатора перформанси који се користе (Sánchez-Ballesta & García-Meca, 2007). Ослањајући се на резултате мета анализе посебно су анализирани резултата утицаја *концентрације власништва, инсајдерског или меџерског власништва и идентитета власника* на перформансе компанија (Itturalde, 2011). Имајући у виду да се успостављање корелације између наведених варијабли и перформанси корпорација значајно разликује између појединих земаља, ефекат концентрације власништва на перформансе је анализиран у контексту институционалног оквира и модела корпоративног управљања.

Концентрација власништва и перформансе компанија

У складу са претпоставком коју је поставио Demestez (1983) испитивање односа између концентрације власништва и перформанси компаније је значајније у земљама које примењују континентални модел корпоративног управљања. У Јапану, Немачкој и земљама Континенталне Европе власништво је сконцентрисано у рукама већинских власника (*блокхолдера*), због чега је ефекат концентрације власништва на перформансе јачи. Овакво схватање се може објаснити чињеницом да концентрација власништва доводи до јаке контроле процеса одлучивања од стране великих *блокхолдера*.

Полазна претпоставка бројних емпиријских студија је да концентрација власништва смањује агенцијске конфликти између власника и менаџера и позитивно утиче на перформансе компаније (Thomsen, Pedersen & Kvist, 2006; Perrini, Rossi & Rovetta, 2008). Ефекат позитивног *feedback-a* вредности компаније на концентрацију власништва настаје као последица мотивисаности *блокхолдера* да врше контролу менаџера (хипотеза *преференције контроле*). Ипак, основна истраживачка дилема је да ли у условима високе концентрације власништва услед веће иницијативе контролних акционара да обављају мониторинг менаџера долази до смањења

конфликта интереса између власника и менаџера (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976) или већински акционари користе контролне позиције како би остварили приватне (личне) користи на рачун интереса мањинских акционара.

У англосаксонским земљама, које одликује дисперзирана структура власништва ефекат концентрације власништва на перформансе је слабији. На основу истраживања које је спровео Holderness (2003), може се уочити да је у неким случајевима концентрација власништва повезана са порастом вредности компаније, док се у другим случајевима може довести у везу са опадањем вредности. Заправо, није откривена јасна корелација између концентрације власништва и перформанси. Holderness (2003) закључује да велики број доказа о корелацији између *блокхолдера* и вредности компаније у САД-у указује на то да тај однос често варира од негативног до позитивног или неутралног. Заправо, већа контрола коју *блокхолдери* имају на основу удела у власништву подстиче их да предузимају кораке који повећавају тржишну вредност акција, од чега корист имају сви акционари. Ипак, та иста контрола може да донесе личну корист, која није доступна осталим акционарима. Лична корист коју имају *блокхолдери* потенцијално умањује вредност компаније.

Поред истраживања спроведених у САД-у, и у осталим земљама спроведене су бројне студије усмерене ка односу између структуре власништва и перформанси компаније. Kang и Shivdasani (1995) закључују да јапанске компаније, које у структури власништва имају блокхолдере, успешније спроводе процес реструктурирања у односу на компаније које не одликује блокхолдерска структура. Gorton и Schmid (2000) потврђују да су перформансе компанија у Немачкој у позитивној корелацији са концентрисаним власништвом, иако се не може успоставити корелација између власничке структуре и смене менаџмента. Моделирајући власничку структуру као ендегену варијаблу, Karapoulos и Lazaretou (2007) на основу испитивања односа између власничке структуре и перформанси закључују да концентрација власништва позитивно утиче на профитабилност компаније.

У складу са доприносима претходних истраживања, Perrini, Rossi и Rovetta (2008) у истраживањима италијанских компанија, полазе од претпоставке да концентрација власништва ублажава конфликт између власника и менаџера и стога позитивно утиче на перформансе. Проучавајући однос између концентрације власништва и перформанси за све компаније којима се јавно тргује на италијанском тржишту у периоду 2000-2003.године, Perrini, Rossi и Rovetta (2008) долазе до закључака да је

концентрисано власништво у позитивној корелацији са перформансама. Изведени закључци су у складу са теоријским претпоставкама да повећање концентracије власништва доводи до смањења трошкова који настају као последица раздвајања власништва и контроле.

Ослањајући се на резултате истраживања које су спровели Shleifer и Vishny (1997) и La Porta et al., (1998), Denis и McConnell (2003) су у својој студији показали да концентracија власништва има позитиван ефекат на вредност компанија у земљама које имају нижи ниво заштите инвеститора. Такође, ефекат концентracије власништва на перформансе зависи од тога који се индикатори перформанси користе (Sánchez-Ballesta & García-Meca, 2007; Young et al., 2008). У зависности од мера перформанси које су анализирани, ефекат мониторинга и ефекат експропријације могу бити различити. Стога, резултати показују да су мере перформансе веома важан модератор када је у питању однос између структуре власништва и перформанси.

Инсајдерско власништво и перформансе компанија

Поред концентracије власништва, важна детермината перформанси компаније је тип власника (Бабић & Николић, 2013). Најбројнија су истраживања у којима се испитује утицај *инсајдерског* или *менаџерског власништва*. Morck, Shleifer и Vishny (1988) испитују однос инсајдерског власништва и вредности компаније на тржишту САД-а. Резултати до којих су дошли показују немонотони однос између вредности компаније и величине менаџерског удела у власништву. Изведене закључке, у теоријском смислу објашњавају *теоријом о интегрисаним подстицајима и ограничењима менаџерског власништва*, заснованој на опречним ефектима усаглашавања интереса власника и менаџера и ефектима укопавања менаџера. До сличних закључака су дошли McConnell и Servaes (1990) идентификујући оптимални праг власништва који износи око 40% за компаније у САД-у. Morck, Shleifer и Vishny (1988) и McConnell и Servaes (1990) закључују да *ефекти усаглашавања инсајдерског власништва доминирају над ефектима заклона менаџера само на одређеним нивоима менаџерског власништва*. Ипак, са повећањем инсајдерског власништва изнад одређеног нивоа (преко 5%), ефекат заклона доминира, а повећање инсајдерског власништва је повезано са опадањем вредности компаније (Бабић & Николић, 2011).

Short и Keasey (1999) анализирајући компаније у Великој Бријатнији долазе до сличних резултата и идентификују тачку инфлексције или преломну тачку на 12 % власништва. Међутим, већински власници могу да искористе своје контролне позиције како би остварили приватне користи на рачун мањинских акционара (према Thomsen et al., 2006). Повећање менаџерског удела у власништву резултира ограничавањем менаџмента, чиме се повећава ризик да ће менаџери доносити одлуке које нису у интересу мањинских акционара. Изведени закључци у вези ефеката менаџерског власништва су у сагласности са ефектом ограничавања менаџера (Mork et al., 1988). Нижи нивои менаџерског власништва позитивно утичу на перформансе. Када се удео менаџерског власништва повећава, менаџери постају ограничени, што се негативно одражава на перформансе компаније.

Полазећи од раније спроведених емпиријских студија, Holderness (2002) проучава ефекте инсајдерског власништва на доношење корпоративних одлука и вредност компанија у САД-у. Иако у литератури постоје опречне хипотезе по питању ефеката инсајдерског власништва, може се прихватити став да инсајдерско власништво доводи до усаглашавања интереса инсајдера са интересима осталих акционара и расту вредности компаније. Ипак, веће инсајдерско власништво може да резултира већим степеном контроле менаџера и *ефектом заклона* менаџера. Short и Keasey (1999) показују да ефекат заклона менаџерског власништва почиње да доминира над *ефектима усаглашавања* када је менаџерско власништво око 12%. С обзиром да су Morck, Schleifer и Vishny (1988) у својим истраживањима показали да *ефекат заклона* доминира над *ефектом усаглашавања* ако постоји 5% менаџерског власништва, Short и Keasey закључују да до *ефекта заклона* менаџера долази на вишим нивоима власништва у Великој Британији него у САД-у, објашњавајући их ставом да у Великој Британији постоји јача контроле од стране институција и мања способност менаџера да се заштите од непријатељског преузимања.

Резултати о ефектима инсајдерског власништва могу се повезати са диверсификованим компанијама. Lins и Servaes (1999) мере однос између концентрисаног инсајдерског власништва и диверсификације компанија у Немачкој, Јапану и Великој Британији. Они закључују да инсајдерски власници имају позитиван ефекат на вредност диверсификације у Немачкој, али не и у Великој Британији и Јапану. Chen и Ho (2000) проучавају компаније у Сингапуру и показују да диверсификација има негативан ефекат на вредност само у оним компанијама које имају низак степен менаџерског власништва (према Denis & McConnell, 2003).

Резултати мета анализе односа између инсајдерског власништва и перформанси показују да у линеарним регресијама инсајдерско власништво има позитивне и значајне ефекте на вредност компаније, чиме се потврђује да је инсајдерско власништво важан механизам усаглашавања интереса инсајдера и осталих акционара. У развијеним земљама, корелација између инсајдерског власништва и перформанси је позитивна без обзира на примењени модел корпоративног управљања (Sánchez-Ballesta & García-Meca, 2007). Међутим, када је проценат инсајдерског власништва низак, тржишна дисциплина приморава менаџере да доносе одлуке у складу са принципом максимизирања вредности упркос slabим личним мотивима. Супротно, када је проценат инсајдерског власништва толико висок да им даје јаку гласачку моћ, они теже остварењу личних циљева.

Такође, када су одлуке менаџера одраз интереса већинских акционара менаџерско власништво није ефикасан механизам за смањивање агенцијских конфликта (Perrini, Rossi & Rovetta, 2008). Ови аргументи показују да превисок проценат инсајдерског власништва може да има негативан утицај на перформансе (Itturalde, 2011). Такође, резултати који показују однос између инсајдерског власништва и перформанси се разликују у зависности од природе индикатора који се користе, због чега је веома тешко извести генералне закључке. Детаљна истраживања која се односе на управљачке структуре и финансијске перформансе су се ослањала на индикаторе који су засновани на рачуноводству (принос на укупну имовину, принос на акционарски капитал и принос од продаје) и индикатора који су засновани на тржишту (показатељи тржишне вредности). Мере финансијског рачуноводства су често критиковане због: (1) подложности манипулацији; (2) могућности да се прикажу умањене вредности; (3) због могућности да створе дисторзије (Sánchez-Ballesta & García-Meca, 2007). Насупрот томе, приноси који се заснивају на тржишту приказују перформансе које се прилагођавају ризику, иако су често под утицајем фактора који су изван менаџерске контроле. Показатељи тржишне вредности, за разлику од осталих група показатеља ослоњених само на податке садржане у финансијским извештајима користе и информације са финансијског тржишта. Велика разноликост финансијских показатеља који се могу груписати у тржишна, рачуноводствена, хибридна или вредносна мерила резултују недоследношћу по питању резултата истраживања.

Поред испитивања утицаја инсајдерског власништва, бројне студије су се бавиле анализом утицаја банака као контролног власника на вредност компаније. Morck, Nakamura и Shivdasani (2000) сматрају да однос између власништва банака и перформанси у Јапану варира: корелација је позитивна када је удео у власништву

већи. Gorton и Schmid (2000) закључују да је позитивна релација између концентрације власништва и вредности код немачких компанија нарочито јака када су блокхолдери банке. Xu и Wang (1997) доказују да постоји позитивна корелација између концентрације власништва и профитабилности, истичући да је корелација јача када су блокхолдери финансијске институције него када је држава главни блокхолдер (према Denis & McConnell, 2003).

На основу анализираних резултата спроведених студија, може се прихватити генерални став да постоји већа корелација између структуре власништва и перформанси компаније у не-америчким компанијама него у америчким. Концентрисано власништво најчешће има позитиван утицај на вредност компанија. У англоамеричким економијама које су засноване на тржишно-оријентисаном систему корпоративног управљања, ефекат блокхолдерског власништва на вредност компанија је низак (што је у сагласности са претпоставком коју је изнео Demestez, 1983). У континенталној Европи блокхолдерско власништво показује негативан ефекат на вредност компаније. Овакав став не значи да велики власници не играју важну улогу у европским компанијама. Просечни нивои блокхолдерског власништва су већи него у САД-у и Великој Британији, због чега су и користи које остварују већи. Веће приватне користи од контроле могу бити једн од разлога зашто блокхолдери поседују контролне пакете акција. Дилема о корелацији између блокхолдерског власништва и перформанси се може објаснити на следећи начин: са једне стране, велики акционари надгледају менаџере, што је у интересу свих акционара, док са друге стране, велики блокхолдери користе своју моћ како би остварили личне користи на рачун интереса мањинских акционара. Емпиријска подршка наведених претпоставки постоји у Континенталној Европи, али не у САД-у и Великој Британији, чиме се указује на значај правног система и институционалног амбијента у извођењу релевантних закључака о ефектима степена концентрације и типа власништва на перформансе компаније (Thomsen, Pedersen, & Kvist, 2006).

3.2 Преглед емпиријских студија о власништву и контроли у транзиционим економијама

Емпиријске студије о власништву и контроли у транзиционим економијама које карактерише висок степен концентрације власништва, конфликт интереса између већинских и мањинских акционара и недовољно развијен институционални оквир утемељене су на различитим теоријским перспективама. Комбиновање различитих

теоријских перспектива доприноси потпунијем сагледавању ефеката структуре власништва на перформансе корпорација и успостављању корелације између *степенa концентрације и типа власништва*, са једне и перформанси компанија, са друге стране (Бабић & Николић, 2011).

На агенцијској теорији, утемељене су бројне студије у којима је испитиван однос између концентрације власништва и перформанси у развијеним, тржишним економијама. Међутим, када се анализирају транзиционе економије и земље у развоју на основу агенцијске теорије није могуће потпуно објаснити комплексну природу повезаности структуре власништва и перформанси. Агенцијска теорија пружа само парцијално сагледавање ефеката концентрације власништва на различите показатеље перформанси, због чега је важно применити *мулти-теоријски приступ*, који подразумева интеграцију агенцијске теорије, теорије базиране на ресурсима и институционалне теорије (Douma, Rejic, & Kabir, 2006).

Према теорији базираној на ресурсима, компаративна предност компаније се базира на поседовању материјалних и нематеријалних ресурса, који су за друге компаније скупи или тешки за прибављање. Главни допринос теорије базиране на ресурсима огледа се у томе што даје објашњење узрока који доводе до разлике у профитабилности компаније на дуги рок, које се не могу приписати разликама у условима индустрије (гране). У разумевању разлика у профитабилности, полази се од претпоставке да између различитих типова акционара постоји значајна хетерогеност ресурса које поседују. Ако се посматрају привреде у развоју и транзиционе економије, ове разлике настају у зависности од тога да ли су акционари страни (енг. *foreign*) или домаћи (енг. *domestic*) и финансијски (енг. *financial*) или стратегијски (енг. *strategic*) (Douma et al., 2006). Наведени типови власника имају различиту расположивост ресурса и организационе способностима, које доводе до успостављања различитих корелација са перформансама компаније.

Тип акционара који се може класификовати као финансијски-страни (енг. *financial-foreign*) има изражене способностима мониторинга, али је финансијски фокус на ликвидности, што доводи до тога да не желе да имају дугорочни однос са компанијом и да се ангажују у процесу реструктурирања уколико се остварују лоше перформансе. Овај тип акционара преферира *стратегију излаза* у односу на *стратегију гласа* (Aguilera & Jackson, 2003). Последично, овај тип акционара има умерен утицај на перформансе компаније. Финансијски-домаћи (енг. *financial-domestic*) акционари поседују најмање пожељне карактеристике. Њихов финансијски фокус су краткорочне акције усмерене ка одржавању ликвидности и

често удруживање са другим домаћим акционарима. Овај тип акционара има негативан утицај на перформансе компаније.

Са друге стране, постоје домаћи и страни акционари који имају стратегијске интересе јер су њихови власнички удели мотивисани нефинансијским циљевима, као што је стицање контролних права и развијање одрживих компаративних предности и способности. Стратегијски-страни (енг. *strategic-foreign*) акционари користе своје власничке уделе као средства за постизање стратегијских интереса. С обзиром да се ради о страним акционарима, они обезбеђују домаћим компанијама релативно лак приступ техничким, менаџерским и финансијским ресурсима. Стога је њихов утицај на перформансе позитиван. Стратегијски-домаћи (енг. *strategic-domestic*) акционари су усмерени на остваривање стретегејских интереса, али је њихов утицај на перформансе умерен, јер у поређењу са стратегијским-страним акционарима, они имају релативно инфериорне способности и мању расположивост ресурса.

Поред теорије базиране на ресурсима, институционална теорија представља основу спровођења бројних студија у транзиционим економијама и земљама у развоју. Иако су агенцијска теорија и теорија базирана на ресурсима моћни алати и пружају важне увиде у испитивање утицаја структуре власништва на перформансе компаније, оне „пате од озбиљног ограничења“, јер се не баве испитивањем социјалног (друштвеног) контекста у којима се компаније налазе (Douma et al., 2006). Институционална теорија наглашава утицај социо-културних норми, уверења и вредности, регулаторног и правног система на организациону структуру и понашање. Институције регулишу економске активности кроз формална и неформална правила као основе за производњу, размену и расподелу. Институције помажу да се формулишу стратегијски избори са којима се организације суочавају (Young et al., 2008). Међутим, у транзиционим економијама, институције нису стабилне. Штавише, формалне институције често нису довољно развијене. Као резултат тога, у транзиционим економијама доминантну улогу имају неформалне институције (Бабић, 2010). Теорије које истраживачи користе, често имплицитно претпостављају да су институционални услови који одликују развијене привреде исти и у привредама у развоју и транзиционим економијама. Наведена претпоставка је погрешна и представља основно ограничење у извођењу релевантних закључака. То не значи да у транзиционим економијама не постоји правна регулатива која се бави корпоративним управљањем. Основни проблем је што су транзиционе економије покушавале да усвоје правне оквире развијених привреда, посебно правне оквире англоамеричког система.

Међутим, формалне институције као што су закони и регулатива у вези рачуноводствених захтева, објављивања информација, трговине хартијама од вредности и њихова примена не постоје или су неефикасни. Стога, механизми корпоративног управљања имају релативно малу институционалну подршку у транзиционим економијама, што доводи до развоја неформалних институција (Бабић, 2003).

Комбиновање агенцијске, теорије базиране на ресурсима и институционалне теорије, објашњава различите утицаје појединих типова акционара. Уопштено, оне индицирају да постоји позитиван појачавајући ефекат на перформансе компаније, ако је акционар спољашњи, концентрисан, страни и има стратегијске интересе. Са друге стране, постоје негативни појачавајући ефекти ако је доминантан тип акционара унутрашњи, дисперзован, домаћи и има финансијске интересе (Douma et al., 2006). Полазећи од значаја који институционална теорија има у разумевању ефеката структуре власништва у транзиционим економијама, на Слици 17 представљен је мулти-теоријски приступ у разумевању односа између структуре власништва и перформанси (према Бабић & Николић, 2011).



Слика 17. Мулти-теоријски приступ у изучавању ефеката структуре власништва
 Извор: Douma et al., 2006, с. 638.

Ослањајући се на мултитеоријски прилаз у разумевању ефеката структуре власништва на перформансе компанија у транзиционим економијама аутори полазе од опште претпоставке да приватно власништво доводи до побољшања

перформанси (Frydman, Gray, Hessel, & Rapaczynski, 1999). Емпиријске студије су се најчешће бавиле испитивањем промене структуре власништва као последице процеса приватизације, са посебним освртом на ефекте које промена државне у приватну структуру власништва има на перформансе. Megginson и Netter (2001) дају исцрпан преглед преко 225 студија које се односе на различите економске аспекте процеса приватизације. Примарно питање којим се баве емпиријске студије о ефектима приватизације је о томе да ли се перформансе унапређују када предузећа прелазе у приватно власништво. Megginson, Nash и Van Randenborgh (1994) су испитивали ефекте промене структуре власништва предузећа у државном власништву која су приватизована током периода 1979-1990. године. Резултати њихове студије показују да приватизована предузећа одликује повећање профитабилности и повећање ефикасности (мерено као смањење трошкова по јединици производње) у односу на период пре приватизације.

Claessens (1997) анализира процес масовне приватизације и расподеле ваучера у Чешкој и Словачкој у периоду 1992-1993. године. У оквиру програма масовне приватизације, трансформацијом предузећа у државном власништву настало је скоро две хиљаде приватних предузећа. Процес приватизације је започео откупом ваучера од стране грађана које су у другом кругу од грађана откупљивале инвестиционе компаније. На крају процеса, инвестиционе компаније су поседовале највећи део акција, док су појединци поседовали акције у само 168 компанија. Claessens (1997) закључује да су цене акција у позитивној корелацији са концентрацијом власништва, што се може објаснити ставом да у условима дисперзије власништва мониторинг менаџера у компанијама које су новоприватизоване није ефикасан. У студији која је обухватила 706 новоприватизованих чешких фирми, Claessens и Djankov (1999) потврђују да концентрисано власништво доводи до унапређења перформанси у новоприватизованим компанијама, истичући да су профитабилност компаније и продуктивност рада у позитивној корелацији са концентрацијом власништва.

Резултати студије коју су спровели Boubakri и Cosset (1998) испитујући 79 делимично или потпуно приватизованих компанија у транзиционим економијама показују да постоје значајна повећања профитабилности, оперативне ефикасности, нивоа запослености и дивиденди након процеса приватизације. LaPorta и Lopez-de-Silanes (1999) на основу истраживања 218 компанија у различитим индустријским секторима које су приватизоване током периода 1983-1991. године закључују да значајно повећање профитабилности настаје услед смањења запослености и последично повезаног смањења трошкова радне снаге. Claessens и Djankov (1998) су

спровели обимну студију на узорку од преко 6.000 новоприватизованих компанија источноевропских земаља за период 1992-1995. године које су приватизоване у процесу масовне приватизације источноевропске привреде током почетка деведесетих година. Користећи мултиваријантну анализу, они закључују да је приватизација повезана са већим растом продуктивности, али да код чешких компанија менаџерско власништво нема утицај на перформансе.

Dewenter и Malatesta (2001) су испитивали однос између државног власништва и перформанси анализирајући узорак који укључује предузећа која су у приватном власништву и предузећа која су у државном власништву у периоду 1975-1995. године. Резултати до којих су дошли показују да су државна предузећа мање профитабилна од приватних. Међутим, они запажају да већи профити нису директно повезани са приватизацијом, већ да се повећање профита јавља непосредно пре приватизације, што упућује на закључак да изгледи за будућу приватизацију подстичу побољшање перформанси (према Denis & McConnell, 2003).

Наведене студије се баве анализом ефеката које државно vs. приватно власништво има на перформансе. Генерално, може се закључити да је приватно власништво повезано са бољим перформансама од државног власништва. У вези са наведеним истраживачким проблемом је и питање да ли је битан идентитет или тип нових власника и величина њихових удела. Мањи број студија одговара на ова питања. Државе не врше увек потпуну приватизацију и резултати показују да је перформанса негативно повезана са њиховим континуираним улагањем у компаније. Boubakri и Cosset (1998) сматрају да је побољшање перформансе највеће када се државе одрекну гласачке контроле. Majumdar (1998) долази до сличних закључака. Он је проучавајући перформансе компанија које су у државном, приватном и мешовитом власништву, током периода 1973-1989. године, показао да приватне компаније остварују већу ефикасност од компанија која су у државном или мешовитом власништву, као и да компаније у мешовитом власништву показују већу ефикасност од државних компанија (према Denis & McConnell, 2003).

До сличних закључака дошло се и у емпиријским студијама осталих посткомунистичких транзиционих привреда, које су због бројних државних и приватизованих компанија, постале важан полигон за тестирање претпоставке да је приватизација ефективна (Fan, Wei, & Xinzhong, 2011). Истраживања повезана са ефектима претварања државне у приватну својину су бројна и углавном упућују на став да приватизација позитивно утиче на профитабилност компанија. Резултати

спроведених студија показују да је приватизација допринела повећању профитабилности и продуктивности. Ипак, полазећи од различитих варијација постприватизационих ефеката у зависности од контекста и услова у којима је приватизација извршена, може се извести закључак да се најбољи ефекти остварују када постоји умерена концентрација власништва.

Поред ефеката концентрације власништва, значајно подручје истраживања обухвата студије о утицају различитих врста власника на перформансе. Постоје бројни емпиријски докази да однос између великих власника и вредности често зависи од тога ко су велики акционари. Claessens, Djankov, Fan и Lang (1998), проучавају компаније у девет источно-азијских земаља и закључују да се утицај власништва разликује у зависности од типа блокхолдера. Власништво од стране корпорација је у негативној корелацији са перформансама, док је власништво од стране државе у позитивној корелацији. Они не налазе никакву везу између институционалног власништва и перформанси компаније (према Denis & McConnell, 2003).

Према Hingorani, Lehn и Makhija (1997), инсајдерско и страно власништво ублажавају агенцијске проблеме кроз подстицаје који усклађују интересе менаџера и инвеститора. У студији Makhija и Spiro (2000) у 988 чешких фирми показано је да цене акција имају позитивну корелацију са власништвом страних инвеститора, али и када су власници инсајдери. Власништво страних инвеститора утиче позитивно на перформансе, за разлику од инсајдерског власништва које утиче позитивно само до одређеног нивоа, изнад кога се може уочити негативни ефекат (Douma et al., 2006).

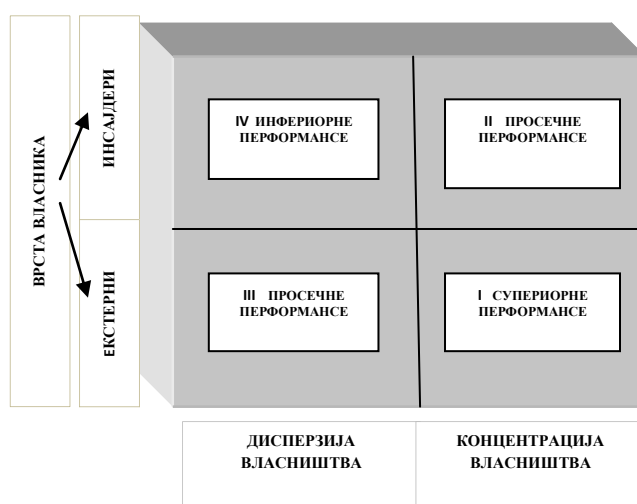
До супротних резултата дошли су Frydman et al. (1999) у студији спроведеној у 506 приватизованих и државних индустријских компанија у Чешкој, Мађарској и Пољској. Према њиховој студији перформансе компанија су у негативној корелацији са инсајдерским власништвом. Резултати једне од највећих студија, базиране на узорку од преко 200 приватизованих и државних компанија у Чешкој, Мађарској и Пољској, показују да су ефекти власничке трансформације на перформансу значајно различити у зависности од типа власника. Заправо, перформанса приватизованих компанија пре свега зависи од типа власника, што упућује на постојање двосмислености у погледу ефеката приватизације.

Изнети ставови показују да у контексту централне Европе, приватизација нема изразито позитиван ефекат на било коју меру перформансе када компанију контролишу инсајдерски власници (менаџери или запослени), а да постоји позитиван ефекат на компанију контролишу екстерни власници (*outsajderi*).

Резултати до који су дошли Frydman et al., (1999) индицирају да и када је приватизација ефективна, њен ефекат је веома различит у зависности од индикатора перформанси (према Бабић & Николић, 2011).

Claessens и Djankov (1999) су дошли до сличних закључака, да је присуство страног инвеститора повезано са већом профитабилношћу у приватизованим чешким компанијама. D'Souza, Megginson и Nash (2001) су проучавали 118 предузећа из 29 земаља, које су приватизоване у периоду 1961-1995. године. Резултати њихове студије показују да је страно власништво повезано са побољшањем ефикасности након приватизације, као и да повећања ефикасности расту како државно власништво опада. Они истичу да постоји негативан однос између власништва запослених и профитабилности. Слично томе, Voubakri, Cosset i Guedhami (2001) сматрају да су повећања профитабилности и ефикасности повезана са присуством страног власника. У студији приватизованих мексичких компанија, Lopez-de-Silanes (1997) открива да су цене акција у позитивној корелацији са присуством страног инвеститора у структури власништва.

Каснија истраживања су дала сличне резултате. На основу једне од најрепрезентативнијих студија утемељеној на мулти-теоријској перспективи, коју су спровели Douma et al., (2006) може се потврдити претпоставка да тип власника и степен концентрације утичу на перформансе компанија. Комбиновање ове две димензије структуре власништва даје различите ефекте (Слика 4).



Слика 18. Корелација између структуре власништва и перформанси

Извор: Бабић & Николић, 2011 – адаптирано према Douma et al., 2006, с. 639

У условима концентрације власништва, када доминирају екстерни власници (поље I), постоји највећи степен корелације са супериорним перформансама, јер су контролни акционари способни да ублаже експропријацију мањинских акционара, а да у исто време остваре користи од мониторинга и преузимања ризика. Концентрисано инсајдерско власништво (поље II) резултира у ефикаснијем управљању, али доводи до експропријације мањинских акционара, због чега је утицај на перформансе умерен. Поље III представља комбинацију дисперзије и екстерног власништва, чији је утицај на перформансе умерен, јер је њихова способност да врше ефективан мониторинг лимитирана проблемима информационе асиметрије и трошковима координације. Поље IV показује инфериорне перформансе, јер се ради о комбинацији дисперзије власништва и инсајдера чиме се угрожава способност мониторинга. Објашњење оваквог схватања налази се у чињеници да дисперзирано власништво (хетерогена структура великог броја мањинских власника) не може да обезбеди ефективан мониторинг менаџера у новоприватизованим предузећима. Имплицитни закључак је да концентрација власника даје боље ефекте од дисперзираног власништва (Бабић & Николић, 2011). Ипак, извођење генералних закључака није једноставно, јер постоје бројни потенцијални проблеми и ограничења у вршењу емпиријског истраживања приватизације, као што су недостатак података, некомплетност варијабли, ендегеност и слично (Megginson & Netter, 2001).

Ипак, без обзира на постојећа ограничења резултати спроведених студија имплицирају да тип власника и величина удела утичу на перформансе. Власништво страних инвеститора се најчешће повезује са бољим перформансама, док се државно власништво повезује са лошијим перформансама. Међутим, полазећи од чињенице да структура власништва представља само један од релевантних фактора који утичу на перформансе, будућа истраживања би требало да укључе међузависност различитих аспеката структуре управљања у новоприватизованим компанијама, као што су структура управног одбора и компензација менаџера са структуром власништва.

ТРЕЋИ ДЕО

***УПРАВНИ ОДБОР КАО ИНТЕРНИ МЕХАНИЗАМ
КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА***

1. Основне улоге и одговорност управног одбора

Улоге и одговорност управног одбора, као интерног механизма корпоративног управљања, предмет су истраживања великог броја аутора још од осамдесетих година прошлог века (Zahra & Pearce, 1989; Donaldson & Davis 1991; Бабић, 1995; 1998; Weir, Laing, & McKnight 2002; Denis & Connell, 2003; Hendry & Kiel, 2004; Nicholson & Newton, 2010; Loizos & Lan, 2010; Zhang, 2010; Huse, Hoskisson, Zattoni, & Viganò, 2011; Bailey & Peck, 2013). Иако су истраживања у области улога управног одбора веома екстензивна и даље постоје бројне дилеме и неслагања у ставовима истраживача:

- Прво, постоје неслагања у вези броја улога управног одбора (Zahra & Pearce, 1989; Hung, 1998; Forbes & Milliken, 1999; Hillman & Dalziel, 2003), активности и задатака које управни одбори треба да обаве у оквиру различитих улога (Van den Heuvel et al, 2006; Ees, Van der Laan & Postma, 2008; Minichilli, Zattoni, Nilsen, & Huse, 2012;), као и у вези разграничења улога, задатака и одговорности (Huse, 2007; Петровић, 2008), што је довело до потребе за холистичким приступом у разумевању улога управног одбора (Machold & Farguhar, 2013);
- Друго, закључци спроведених истраживања најчешће су изведени као резултат ставова и мишљења једног од чланова управних одбора који чине узорак (Minichilli, Zona, & Zattoni, 2009(b); Zhang, 2010). Такви резултати истраживања често нису објективни, већ зависе од перцепције и ставова испитаника чиме се нарушава могућност извођења општеприхваћених закључака (Peck, 1995);
- Треће, осим неких изузетака (Huse, 2007; Huse & Zattoni, 2008) већина емпиријских студија користи истраживачки дизајн који ограничава разумевање понашања и динамике управних одбора (Gabrielson & Huse, 2004). Питање на који начин се одвијају активности које чланови управног одбора обављају у оквиру различитих улога још увек је без јасног одговора.

Претходно изнети ставови потврђују чињеницу да резултати различитих емпиријских студија у периоду од осамдесетих година прошлог века па све до данас, указују на потребу за даљим истраживањем еволуције улога управног одбора.

1.1 Еволуција улога управног одбора

У литератури о корпоративном управљању издвајају се различите улоге управних одбора. Еволуција улога управног одбора одвијала се паралелно са развојем различитих теорија и перспектива у истраживању корпоративног управљања (Adams & Weisbach, 2010). Према *агенцијској теорији* и *легалистичком прилазу*, интереси власника и менаџера могу бити различити, а основна улога управног одбора је ублажавање агенцијског проблема кроз надгледање и контролу рада менаџмента (Fama & Jensen, 1983). Управни одбор, кроз спречавање менаџерског опортунизма, представља механизам заштите интереса власника. Есенцијална одговорност управног одбора односи се на избор и смењивање менаџера, а његов задатак је да оцени рад менаџера и да одлучи да ли ће да пружи даљу подршку њиховом раду (Бабић, 1998).

Као критички одговор на основне претпоставке агенцијске теорије, развијена је *теорија услужности*, утемељена на претпоставци да интереси менаџера и власника не морају да буду различити и да управни одбор има улогу да помогне менаџерима у процесу формулисања и имплементације стратегија, а не само у оцени и одобравању стратегије (Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, Van den Bosch, & Volberda, 2009). Поред оцене и мониторинга рада менаџера, управни одбор има стратегијску одговорност која се може сагледати кроз стратегијска питања једне компаније која обухватају процес стратегијског одлучивања и промену корпоративног менаџмента. Стратегијска инволвираност управног одбора подразумева активно ангажовање управног одбора у одређивању визије и мисије корпорације, у формулисању, анализирању и ратификацији корпоративне стратегије (Бабић, 1998).

Теорија зависности од ресурса посматра управни одбор као потенцијални извор остваривања конкурентске предности, наглашавајући улогу управних одбора у прибављању критичних ресурса кроз процес кооптирања и умрежавања (Hillman & Dalziel, 2003) и обезбеђењу социјалног капитала (Kim & Cannella, 2008). Према *теорији заинтересованих страна* управни одбор има улогу да заштити интересе свих заинтересованих страна и друштва у ширем смислу, а не само власника. Структура и понашање управног одбора су конципирани да задовоље циљеве компаније и заинтересованих страна. Улога управног одбора је детерминисана корпоративном стратегијом и одговорношћу компаније за кључне заинтересоване стране (Бабић, 1998).

Ослањајући се на различите теоријске прилазе, аутори су издвајали различите улоге управног одбора, указујући на бројне дилеме и неслагања која се односе на:

- број и значење улога управног одбора и дефинисање одговорности и надлежности чланова управног одбора (Zahra & Pearce, 1989; Hung, 1998; Forbes & Milliken, 1999; Stiles & Taylor, 1996; Hillman & Dalziel, 2003; van den Heuvel et al., 2006; van Ees, van der Laan, & Postma, 2008; Minichilli, Zattoni, Nielsen, & Huse, 2012);
- објективност добијених резултата емпиријских истраживања који су засновани на субјективним одговорима чланова управног одбора (социјално пожељни одговори) (Minichilli et al., 2009; Zhang, 2010);
- начин на који управни одбор обавља задатке и доноси одлуке (Gabrielsson & Huse, 2004; Huse, 2007; Huse & Zattoni, 2008).

У циљу отклањања наведених дилема, а полазећи од наведених теоријских утемељења, у Табели 9 приказана су најзначајнија истраживања о улогама управног одбора која показују еволутивни ток од контролне до стратегијске улоге са описом задатака и активности које чланови управног одбора обављају (Machold & Farguahar, 2013). Улоге управног одбора су еволуирале од пасивне, више церемонијалне карактеристичне за традиционалну перспективу корпоративног управљања, до активне која указује на стратегијску улогу управних одбора и карактеристична је за савремену истраживачку перспективу (Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, Van den Bosch, & Volberda, 2009; Huse, Hoskisson, Zattoni & Viganò, 2011).

Полазећи од улога управног одбора које је дефинисао Mintzberg (1983) – избор генералног директора, директна контрола у периоду кризе, надзор менаџерских одлука, кооптирање екстерних утицаја, успостављање контаката и прикупљање ресурса, саветовање менаџмента и побољшање репутације компаније (Hendry & Kiel, 2004), Zahra и Pearce (1989) су издвојили три основне улоге: *контролну*, *сервисну* и *стратегијску*. Johnson, Daily и Ellstrand (1996) су, такође, указали на три кључне улоге управног одбора: *улога контроле*, *улога сервиса* и *улога прибављања ресурса*.

Остали истраживачи су истицали значај вишеструких улога управног одбора (Stiles & Taylor, 1996; Hung, 1998; Forbes & Milliken, 1999; Cravens & Wallace, 2001; Nicholson & Kiel, 2004). Према Hung (1998) улоге управног одбора се могу разврстати у шест категорија: *улога повезивања*, *улога координације*, *улога контроле*, *стратегијска улога*, *улога подршке* и *улога одржавања*.

Stiles и Taylor (1996) сматрају да постоје три групе улога: *улога контроле*, *стратегичка улога* и *институционална улога*. Forbes и Milliken (1999) истичу да се све активности које управни одбор обавља могу сврстати у две групе улога: *контролну* и *сервисну*. Према Hilman и Dalziel (2003) могу се издвојити само две групе улога управног одбора: *улога мониторинга* и *контроле* и *улога обезбеђења ресурса*. Такође, Sundaramurthy и Lewis (2003) наглашавају две основне улоге управног одбора: *улогу контроле* и *сервисну улогу*. У циљу тражења одговора на питања о томе *шта и на који начин раде управни одбори*, Nicholson & Newton (2010) сматрају да управни одбори имају четири улоге: *улогу контроле*, *улогу сервиса*, *улогу обезбеђења ресурса* и *стратегичку улогу*.

Табела 9. Теоријске перспективе и еволуција улога управног одбора

Истраживачи	Улоге управног одбора и теоријске перспективе	Опис активности
Zahra & Pearce (1989)	<ul style="list-style-type: none"> • Улога контроле – агенцијска теорија и легалистички прилаз; • Улога сервиса – теорија зависности од ресурса; • Стратегијска улога – теорија зависности од ресурса. 	<ul style="list-style-type: none"> • Мониторинг менаџера и заштита интереса власника; • Кооптирање ресурса и унапређење организационог легитимитета; • Оцена и ратификација стратегије; пружање савета менаџерима.
Johnson, Daily & Ellstrand (1996)	<ul style="list-style-type: none"> • Улога контроле - агенцијска теорија, легалистички прилаз; • Улога сервиса – агенцијска теорија; • Улога обезбеђивања ресурса - теорија зависности од ресурса. 	<ul style="list-style-type: none"> • Мониторинг менаџера, именовање и и отпуштање топ менаџера, одређивање плата и надокнада; • Пружање савета топ менаџерима који ће им помоћи у формулисању стратегије; • Представљање интереса кључних екстерних заинтересованих страна.
Hung (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • Улога повезивања - теорија зависности од ресурса; • Улога координације – теорија заинтересованих страна; • Улога контроле – агенцијска теорија; • Стратегијска улога – теорија услужности; • Улога подршке - теорија менаџерске хегемоније; • Улога одржавања - институционална теорија. 	<ul style="list-style-type: none"> • Кооптирање екстерних ресурса и повезивање са екстерним окружењем; • Преговарање и постизање компромиса између интереса различитих заинтересованих страна; • Контрола рада менаџера; • Оцена и формулисање стратегије; • Ратификација менаџерских одлука; • Разумевање и анализа институционалног амбијента.
Forbes & Milliken (1999)	<ul style="list-style-type: none"> • Улога контроле - агенцијска теорија и легалистичка перспектива; • Улога сервиса – није прецизирана перспектива. 	<ul style="list-style-type: none"> • Одлуке о запошљавању, надокнадама и разрешењу директора, одобравање главних стратeгијских одлука; • Пружање савета менаџерима и активно учешће у формулисању стратeгијског развоја компаније.

Stiles & Taylor (2002)	<ul style="list-style-type: none"> • Улога контроле – агенцијска теорија и теорија менаџерске хегемоније; • Стратегијска улога - теорија зависности од ресурса и теорија услужности; • Институционална улога - теорија зависности од ресурса. 	<ul style="list-style-type: none"> • Контрола буџета (оперативна контрола), оцена постизања стратегијских циљева (стратегијска контрола), оцена рада топ менаџера, одређивање система надокнада, дисциплиновања менаџера; • Формулисање и оцена стратегије; • Легитимитет организација, подстицање и развој дугорочних односа са кључним заинтересованим странама.
Hilman & Dalziel (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • Улога мониторинга и контроле - агенцијска теорија; • Улога обезбеђења ресурса - теорија зависности од ресурса. 	<ul style="list-style-type: none"> • Мониторинг генералног менаџера, праћење имплементације стратегије, евалуација и награђивање топ менаџмента; • Прибављање критичних ресурса и повезивање са спољашњим окружењем, пружање помоћи у формулисању стратегије.
Sundaramurthy & Lewis (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • Улога контроле - агенцијска теорија; • Улога сервиса - теорија услужности. 	<ul style="list-style-type: none"> • Мониторинг и евалуација донетих одлука; • Саветовање менаџмент тима и помоћ у формулисању стратегије.
Hendry & Kiel (2004)	<ul style="list-style-type: none"> • Улога контроле - агенцијска теорија; • Улога обезбеђења ресурса – теорија зависности од ресурса. 	<ul style="list-style-type: none"> • Мониторинг и контрола менаџера; • Прибављање критичних ресурса кроз повезивање са другим организацијама.
Gavin & Cameron (2010)	<ul style="list-style-type: none"> • Улога контроле - агенцијска теорија; • Улога сервиса - теорија услужности; • Улога обезбеђења ресурса – теорија зависности од ресурса; • Стратегијска улога – теорија услужности. 	<ul style="list-style-type: none"> • Мониторинг генералног менаџера, мониторинг имплементације стратегије, евалуација и награђивање топ менаџмента; • Пружање савета топ менаџерима који ће им помоћи у формулисању стратегије и унапређењу репутације компаније; • Прибављање критичних ресурса кроз повезивање са другим организацијама; • Обухвата активности од мониторинга, оцене и одобравања стратегије до активног учествовања у постављању циљева и формулисању стратегије.

Извор: адаптирано према Machold & Farguahar, 2013.

Иако се ставови аутора у погледу улога које управни одбор има делимично преклапају, још увек не постоји сагласност о задацима које чланови управног одбора обављају у контексту дефинисаних улога. На пример, Zahra и Pearce (1989) су *сервисну улогу* посматрали као побољшање репутације компаније, успостављање контаката са екстерним окружењем и саветовање менаџмента. Johnson et al., (1996) су, такође, *сервисну улогу* посматрали као саветовање менаџмента. Nicholson и Kiel (2004) су истицали значај *саветодавне улоге*, указујући да су *стратегијска улога* и *улога обезбеђења ресурса* одвојене, али повезане улоге. Полазећи од интегративног приступа, Hendry и Kiel (2004) издвајају само две кључне улоге управног одбора:

контролну, која обухвата мониторинг рада менаџера и *обезбеђење ресурса* кроз повезивање са другим организацијама.

Са развојем теорије услужности, разумевање улога и одговорности управног одбора се мења. За разлику од агенцијске теорије, која је утемељена на претпоставци менаџерског опортунизма и потреби за јачањем контролне улоге управног одбора, полазна основа ове теорије је да ће менаџери деловати у интересу корпорације (Davis et al., 1997; Бабић, 2010). Примарна улога управног одбора је подршка и помоћ менаџерима у достизању циљева корпорације, а не њихова контрола (Huse, 2007, с. 55). Управни одбор има *улогу подршке* која се може повезати са активностима менаџмента одлучивања: кооптирање екстерних утицаја; остваривање контаката између чланова управног одбора и релевантних појединаца како би се обезбедили критични ресурси компаније; церемонијалне активности и унапређење репутације компаније; давање савета менаџерима који ће им помоћи у процесу стратегијског одлучивања (Maassen, 2004). Иако је за развој нове стратегије одговоран менаџмент, на овај начин управни одбори кроз пружање савета менаџерима индиректно утичу на процес стратегијског одлучивања (Bailey & Peck, 2013).

Полазећи од теорије услужности и теорије заинтересованих страна, активности које се подразумевају под стратегијском улогом се мењају од оцене стратегије до активног учествовања у дефинисању циљева и формулисању стратегије (Levrau & Van den Berghe, 2007). Према *пасивној истраживачкој перспективи*, управни одбор нема значајан утицај на стратегијски развој компаније. Супротно, према *активној истраживачкој перспективи*, управни одбори представљају важан стратегијски механизам управљања компанијом и имају важну улогу у стратегијском развоју компаније. Менаџери имају задатак да формулишу и имплементирају процесе којима ће се задовољити интереси и власника и различитих заинтересованих страна.

Развој теорија корпоративног управљања допринео је разумевању еволуције улога управног одбора и међусобне зависности управног одбора и менаџмента (Табела 2):

- Према *агенцијској теорији*, основна улога управног одбора је контрола над радом менаџера и заштита интереса власника;
- *Теорија услужности* представља основу разумевања улоге сервиса или подршке кроз пружање савета менаџерима и стратегијске улоге;
- Са становишта *теорије заинтересованих страна*, управни одбор има активну улогу у доношењу стратегијских одлука које треба да одсликавају интересе различитих заинтересованих страна, а не само власника.

Табела 10. Улоге управног одбора и теорије корпоративног управљања

УЛОГЕ УПРАВНОГ ОДБОРА		
УЛОГА КОНТРОЛЕ	УЛОГА СЕРВИСА	СТРАТЕГИЈСКА УЛОГА
<ul style="list-style-type: none"> • Максимизирање богатства власника; • Управни одбор обавља мониторинг активности менаџера (као агената), како би они деловали у интересу власника (као принципала). • Селекција, избор и награђивање генералног менаџера; • Мониторинг и евалуација перформанси компаније; • Ратификација важних одлука; • Смањење агенцијских трошкова. 	<ul style="list-style-type: none"> • Управни одбор представља механизам кооптирања екстерних утицаја; • Пружање савета и подршка менаџерима и помоћ у повезивању са екстерним окружењем. • Представљање компаније; • Обезбеђење критичних ресурса; • Управљање менаџерима како би остварили циљеве компаније; • Партиципација у формулисању и имплементацији стратегије. 	<ul style="list-style-type: none"> • Управни одбор нема значајан утицај на стратегијски развој компаније – пасивна перспектива; • Управни одбор је важан стратегијски механизам управљања компанијом - активна перспектива. • Формулисање стратегије је домен менаџмента, а управни одбор има улогу ратификације стратегије (пасивна перспектива); • Доношење стратегијских одлука - управни одбор и топ менаџмент су стратегијски партнери у процесу стратегијског одлучивања (активна перспектива).
<p>Агенцијска теорија и Легалистички прилаз</p>	<p>Теорија услужности и Теорија зависности од ресурса</p>	<p>Теорија услужности и Теорија заинтересованих страна</p>

Извор: адаптирано према Levrau & Van den Berghe, 2007; Machold & Farguahar, 2013.

Рedefинисање улоге управног одбора

Еволуција улога управног одбора показује да почетком 21 века долази до развоја нове, *савремене истраживачке перспективе* корпоративног управљања утемељене на преиспитивању агенцијског модела и доминацији контролне улоге управног одбора (Huse, 2007; Mcdonald & Westphal, 2010; Loizos & Heracleuos, 2010; Бабић, Николић, & Ерић, 2011). Супротно агенцијској теорији, савремена перспектива утемељена је на правном ставу о компанији као принципалу, који је конзистентан са принципима теорије заинтересованих страна и теорије услужности. Уместо да се управни одбор посматра као механизам који треба да делује у интересу власника и да решава конфликт између менаџера као агената и власника као принципала, према савременој перспективи, власници немају статус принципала, а менаџери су само један од релевантних заинтересованих страна који делују у интересу корпорације.

Компанија има улогу принципала, а основна улога управног одбора као посредника (енг. *mediating role*) између компаније и заинтересованих страна је да избалансира интересе различитих заинтересованих страна. Да би управни одбор био ефикасан, он треба да буде независан, не само у односу на власнике, већ и у односу на све

заинтересоване стране и да има дефинисан систем приоритета на основу којих треба да доноси одлуке (Loizos & Heracleuos, 2010).

Сходно претходним разматрањима, креиран је нов приступ у изучавању улога управног одбора – *модел доминације чланова управног одбора* (енг. *director primacy model*), чија је основна претпоставка редефинисање улоге и статуса управног одбора на релацији *власник - управни одбор - менаџер*. Овај модел се ослања на теорију заинтересованих страна, која претпоставља поузданост, личну мотивисаност, потребу за самоактуелизацијом, колективну оријентацију и самоконтролу чланова управног одбора (Davis et al., 1997). То значи да чланове управног одбора не би требало бирати искључиво према структуралним критеријумима и на основу често оспораване интерпретације независности чланова, јер је и сам појам независности двосмислен.

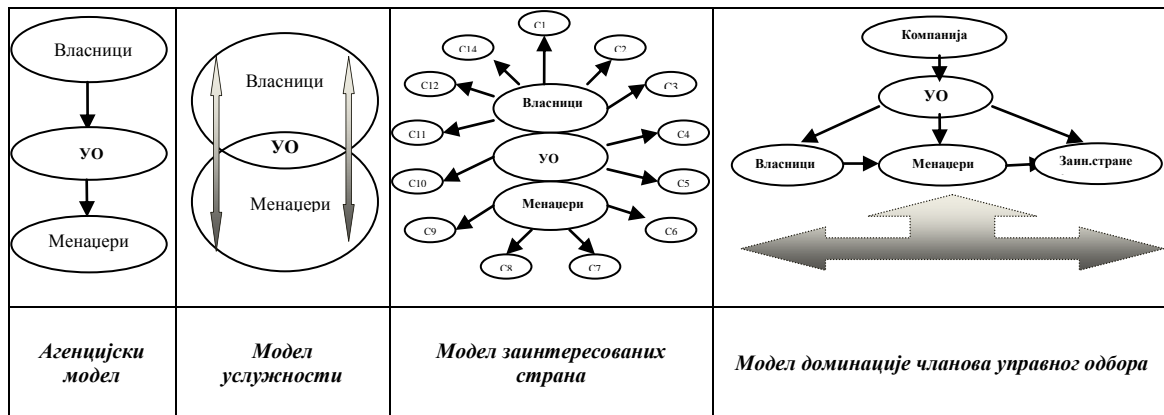
Право и одговорност за доношење одлука које се односе на избор и смену генералног менаџера и њихову компензацију, одлуке о преузимању, мерџерима и аквизицији, власничким дивидендама, као и моћ да се утиче на главне стратегијске одлуке припада управном одбору. Чак и када управни одбор не учествује у доношењу важних стратегијских одлука, он има легално право да ратификује донете одлуке и оцени да ли су донете одлуке у интересу компаније. Однос између управног одбора и компаније се разликује од класичног односа између агента и принципала. Моћ чланова управног одбора не настаје као резултат агенцијског односа са власницима, већ су права и одговорности чланова управног одбора *оригиналне и неделегиране* (енг. *original and undelegated*) (Loizos & Heracleuos, 2010). Чланови управног одбора су у великој мери ослобођени власничке контроле, јер имају законом дефинисану одговорност и обавезу да заступају интересе компаније у целини (Blair & Stout, 2001). Према Blair и Stout (2001) чланови управног одбора, у правном смислу, немају улогу агента, нити обавезу да одговарају власницима за своје одлуке. Заправо, иако власници формално бирају чланове управног одбора, они имају право и одговорност да доносе одлуке, без обзира како ће оне *ex post* бити оцењене. Чињеница да чланови управног одбора у складу са законом могу да донесу одлуке којима се власнички интереси стављају иза интереса других заинтересованих страна показује да чланови управног одбора имају улогу *аутономних фидуцијара (autonomous fiduciaries)*¹⁵, а не агената.

¹⁵ Према корпоративном праву, *фидуцијар* је неко коме је додељена моћ да делује у име и у корист неког другог. Термин *фидуцијар* потиче од латинске речи *fiducia* која значи поверење, па се од *фидуцијара* очекује да делује у најбољем интересу корисника и да као једини циљ има остварење интереса корисника, чак и када корисник (овом случају, корпорација) не може да контролише понашање повереника.

Ипак, овај модел до сада није примењиван као полазна основа у емпиријским истраживањима, а редефинисање кључних аспеката агенцијске теорије, као емпиријског догматизма, још увек представља велики изазов за бројне истраживаче у области корпоративног управљања (Бабић, Николић, & Ерић, 2011).

На Слици 10 приказана је еволуција улога управног одбора од традиционалне до савремене перспективе. Према традиционалном агенцијском моделу, између власника и менаџера постоји конфликт интереса, а управни одбор има улогу мониторинга и контроле рада менаџера као агената, како би они деловали у интересу власника, као принципала. Са развојем теорије услужности, улога управног одбора се мења. Полазна претпоставка је да између власника и менаџера не постоји сукоб интереса, а управни одбор треба да пружа подршку и помоћ менаџерима. Улога управног одбора је да кроз пружање савета менаџерима (на основу специјализованих знања које поседују), партиципира у процесу формулисања и имплементације стратегије. Овакав приступ доводи до развоја стратегијске улоге управног одбора. У почетку, стратегијска улога управног одбора односила се само на активности оцене и одобравања стратегије која је у надлежности менаџмента. Међутим, еволуција улога управног одбора показује да, супротно схватањима која произилазе из пасивне перспективе, одговорност за формулисање и имплементацију стратегије сносе и топ менаџмент и управни одбор. Управни одбор као стратегијски партнер менаџменту компаније, активно учествује у стратегијском развоју компаније.

Савремена перспектива истраживања је довела до редефинисања улоге управног одбора. Улога управног одбора се не посматра само кроз заштиту интереса власника, већ кроз балансирање интереса различитих заинтересованих страна, који могу бити конфликтни. Оријентација не само ка власничким интересима, већ ка захтевима које компаније морају да испуне према друшту у ширем смислу, довела је до редефинисања улоге управног одбора, промене статуса на релацији власник-управни одбор-менаџер. Основна премиса модела је да компаније, а не власници, имају улогу принципала, а управни одбор има улогу посредника и треба да заступа интересе корпорације у целини (Слика 19).



Слика 19. Редифинисање улога управног одбора

Извор: Бабић, Николић & Ерић, 2011, с. 150

1.2 Контролна улога управног одбора

Према теорији менаџерске доминације (енг. *Managerial hegemony theory*) у условима раздвојености власништва од контроле, менаџери имају крајњу контролу над компанијом (Berle & Means, 1932). Дисперзирана структура власништва доводи до доминације менаџера у односу на власнике компанија. То значи да менаџери теже остваривању властитих интереса и циљева, а не максимизирању добити за акционаре. Према теорији менаџерске доминације (Масе, 1971) управни одбори су правна фикција и не могу бити ефективан механизам усклађивања интереса власника и менаџера, јер менаџери имају доминантну моћ. Раздвајање власништва и контроле доводи до дисперзиране структуре власништва у којој је моћ акционара смањена. Ова релативна слабост акционара да врше контролу менаџера доводи до потребе за јачањем контролне улоге управног одбора (Hendry & Kiel, 2004)

Разумевање проблема који настају као последица раздвајања власништва и контроле, а који се односе на питање контроле менаџера, посебан допринос даје агенцијска теорија која се бави изучавањем односа који настају као последица делегирања права за доношење одлука од стране принципала на агенте. У односу власник-менаџер, менаџери имају улогу агената који доносе одлуке чије последице сноси власници као принципали. Основна претпоставка агенцијске теорије је да између власника и менаџера постоји конфликт интереса и да управни одбори имају одговорност да врше мониторинг менаџера, како би они деловали у интересу власника. Конфликт интереса доводи до агенцијског проблема када менаџер прикрива информације и/или доноси одлуке у сопствену корист. Појава агенцијског

проблема, представља основу разумевања контролне улоге управног одбора која обухвата активности контроле одлука које доносе менаџери. Присталице легалистичке перспективе нарочито истичу улогу управних одбора у надгледању менаџера и репрезентовању интереса акционара.

Из перспективе агенцијске теорије, управни одбор представља интерни управљачки механизам, који има ауторитет да обавља крајњу контролу над радом агената која подразумева право на ратификацију одлука и избор, отпуштање и награђивање менаџера (Fama & Jensen, 1983). Улога контроле, под којом се подразумева мониторинг менаџмента и заштита интереса власника, представља основну одговорност управног одбора. Управни одбор обавља ратификацију одлука и оцену рада менаџера. Главна улога управног одбора је да смањи дивергентност интереса између акционара и менаџмента, минимизира агенцијске трошкове и заштити интересе акционара (Eisenhardt, 1989). Управни одбор представља механизам одбране акционара против некомпетентног менаџмента, који доводи до смањења агенцијског проблема на релацији принципал-агент.

Полазећи од овакве претпоставке, Fama и Jensen (1983) су издвојили *контролу одлучивања* као основну улогу управног одбора. Управни одбор своју улогу остварује у фазама ратификације и мониторинга одлучивања, која је дефинисана као *контрола одлучивања*, док су фазе иницијације и имплементације дефинисане као *менаџмент одлучивања* и представљају домен менаџмента (Бабић, 1998). Према Zahra и Pearce (1989) контролна улога је повезана са активностима контроле одлучивања и односи се на *ex post* анализу менаџерског понашања и оцењивање перформанси топ менаџера. Подразумева постављање, смењивање, оцењивање и контролу рада менаџера, како би се заштитили интереси власника. Контролна улога, такође, укључује одговорност чланова управног одбора за избор генералног менаџера, ревизију извештаја и ратификацију извршених одлука. То значи да управни одбор није укључен у развој и имплементацију стратегије.

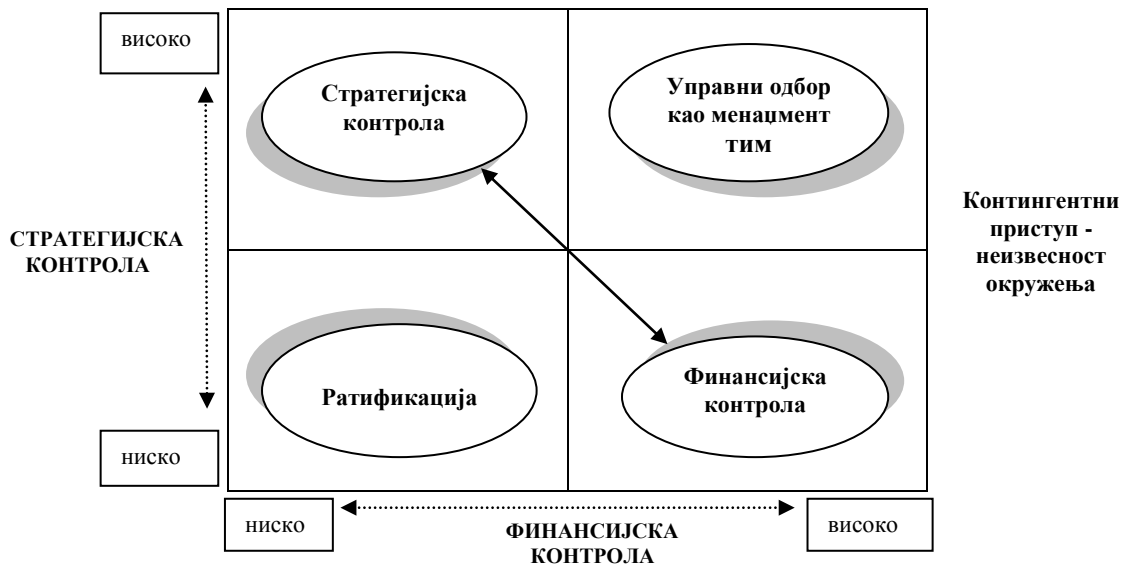
Baysinger и Hoskisson (1990) су, сходно ставовима Fama и Jensen (1983) и Zahra и Pearce (1989), издвојили два типа контроле одлучивања - *финансијску* и *стратегијску контролу*. Финансијска контрола је усмерена на максимизацију краткорочне профитабилности и базира на оцени рада менаџера, *ex post*, односно на контроли резултата, док се под стратегијском контролом подразумева дугорочан опстанак и профитабилност компаније, што значи да управни одбор процењује рад менаџера са становишта стратегијске валидности њихових одлука (Бабић, 1998).

Према Baysinger и Hoskisson (1990) стратегијска контрола се заснива на субјективној процени стратегијских одлука пре имплементације, као и објективној процени финансијских перформанси после имплементације. Супротно стратегијској контроли, финансијска контрола подразумева објективну оцену финансијских перформанси после спровођења имплементације. То значи да су стратегијска и финансијска контрола утемељене на претпоставци да управни одбори нису укључени у формулисање стратегије (Finkelstein, 1992). Управни одбори врше финансијску контролу топ менаџмента кроз активности мониторинга финансијских резултата и дисциплинског кажњавања менаџера због лоших перформанси компаније (Kosnik, 1987). Стратегијска контрола представља домен менаџмента, а не управних одбора (Zajac, 1990; Hoskisson, Johnson, & Moesel, 1994). Међутим, значајне емпиријске студије показују да управни одбори утичу на формулисање корпоративне стратегије кроз механизме као што су обликовање мисије и визије и одређивање правца стратегијског деловања (Stiles & Taylor, 1996; McNulty & Pettigrew, 1999; Stiles, 2001). Наведени механизми се могу схватити као вид стратегијске контроле, чиме се потврђује претпоставка да управни одбори врше и стратегијску и финансијску контролу.

Према McNulty и Pettigrew (1999), стратегијска контрола подразумева да управни одбор има формални и неформални утицај на менаџмент, од фазе развоја до фазе имплементације и евалуације стратегије. То значи да управни одбори обликују (1) *контекст стратегије*, тако што одређују услове под којима се одвија процес формулисања стратегије (2) *садржај стратегије*, јер учествују у процесу евалуације алтернатива и континуирано врше мониторинг формулисања и оцене стратегија (3) *спровођење стратегије*, кроз континуирани мониторинг и оцену резултата (Hendry & Kiel, 2004).

Другим речима, стратегијска контрола подразумева евалуацију рада менаџера на основу стратегијских предлога пре спровођења процеса имплементације, као и оцену финансијских резултата након имплементације донетих одлука. Овакво схватање стратегијске контроле може се повезати са закључцима до којих су дошли Stiles и Taylor (2001). Иако су стратегијска и финансијска контрола представљене као одвојене улоге, „наизглед постојећи конфликт између стратегијске и финансијске контроле је више привидан него стваран, јер разлика између ове две улоге није јасно видљива“. Стратегијска и финансијска контрола се могу посматрати као два различита вида контроле: „*контрола као дијагноза*“ која подразумева улогу управног одбора у одређивању стратегијског правца компаније и „*контрола као процена*“ заснована на процењивању перформанси менаџера од

стране управног одбора (Hendry & Kiel, 2004). Управни одбори у процесу финансијске контроле, као критеријум за оцену стратегијских предлога менаџмента и евалуацију рада менаџмента примењују искључиво финансијске резултате. Резултати истраживања у области корпоративне стратегије показују да се стратегијска и финансијска контрола могу посматрати као тачке дуж континуума. На основу претпостављене дихотомије стратегијске и финансијске контроле, развијена је типологија улога управног одбора, представљена на Слици 20.



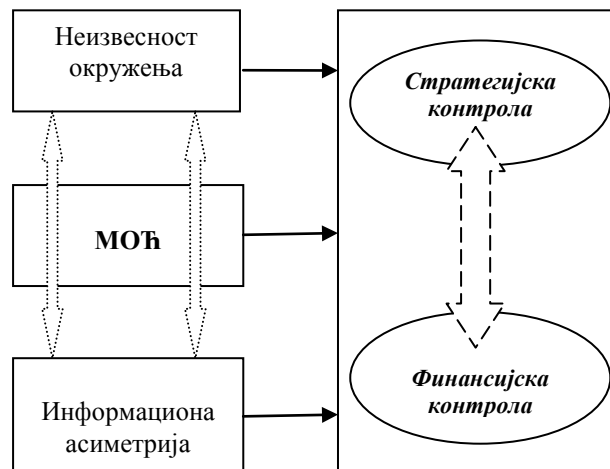
Слика 20. Стратегијска и финансијска контрола

Извор: Hendry & Kiel, 2004, с. 512

Према Слици 20, управни одбор се може класификовати у један од четири наведена типа према значају који придаје стратегијској и/или финансијској контроли. Управни одбор који не наглашава ни стратегијску ни финансијску контролу припада пољу означеном као ратификација (енг. *rubber stamp*), што је у складу са перспективом менаџерске хегемоније. Обрнуто, управни одбор који наглашава и стратегијску и финансијску контролу је активно укључен у све активности и може се класификовати као *de facto* менаџмент тим. Остала два поља се могу класификовати као поље које означава стратегијску контролу и поље финансијске контроле.

Доминација стратегијске или финансијске контроле зависи од контекста у коме се организација налази и степена неизвесности окружења (Baysinger & Hoskisson, 1990). Контингентна перспектива је утемељена на ставу да доминација одређеног типа контроле (стратегијска или финансијска контрола) зависи од дејства

релевантних фактора. Као најважнији фактори могу се издвојити: неизвесност окружења, моћ управног одбора и информациона асиметрија (видети Сliku 21).



Слика 21. Контингентни приступ

Извор: адаптирано према Hendry & Kiel, 2004

Утицај *неизвесности окружења* на релативан избор контролних механизма од стране управног одбора представља важну димензију. Неизвесност окружења се односи на могућност предвидивости настанка догађаја и оревидивости његовог садржаја (Бабић, 1995, с. 69). Према агенцијској теорији, у условима ниске неизвесности окружења управни одбори наглашавају значај финансијске контроле, преносећи ризик на менаџмент. Међутим, како се неизвесност повећава, менаџмент има већу аверзију према ризику, а трошак преноса ризика постаје све већи. У овој ситуацији, управни одбори већи значај придају стратегијској контроли (Eisenhardt, 1989). У датом контексту, може се извести претпоставка да је неизвесност окружења у позитивној корелацији са стратегијском контролом, а у негативној корелацији са финансијском контролом управног одбора као улогама управног одбора (Hendry & Kiel, 2004).

Други значајан контингентни фактор је *моћ управног одбора* која одсликава однос између управног одбора и топ менаџмент тима (Westphal & Zajac, 1995; Westphal, 1999; Westphal & Fredrickson, 2001). У ситуацијама када топ менаџери имају доминантну моћ они могу да преузму имплицитну контролу над члановима управног одбора и утичу на степен укључености управног одбора у доношење стратегијских одлука (Johnson, Hoskisson, & Hitt 1993). У супротном, када управни одбор има већу моћ, он учествује у обликовању стратегијског правца компаније, тако што врши избор генералног менаџера који има искуства у имплементирању стратегије коју чланови управног одбора фаворизују (Westphal & Fredrickson, 2001).

Стога је вероватније да ће „моћнији“ управни одбори имати веће учешће у одређивању стратегијског правца компаније. То значи да је моћ управног одбора у односу на топ менаџмент у позитивној корелацији са стратегијском контролом, а негативној корелацији са финансијском контролом (Hendry & Kiel, 2004).

Информациона асиметрија је трећи кључни контингентни фактор који утиче на доминацију стратегијске насупрот финансијске контроле (Eisenhardt, 1989). Према агенцијској теорији, у условима потпуних информација, принципал поседује потпуно знање о агентовом понашању (Eisenhardt, 1985). У случају непотпуних информација, принципал може или (1) да инвестира у информационе системе на основу којих ће идентификовати агентово понашање или (2) да склопи уговоре засноване на исходима агентовог понашања (Eisenhardt, 1985, 1989). Полазећи од става да управни одбори представљају „*информационе системе за мониторинг менаџера*“ може се извести претпоставка да је информациона асиметрија у негативној корелацији са стратегијском контролом, а у позитивној корелацији са финансијском контролом.

Контингентни оквир у изучавању улога управног одбора има теоријске и практичне импликације, јер показује да процеси управног одбора и контекст организације/управног одбора, представљају значајне факторе у изучавању ефективности управног одбора. Такође, може се потврдити став да разлика између улога управног одбора и менаџмента у формулисању стратегије није очигледна, већ зависи од контекста у коме се организација налази. Супротно традиционалној истраживачкој перспективи, контингентни приступ наглашава значај процеса и контекста и подржава претпоставку да независност управних одбора није „једини и универзални лек унапређења ефективности“ (Hillman & Dalziel, 2003).

1.3 Стратегијска улога управног одбора

Према *агенцијској теорији*, која је утемељена на претпоставци менаџерског опортунизма и потреби за јачањем контролне улоге управног одбора, стратегијска улога управног одбора је интерпретирана као сегмент мониторинг активности (Baysinger & Hoskisson, 1990). Важан аспект стратегијске улоге управног одбора се односи на избор и смењивање менаџера уколико рад менаџера није задовољавајући (Бабић, 1998). Са развојем *теорије услужности* долази до промене у разумевању улога управног одбора. Присталице ове теорије, сматрају да менаџери често имају интересе који су у складу са интересима власника, као и да постоји поверење

између власника и менаџера који делују у интересу компаније (Donaldson & Davis, 1991; Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; Huse, 2007, с. 54).

Примарна улога управног одбора је подршка и помоћ менаџерима у достизању циљева корпорације, а не њихова контрола. *Улога сервиса или подршке* обухвата представљање компаније, стварање добре репутације и имица компаније, склапање уговора са екстерним окружењем и саветовање топ менаџера. Управни одбор има задатак да репрезентује интересе корпорације и да обавља церемонијалне активности, у циљу побољшања имица корпорације. Такође, давање савета менаџерима који ће им помоћи у развоју стратегије компаније представља важан задатак управних одбора (Maassen, 2000). Ниво остварених резултата зависи од способности и спремности менаџера да делују у интересу корпорације, у складу са захтевима корпорације. Претпоставља се да мотивација менаџера може бити различита и да су често нефинансијски мотиви, као што је лична сатисфакција, веома важни у разумевању понашања менаџера. Donaldson и Davis (1994) сматрају да су менаџери углавном мотивисани личном потребом за остварењем и да организације могу бити боље вођене уколико се препусте добро мотивисаним менаџерима, него ако су под контролом управних одбора, због чега се предлаже преиспитивање улоге управних одбора (према Бабић, Николић, & Ерић, 2011).

Са развојем *теорије заинтересованих страна*, полази се од претпоставке да управни одбор има одговорност за балансирање интереса заинтересованих страна и успостављање релација са свима који имају одређени интерес у односу на корпорацију. Менаџери имају задатак да формулишу и имплементирају процесе којима ће се задовољити интереси различитих заинтересованих страна: запослених, потрошача, добављача, локалне заједнице, финансијских институција и других заинтересованих страна, како би се остварио дугорочно одржив развој (Бабић, 2010). Услед потребе да заступају интересе акционара, чланови управног одбора имају задатак да помогну топ менаџменту у развоју стратегије и да у сарадњи са топ менаџментом континуирано раде на унапређењу стратегијског развоја компаније.

Полазећи од *теорије услужности* и *теорије заинтересованих страна*, крајем деведесетих година, указује се на растући значај стратегијске улоге управног одбора. Управни одбори треба активно да учествују у процесу стратегијског одлучивања и да буду укључени у све фазе доношења стратегијских одлука (McNulty & Pettigrew, 1999). Искуство чланова управног одбора које потиче од њихове менаџерске позиције у другим компанијама их чини компетентним за доношење стратегијских одлука и доводи до повећања степена укључености

управних одбора у доношење стратегијских одлука. Стратегијска улога подразумева активност управног одбора у дефинисању визије, мисије, пословне стратегије, као и у формулисању, анализи и ратификацији корпоративне стратегије (Бабић, 1998). Повезана је и са контролом одлучивања и са менаџментом одлучивања. Односи се на активности управног одбора у решавању проблема стратегијског позиционирања компаније у конкурентском окружењу (Stiles, 2001). У Табели 11 приказан је допринос различитих теоријских перспектива разумевању стратегијске улоге управног одбора.

Ипак, и поред бројних истраживања, још увек није постигнута сагласност о улози управног одбора у процесу формулисања и имплементације стратегије. Према традиционалном истраживачком оквиру, анализа стратегијске улоге управног одбора углавном је усмерена на ревизију и ратификацију стратегије, под претпоставком да управни одбори нису активно укључени у формулисање стратегије. Међутим, резултати емпиријских истраживања показују да су управни одбори укључени у процес доношења важних стратегијских одлука које се односе и на формулисање и на имплементацију корпоративне стратегије.

Табела 11. Теоријске перспективе и стратегијска улога управног одбора

	Агенцијска теорија	Теорија услужности	Теорија зависности од ресурса	Теорија заинтересованих страна
Основна сврха стратегијског одлучивања	Стратегијске одлуке којима се максимизира вредност за власнике.	Стратегијске одлуке које доприносе интересима компаније у целини.	Стратегијске одлуке у циљу повезивања са екстерним окружењем.	Стратегијске одлуке којима се остварују циљеви свих заинтересованих страна.
Улога управног одбора у доношењу стратегијских одлука	Ратификација и евалуација стратегијских одлука које доноси топ менаџмент.	Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука кроз сарадњу са топ менаџерима.	Улога управног одбора је да обезбеди критичне ресурсе за развој компаније.	Чланови управног одбора имају задатак да помогну топ менаџменту у развоју стратегије.
Релације између управног одбора и менаџмента	Конфликт интереса између менаџера и чланова управног одбора.	Менаџери и чланови управног одбора имају заједничке интересе.	Чланови управног одбора треба да обезбеде критичне ресурсе и помогну менаџерима у остваривању постављених циљева.	Чланови управног одбора заступају интересе свих заинтересованих страна, а не само власника.

Извор: адаптирано према Zattoni & Pugliese, 2012

2. Модели управног одбора

У контексту анализираних улога и одговорности управног одбора, могу се издвојити два основна модела: *једноступени* или *једнодомни* и *двоступени* или *дводомни управни одбор*. Први, једнодомни модел се примењује у англоамеричком праву, претежно у Америци и Великој Британији. Такође је делимично заступљен у Италији, Шпанији, Португалији и Холандији. Примена једнодомног модела управног одбора значи да управни одбор обавља и процес управљања и врши контролу над компанијом. Потпуно унитаран систем постоји када се један одбор састоји од неизвршних и извршних чланова.

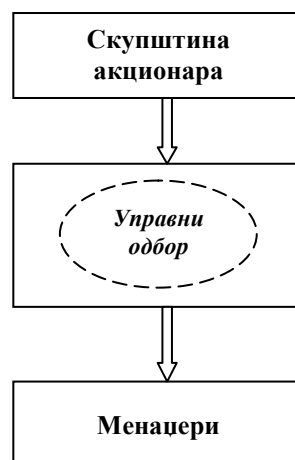
Други, дводомни модел управног одбора је карактеристичан за европске земље (Немачка, Аустрија, Холандија, Данска, Норвешка, Пољска). Његова основна карактеристика је да управни одбор (састављен од извршних чланова) врши управљање, а надзорни одбор (састављен од неизвршних чланова) врши контролу. Дуалитет позиција председника управног одбора и генералног менаџера није дозвољен. Надзорни одбор контролише рад менаџера (а не компаније), као и примену закона и прописа.

У неким европским земљама (Белгија, Француска, Португалија, Швајцарска) примењује се тзв. мешовити модел управног одбора, који је утемељен на комбиновању карактеристика једнодомног и дводомног модела. Примена мешовитог модела подразумева постојање два одбора – извршног који се састоји од извршних чланова и неизвршног одбора који се састоји од неизвршних чланова. Ипак, дуалитет позиција председника управног одбора и генералног менаџера је дозвољен. Наведени модели управног одбора су анализирани са становишта процеса управљања/контроле и структуре управних одбора.

2.1 Модел једноступеног или једнодомног управног одбора

Модел једноступеног или једнодомног управног одбора примењују Америка и Велика Британија и неке од европских земаља, попут Италије, Шпаније, Португалије и Холандије, у којима је за разлику од Америке и Велике Британије, поред једноступеног могућа и примена мешовитог модела.

Према овом моделу, не постоји надзорни одбор – основни орган управљања је управни одбор. Акционари компаније именују и постављају чланове управног одбора који имају задатак да истовремено управљају компанијом и врше контролу над менаџментом (исти појединци су задужени и за менаџмент и за контролу) (Норт & Leuens, 2004). То значи да управни одбор врши номиновање чланова управног одбора, компензацију менаџера и финансијску контролу (Monks & Minow, 2002, с. 169). Статутом компаније дефинише се минималан број чланова управног одбора. Осим старосне границе, у погледу знања и стручних квалификација чланова управног одбора не постоје посебни захтеви. На Слици 22 представљен је модел једностепеног или једнодомног управног одбора.



Слика 22. Модел једностепеног или једнодомног управног одбора

Извор: адаптирано према Hilb, 2005, с. 46.

Основна улога и одговорност управног одбора је да поставља циљеве и дефинише пословну политику, ангажује, оцењује и надгледа рад менаџера, као и да одређује систем компензација за менаџере. Такође, управни одбор је надлежан за оцену и одобравање финансијских извештаја, ревизорске послове, обелодањивање информација и заштиту интереса акционара и вредности имовине компаније. Основне надлежности једностепеног или једнодомног управног одбора су (Monks & Minow, 2002, с. 169):

- Дефинисање циљева, стратегије и плана корпорације;
- Номиновање, избор и евалуација генералног менаџера (енг. *chief executive officer*);
- Предлагање чланова управног одбора;
- Евалуација рада управног одбора;
- Дефинисање система компензације менаџера;
- Финансијска контрола компаније.

Структура једностепеног или једнодомног управног одбора

Структура управног одбора се оцењује на основу три структуралне варијабле: *композиције* управног одбора, *лидерске структуре* и *величине* управног одбора. Интересовање за евалуацију корпоративног управљања на основу композиције или састава управног одбора има дугу историју. *Композиција* управног одбора као важна структурална варијабла представља однос између броја спољашњих, неизвршних чланова управног одбора и унутрашњих, извршних чланова управног одбора. Подела између унутрашњих, извршних и спољашњих, неизвршних чланова управних одбора је често проблематична услед различитог статуса и одговорности чланова (Rose, 2005; Lawal, 2012). У циљу разумевања композиције управног одбора неопходно је направити разлику између унутрашњих (амерички израз) или извршних чланова (британски израз) управног одбора који обављају и улогу менаџера и неизвршних чланова, који нису укључени у вођење свакодневног пословања компаније (The Combined Code, 2008). Извршни чланови управног одбора (извршни директори) имају извршну функцију, а управни одбор одређује систем компензација (зараду и друге бенефиције) извршних чланова.

Неизвршни чланови (неизвршни директори) нису део менаџмент структуре, али учествују у контроли пословања компаније (Раденковић-Јоцић & Секулић, 2010, с. 154). Основна препорука Комбинованог кода је да најмање половину чланова управног одбора чине неизвршни чланови, а од тога половину најмање треба да чине неизвршни, независни чланови (Hopt & Leyens, 2004). Независне чланове чине појединци који у последњих пет година нису били запослени у компанији, нити су имали пословне односе са компанијом који могу да угрозе њихову способност објективног, независног расуђивања (Cadbury Report, 2003). Према кодексу корпоративног управљања, велике компаније би требало да имају најмање половину неизвршних, независних чланова, а мање компаније би требало да имају најмање два неизвршна, независна члана (The Combined Code, 2008).

Неколико фактора је утицало на тренд повећања броја независних, неизвршних чланова у управним одборима америчких и британских корпорација: структура власништва над акцијама (нарочито повећање удела институционалних инвеститора), растући значај улоге инвеститора и препоруке регулаторних тела. Тенденција националних регулатива јесте да усмерава корпорације ка већем броју неизвршних, независних чланова у управном одбору, како би се обезбедила већа независност управног одбора (Бабић, 2000).

Такође, препоручује се *раздвајање позиција председника управног одбора и генералног менаџера*. На овај начин, направљена је јасна разлика између менаџмента (извршни чланови) и контроле (неизвршни чланови). Ипак, иако је у формалном смислу јасно дефинисана одговорност неизвршних, независних чланова, питање ефикасности чланова управног одбора још увек није разрешено. Додатни проблем је могућа конфузија права и одговорности извршних и неизвршних чланова, која нарушава објективност и непристраност у обављању контроле.

Када у композицији једностепених управних одбора већину чине извршни чланови долази до конфликта интереса између менаџмента и акционара. Ова запажања указују да једностепени управни одбор са већим бројем извршних чланова показује мањи степен независности (Ayuso & Argandoña, 2007). Емпиријска евиденција даје подршку ставу да између броја извршних чланова и степена независности управног одбора постоји негативна корелација. Такође, потврђено је да управни одбори са већим бројем независних чланова ефикасније обављају контролу менаџера и штите интересе власника (Бабић, 1998; Бабић, Николић & Ерић, 2011). Поред броја неизвршних, независних чланова, важно је испитати да ли у структури управних одбора постоје чланови који обављају улогу генералног менаџера у некој другој компанији, јер на тај начин управни одбор једне компаније индиректно надгледа рад управног одбора друге компаније. Иако се овакви случајеви могу означити као ситуације у којима постоји конфликт интереса, он се „толерише“ уколико користи које компанија остварује представљају резултат активности таквог члана управног одбора (Monks & Minow, 2002, с. 175).

У погледу *величине управних одбора*, просечан број чланова је око петнаест, мада је последњих година уочена тенденција ка смањивању броја чланова. Основни аргумент овакве тенденције јесу проблеми у координацији рада управног одбора и тешкоће у комуникацији. Просечан број чланова је смањен на десет. Ипак, проблем одређивања идеалне величине управног одбора је и даље контраверзно питање, и треба га сагледати са становишта ефикасности у обављању дефинисаних улога управног одбора (Lawal, 2012). Доношење одлуке о величини управног одбора зависи и од бројних екстерних варијабли, као што су величина и старост компаније и индустријска грана у којој се компанија налази (Bennedsen, Kongsted, & Nielson, 2008).

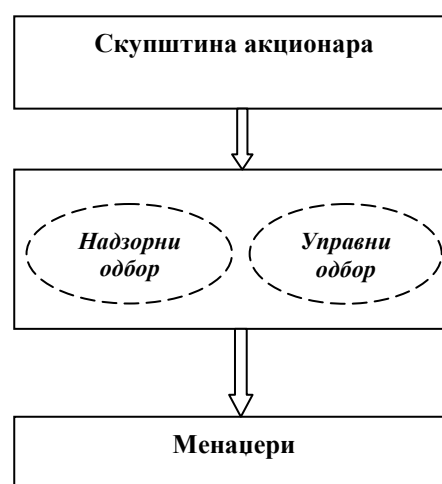
Лидерска структура једноступеног или једнодомног управног одбора дефинисана као дуалитет позиција председника управног одбора и генералног менаџера, такође, утиче на степен независности управних одбора. Једноступени управни одбори могу да имају лидерску структуру у којој су одвојене позиције генералног менаџера и председника управног одбора, као и дуалну лидерску структуру (Maassen, 2000, с. 42). У 93% највећих америчких компанија председник управног одбора је истовремено и генерални менаџер, што значи да се он налази у позицији да оцењује сопствене перформансе (Monks & Minow, 2002, с. 176). То значи да је функција контроле којом се надгледа и контролише менаџмент угрожена ако постоји дуалитет позиција. Дуална улога генералног менаџера као председника управног одбора негативно утиче на независност управног одбора и доводи до могуће злоупотребе од стране генералног менаџера. Резултати различитих емпиријских истраживања указују на чињеницу да су се компаније које су банкротирале више ослањале на дуалну лидерску структуру (Kang & Zardkoohi, 2005). Може се извести закључак, да у земљама у којима се примењује модел једнодомног управног одбора, компаније које раздвајају ове две функције остварују боље перформансе (Cadbury Report, 1992; Lawal, 2012).

Комисије једноступеног или једнодомног управног одбора - финансијски скандали и финансијска криза крајем прошлог века довеле су до потребе за унапређењем механизма заштите интереса акционара. У оквиру таквих настојања, посебна пажња била је посвећена одбору за ревизију. *Комисије или одбори за ревизију* представљају механизам корпоративног управљања који штити интересе акционара тако што надгледа менаџмент уз помоћ интерних и екстерних ревизора. Комисија за ревизију је заправо пододбор управног одбора који је (претежно) састављен од неизвршних чланова задужених за ревизију, интерну контролу и финансијско извештавање (Heidrick & Struggles, 2011). Улога одбора за ревизију данас је врло комплексна и обухвата следеће надлежности: надзор финансијског извештавања; надзор система интерне финансијске контроле, а уколико не постоји посебан одбор или комисија управног одбора за управљање ризиком, онда одбор за ревизију обавља надзор поступака интерне и екстерне ревизије (Познанић, 2012). То значи да управни одбор делегира одбору за ревизију право и одговорност да контролише систем финансијског извештавања, како би извештаји имали потребан кредибилитет. Према томе, одбор за ревизију је одговоран за транспарентност и релевантност свих информација које компанија обелодањује у финансијским извештајима.

Поред одбора за ревизију, важну улогу има *комисија* или *одбор за награђивање*. Основни задаци одбора за награђивање су да доноси одлуке о висини надокнада и структури система компензација за менаџере, испитивање примерености висине надокнада чланова управног одбора, као и давање препорука у овом погледу, које се презентирају и образлажу акционарима. Већина чланова одбора за награђивање треба да буду независни неизвршни чланови. *Комисија* или *одбор за именовање* предлаже чланове управног одбора. Основни задаци комисије или одбора за именовања су подношење предлога за избор чланова управног одбора и давање мишљења о сваком предложеном кандидату за члана управног одбора. Основни критеријуми за избор чланова комисије за именовања треба да буду стручно знање и професионално искуство, као и морални интегритет и поштовање принципа пословне етике (Секулић & Раденковић – Јоцић, 2010, с. 362).

2.2 Модел двостепеног или дводомног управног одбора

Земље континенталне Европе попут Немачке, Аустрије, Финске, Пољске, Данске и Холандије примењују двостепени модел управног одбора који се састоји од два одвојена одбора - надзорног и управног одбора. Надлежност надзорног одбора је давање савета менаџерима и вршење контроле, а надлежност управног одбора је управљање компанијом. Надзорни одбор не може директно да се укључи у управљање компанијом, али је одговоран за контролу рада менаџера (Hopt & Leyens, 2004).



Слика 23. Модел двостепеног или дводомног управног одбора

Извор: Hilb, 2005, с. 45.

Примена модела двостепеног управног одбора је утемељена на јасно дефинисаном разграничењу права и одговорности између управног и надзорног одбора и успостављању независности између ова два одбора. Оваква структура доприноси ублажавању конфликтних интереса између менаџера и власника, приморавајући менаџере да доносе одлуке у интересу власника (Heidrick & Struggles, 2011).

Управни одбор има одговорност да води компанију, а надзорни одбор да обавља именовање, надгледање, контролу и смењивање чланова управног одбора. Управни одбор је састављен од извршних чланова, а одговоран је за управљање, вођење послова и заступање друштва (Lawal, 2012). Одлуке доноси већином гласова. Надзорни одбор контролише рад менаџера, али не може директно да учествује у управљању компанијом (Hilb, 2005). Надзорни одбор је искључиво састављен од спољашњих чланова који заступају интересе запослених, државе или институционалних инвеститора и има задатак да прати рад менаџера и да води рачуна о дугорочном развоју компаније. Његове надлежности обухватају именовање и разрешавање дужности чланова управног одбора, саветовање, надзор и контролу управног одбора, као и ратификацију дугорочних стратегијских одлука (Mallin, 2010, сс. 216-217). Главна карактеристика двостепеног управног одбора је да члановима управног одбора није дозвољено да истовремено буду и чланови надзорног одбора. Ова два одбора се састају више пута у току године и размењују потребне информације и усаглашавају ставове. Број чланова управног и надзорног одбора је одређен законом (Hopt & Leyens, 2004).

Основна предност примене двостепеног управног одбора је равнотежа моћи. За разлику од једностепеног модела, чланство у надзорном одбору омогућено је финансијским институцијама и свим осталим посредницима који могу да допринесу развоју компаније, услед чега финансијске институције које обављају улогу члана управног одбора представљају основни механизам контроле (Hilb, 2005, с. 45). Сходно предходним разматрањима, могу се извести следећи закључци (Maassen, 2000, с. 47):

- Специфичном структуром двостепеног управног одбора на јасан начин се раздваја функција менаџмента од функције контроле;
- Физичка одвојеност надзорног и управног одбора не резултира само у одвајању функције менаџмента и контроле, већ се на тај начин постиже расподела одговорности;
- Надзорно тело није под директним утицајем менаџерског ауторитета.

Структура двостепеног или дводомног управног одбора

Композиција двостепеног или дводомног управног одбора се састоји од извршних и неизвршних чланова који имају различите правне одговорности. Полазећи од става да управни одбори који су доминантно састављени од неизвршних, независних чланова ефективније обављају заштиту интереса акционара у односу на управне одборе у чијој композицији доминирају извршни чланови, препоруке корпоративног управљања се односе на повећање независности управног броја управо кроз повећање броја неизвршних, независних чланова (Hopt & Leyens, 2004; Hilb, 2005, с. 46).

Код модела двостепеног управног одбора надзорни одбор је састављен од неизвршних чланова, а управни одбор је искључиво састављен од извршних чланова. То значи да композиција надзорног одбора у двостепеним управним одборима погодује раздвајању процеса управљања од контроле (Heidrick & Struggles, 2011). Минималан број чланова надзорног одбора је 3, а масималан број се одређује у зависности од висине капитала акционарског друштва. У великим акционарским друштвима постоји једнак број представника акционара и запослених, што је посебно карактеристично за Немачку. Представнике акционара бира Скупштина акционара већином гласова, а запослени путем својих представника могу да утичу на исход одлучивања (Раденковић-Јоцић & Секулић, 2012, с. 150). У правном смислу, постоји јасно разграничење обавеза извршних и неизвршних чланова. Управни одбор је у обавези да иницира и имплементира стратегијске одлуке, а независни надзорни одбор контролише чланове управног одбора. Надзорни одбори су у позицији да обављају објективну и независну контролу рада менаџера, све док не постоји преклапање чланства у надзорном и управном одбору (Hopt & Leyens, 2004).

Лидерска структура двостепеног или дводомног управног одбора - дуалитет позиција, за разлику од једностепеног управног одбора, није дозвољен. Дуална лидерска структура може да доведе компанију у ситуацију да задатке менаџмента и контроле обавља моћан и утицајан члан управног одбора. Таква концентрација моћи прузрокује агенцијски проблем (Lawal, 2012). Супротно, независна лидерска структура управног одбора утиче на редуковање агенцијског проблема због одвајања менаџмента од контроле одлучивања (Maassen, 2000, с. 49). Интеграција улога генералног менаџера и председника управног одбора није могућа код двостепеног управног одбора зато што чланови управног одбора не могу

истовремено да буду и чланови надзорног одбора. То значи да извршни чланови не могу да председавају надзорним одбором.

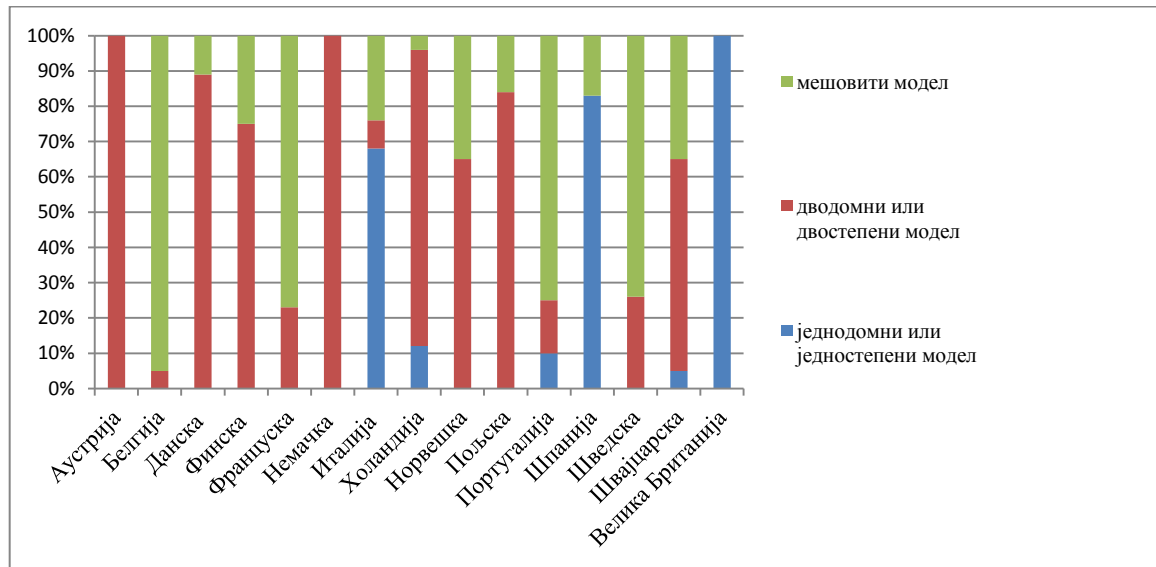
Комисије или одбори двостепеног или дводомног управног одбора - мање уобичајени у поређењу са Великом Британијом или Америком. Ипак, може се уочити све већа тенденција ка комисијама или одборима за ревизију, награђивање и именовање. Одбор за ревизију добија све већу улогу и значај у европским земљама (око 98% компанија у корпоративној структури има одбор за ревизију). У Немачкој, Аустрији, Данској више од половине чланова одбора за ревизију су независни. Такође се може уочити пораст процентуалне заступљености одбора за награђивање. Њихова основна улога је да доносе одлуке о висини и структури система компензација за менаџере и да учествују у доношењу одлука о сукцесији генералног менаџера (Heidrick & Struggles, 2011).

Поред улоге одбора за награђивање, дводомни модел управног одбора омогућава формирање одбора за именовање чланова која предлаже чланове управног одбора. Одбор за именовање је најзаступљенији у Немачкој и Аустрији. Ипак, улоге комисија или одбора код примене модела двостепеног или дводомног управног одбора могу да се разликују у односу на модел једностепеног или једнодомног управног одбора (Maassen, 2000, с. 50).

2.3 Компаративна анализа модела управног одбора

Анализа модела управног одбора показује да оба наведена модела управног одбора имају предности и недостатке. У циљу отклањања недостатака наведених модела, поједине европске земље примењују тзв. *мешовити модел* који се састоји од два одбора – један чине извршни, а други неизвршни чланови, али је дозвољен дуалитет позиција председника управног одбора и генералног менаџера. Мешовити модел се доминантно примењује у Белгији, Француској, Шведској и Португалији (преко 70% компанија). У нешто мањем проценту (од 10 до 30%), примењује се и у Италији, Финској, Данској и Швајцарској (Heidrick & Struggles, 2011). На Графикону 1 приказана је процентуална заступљеност једностепеног, двостепеног и мешовитог модела управног одбора у Европи и Великој Британији.

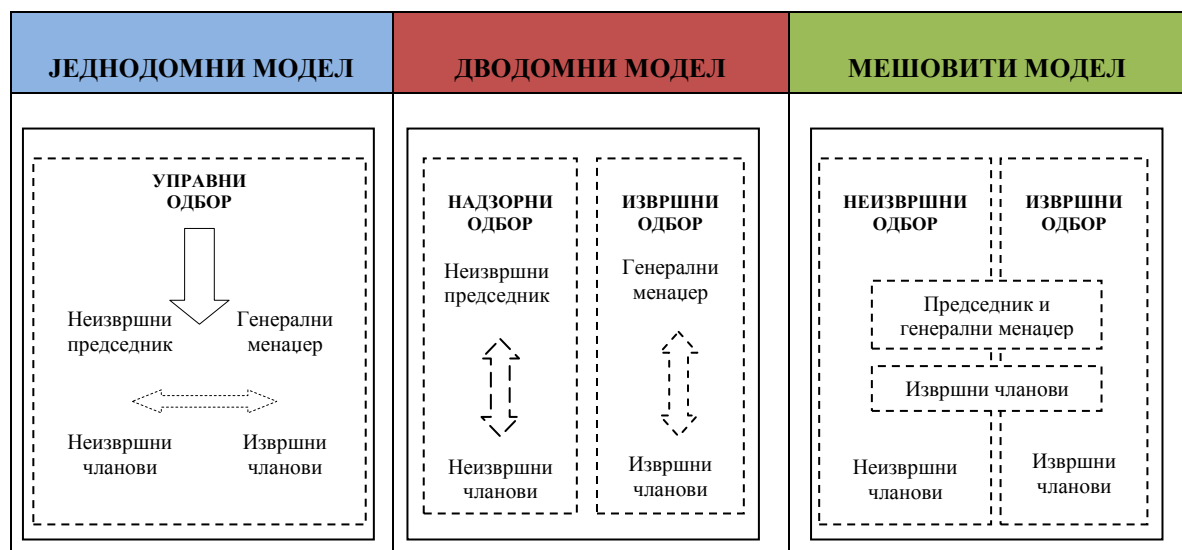
Графикон 1. Процентуална заступљеност једноступеног, двоступеног и мешовитог модела управних одбора у Европи и Великој Британији



Извор: адаптирано према Heidrick & Struggles, 2011

На Слици 24, дат је компаративан преглед структуре једноступеног, двоступеног и мешовитог модела управних одбора. Између једноступеног или једнодомног и двоступеног или дводомног модела управног одбора основна разлика је у обједињавању/раздвајању функција управљања и контроле. Мешовити модел раздваја наведене функције, али због могућности дуалитета позиција председника управног одбора и генералног менаџера ове две функције могу бити испреплетане и међусобно зависне.

Слика 24. Компаративна анализа модела управних одбора



Извор: адаптирано према Heidrick & Struggles, 2011

Полазећи од наведених карактеристика модела једнодомног и дводомног управног одбора са становишта структуралних варијабли и функција управљања и контроле, могу се извести следећи закључци (Табела 12):

- Код модела једнодомног управног одбора постоји само један орган управљања - управни одбор, кога бира Скупштина акционара и који обавља и функцију управљања и функцију контроле;
- Код модела дводомног управног одбора долази до формалног раздвајања функције управљања и контроле - управни одбор обавља функцију управљања, а надзорни одбор обавља контролу;
- Код модела једнодомног управног одбора у структури управног одбора разликују се извршни и неизвршни чланови, а њихова права и одговорности треба јасно разграничити – извршни чланови имају одговорност да обављају свакодневне управљачке послове, а неизвршни чланови да контролишу њихов рад; може да постоји дуалитет позиција, али се не препоручује; просечан број чланова је 10;
- Код модела дводомног управног одбора извршни чланови чине управни одбор, а неизвршни чланови надзорни одбор; дуалитет позиција председника управног одбора и генералног менаџера није дозвољен; законом је прописан минималан број чланова управног и надзорног одбора;

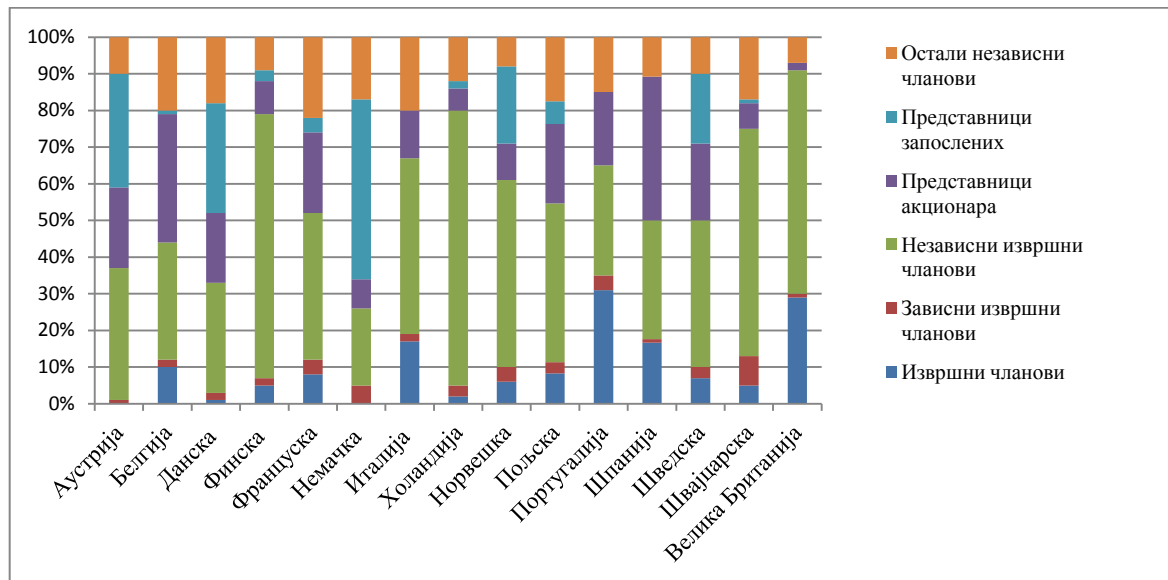
Табела 12. Компаративна анализа једнодомног vs. дводомног модела

	УПРАВЉАЊЕ	КОНТРОЛА	КОМПОЗИЦИЈА	ЛИДЕРСКА СТРУКТУРА	ВЕЛИЧИНА
<i>Једнодомни модел</i>	Управни одбор	Управни одбор	Извршни/ неизвршни чланови	Може да постоји дуалитет позиција, али се не препоручује	Тенденција смањивања величине управног одбора
<i>Двodomни модел</i>	Управни одбор	Надзорни одбор	Управни одбор је састављен од извршних, а надзорни одбор од неизвршних чланова	Не постоји дуалитет позиција	Законом је прописан минималан број чланова управног и надзорног одбора

Извор: Аутор

На основу поређења структуре управних одбора, на Графикону 2 су приказане разлике и сличности у композицији управних одбора, у зависности од модела који се примењују у Европи и Великој Британији. Холандија, Финска и Швајцарска се издвајају као земље у којима композицију управних одбора одликује већи број неизвршних, независних чланова.

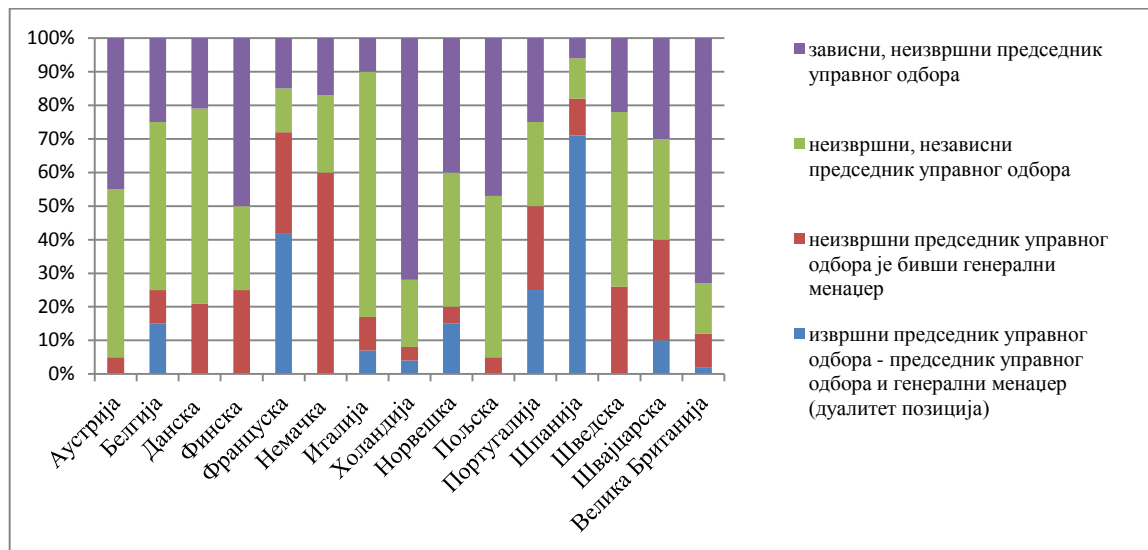
Графикон 2. Компаративна анализа композиције управних одбора у Европи



Извор: адаптирано према Heidrick & Struggles, 2011

На Графикону 3, приказана је компаративна анализа лидерске структуре управних одбора у зависности од модела који се примењују у Европи и Великој Британији. На основу графикана може се уочити да је у Италији, у чак 75% случајева, неизвршни, независни председник управног одбора. После Италије, земље у којима се највише подстиче независност председника управног одбора су Данска (58%), Белгија (50%) и Аустрија (50%). Извршни председник управног одбора и дуалитет позиција су најзаступљенији у Шпанији (71%) и Француској (42%). Такође се може уочити да чак трећина председника управног одбора у Европи има статус независног члана. У Великој Британији (73%) и Холандији (72%) су најзаступљенији управни одбори са зависним председником.

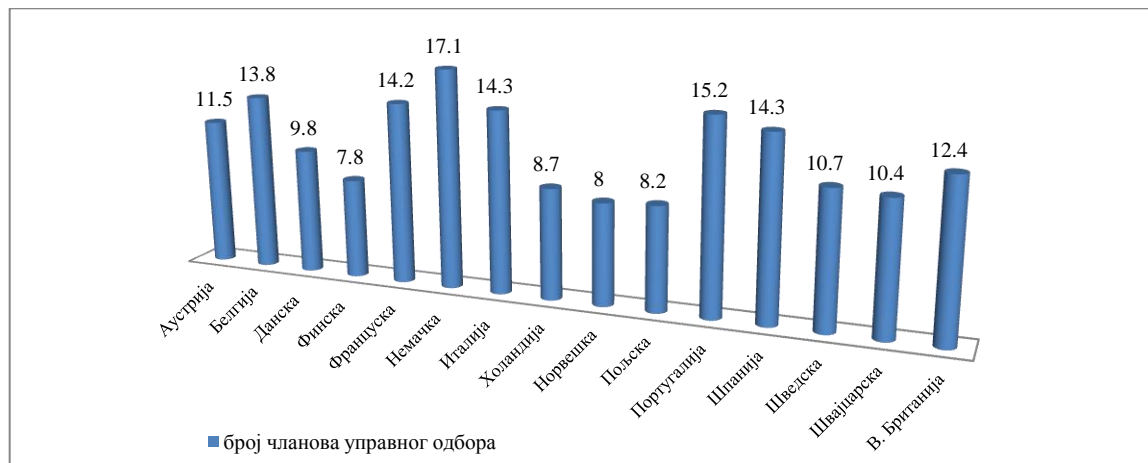
Графикон 3. Компаративна анализа лидерске структуре управних одбора у Европи



Извор: адаптирано према Heidrick & Struggles, 2011

Подер композиције и лидерске структуре, важна структурална варијабла је величина управних одбора. На Графикону 4, представљена компаративна анализа управних одбора у Европи према броју чланова.

Графикон 4. Компаративна анализа величине управних одбора у Европи



Извор: адаптирано према Heidrick & Struggles, 2011

Може се уочити да је европски просек чак 12 чланова управног одбора. У Немачкој и Португалији управни одбори имају чак преко 15 чланова у просеку. Холандија, Норвешка, Пољска, Финска и Француска имају у просеку по осам чланова управног одбора. Остале земље се налазе у распону од 8 до 15 чланова управног одбора. Сматра се да је основни узрок повећања броја чланова управног одбора управо потреба за што већом разноликошћу чланова управног одбора који треба да имају различита знања, вештине и способности.

Такође, све више се инсистира на интернационализацији када се бирају чланови управног одбора. Компаративна анализа модела управних одбора са становишта структуралних варијабли показује да се кључне разлике могу уочити у погледу разнолике композиције управног одбора од које зависи степен независности управног одбора као нужне претпоставке ефективне контроле менаџера. Овакве разлике настају као последица чињенице да још увек не постоји опшеприхваћен став о „идеалној“ пропорцији независних, неизвршних и извршних чланова и да се таква одлука доноси на основу препорука и правне регулативе, али сходно специфичностима и начину одлучивања компаније. Укљученост управног одбора у стратегијско одлучивање и ефективност у обављању стратегијске улоге представља основни узрок повећаног броја извршних чланова који су учествују у стратегијском развоју компаније. Заправо, обликовање структуре управног одбора треба посматрати у контексту ефективног обављања контролне и стратегијске улоге управног одбора и стратегијске одговорности управног одбора.¹⁶

¹⁶ Четврти део докторске дисертације се бави проблемима међузависности управног одбора као интерног механизма корпоративног управљања и стратегијског одлучивања

3. Ефективност управног одбора као претпоставка успешног корпоративног управљања

Ефективност управног одбора се посматра у односу на степен у коме успешно остварује улоге које се од њега захтевају. Централно питање је зашто постоји геп између онога што се у теорији дефинише као очекивања од управног одбора и резултати управног одбора. У тражењу одговора на постављено питање, анализирају се фактори који утичу на остваривање различитих улога управних одбора. Паралелно са развојем улога управног одбора, у зависности од теоријске перспективе, мењало се и схватање фактора који имају доминантан утицај на ефективност управног одбора. Кључни фактори ефективности управних одбора посматрани су кроз структуру управних одбора и процесе које се одвијају унутар управних одбора. У литератури о корпоративном управљању, могу се издвојити две основне перспективе истраживања фактора који утичу на ефективност управног одбора: *традиционална* и *бихевиористичка*.

Као релевантни фактори ефективности управних одбора у *традиционалним истраживањима* издвојени су фактори структуре - композиција, лидерска структура и величина управних одбора. Иако је према традиционалним истраживањима структура кључни фактор ефективности управног одбора, *развој бихевиористичке перспективе* показује да права структура управног одбора јесте потребан, али не и једини услов ефективности управних одбора. Бихевиористичка теорија доводи до развоја новог правца у истраживању ефективности управних одбора. Први значајни помаци у развоју бихевиористичке перспективе истраживања ефективности управног одбора, настали су крајем деведесетих година, када су бројни аутори указали на значај разумевања понашања управних одбора и начина на који доносе одлуке. Бихевиористички приступ обухвата истраживање фактора који утичу на процесе који се одвијају унутар управних одбора и карактеристике чланова управних одбора. Разноликост и непотпуност резултата емпиријских студија које су се бавиле изолованим испитивањем структуре и процеса управних одбора, доводе до креирања новог интегративног оквира за оцену ефективности управних одбора. *Интегративни приступ* обједињује обе перспективе истраживања и показује да су структуралне и процесне варијабле међусобно зависне, а њихов заједнички утицај опредељује степен ефективности управних одбора (Бабић, Николић, & Ерић, 2011).

3.1 Традиционална перспектива

Теоријски оквир традиционалних истраживања чини агенцијска теорија. Према агенцијској теорији, основни проблем је информациона асиметрија између екстерних актера (посебно власника) и интерних актера (менаџера). Информациона асиметрија доводи до проблема моралног хазарда из неколико разлога: прво, због раздвајања власништва и контроле (Fama & Jensen, 1983); друго, перспектива опортунистичког понашања доводи до максимизирања приватних користи; треће, проблем колективног избора који одсликава недовољну мотивисаност дисперзираних власника да врше мониторинг менаџера (Jensen & Meckling, 1976). Систем компензација менаџера и управни одбор као механизми контроле рада менаџера доводе до усклађивања интереса менаџера и власника, чиме се ублажава принципал-агент проблема. Нужан услов ефективне контроле менаџера јесте независан управни одбор.

Полазећи од наведених претпоставки, традиционална истраживања базирају на ставу да структуралне варијабле управног одбора (композиција, лидерска структура и величина) детерминишу његову ефективност, због чега је важно дефинисати *праву структуру управних одбора*. Према традиционалној перспективи, унапређење структуре управних одбора чини основу дефинисања принципа ефективности управних одбора и спровођења корпоративних реформи. У литератури из области корпоративног управљања и финансија, испитивање међусобне зависности структуре и ефективности управних одбора, са једне и финансијских перформанси компаније, са друге стране, представља један од главних истраживачких праваца (Dalton et al., 1998; 1999; Daily, Dalton, & Cannella, 2003; Hermalin & Weisbach; 2003).

Основу традиционалних истраживања представља испитивање утицаја *композиције управних одбора* (однос спољашњих, независних чланова и унутрашњих, зависних чланова) на ефективност управних одбора и финансијске резултате компаније (Zahra & Pearce, 1989; Daily & Dalton, 1994; Dalton et al., 1998). Према класификацији чланова управних одбора на унутрашње, зависне и спољашње, независне чланове, управни одбор треба да има већи број неповезаних чланови, који су независни од менаџмента и који немају друге интересе или односе који би могли негативно да утичу на њихову способност да делују у најбољем интересу компаније. Основни аргументи успостављања такве композиције управног одбора су (Long, Dulewicz, & Gay, 2005):

- Независни чланови могу боље да контролишу менаџмент. Ако је већина чланова управног одбора независна, он ће бити објективнији у праћењу и надгледању акција менаџмента, него ако је већи број унутрашњих чланова;
- Следећи аргумент се везује за конфликт интереса између акционара и менаџера: акционари желе максимизирање акционарске вредности, док су менаџери као њихови агенти више заинтересовани за веће плате и бонусе. С обзиром да је улога управног одбора да контролише компензације менаџера у интересу акционара, боље је да управни одбор има већи број независних чланова. У контексту предходних разматрања и обезбеђења праве композиције управног одбора са потребним бројем независних чланова, потребно је придржавати се следећих правила (Hilb, 2005):
 - 1) Управни одбор не би требало да има више од два члана који чине менаџмент компаније;
 - 2) Управни одбор не би требало да чине чланови који имају активни пословни однос са компанијом (као што су добављачи, клијенти, консултанци и ревизори);
 - 3) Управни одбор не би требало да чине појединци који су одговорни у већем броју мандата у управном одбору;
 - 4) Управни одбор не би требало да чине појединци који немају довољно времена да се посвете обавезама које треба да испуни управни одбор.

Сходно основним претпоставкама агенцијске теорије да између власника као принципала и менаџера као агената постоји конфликт интереса, а да управни одбор као интерни механизам има задатак да обезбеди мониторинг менаџера, ефективност управног одбора зависи од његове независности у односу на менаџмент. Оваква логика доводи до закључка да композицију управног одбора треба да чини већи број независних чланова, јер ће то повећати ефективност у обављању улоге контроле рада менаџера (Табела 12). Поборници конфликтне перспективе наводе три главна разлога зашто управни одбори доминантно треба да буду састављени од неизвршних, независних чланова (Maassen, 2002, с. 41):

- Због њиховог искуства и знања;
- Због контаката које имају, а који могу да помогну менаџменту у обезбеђењу екстерних ресурса;
- Због независности које имају у односу на генералног менаџера – неизвршни, независни чланови су способнији да објективно оцене одлуке које доноси генерални менаџер.

Ова запажања показују да управни одбори, у којима доминирају извршни чланови, негативно утичу на формалну независност управних одбора. Управни одбори са већим бројем независних чланова су ефективнији, јер имају већу способност објективне контроле менаџера (Johnson et al., 1996) и већу мотивисаност да контролишу менаџерску слободу у одлучивању (Van Ees & Van der Laan, 2012, с. 185). Такође, сматра се да већи број неизвршних, независних чланова у структури управног одбора омогућава бољу експертизу и подршку менаџерима кроз пружање савета и прибављање ресурса, чиме се имплицира претпоставка да независна структура позитивно утиче на улогу подршке или сервиса управног одбора. Ипак, и поред великог значаја који независни чланови имају у унапређењу ефективности управних одбора, резултати емпиријских студија које се баве испитивањем корелације између независности управног одбора и финансијских перформанси компанија су често двосмислени, због чега се не може извести општи закључак да већи број независних чланова увек доводи до бољих финансијских перформанси компаније (Hilman & Dalziel, 2003; Van Ees & Van der Laan, 2012; Sur, Lvina, & Magnan, 2013).

Са развојем теорије услужности, ставови истраживача се мењају и доводе до ширења идеје да управни одбори треба да имају већи број унутрашњих, извршних чланова, јер извршни чланови поседују потребна знања, вештине и информације за доношење стратегијских одлука (Levrau & Van den Berghe, 2007). Ефективност се посматра у контексту стратегијске улоге управног одбора, чиме се имплицитно потврђује претпоставка да су управни одбори са већим бројем унутрашњих, извршних чланова ефективнији. Контрадикторност наведених ставова показује да успостављање корелације између композиције и ефективности управног одбора зависи од улоге управног одбора чија се ефективност оцењује.

Поред композиције управних одбора, друга важна димензија независности управних одбора је лидерска структура. *Лидерска структура управног одбора*, односно испитивање дуалитета позиција генералног менаџера и председника управног одбора чини предмет бројних теоријских и емпиријских истраживања, посебно у Сједињеним Америчким Државама (Van Ees & Van der Laan, 2012). У земљама Континенталне Европе, где се примењује модел двостепеног управног одбора дуалитет позиција не постоји.

У контексту контролне улоге управног одбора, ефективност управног одбора је угрожена када постоји дуалитет позиција генералног менаџера и председника управног одбора. Према агенцијској теорији, раздвајање позиција председника

управног одбора и генералног менаџера, представља нужну претпоставку ефективности управних одбора. Моћан аргумент против комбиновања ове две позиције је да су та два места фундаментално различита. Генерални менаџер је именован да води компанију, док је председник именован да води управни одбор. Све док управни одбор има одговорност да именује и отпушта генералног менаџера, он мора да има лидера који је способан да објективно контролише и оцењује рад менаџера, јер дуалитет позиција доводи до дифузије улога управног одбора (Leblanc et al., 2005, с. 116). Постоји неколико главних аргумената у корист раздвајања улога генералног менаџера и председника управног одбора (Dahya et al., 1996):

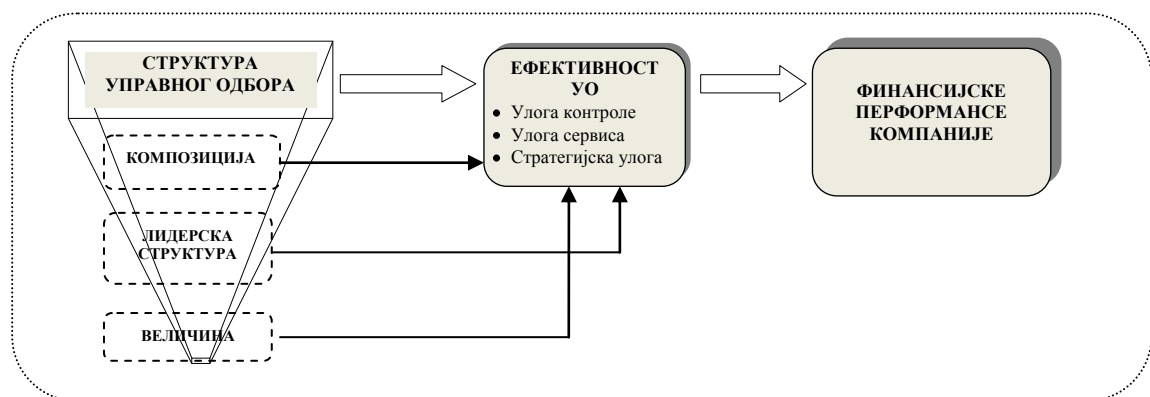
- објективност контроле рада менаџера је смањена уколико постоји дуалитет позиција;
- дуална лидерска структура може бити негативан сигнал страним инвеститорима и може довести до пада цена акција;
- бољи контакти са екстерним окружењем уколико је председник управног одбора независан и не обавља функцију генералног менаџера;
- резултати емпиријских студија су показали да раздвајање позиција генерални менаџер/председник управног одбора позитивно утиче на финансијске перформансе.

Основни контрааргумент наведене претпоставке је да комбиновање позиција генералног менаџера и председника управног одбора има пословног смисла, јер генерални менаџер познаје начин на који компанија функционише и грану у којој послује. Према теорији услужности, дуалитет позиција делује позитивно на ефективност управног одбора, јер су на тај начин моћ и ауторитет сконцентрисани у једној особи која има за циљ да оствари интересе компаније (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997). Потребно је успоставити такву организациону структуру која ће олакшати и оснажити управљање корпорацијом, пре него структуру која ће омогућити мониторинг и контролу рада менаџера (Donaldson & Davis, 1991). У контексту различитих ставова, утемељених на теорији услужности, може се извести закључак да дуална лидерска структура утиче негативно на ефективност улоге контроле, али да има позитивно дејство на сервисну и стратегијску улогу (Табела 13).

Величина управног одбора дефинисана као број чланова који га чине, представља важну структуралну варијаблу која утиче на ефективност управног одбора. Заговорници агенцијске теорије, сматрају да мањи управни одбори могу ефикасније да обављају улогу контролу. Код већих управних одбора појављује се проблем координације рада управног одбора (Zahra & Pearce, 1989; Jensen, 1993). Величина

управних одбора, такође, може да утиче не само на контролну, већ и на сервисну и стратегијску улогу. Управни одбори са већим бројем чланова који поседују различита знања и способности могу ефективније да обављају задатке који су им додељени (Ong & Wan, 2008; Van Ees & Van der Laan, 2012). Такође, већи управни одбори имају бољу способност кооптирања екстерних утицаја и прибављања критичних ресурса од којих зависи успех компаније (Johnson et al., 1996). Ослањајући се на наведене претпоставке, може се уочити позитивна корелација између величине управног одбора и његове ефективности у обављању улоге сервиса или подршке. Величина управног одбора може да утиче и на стратегијску улогу управних одбора. Према Judge и Zeithalm (1992) величина управног одбора је негативно повезана са степеном укључености управног одбора у доношење стратегијских одлука. Када су управни одбори превелики, конструктивна дискусија и креативни конфликт између чланова су ограничени. Такође, може се успоставити негативна корелација између величине управног одбора и степена стратегијских промена (Levrau & Van den Berghe, 2007).

На основу традиционалне перспективе истраживања дефинисан је модел ефективности управног одбора који показује да структуралне карактеристике управног одбора: композиција, лидерска структура и величина управног одбора утичу на његову ефективност у обављању улоге контроле, сервиса и стратегијске улоге, што у коначном исходу опредељује финансијске перформансе корпорације (Слика 25).



Слика 25. Традиционални модел ефективности управног одбора

Извор: адаптирано према Zahra & Pearce, 1989; Leblanc et al., 2005

Полазећи од традиционалног модела, а на основу теоријске анализе и резултата емпиријских студија, у Табели 13 приказан је тип корелације између кључних структуралних варијабли и ефективности управног одбора у обављању улоге контроле, улога сервиса и стратегијске улоге.

Табела 13. Утицај структуралних варијабли на ефективност управног одбора

СТРУКТУРА УПРАВНОГ ОДБОРА	ЕФЕКТИВНОСТ УПРАВНОГ ОДБОРА		
	Улога контроле	Улога сервиса	Стратегијска улога
<i>Број независних, неизвршних чланова</i>	+	+	-
<i>Дуална лидерска структура</i>	-	+	+
<i>Величина управног одбора</i>	-	+	-

Извор: адаптирано према Ong & Wan, 2008.

На основу представљеног модела и изведених ставова, може се закључити да структура управног одбора посредно утиче на финансијске перформансе. Ипак, не постоје емпиријски докази који у свим случајевима потврђују уочену корелацију (Dalton et al., 1998). Не може се недвосмислено доказати да већи број спољашњих, независних чланова, раздвајање улога председника и генералног менаџера или промена величине управног одбора директно утичу на ефективност управног одбора када се она мери финансијским показатељима (Rose, 2005). Понашање управног одбора и начин на који доноси одлуке не одговара увек формално дефинисаној структури корпоративног управљања (Van Ees & Van der Laan, 2012). Узроке некомпатибилности структуре и понашања управног одбора треба сагледати у контексту бихевиористичке перспективе.

3.2 Бихевиористичка перспектива

Иако је према традиционалним истраживањима структура кључни фактор ефективности управног одбора, развој бихевиористичке перспективе показује да права структура управног одбора јесте потребан, али не и једини услов ефективности управних одбора (Leblanc, 2005, с. 139). Наведене структуралне варијабле јесу важне, али не и довољне за унапређење ефективности управних одбора.

Разумевање процеса који се одвијају унутар управног одбора утемељено је на бихевиористичкој теорији фирме (енг. *A Behavioral Theory of the Firm*), коју су развили Cyert и March (1963) како би објаснили начин на који се доносе одлуке у организацијама. Бихевиористичка теорија доводи до развоја новог правца у истраживању ефективности управних одбора. Први значајни помаци у развоју *бихевиористичке перспективе истраживања* ефективности управног одбора, настали су крајем деведесетих година, када бројни аутори указују на значај

разумевања процеса унутар управних одбора. Основна идеја је да се на основу анализе различитих фактора дефинише модел понашања управног одбора и боље разуме начин на који управни одбори доносе одлуке. Потребно је управни одбор посматрати као групу за доношење одлука и укључити знања из области психологије и лидерства да би се разумео начин на који управни одбори као група доносе одлуке. То значи да је важно испитати на који начин различити процеси који се одвијају унутар управног одбора утичу на одлуке које се доносе и на који начин различити актери могу да утичу на одлуке које чланови управног одбора доносе. Развој бихевиористичког или процесног модела ефикасности управног одбора потиче из истраживања у области социјалне психологије који се бави анализом природе интеракција између чланова групе (Bezemer, Nicholson, & Pugliese, 2013).

Процеси унутар управног одбора

Могу се издвојити три кључна процеса која утичу на ефикасност управног одбора: когнитивни конфликт (енг. *cognitive conflict*), ниво посвећености (енг. *efforts norms*) и примена знања и вештина (енг. *use of knowledge and skills*) (Forbes & Milliken, 1999; Huse, 2005; Zona & Zattoni, 2007; Van Ees et al., 2008; Ong & Wan, 2008). За разлику од структуре управног одбора, наведене варијабле је тешко истраживати, јер се ради о прикупљању квалитативних података, а истраживачи треба да поседују мултидисциплинарна знања из области економије, социологије и психологије.

Когнитивни конфликт представља облик неслагања чланова групе око неког проблема, а узрок су различита мишљења, ставови и идеје за његово решавање (Јанићијевић, 2008, с. 244). Неслагање у вези задатака које треба обавити настаје као резултат различитих идеја, мишљења и знања чланова групе. Због комплексности проблема који се разматрају, чланови управног одбора могу да имају различита мишљења или могу на различите начине да перципирају одређену ситуацију. Когнитивни конфликти у управним одборима подразумевају примену критичких процеса и интеракција којима се унапређује ефикасност управног одбора у обављању контролне и сервисне улоге. Међутим, поред позитивних ефеката когнитивни конфликт може да доведе до негативних емоција које смањују међусобну привлачност чланова групе (Forbes & Milliken, 1999; Zona & Zattoni, 2007; Van Ees et al., 2008; Ong & Wan, 2008). Висок ниво когнитивног конфликта доводи до пада степена кохезије групе, што се негативно одражава на стратегијску улогу и улогу сервиса.

Ниво посвећености се оцењује на основу степена активности чланова управног одбора у обављају дефинисаних улога. Степен посвећености чланова управног одбора зависи од уверења и очекивања чланова да ће на прави начин бити награђени за остварене резултате. Висок ниво индивидуалне посвећености ће повећати ефективност управног одбора као групе (Forbes & Milliken, 1999; Zona & Zattoni, 2007; Van Ees et al., 2008; Ong & Wan, 2008). Другим речима, ови процеси показују колико напора чланови групе треба да уложе да би остварили постављене циљеве. Већи напор чланова ће довести до подизања квалитета процеса стратегијског одлучивања, као и до бољег процеса контроле.

Примена знања и вештина – чланови управног одбора примењују различите вештине и знања како би могли ефикасно да функционишу и да доносе праве одлуке. Чланови управног одбора би требало да поседују два типа вештина: функционалне вештине и специфичне вештине. Функционалне вештине укључују аналитичко и стратегијско размишљање. Чланови управног одбора треба да комбинују своје вештине и знања из различитих функционалних области и да буду способни да стечена знања примене у решавању специфичних проблема са којима се компанија суочава (Forbes & Milliken, 1999; Zona & Zattoni, 2007; Van Ees et al., 2008; Ong & Wan, 2008). Чланови управног одбора треба да граде однос међусобног уважавања и поштовања и да теже ка стварању синергијских ефекта у примени знања који ће унапредити ефективност управног одбора у обављању улоге контроле, улоге сервиса и стратегијске улоге. У Табели 14 приказан је утицај наведених процеса на ефективност управног одбора у обављању улоге контроле, улоге сервиса и стратегијске улоге.

Табела 14. Процеси као фактор ефективности управног одбора

ПРОЦЕСИ	ЕФЕКТИВНОСТ УПРАВНОГ ОДБОРА		
	Улога контроле	Улога сервиса	Стратегијска улога
<i>Когнитивни конфликт</i>	+	+	-
<i>Ниво посвећености</i>	+	+	+
<i>Примена знања и вештина</i>	+	+	+

Извор: адаптирано према Ong & Wan, 2008.

Индивидуалне карактеристике чланова управног одбора

У литератури су се издвојиле две групе индивидуалних карактеристика: *бекграунд* (енг. *background*) чланова и бихевиористичке карактеристике чланова управног одбора. *Бекграунд* чланова као фактор који утиче на групну динамику се први пут

детаљно истражује у раду Milliken и Martins (1996). Ови аутори указују на значај разумевања утицаја различитих личних карактеристика, професионалног образовања, знања и вештина чланова управног одбора на функционисање управног одбора као групе. Развијајући бихевиористичку перспективу, бројни аутори су дошли до сличних закључака. Према Minichilli et al., (2009b) ова карактеристика која показује у ком степену се чланови управног одбора међусобно разликују према искуству и компетенцијама утиче на степен успешности управног одбора у обављању улога и може да има позитиван утицај на ефективност управног одбора као групе, јер се на тај начин повећава креативност и иновативност у решавању проблема. Ипак, она може да произведе и негативне последице, уколико чланови групе не могу заједнички да реше проблем. Различити ефекти показују да се између наведених варијабила може успоставити позитивна или негативна корелација у зависности од улоге управног одбора.

Поред наведених карактеристика, на ефективност управног одбора утичу *бихевиористичке карактеристике чланова управног одбора*. Најважније бихевиористичке карактеристике од којих зависи начин понашања чланова су (Leblanc & Gillies, 2005, сс. 162-163):

- *Убедљивост/неубедљивост чланова* – најважнија карактеристика је степен убедљивости чланова управног одбора. Убедљивост није примарно функција способности изражавања и вођења дискусије, већ зависи од кредибилитета који одређени члан има.
- *Склоност ка неслагању/консензусу* – друга важна карактеристика је степен у коме се одређени члан може окарактерисати као личност која је склона да се *a priori* слаже или не слаже са осталим члановима, по различитим питањима. То значи да поједини чланови, без обзира на тип проблема и ток његовог решавања, увек проналазе разлог да подрже или не подрже конкретно решење.
- *Индивидуалност/колективизам* – као бихевиористичка карактеристика представља степен у коме чланови групе делују самостално и не желе да учествују у групној дискусији, и односи се на перцепцију чланова управног одбора о томе да ли себе виде као „индивидуалисту или тимског играча“.

Полазећи од наведених бихевиористичких карактеристика, идентификовано је десет типова чланова управног одбора који се могу сврстати у две групе: *функционални и дисфункционални чланови* (Leblanc & Gillies, 2005, с. 173; Huse, 2007). Функционални чланови позитивно утичу на ефективност управног одбора, јер имају

изражене вештине успостављања позитивних интерперсоналних односа и успешне комуникације, као и способност да уважавају потребе осталих чланова групе.

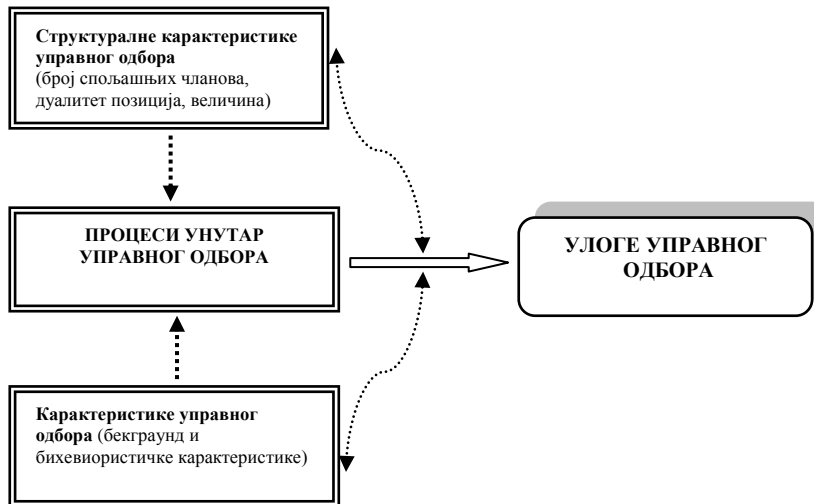
Такође, имају изражену вештину убеђивања, висок кредибилитет и способност да успешно сарађују са различитим појединцима унутар и ван компаније. Дисфункционални чланови су незадовољни чланови који, или безразложно критикују понашање осталих чланова, или непрестано хвале председника управног одбора. Дакле, немају лични став и негативно утичу на ефективност управног одбора. Пожељно је да управни одбор има већи број функционалних чланова који имају потребне бихевиористичке карактеристике и комуникационе компетенције. У Табели 15 представљена је могућа корелација између карактеристика чланова управног одбора и ефективности у обављању дефинисаних улога.

Табела 15. Карактеристике чланова управног одбора као фактор ефективности

КАРАКТЕРИСТИКЕ ЧЛАНОВА УПРАВНОГ ОДБОРА	ЕФЕКТИВНОСТ УПРАВНОГ ОДБОРА		
	Улога контроле	Улога сервиса	Стратегијска улога
Хетерогеност <i>бекграунда</i> чланова	-	+	+
Бихевиористичке карактеристике:			
• Функционални типови	+	+	+
• Дисфункционални типови	-	-	-

Извор: адаптирано према Ong & Wan, 2008.

Полазећи од наведених карактеристика, на Слици 26 представљен је бихевиористички модел ефективности управног одбора, према коме карактеристике чланова управног одбора и процеси који се одвијају унутар одбора представљају кључне факторе његове ефективности. Истраживање процеса управног одбора је јако тешко, јер захтева анализу социопсихолошких фактора као што су поверење, емоције, етичка схватања и интерперсоналне релације између чланова управног одбора, као и интеракције између чланова управног одбора и различитих заинтересованих страна. Јако је важно нагласити значај таквих процеса и даља истраживања усмерити ка разумевању и анализи динамике и процеса од којих зависи ефективност управног одбора.



Слика 26 . Бихевиористички модел ефективности управног одбора

Извор: адаптирано према Zona & Zattoni, 2007; Van Ees et al., 2008.

Према овом моделу, структуралне карактеристике управног одбора се могу посматрати као неопходан услов унапређења ефективности процеса унутар управног одбора од којих зависи начин на који управни одбори обављају своје улоге. Процесе унутар управног одбора треба анализирати на основу степена посвећености чланова управног одбора, когнитивног конфликта између чланова управног одбора и компетенција чланова управног одбора (Forbes & Milliken, 1999; Zona & Zattoni, 2007; Van Ees et al., 2008).

На основу анализираних модела може се закључити да ефективност управног одбора зависи од бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора, природе комплексних односа и процеса унутар управног одбора (Van Ees & Van der Laan, 2012), при чему структуру управног одбора треба посматрати као нужну претпоставку његовог успешног функционисања. У Табели 16 приказан је обједињен утицај структуралних варијабли на процесе који се одвијају унутар управног одбора.

Табела 16. Утицај структурних варијабли на процесе унутар управног одбора

СТРУКТУРА УПРАВНОГ ОДБОРА	ПРОЦЕСИ		
	Когнитивни конфликт	Ниво посвећености	Примена знања и вештина
<i>Већи број независних, незвршних чланова</i>	+	+	+
<i>Дуалитет позиција</i>	-	+	-
<i>Величина управног одбора</i>	+	-	+

Извор: адаптирано према Ong & Wan, 2008.

3.3 Савремена перспектива

Анализа аргумената „за и против“ истраживача који су своје ставове и закључке развијали на основу традиционалне, а затим и бихевиористичке перспективе истраживања указала је на бројне дилеме и изазове. Обе перспективе имају одређене предности и недостатке, а основно ограничење се огледа у парцијалном приступу изучавања проблема ефективности управног одбора. Покушај да се укаже на недостатке традиционалне и бихевиористичке перспективе, као и да се отклоне мањкавости парцијалног посматрања проблема, довео је до развоја нове савремене перспективе у истраживању ефективности управног одбора.

Традиционална истраживања ефективности управних одбора су се базирала на лако доступним подацима и опште прихваћеним методама истраживања односа између власника, управних одбора и финансијских резултата корпорација. Међутим, оваква истраживања су имала ограничен допринос унапређењу знања о управним одборима и њиховој правој улози. Узроке треба тражити у теоријским моделима и претпоставкама од којих се пошло у истраживањима. Агенцијска теорија као доминантан теоријски оквир, представљала је основу за бројна емпиријска истраживања у којима је испитиван начин на који управни одбори делују у интересу власника. Традиционално истраживање фактора ефективности управних одбора се углавном фокусира на ограничен број структуралних карактеристика управних одбора. Такав приступ се показао као неадекватан, чиме се указује на чињеницу да структура и форма управних одбора немају пресудан утицај на ефективност управних одбора. Кључни аргументи који потврђују овакав став су (Lan & Hengacleous, 2010):

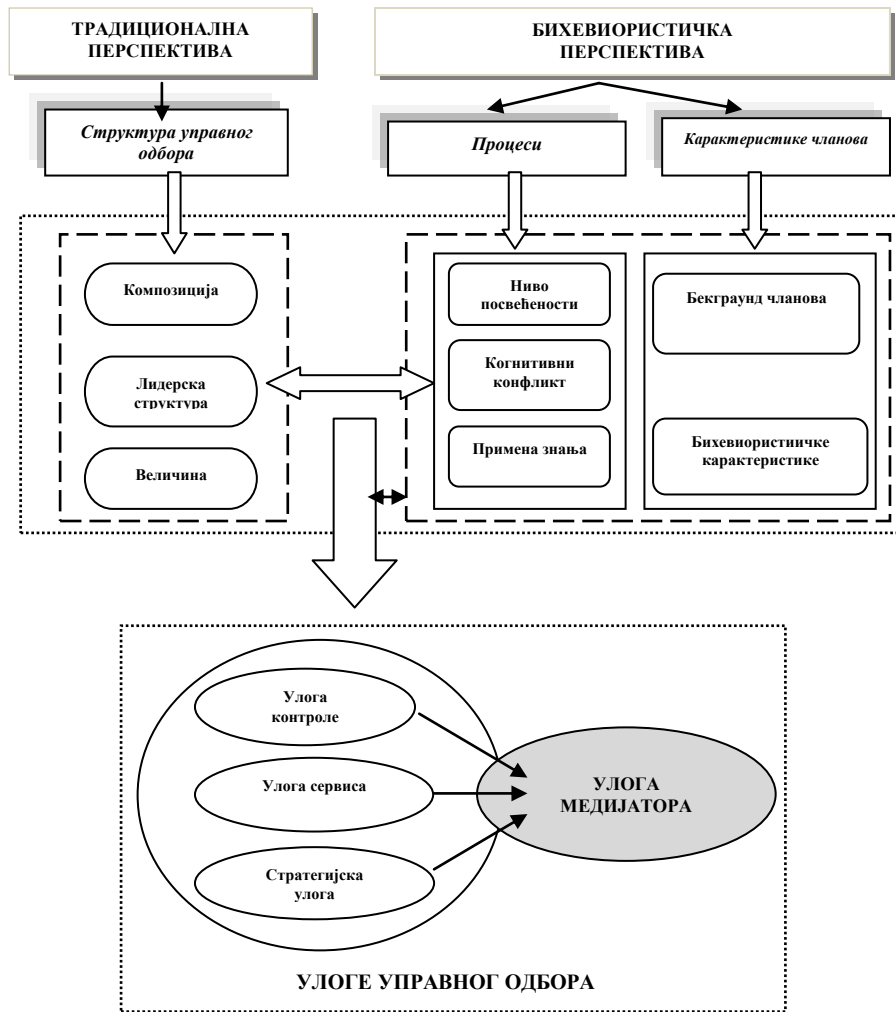
- Прво, независност управног одбора од менаџмента се често доводи у питање;
- Друго, претпоставка о усаглашености интереса управног одбора и власника није потврђена;
- Треће, чланови управног одбори могу да злоупотребе своју моћ и да не делују у интересу акционара.

Уочени недостаци показују да је власнички модел заснован на агенцијској теорији превише поједностављен и да власници имају веома мали утицај на одлуке које доноси управни одбор. Иако је агенцијска теорија представљала полазну основу истраживачима последње две деценије, она не пружа одговарајући увид у бихевиористичке аспекте анализе управних одбора. У покушају да се анализа

успешности управних одбора стави у контекст бихевиористичке перспективе, истраживачи су пошли од *Теорије понашања фирме*, са циљем да објасне на који начин се заправо доносе одлуке у организацијама. Њихови резултати представљају покушај да се основни принципи модела потпуне рационалности повежу са реалним начином доношења одлука у организацијама. Основна идеја новог правца истраживања управних одбора почива на претпоставкама *Теорије понашања фирме* и принципу ограничене рационалности. Најважније импликације ове теорије на бихевиористичку перспективу истраживања управних одбора су (Huse, 2009b, с. 58):

- Доносиоци одлука теже ка задовољавајућем, а не ка оптималном решењу, због чега се модел рационалног одлучивања у реалним условима показао као неадекватан;
- Фокус у истраживањима треба да буде на интеракцијама и процесима, пре него на структури и резултатима.

Са развојем бихевиористичке перспективе, ефективност управних одбора се анализира у зависности од индивидуалних карактеристика чланова и процеса унутар управних одбора. Изучавање структуралних варијабли, према традиционалној перспективи и социо-психолошких фактора од којих зависи понашање управног одбора, према бихевиористичкој перспективи, треба да одговор на питање о томе зашто постоји геп између очекивања од управног одбора и практичних резултата. Ефективност управног одбора не зависи само од формалне структуре управних одбора, већ од интеракција и процеса унутар управних одбора (Van Ees & Van der Laan, 2012). Права структура управног одбора представља нужан услов стварања ефективних односа и интеракција између чланова управног одбора. Овакви закључци су довели до редефинисања улоге управног одбора и развоја савремене перспективе која обједињује обе перспективе истраживања и показује да су структуралне и процесне варијабле међусобно зависне, а њихов заједнички утицај опредељује степен ефективности управних одбора. На Слици 27 приказан је *Интегративни модел*, са посебним освртом на редефинисану улогу управног одбора. Модел обједињује различите факторе ефективности управних одбора, који су до сада били парцијално анализирани у контексту традиционалне или бихевиористичке перспективе. Приказан модел представља полазну основу за успостављање различитих корелација и дефинисање истраживачког модела и хипотеза, које ће у процесу емпиријског истраживања бити тестиране. На основу добијених закључака, потребно је дефинисати принципе унапређења ефективности управних одбора.



Слика 27. Интеграциони модел ефикасности управног одбора

Извор: Бабић, Николић, & Ерић, 2011, с. 157

Са развојем савремене перспективе, истраживачи у анализу укључују не само интерне карактеристике управног одбора (структуру и процесе) као важне детерминанте његове ефикасности у обављању редефинисане улоге, већ шире границе истраживања и постављају ново истраживачко питање које се односи на разматрање екстерних фактора који утичу на ефикасност управног одбора. Посебно се указује на значај међусобне повезаности управног одбора и структуре власништва као комплементарних механизма корпоративног управљања.¹⁷

¹⁷ Четврти део докторске дисертације се бави испитивањем међузависности структуре власништва и управног одбора као комплементарних механизма корпоративног управљања

ЧЕТВРТИ ДЕО

***МЕЋУЗАВИСНОСТ ИНТЕРНИХ МЕХАНИЗАМА
КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА
И
СТРАТЕГИЈСКОГ ОДЛУЧИВАЊА***

1. Корпоративно управљање и стратегијско одлучивање

Развој корпорација које одликује раздвајање власништва од контроле, конфликтни циљеви и интереси појединаца и група које је чине, сложена организациона структура и комплексан однос са окружењем, довео је до потребе за реформулисањем приступа у постављању стратегијских циљева и формулисању стратегија. Према Smith (1990) формулисање дугорочних *стратегујских циљева*, који инкорпорирају балансиране интересе компаније као целине и његових организационих делова, сходно променама у интерном и екстерном окружењу, углавном се односи на остваривање рентабилности у дугом року (Секулић & Раденковић-Јоцић, 2012). Ипак, с обзиром на дисперзију власништва, стратегијски циљеви морају да буду постављени тако да омогуће задовољење интереса власника, али и интереса различитих заинтересованих страна. Успостављање сложене структуре циљева која рефлектује различите интересе захтева континуирано преговарање између свих релевантних актера. С обзиром на комплексну природу релација између различитих актера у процесу преговарања, максимирање профита представља сувише уско постављен циљ, због чега је неопходно формулисати вишеструке циљеве у складу са интересима свих актера, а не само власника.

У процесу постављања стратегијских циљева и доношења стратегијских одлука од кључног значаја је да се успостави стање компатибилности са окружењем у коме компанија функционише, јер се једино на тај начин може остварити продуктивна размена материје, енергије и информација. Управо захваљујући овој размени компанија обнавља утрошене ресурсе, развија се и остварује ефективност и ефикасност у извршавању пословних активности. Окружење, међутим, одликује висок степен неизвесности, динамичности и хетерогености који угрожавају опстанак и развој компанија проузрокујући стварање тзв. *стратегујских проблема* (Ansoff, 1987). Основу међусобног регулисања односа компанија и окружења кроз решавање стратегијских проблема чини доношење стратегијских одлука.

1.1 Природа процеса стратегијског одлучивања

Стратегијске одлуке представљају срж стратегијског менаџмента. Ако се проблем посматра као препрека остварењу циљева, а стратегија као начин остварења циљева, онда стратегијске одлуке представљају средство решавања проблема од стратегијског значаја за предузеће (Милисављевић, 2003, с. 109). Стратегијске одлуке су непрограмиране, са високим степеном ризика и по правилу их доноси топ менаџмент. Односе се на стратегијска питања, оријентисане су ка будућности и имају дугорочан карактер (Јанићијевић, 2008, с. 212). Основна сврха стратегијских одлука је одређивање стратегијског правца у развоју организације и стварање конкурентске предности кроз побољшање стратегијске позиције предузећа у будућности.

Једна од основних карактеристика стратегијских одлука је *недовољна структурираност*, углавном због двозначности и неодређености стратегијских проблема и процеса стратегијског одлучивања (Mintzberg, Raisinghani, & Theoret, 1976). Поред лоше структурираности, *комплексност*, *отвореност* и *новост* се могу издвојити као три основне карактеристике стратегијских одлука (Бабић, 1994, сс. 63-65). *Комплексност* произилази из услова ризика и неизвесности у којима се доносе; двозначности и неодређености стратегијских проблема; дугорочног карактера; интердисциплинарних знања које решавање стратегијских проблема захтева; различитих система вредности и когнитивних карактеристика чланова организације који учествују у процесу доношења стратегијских одлука. *Новост* се везује за усмереност на решавање нових проблема и суочавање доносиоца одлука са новом ситуацијом коју треба решити. *Отвореност* подразумева да су стратегијске одлуке исход процеса стратегијског одлучивања, који није линеаран, већ адаптиван и цикличан.

Полазећи од значаја стратегијских одлука за опстанак и раст предузећа, анализа процеса доношења стратегијских одлука (или процеса стратегијског одлучивања) представља важно истраживачко подручје. Стратегијско одлучивање је инкременталан и међузависан процес обликован различитим утицајем прошлих догађаја, садашњих околности и перспектива у будућности (Eisenhardt & Zbaracki, 1992). Другим речима, процес доношења стратегијских одлука може бити дуг и испрекидан збивањима у предузећу и ван њега (Милисављевић, 2003, с. 110).

Процес стратегијског одлучивања детерминише садржај и исход корпоративне стратегије као средства за ефикасно решавање стратегијских проблема. Стога, у циљу успешног формулисања и имплементације стратегије, неопходно је разумети *природу процеса стратегијског одлучивања* који се налази у основи ових активности (Youzhi & Yongfeng, 2011). Формулисање стратегије представља рану фазу стратегијског процеса, са фокусом на доношење одлука, док се имплементација стратегије јавља у каснијој фази, са већим нагласком на контролу. Обе врсте активности међусобно се унапређују и развијају заједно (Mintzberg & Waters, 1982). У досадашњим истраживањима, анализирани су различити начини формулисања стратегије и могућности успостављања корелације са унапређењем перформанси предузећа. Резултати показују да процес доношења стратегијских одлука о избору стратегије има ефекте на управљање предузећем и пружа различите могућности за унапређење перформанси предузећа (Youzhi & Yongfeng, 2011).

Процес доношења стратегијских одлука обухвата скуп активности које топ менаџери и чланови организације предузимају од тренутка формулисања стратегијског проблема до тренутка њиховог решавања. Наведене активности обухватају скуп потпроцеса, као што су уочавање и идентификовање проблема, претраживање и евалуација алтернатива, убеђивање и преговарање у процесу избора, који се одигравају на различитим организационим нивоима и подразумевају одређен степен укључености топ менаџера, као и осталих чланова организације. Сходно претпоставкама од којих се полази, природе проблема који се решава, услова у којима се одлуке доносе и критеријума на основу којих се врши избор најбоље алтернативе, могу се издвојити три основна процеса стратегијског одлучивања (Elbanna & Child, 2007): *процес стратегијског одлучивања заснован на концепту потпуне рационалности, процес стратегијског одлучивања заснован на концепту ограничене рационалности и процес стратегијског одлучивања путем политичких процеса.*

Процес стратегијског одлучивања заснован на концепту потпуне рационалности се примењује у ситуацијама када доносилац одлука располаже свим релевантним информацијама и када су могуће алтернативе и исходи јасно дефинисани. То значи да се одлуке доносе на основу потпуних информација, егзактно утврђених правила и процедура за евалуацију алтернатива и њихових последица (Dean & Sharfman, 1996). Подразумева примену аналитичких поступака усмерених ка избору најбоље расположиве алтернативе (Петковић, Јанићијевић, & Богићевић-Милићевић, 2010, с. 385). Доношење стратегијских одлука засновано на концепту потпуне рационалности захтева свеобухватну и исцрпну анализу пре доношења одлуке, што

значи да доносиоци одлука разматрају све могуће алтернативе и њихове консеквенце и подразумева скуп активности које се могу издвојити у неколико логички-повезаних фаза, које чине основу процеса рационалног одлучивања (Бабић, 1994, с. 32; Милисављевић, 2003, с. 114; Јанићијевић, 2008, с. 214):

- уочавање и дефинисање проблема;
- идентификовање критеријума одлучивања и одређивање њихове важности;
- свеобухватно претраживање и развој алтернатива као могућих решења;
- евалуација или оцена расположивих алтернатива;
- избор најбоље алтернативе на основу јасно дефинисаних критеријума и правила одлучивања.

Стратегијско одлучивање засновано на концепту потпуне рационалности је утемељено на аналитичној и интегративној свеобухватности и подразумева систематско осматрање и анализу окружења, процену интерних снага и слабости, одређивање јасног циља, евалуацију алтернативних праваца деловања и развој свеобухватног плана за остварење циљева. Интегративна свеобухватност се односи на читав процес одлучивања и подстиче интеграцију одлука о избору стратегије (Fredrickson, 1984). У организационом смислу, то захтева примену система формалног стратегијског планирања.

Процес стратегијског одлучивања утемељен на ограниченој рационалности се примењује у ситуацијама када доносиоци одлука не располажу релевантним информацијама и потребним ресурсима за спровођење систематичне анализе и процене алтернатива, већ одлуку доносе на основу личног осећаја, знања, стеченог искуства и способности расуђивања, по правилу у кратком временском року. То значи да се не бира најбоља алтернатива, већ се оцена и избор алтернатива врши на основу процене степена у коме алтернатива „одговара личним мерилима доносиоца одлука“, њиховим личним циљевима, ставовима и уверењима (Петковић, Јанићијевић & Богићевић Милићевић, 2010, с. 387). Према Cyert и March (1963) концепт ограничене рационалности је утемељен на бихевиористичкој теорији и преиспитивању претпоставке потпуне рационалности (према Hart, 1992). Према наведеној теорији, у најбољем случају доносиоци одлука могу да остваре само ограничену рационалност (Simon, 1952). Другим речима, Simon и његови сарадници указују да није могуће потпуно, већ само делимично рационално одлучивање (према Јанићијевић, 2008, с. 216). Способност прикупљања и обраде информација, као и претраживања алтернатива је ограничена, а избор решења није заснован на

критеријуму оптималности, већ се бира прва алтернатива која задовољава тренутни ниво аспирације доносиоца одлуке (Бабић, 1994, с. 39; Милисављевић, 2003, с. 114).

На индивидуалном нивоу, когнитивни (спознајни) лимити утичу на доносиоце одлука да усвајају поједностављене менталне апстракције реалног света, да ограниче трагање за најбољом алтернативом на инкрементално различите опције и да прихвате први задовољавајући исход који подразумева избор задовољавајућег, а не оптималног решења (Simon, 1952). Заправо, хеуристике и пристрасности у људском расуђивању резултирају у доношењу одлука које одступају од оптималних решења (Schwenk, 1984). Хеуристика у одлучивању се може објаснити као примена *једноставних менталних процедура* (или *менталних стратегија*) које доносиоци одлука користе у проналажењу „пречица до решења стратегијских проблема“ (Павличић, 2004, с. 302). Хеуристике у одлучивању представљају поједностављена правила или стратегије одлучивања, стандардне оперативне процедуре које доносиоци одлука користе у процесу одлучивања или „здраворазумска правила.“ Одлуке се не доносе као резултат истраживања проблема, развијања, оцењивања и избора најбоље алтернативе, већ као резултат примене једноставних правила која су у прошлости помогла у доношењу одлука. Правила која је доносилац одлука раније примењивао представљају сумирано искуство и помажу му да уз минимални ментални напор донесе одлуку (Јанићијевић, 2008, с. 219). Међутим, примена хеуристике може да има и негативне последице и да доведе до лошег решења проблема, због чега препознавање „психолошких замки“ и предрасуда са којима се суочавају доносиоци одлука, треба да помогне у унапређењу ефикасности стратегијског одлучивања. Иако се процес стратегијског одлучивања заснован на хеуристици не може поистоветити са процесом стратегијског одлучивања заснованим на концепту ограничене рационалности, одликује их заједничка карактеристика да се доносиоци одлука посматрају као ограничено рационална бића.

Полазећи од концепта ограничене рационалности, према бихевиористичкој теорији, поред улоге коју топ менаџери имају у доношењу стратегијских одлука, важно је анализирати улогу и допринос чланова организације у процесу стратегијског одлучивања (Mintzberg, 1978). То значи да топ менаџери треба да подстакну и мотивишу чланове организације да се укључе у доношење стратегијских одлука (Johnson, 1988). Проблеми у процесу имплементације стратегије и све већа турбулентност окружења се често наводе као разлози за подстицање укључености чланова организације у процес доношења стратегијских одлука.

Процес стратегијског одлучивања путем политичких процеса се примењује када доносиоци одлука имају различите циљеве и формирају коалиције посредством којих могу да остваре постављене циљеве (Elbanna & Child, 2007). Утемељен је на примени преговарачких тактика у доношењу одлука које треба да доведу до исхода који је прихватљив за различите коалиције и интересне групе, при чему најмоћнија коалиција може да наметне своје циљеве. Процес стратегијског одлучивања путем политичких процеса базира на концепту инкрементализма који наглашава значај квалитативног инпута, а централна идеја је да је избор маргиналан. Полази се од претпоставке да је број алтернатива ограничен, исходи нису квантификовани и не постоји „прави“ исход (Милисављевић, 2003, с. 115). Стратегијско одлучивање путем политичких процеса је потпуно различито у односу на рационално одлучивање које се првенствено ослања на квантитативне дисциплине.

У Табели 17 дат је преглед емпиријских истраживања у области стратегијског одлучивања чији резултати потврђују да се процес стратегијског одлучивања најбоље може описати као преплитање ограничене рационалности и политичких процеса. Организације се могу посматрати као политички системи у којима доносиоци стратегијских одлука често имају конфликтне циљеве и ограничене когнитивне способности. Ограничена рационалност се огледа у чињеници да доносиоци стратегијских одлука имају ограничене когнитивне способности, због чега у процесу одлучивања не примењују све фазе рационалног одлучивања. Утицај политичких процеса се огледа у чињеници да се доносиоци стратегијских одлука налазе под утицајем различитих политичких процеса и да појединци који имају највећу моћ детерминишу избор и доносе одлуке. Представљена синтеза емпиријских истраживања потврђује да се организације посматрају као политички системи у којима доносиоци стратегијских одлука имају делимично конфликтне циљеве и ограничене когнитивне капацитете. Изведени закључци јасно подржавају следеће ставове (Eisenhardt & Zbaracki, 1992):

- (1) постоје когнитивна ограничења актера у процесу одлучивања - доносиоци одлука теже задовољавајућем, а не оптималном решењу, ретко примењују свеобухватно прикупљање информација и претраживање алтернатива;
- (2) веома често основне фазе процеса одлучивања се понављају, преплићу или не прате дефинисан редослед;
- (3) процес стратегијског одлучивања треба посматрати као један политички процес - доносиоци одлука примењују политичке методе као што су кооптација, формирање коалиција и селективно коришћење информација, којима повећају своју моћ.

Табела 17. Преглед емпиријских истраживања у области стратегијског одлучивања

Аутори	Закључци истраживања
Cyert & March, 1963	Ограничени когнитивни капацитети доносиоца одлука, конфликтни циљеви, задовољавајуће решење
Carter, 1971	Ограничени когнитивни капацитети доносиоца одлука, неконзистентност циљева, примена стандардних оперативних процедура
Baldrige, 1971	Организација као плуралистички систем, конфликтни интереси актера одлучивања, утицај и расподела моћи (значај политичких процеса)
Allison, 1971	Потпуна рационалност и информисаност доносиоца одлука, јасно дефинисани циљеви, оптимално решење
Petigrew, 1973	Предузеће се посматра као политички систем, а процес одлучивања као политичка борба између различитих актера (значај политичких процеса)
Pfeffer & Salancik, 1974	Алокација ресурса је у позитивној корелацији са степеном моћи појединих департмана - департмани који имају већу моћ добијају више ресурса (значај политичких процеса)
Mintzberg, Raisinghan, & Theoret, 1976	Основне фазе процеса одлучивања су идентификација проблема, развој алтернатива и избор; фазе се не одвијају секвенцијално и не постоји тачан редослед фаза процеса одлучивања (варијације рационалности у процесу одлучивања)
Hills & Mahoney, 1978	Алокација ретких ресурса зависи од дистрибуције моћи; најчешће се примењује код доношења одлука о буџету (значај политичких процеса)
Borum, 1980	Успостављање равнотеже моћи је од круцијалног значаја за ефективно одлучивање (значај политичких процеса)
Quinn, 1980	Предузеће се посматра као политички систем, менаџери као актери процеса одлучивања се понашају опортунистички (значај политичких процеса)
Janis, 1982	Упоредивање и анализа примера ефективних стратегијских наспрам неефективних стратегијских одлука показује да је ефекат групног мишљења негативан, треба га избегавати. Предлаже се примена дијалектичког истраживања и ђаволег адвоката као техника за ублажавање ефекта групног мишљења
Mintzberg & Waters, 1982	Избор стратегије зависи од величине и структуре организације; потврђује се повезаност између организационих фактора и процеса одлучивања
Anderson, 1983	Постављање циљева према текућим алтернативама; у циљу избегавања ризика бирају се алтернативе за које се не очекује да ће довести до решења проблема (концепт ограничене рационалности)
Fredrickson, 1984; Fredrickson & Laquinto, 1989	Истраживање корелације између рационалног, свеобухватног процеса одлучивања и перформанси показује да у стабилном окружењу постоји позитивна корелација између рационалног, свеобухватног процеса одлучивања и перформанси, док се у нестабилном окружењу уочава негативна корелација између наведених варијабли
Nutt, 1984	Уводи пет различитих варијација нормативних модела одлучивања, а избор оптималног решења зависи од нивоа на коме се одлуке доносе (концепт потпуне рационалности)

МЕЋУЗАВИСНОСТ ИНТЕРНИХ МЕХАНИЗАМА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА И
СТРАТЕГИЈСКОГ ОДЛУЧИВАЊА

Fredrickson, 1985	Комбинована примена процеса рационалног одлучивања и одлучивања заснованог на интуицији; делимична примена модела рационалног избора
Hickson, Butler, Cray, Mallory, & Wilson, 1986	Природа процеса одлучивања зависи од врсте и карактеристика одлука које се доносе; комплексност одлуке детерминише процес одлучивања (варијације рационалности у процесу одлучивања)
Eisenhardt & Bourgeois, 1988	Политички процеси имају велики утицај када не постоји равнотежа моћи; сугерише се избегавање утицаја политичких процеса на доношење одлука
Eisenhardt, 1989	У процесу одлучивања развија се велики број алтернатива, али се само неке од њих евалуирају; доносиоци одлука могу да прикупе информације из више различитих извора, али су по правилу фокусирани на одређене, познате изворе; доносиоци одлука су на неки начин рационални, али не у потпуности (концепт ограничене рационалности)
Dean & Sharfman, 1992	Организације примењују процедуралну рационалност; изразито динамично и неизвесно окружење смањује рационалност у одлучивању
Eisenhardt & Bourgeois, 1992	Диференцираност интереса води ка политичком понашању (значај политичких процеса)
Goll & Rasheed, 1997	Утицај динамичности и непријатељства окружења на успостављање корелације између процеса рационалног одлучивања и организационих перформанси
Hough & White, 2003	Утицај динамичности окружења на успостављање корелације између процеса рационалног одлучивања и квалитета одлука

Извор: адаптирано према Eisenhardt & Zbaracki, 1992

На основу прегледа истраживања у области стратегијског одлучивања може се уочити да су истраживачи анализирали начин на који се стратегијске одлуке доносе у реалним ситуацијама (Бабић, 1994, с. 32). Излазећи из оквира нормативне теорије одлучивања, истраживачи су се бавили анализом реалних ситуација одлучивања, тежећи да дају одговор на нека од следећих истраживачких питања:

- *Како се одвија поступак доношења стратегијских одлука?*
- *Како се доносиоци одлука понашају у реалним ситуацијама одлучивања и на који начин прикупљају информације?*
- *У ком степену личне особине, ниво аспирације и начин перцепције утиче на процес одлучивања?*
- *Које предрасуде и ограничења могу негативно да утичу на квалитет процеса стратегијског одлучивања?*

1.2 Модели стратегијског одлучивања

У циљу смањивања гена између теоријских ставова и понашања у реалним ситуацијама одлучивања, екстензиван развој истраживања у овој области је довео до развоја различитих модела стратегијског одлучивања како би се што реалније описао процес доношења стратегијских одлука. Полазећи од специфичне природе процеса одлучивања, различитих интерпретација активности, процеса и фаза које обухвата процес стратегијског одлучивања, може се уочити да постоје различити модели стратегијског одлучивања. Уочени обрасци понашања на којима се заснивају модели одлучивања имају важне импликације на формулисање стратегије (Shristava, 1983). Иако у литератури постоје различите класификације модела стратегијског одлучивања, могу се издвојити три кључне димензије које одликују различите класификације модела стратегијског одлучивања: *рационалност, визија и степен укључености чланова организације у процес стратегијског одлучивања* (Hart, 1992).

Прва димензија је *рационалност* – која се може дефинисати као степен у коме је процес стратегијског одлучивања свеобухватан, исцрпан и аналитичан. Критика претпоставке потпуне рационалности засноване на нормативној теорији и преиспитивање модела рационалног одлучивања за описивање и разумевање реалног понашања доносиоца одлука довело је до формулисања принципа ограничене рационалности, који гласи: *„Капацитет људског знања за формулисање и решавање комплексних проблема је веома мали, према величини проблема чије се решење захтева, при објективно рационалном понашању – или апроксимацији такве рационалности“* (Simon, 1956).

Поред принципа ограничене рационалности, истраживачи указују на значај *стратегијске визије* као друге важне димензије класификације модела стратегијског одлучивања. Преиспитивањем улоге топ менаџера као лидера у доношењу стратегијских одлука, истраживачи указују на значај способности лидера да мотивишу чланове организације да усвоје заједничку стратегијску визију. Визија представља менталну слику која описује жељено будуће стање и може бити формулисана на различите начине. Без обзира на облик и начин изражавања, визија представља пројекцију прошлог и садашњег стања на будућност. Значај визије за процес стратегијског одлучивања огледа се у њеној инспиративној снази, заснованој

на крерању „емотивног набоја“ који проистиче из осећаја сврхе и смисла постојања који треба да деле сви чланови организације. Организација која има јаку стратегијску визију својим члановима пружа смисао и сврху деловања организације, који им помаже да дефинишу своју улогу. Заправо, визија даје осећај важности и значаја, који енергију свих чланова организације усмерава према заједничкој будућности (Стојановић-Алексић, 2007, сс. 230-231).

Такође, проблеми у имплементацији стратегијских одлука су указали на значај *степен укључености чланова организације* у процес стратегијског одлучивања као треће важне димензије класификације модела одлучивања. Степен укључености чланова организације у процес стратегијског одлучивања зависи од организационе културе. Из значења коју реалност организације има за њене чланове, прозилази и понашање чланова организације и ступање у међусобне интеракције. На основу организационе културе као једног вида „колективне интерпретативне шеме“, чланови организације додељују значење појавама, људима и догађајима у организацији и ван ње, као и начин на који се према њима односе. У ширем смислу, култура једне организације имплицира да сви чланови организације на сличан начин разумеју начин функционисања и управљања организације (Јанићијевић, 2012). У ужем смислу, степен укључености чланова организације у процес стратегијског одлучивања и њихова мотивисаност, управо зависи од начина на који разумеју организациону реалност и понашају се у њој. Организациона култура путем обликовања интерпретативне шеме и понашања чланова организације детерминише процес стратегијског одлучивања.

Полазећи од наведених ставова, класификација модела стратегијског одлучивања на *моделе стратегијског одлучивања засноване на рационалности, визији и укључености чланова организације у процес стратегијског одлучивања*, према различитим ауторима, на основу три наведене димензије (*рационалност, визија и степен укључености чланова организације*) приказана је у Табели 18.

Модел *стратегијског одлучивања засновани на рационалности (потпуна vs. ограничена)* као основној димензији - неколико аутора је развило моделе стратегијског одлучивања засноване на рационалности. Allison (1971) је развио три модела стратегијског одлучивања *рационални модел, организациони модел и бирократски модел*. Први модел је представљао класичан рационални (свеобухватни) приступ у стратегијском одлучивању. Други и трећи модел је заснован на бихевиористичким елементима или концепту ограничене рационалности. Allison је објаснио како исходи могу да се разликују од оптималног

решења, пре свега због инкременталне природе организационих процеса, као и конфликтних интереса и циљева различитих актера (према Hart, 1992).

Према Mintzberg (1978) могу се издвојити три модела стратегијског одлучивања заснована на концепту потпуне или ограничене рационалности: *предузетнички модел*, *модел планирања* и *адаптивни модел*. У предузетничком моделу, стратегијске одлуке доноси појединац који предузима одважне, ризичне акције у име организације. Процес одлучивања одликује активно трагање за новим алтернативама, склоност ка ризику, доношење одлука у условима неизвесности и одређивање раста као доминантног циља. Модел планирања представља синоптички, структуриран, свеобухватан и интегративан приступ у формулисању стратегије. У адаптивном моделу, организација се прилагођава променама у окружењу инкременталним корацима уз коришћење повратне спреге. Улога топ менаџмента доминира у предузетничком моделу, а у моделу планирања и адаптивном моделу чланови организације имају значајну улогу. То значи да прва два модела показују висок ниво свеобухватности и рационалности. Трећи модел одликује инкрементализам.

Nutt (1981, 1984) је детаљније разрадио оквир који је поставио Allison, издвајањем пет основних модела стратегијског одлучивања, који су такође засновани на концепту потпуне или ограничене рационалности: *нормативни* и *бирокуратски модел*, утемељени на нормативној теорији и принципу потпуне рационалности и *бихевиористички модел*, *модел групног доношења одлука* и *адаптивни модел*, утемељени на принципу ограничене рационалности. У разумевању наведених модела Nutt је пошао од претпоставке према којој избор оптималног модела зависи од нивоа на коме се одлуке доносе и природе окружења у коме се предузеће налази (према Hart, 1992).

Shrivastava и Grant (1985) су проучавали процесе стратегијског одлучивања и однос између процеса одлучивања и организационог учења у 32 предузећа која су се налазила пред истим проблемом. Процес стратегијског одлучивања је анализиран сходно активностима која су предузећа спроводила у уочавању и дијагнози проблема и тражењу решења. Комбинованом применом квантитативне и квалитативне анализе, као резултат емпиријске анализе идентификовали су четири модела стратегијског одлучивања: *модел менаџерске аутократије*; *модел системске бирокуратије*, *модел адаптивног планирања* и *модел политичке сврсисходности*, међу којима је модел менаџерске аутократије заснован на концепту потпуне рационалности и одликује га доминантна улога појединца који

доноси одлуке у складу са личним циљевима, преференцијама и убеђењима. Такође, бирократски модел који одликује висок степен формализације, примена утврђених правила и процедура у процесу одлучивања је заснован на концепту потпуне рационалности. Доношење стратегијске одлуке се врши на основу прорачуна користи и трошкова расположивих алтернатива. Потпуна рационалност као основа стратегијског одлучивања се може уочити и код следећих модела:

- *командни модел* (Bourgeois & Brodwin, 1984) и *модел менаџерске аутократије* (Shrivastava & Grant, 1985) одликује процес стратегијског одлучивања заснован на концепту потпуне рационалности у коме доминира јак лидер (слично предузетничком моделу - Mintzberg, 1973);
- Bourgeois и Brodwin (1984) су у својој класификацији модела издвојили пет модела, међу којима су *командни модел* и *модел организационих промена* засновани на концепту потпуне рационалности;
- *линеарни* (Chaffee, 1985), *дедуктивни* (Nonaka, 1988), *систематичан* (Ansoff, 1987) и *оптимизирајући модел* (Grandori, 1984) карактерише процес одлучивања оријентисан ка свеобухватности и исцрпној анализи (слично рационалном моделу, Allison, 1971; и нормативном моделу, Nutt, 1984).

На ставовима бихевиористичке школе и концепту ограничене рационалности. утемељени су следећи модели: *адаптиван модел* (Chaffee, 1985), *ad hoc модел* (Ansoff, 1987), *задовољавајући модел* (Grandori, 1984), *колаборативни модел* (Bourgeois & Brodwin, 1984) и *модел адаптивног планирања* (Shrivastava & Grant, 1985) су засновани на претпоставци ограничених когнитивних капацитета доносиоца одлука, слично организационом моделу (Allison, 1971) и бихевиористичком моделу (Nutt, 1984). Формулисање проблема, као и развој алтернатива је у оквиру дефинисаног плана, а модификације се врше сходно променама у окружењу.

Модел *стратегијског одлучивања засновани на визији* као основној димензији - полазећи од класификације коју је дао Allison (1971), Chaffee (1985) је издвојио три модела стратегијског одлучивања: *линеарни*, *адаптивни* и *интерпретативни*. Иако су прва два модела утемељена на димензији рационалности, у *интерпретативном моделу* стратегијског одлучивања полази се од значаја визије. Према овом моделу, доношење стратегијских одлука је утемељено на метафорама које омогућавају заинтересованим странама да разумеју циљеве организације и да се понашају на начин за који се очекује да ће довести до повољног исхода за организацију. Слично томе, *културолошки модел* (Bourgeois & Brodwin, 1984) је утемељен на значају

визије, са нагласком на заједничким вредностима чланова организације, а *кибернетски модел* (Grandori, 1984) наглашава значај организационог учења.

Модели стратегијског одлучивања засновани на степену укључености чланова организације као основној димензији – поред концепта рационалности и значаја визије, поједини аутори су приликом класификације модела одлучивања анализирали и степен укључености чланова организације као важну димензију. На пример, *органски модел* (Ansoff, 1987) одликује претпоставка да се стратегијским понашањем не управља, а доношење стратегијских одлука је резултат случајности. Наведени модел има доста сличности са *моделом раста* који одликује критична улога чланова организације у доношењу стратегијских одлука (Bourgeois & Brodwin, 1984). Према овом моделу, стратегија се формулише *одоздо на горе*, а топ менаџмент има улогу да постави оквир и смернице процеса доношења стратегијских одлука како би мотивисао чланове организације да учествују у процесу одлучивања (Bourgeois & Brodwin, 1984).

Модел политичке сврсисходности (Shrivastava & Grant, 1985) је сличан моделу раста (Bourgeois & Brodwin, 1984), јер стратегијске одлуке настају као резултат преговора између децентрализованих коалиција које имају супротстављене циљеве и интересе. Формулисање проблема и развој алтернатива зависе од процеса убеђивања и преговарања између различитих интересних група у оквиру организације. *Рандомни модел* (Grandori, 1984), такође, припада групи модела који су засновани на већој укључености чланова организације у процес стратегијског одлучивања. Код примене овог модела, правила тражења и правила избора су рандомног карактера, а правила учења не постоје (Бабић, 1994, с. 96).

Nonaka (1988) је дефинисао два основна модела стратегијског одлучивања: *дедуктивни и индуктивни модел*. Према дедуктивном моделу, стратегијско одлучивање се врши *од врха на доле* и захтева централизовано планирање (висока рационалност, ниска укљученост чланова организације). Насупрот томе, према индуктивном моделу, процес стратегијског одлучивања се врши *одоздо на горе* (слично моделу раста, Bourgeois & Brodwin, 1984), а задатак топ менаџмента је да подстакне децентрализовано одлучивање. Другим речима, нужно је постићи висок степен укључености и топ менаџера и чланова организације.

Табела 18. Класификација модела стратегијског одлучивања према кључним димензијама

АУТОРИ	Потпуна рационалност	Ограничена рационалност	Визија	Укљученост чланова организације
<i>Allison</i> (1971)	Рационални модел	Организациони и бирократски модел	/	/
<i>Mintzberg</i> (1978)	Предузетнички модел; модел планирања	Адаптивни модел	/	/
<i>Nutt</i> (1981, 1984)	Нормативни и бирократски модел	Бихевиористички модел; модел групног одлучивања; адаптивни модел	/	/
<i>Bourgeois & Brodwin</i> (1984)	Командни модел; организационих промена	Колаборативни модел	Културолошки модел	Модел раста
<i>Grandori</i> (1984)	Оптимизирајући модел	Задовољавајући модел; инкрементални модел	Кибернетски модел	Рандомни модел
<i>Chaffee</i> (1985)	Линеарни модел	Адаптивни модел	Интерпретат. модел	/
<i>Shrivastava & Grant</i> (1985)	Модел менаџерске аутократије; бирократски модел	Модел адаптивног планирања	/	Модел политичке сврсисходности
<i>Ansoff</i> (1987)	Систематичан модел	Ad hoc модел	/	Органски модел
<i>Nonaka</i> (1988)	Дедуктивни модел	/	/	Индуктивни модел

Извор: адаптирано према Hart, 1992

Напомена: поља означена / показују да аутори нису идентификовали моделе према наведеној димензији

Интегративни оквир за класификацију модела стратегијског одлучивања

Преглед емпиријских истраживања у области стратегијског одлучивања (Табела 17) потврђује обиман концептуални развој. У литератури се може уочити више истраживачких праваца који су довели до различитих класификација модела стратегијског одлучивања (Табела 18) (Youzhi & Yongfeng, 2011). Анализа модела стратегијског одлучивања омогућава потпуније сагледавање и разумевање кључних

елемената процеса одлучивања. Ипак, ниједна класификација, појединачно посматрана, не обухвата све важне елементе процеса доношења стратегијских одлука и не омогућава дефинисање јединственог општеприхваћеног „обрасца стратегијског одлучивања“. У циљу повезивања и обједињавања различитих модела извршено је интегрисање наведених класификација на основу анализе *актера процеса стратегијског одлучивања и начина на који су укључени у процес стратегијског одлучивања, посебно у процес формулисања стратегије* (Табела 19).

Табела 19. Класификација модела стратегијског одлучивања – интегративни оквир

Димензије (Варијабле)	Командни модел	Симболички модел	Рационални модел	Трансактивни модел	Генеративни модел
<i>Начин стратегијског одлучивања</i>	Стратегијско одлучивање вођено топ менаџментом	Стратегијско одлучивање вођено визијом и мисијом	Стратегијско одлучивање вођено формалном структуром и системом планирања	Стратегијско одлучивање вођено интерним процесима	Стратегијско одлучивање вођено иницијативом чланова организације
<i>Улога топ менаџмента</i>	Усмеравање чланова организације	Мотивација и инспирисање чланова организације	Евалуација и контрола чланова организације	Подршка чланова организације	Подстицање чланова организације
<i>Улога чланова организације</i>	Извршење наређења	Одговор на изазове	Праћење система	Учење и унапређење	Преузимање ризика

Извор: Hart, 1992

На основу три кључне димензије (*начин стратегијског одлучивања, улога топ менаџера и чланова организације у процесу стратегијског одлучивања*) идентификовано је пет различитих типова стратегијског одлучивања: *командни, симболички, рационални, трансактивни и генеративни* (Hart, 1992). Интегративни оквир представља основу за груписање различитих класификација модела стратегијског одлучивања, јер обједињује кључне елементе процеса стратегијског одлучивања који су на различите начине интерпретирани у оквиру анализираних класификација (Табела 18).

Командни модел стратегијског одлучивања се примењује када топ менаџери формулишу стратегију, а чланови организације имају одговорност за процес имплементације. Другим речима, топ менаџери дизајнирају стратегију и прослеђују је ка нижим организационим нивоима. Формулисање стратегије је свеобухватан, контролисан процес, који је централизован на врху организације (Mintzberg, 1978).

Спроводи се анализа стратегијске ситуације, разматрају се алтернативе и доноси се одлука о адекватном правцу стратегијског деловања. Топ менаџер има *улогу команданта*, а чланови организације *улогу војника* који извршавају стратегију (Bourgeois & Brodwin, 1984; Mintzberg & Waters, 1985).

Симболички модел је утемељен на претпоставци да топ менаџери имају улогу лидера који примарно брине о постављању мисије и креирању заједничке визије која треба да мотивише чланове организације да делују ка заједничком циљу. Према симболичком моделу за креирање визије и мисије је задужен топ менаџмент. Визија пружа осећај идентитета и дефинише основну филозофију предузећа. Значај симбола, метафора и емоција је посебно наглашен. Улога топ менаџмента у симболичком моделу је да мотивише и инспирише чланове организације, а систем имплицитне контроле се заснива на заједничким вредностима и заједничкој перспективи коју деле чланови организације, јасној мисији и инспиративној визији.

Рационални модел је заснован на хијерархијској структури и систему формалног планирања. Топ менаџери детерминишу стратегијски правац деловања кроз процес формалног планирања који захтева екстензивно прикупљање података и укљученост чланова организације. За разлику од командног или симболичког модела, рационални модел је свеобухватан. Топ менаџмент има задатак да размотри што је могуће више информација у формулисању стратегије. Формална анализа као што је скенирање окружења, портфолио анализа и анализа конкуренције се често користе као помоћ у процесу формулисања стратегије. Обично се овај процес институционализује кроз формално стратегијско планирање (Armstrong, 1982). Чланови организације учествују у систему формалног планирања, који захтева дељење података и информација. У циљу успешне имплементације, топ менаџмент пажљиво надгледа и контролише активности подређених који су одговорни за остварене резултате и пореди их са дефинисаним планом.

У **трансактивном моделу** чланови организације су у већој мери укључени у стратегијски процес. Примарна улога топ менаџера је подстицање интерактивног процеса између чланова организације, добављача, клијената и различитих заинтересованих страна у циљу формулисања праве стратегије. Суштина трансактивног модела се огледа у формулисању стратегије на бази интеракције и учења уместо извршења унапред одређеног плана (Fiol & Lyles, 1985). Ипак, ограничени когнитивни капацитети и неизвесност окружења негативно утичу на способност топ менаџмента да раздвоји процес формулисања стратегије од њене имплементације.

Формулисање стратегије се врши на основу размене информација са кључним заинтересованим странама – запослени, добављачи, потрошачи, држава. *Крос-функционална* комуникација између чланова организације је од примарне важности према овом моделу. Трансактивни модел је утемељен на подстицању укључености чланова организације, оријентацији на клијента и менаџменту укупног квалитета (Shapiro, 1989). Овај модел чини нужним развој канала латералне комуникације и нових механизма за укључивање клијената и других заинтересованих страна у планирање и одлучивање.

Генеративни модел наглашава значај подстицања интерног предузетништва и аутономно понашање чланова организације. Идеје за нов производ се јављају *одоздо-на горе*, а иницијатива запослених обликује стратегијски правац деловања. Топ менаџери су примарно укључени у избор и подстицање иновативних предлога од стране запослених (Mintzberg & McHugh, 1985). Према овом моделу подстицање нових стратегија се врши тако што се раздвајају активности иновирања од свакодневних оперативних активности. Универзитете и болнице одликује примена генеративног модела одлучивања (Cohen, March, & Olsen, 1972). Улога топ менаџмента је да подстиче преузимање ризика од стране запослених и развој иновативних идеја. Топ менаџер има улогу спонзора која се остварује кроз низ процеса којима се стимулишу појединачне и тимске иновације (Tushman & Nadler, 1996).

Према интегративном оквиру *командни* и *рационални модел* су утемељени на *принципу потпуне рационалности*, док је *трансактиван модел* претежно заснован на *принципу ограничене рационалности*. *Симболички модел* наглашава значај *визије* као важне димензије. *Генеративни модел* је препознатљив по значају који се придаје *степену укључености чланова организације*. Ипак, то не значи да су наведени модели узајамно искључиви. У пракси се најчешће комбинује више модела стратегијског одлучивања.

1.3 Фактори стратегијског одлучивања

Анализа модела стратегијског одлучивања показује да постоје различити фактори од којих зависе природа и исход стратегијског одлучивања. Међусобна зависност, неизвесност и комплексна природа фактора који утичу на доношење стратегијских одлука отежава доношење „правих“ стратегијских одлука. Стратегијске одлуке

утичу на интерно окружење организације, али и на промене у екстерном окружењу, због чега је анализа фактора од којих зависи ефективност стратегијског одлучивања важно истраживачко подручје. Иако постоје различите класификације фактора који утичу на процес стратегијског одлучивања, у ширем смислу се могу груписати у три категорије:

- карактеристике доносиоца одлука;
- карактеристике организације;
- карактеристике окружења.

Карактеристике доносиоца одлука

На ефективност процеса стратегијског одлучивања утичу бихевиористичке карактеристике доносиоца одлука. У литератури се посебно анализира утицај генералног менаџера (СЕО) и/или топ менаџмент тима на квалитет стратегијских одлука (на пример, на избор корпоративне стратегије). У области стратегијског менаџмента, ово је значајно истраживачко питање бројних емпиријских истраживања. У циљу бољег разумевања фактора који детерминишу ефективност стратегијског одлучивања, важно је испитати на који начин топ менаџмент тим утиче на доношење стратегијских одлука (Rajagopalan, Rasheed, & Datta, 1993). Као најзначајније димензије истражују се демографске карактеристике (академско образовање и искуство; старосно доба) и бихевиористичке карактеристике (склоност ка ризику, тежња за достигнућима, степен агресивности, когнитивни конфликт...) (Paradikis et al., 1998; Nooraie, 2011; 2012)

Образовање и искуство – ниво образовања и искуство у обављању посла (број година проведених у компанији) представљају важне демографске карактеристике (Paradikis et al., 1998; Nooraie, 2001; 2012). Формално и неформално образовање, као и стечено искуство доносиоца одлука од кога зависи развој широког распона вештина и способности може да има значајну улогу у процесу стратегијског одлучивања (Стојановић – Алексић, 2007, с. 169). Према Hambrick и Mason (1984) ниво, али не и тип образовања је у позитивној корелацији са степеном иновативности, док године радног стажа топ менаџмента тима негативно утичу на процес доношења одлука у погледу иновација производа. Овакав став је подржан у истраживањима Nahavandi и Malekzadeh (1993). Такође, сугерише се да образовање и искуство као индивидуалне карактеристике могу да утичу на хеуристике и менталне стратегије које доносиоци одлука примењују у процесу доношења стратегијских одлука.

Старосно доба (године старости) - поред нивоа образовања и искуства, старост доносиоца одлука има одређене последице по његово понашање, способност и начин размишљања (Јанићијевић, 2008, с. 43). Године старости могу да утичу на перцепцију доносиоца одлука у процесу формулисања проблема и стратегијске евалуације алтернатива (Hitt & Tajler, 1991). Такође, може се уочити међусобна зависност између склоности ка ризику и година старости. Hambrick и Mason (1984) су потврдили негативну корелацију између година старости и склоности ка ризику (на пример, млађи менаџери чешће доносе одлуке са већим степеном ризика).

Склоност ка ризику се може дефинисати као степен до кога појединац прихвата ризик (Јанићијевић, 2008, с. 40). Представља психолошку карактеристику појединца која показује степен склоности ка ризику или избегавања ризика доносиоца одлука (Paradikis et al., 1998). Преузимање ризика значи способност актера да процени ризик, односно способност да се одређене одлуке донесу и спроведу и онда када не постоје извесни изгледи за успех (Стојановић – Алексић, 2007, с. 158). То је једна од главних димензија личности која се у емпиријским истраживањима најчешће повезује са природом процеса стратегијског одлучивања (Barid & Thomas, 1985). Резултати истраживања две групе менаџера који се разликују према степену склоности ка ризику, показују да менаџери са већим степеном склоности ка ризику, одлуке доносе брже и на основу мање информација (Јанићијевић, 2008, с. 40). Може се извести закључак да је склоност ка ризику у негативној корелацији са применом модела рационалног одлучивања (Nooraie, 2001).

Потреба за достигнућем представља важну бихевиористичку карактеристику доносиоца одлука која утиче на природу процеса стратегијског одлучивања. Менаџери на средњем и топ нивоу у већој мери примењују систематичан или рационалан приступ у одлучивању у односу на менаџере на нижим нивоима. То значи да менаџери на вишим нивоима у хијерархијској структури примењују модел рационалног одлучивања. Овакав став подржан је у истраживањима које су спровели Miller et al. (1988), доказујући да потреба или тежња за достигнућем доносиоца одлука позитивно утиче на степен рационалности процеса стратегијског одлучивања. Неколико година касније, Paradakis et al. (1998) и Nooraie (2001) у својим истраживањима нису потврдили овакву корелацију. Контрадикторни резултати указују на потребу за даљим истраживањима.

Когнитивни конфликт представља позитивну снагу неопходну за ефективно стратегијско одлучивање и треба их стимулисати. Когнитивни конфликт настаје као последица разлика које постоје између актера процеса одлучивања у процесу избора

могућих опција за решавање стратегијских проблема (разлике у циљевима и перспективама доносиоца одлука), за разлику од афективног конфликта који настаје као последица персоналних разлика које постоје између актера процеса одлучивања (демографске разлике, разлика у стилевима одлучивања и слично). Другим речима, когнитивни конфликт се везује за проблем, а афективни конфликт за личност. Когнитивни конфликт је облик конструктивног понашања које има за последицу боље одлуке и унапређење групних и организационих перформанси (Јанићијевић, 2008, с. 244). То значи да когнитивни конфликт у процесу доношења стратегијских одлука позитивно утиче на њихов квалитет, док афективни конфликт као облик деструктивног понашања негативно утиче на квалитет одлука и може да блокира процес одлучивања, због чега су његове последице негативне (Amason, 1996).

У Табели 20, приказани су сумирани резултати најзначајнијих емпиријских студија о утицају демографских и/или бихевиористичких карактеристика доносиоца одлука на процес стратегијског одлучивања. Може се уочити да склоност ка ризику представља доминантну бихевиористичку карактеристику доносиоца одлука која утиче на процес стратегијског одлучивања.

Табела 20. Карактеристике доносиоца одлука и стратегијско одлучивање

Студије о карактеристикама доносиоца одлука	Образовање и искуство	Старосно доба	Склоност ка ризику	Потреба за достигнућем	Когнитивни конфликт
Williams, 1965			*		
Gupta, 1984			*		
Barid & Thomas, 1985			*		
Wally & Baum, 1994			*		
Eisenhardt, 1989			*		
Hitt & Tyler, 1991	*		*		
Papadakis et al, 1998	*		*		
Nahavandi & Malekzadeh, 1993	*				
Miller et al, 1988				*	
Hambrick & Mason, 1984		*			
Hitt & Barr, 1989		*			
Amason, 1996					*
Nooraie 2001			*	*	
Bailey, 2009					*
Mitchell, Shepherd, & Sharfman, 2011	*				

Извор: Адаптирано према Nooraie, 2012

Карактеристике организације

Резултати истраживања о утицају карактеристика организације на процес стратегијског одлучивања показују да *организациона структура и моћ, организациона култура, величина организације, организационе резерве и информациони систем за подршку одлучивању* представљају важне интерне интерне факторе стратегијског одлучивања.

Организациона структура и моћ – иако се организациона структура може дефинисати на различите начине, структурирање организације подразумева тражење одговора на два кључна питања: *ко и о чему треба да одлучује (концентрација ауторитета) и шта ко треба да ради у организацији (структурирање активности)?* Концентрација ауторитета као прво питање се решава кроз одређени степен централизације/децентрализације ауторитета за доношење одлука. Структурирање активности као друго питање се решава кроз специјализацију, формализацију и стандардизацију улога у организацији. То значи да ће организације, сходно дефинисаним структуралним решењима, бити у одређеном степену централизоване, формализоване и комплексне (Јанићијевић, 2003). Другим речима, организациона структура се дефинише на основу три димензије које су репрезентативне за организациону структуру – централизација, формализација и комплексност. Под централизацијом се подразумева дистрибуција моћи за доношење одлука, формализација показује у којој мери су политике, процедуре и правила исказани писаним документима, док је комплексност директна последица поделе рада и односи се на хоризонталну, вертикалну и просторну диференцираност предузећа (Бабић, 2008, с. 224).

Истраживања показују да анализа организационе структуре као фактора стратегијског одлучивања посебно добија на значају деведесетих година прошлог века. Између степена рационалности процеса одлучивања и формализације организационе структуре постоји позитивна корелација, а између степена рационалности процеса одлучивања и централизације организационе структуре постоји негативна корелација. Анализа дистрибуције моћи показује да централизација доводи до појачавања утицаја политичких процеса на доношење стратегијских одлука (Bourgeois & Eisenhardt, 1988). Такође, може се уочити повезаност између процеса стратегијског одлучивања, различитих модела организационе структуре и стила лидерства. Успостављање релација између модела стратегијског одлучивања и организационог дизајна је веома значајно, јер доводи до

повећања организационе ефикасности и унапређења квалитета процеса стратегијског одлучивања. На пример, истраживања показују да једноставној организационој структури одговара предузетнички модел одлучивања, машинској бирократији погодује модел планирања, а у *ad hoc структури* се примењује адаптивни модел одлучивања (Бабић, 1994, с. 290).

Организациона култура - природа процеса стратегијског одлучивања је уско повезана са организационом културом и организационом климом. Организациона култура се манифестује кроз значења која људи у организацијама креирају у процесима међусобне интеракције. Због тога, чланови организација на исти или сличан начин интерпретирају реалност која их окружује и поступају у тој реалности. Организациона култура углавном садржи значења појава и догађаја везаних за живот и рад у организацији, а ретко значења појава у неком другом контексту. У мери у којој организациона култура у некој организацији постоји и у којој је јака, чланови те организације ће на исти или сличан начин разумевати оно што их окружује унутар и ван организације, и на исти или сличан начин ће поступати. Свеобухватност утицаја организационе културе на понашање људи у организацијама настаје због тога што је сваки појединачни поступак, реакција или одлука сваког члана организације условљена значењем који људима у организацији намеће организациона култура.

Фокус на когнитивне елементе у садржају организационе културе подразумева да је посматрамо као акумулирано знање чланова организације које им помаже да интерпретирају реалност која их окружује, доносе одлуке и предузимају акције у тој реалности. Когнитивни садржај организационе културе обухвата оне елементе когнитивних структура чланова организације које су настале као последица њиховог искуства у заједничком решавању проблема, које им помаже да разумеју свет око себе и које битно утичу на њихово понашање. Когнитивни елементи садржаја организационе културе су оне компоненте индивидуалних когнитивних структура чланова организације које су заједничке и који чине могућим да сви или већина чланова организације на исти начин перципира и интерпретира свет око себе (Јанићијевић, 2011).

Истраживања утицаја организационе културе и климе на процес стратегијског одлучивања представља веома комплексно истраживачко подручје, а извођење релевантних закључака захтева поред знања из области економије, и знања из области психологије, социологије и антропологије. Организациона идеологија утиче на природу процеса доношења одлука на неколико начина: она пружа основу

за идентификацију проблема, постављање циљева, и разматрање, оцену и избор алтернатива. Дељење заједничке идеологије као општеприхваћених система вредности између чланова организације помаже менаџерима да поставе праве циљеве и изаберу најбоље алтернативе (Brunsson, 1982). У зависности од вредности и норми које садржи организациона култура, топ менаџмент бира стратегију и дизајнира организациону структуру, менаџери обликују стил управљања, а чланови организације дефинишу своје мотиве и потребе (Јанићијевић, 2012). У процесу стратегијског одлучивања, топ менаџери треба да воде рачуна о систему вредности, заједничким уверењима, симболима и мотивима који су се временом развијали и да доносе одлуке у складу са њима. Другим речима, организациона култура имплицира различите моделе стратегијског одлучивања и одговарајуће стилове лидерства.

Величина организације се може изразити на различите начине – кроз број запослених, износ нето-активе или промет предузећа (Бабић, 2004, с. 175). Ако се величина посматра фактор организационог дизајнирања, може се уочити међусобна зависност између величине организације и њене структуре. Такође, величина организације представља важан фактор процеса стратегијског одлучивања.

Резултати емпиријских истраживања у овој области су често контрадикторни. Према Frederickson и Laquinto (1989) величина организације се налази у позитивној корелацији са степеном рационалности процеса стратегијског одлучивања, док су Dean & Sharfman (1993) у својим истраживањима показали да величина организације не утиче на процес стратегијског одлучивања. Ипак, даља истраживања потврђују да је величина организације у позитивној корелацији са степеном рационалности и децентрализације процеса стратегијског одлучивања, а у негативној корелацији са утицајем политичких процеса на доношење стратегијских одлука (Nooraie, 2011). Веће организације одликује строжија примена правила и процедура, већи број хијерархијских нивоа и већа децентрализација одлучивања.

Организационе резерве се могу дефинисати као неискоришћени ресурси који помажу организацији да одговори на промене у окружењу и неочекиване догађаје. У циљу реализације постављених организационих циљева, део ресурса се усмерава ка задовољавању индивидуалних или групних циљева који не морају да буду директно повезани са организационим циљевима, како би остварено лично задовољство чланова организације постало извор додатних напора у решавању проблема (Бабић, 1994, с. 44).

У литератури постоји мали број емпиријских студија које се баве изучавањем утицаја организационих резерви на ефикасност стратегијског одлучивања. Према Sharfman и Dean (1997) постоји позитивна корелација између организационих резерви и флексибилности у процесу доношења стратегијских одлука. Nooraie (2008, 2012) у својим истраживањима потврђује да постоји позитивна корелација између организационих резерви и степена рационалности у процесу стратегијског одлучивања.

Информациони систем за подршку одлучивању – неколико студија је спроведено у циљу испитивања улоге информационог система у процесу одлучивања. Употреба информационих технологија у циљу обраде информација и доношења одлука доводи до побољшања организационе ефикасности и ефикасности стратегијског одлучивања (Nooraie, 2012). Информациони систем за подршку одлучивању као један од интерних фактора организације који утиче на процес стратегијског одлучивања, представља посебан тип информационог система који као основни задатак има обликовање информација према захтевима доносиоца одлука како би се олакшао процес одлучивања и обезбедиле разумљиве и релевантне информације.

У Табели 21, приказани су резултати емпиријских студија о утицају организационе структуре, моћи, величине организације, организационих резерви, информационог система за подршку одлучивању и организационе културе као најзначајнијим интерним факторима стратегијског одлучивања. На основу табеларног прегледа, може се уочити да су организациона структура и величина организације најзаступљенији организациони фактори. Повезаност организационе структуре и избора стратегије представља важно истраживачко подручје. Ипак, још увек није довољно истражен процес формулисања стратегије у различитим организационим структурама, пре свега због чињенице да је то један комплексан процес на који утиче велики број међузависних фактора. У циљу продубљивања истраживачке перспективе, у анализи процеса формулисања стратегије важно је одлуку о стратегији посматрати контексту намера и планова актера одлучивања и реалности њиховог понашања (Бабић, 1994, с. 227).

Табела 21. Карактеристике организације и стратегијско одлучивање

Студије о карактеристика организације	Организац. структура	Моћ	Величина организације	Организационе резерве	Информациони систем за подршку одлучивању	Организац. култура
Beyer, 1981						*
Brunsson, 1982						*
Donaldson & Lorsch, 1983						*
Shrivastava & Graunt, 1985	*					
Miller, 1987	*					
Duhaime & Baird, 1987			*			
Bourgeois & Eisenhardt, 1988	*	*				
Miller et. al., 1988	*					
Frederickson & Iaquinto, 1989			*			
Langley, 1990	*					
Dean & Sharfman, 1993			*			
Wally & Baum, 1994	*					
Бабић, 1994	*	*		*		
Molloy & Schwenk, 1995					*	
Sharfman & Dean, 1997				*		
Papadakis et al, 1998			*			
Nooraie 2001			*		*	
Nooraie 2007				*		
Јанићијевић, 2011; 2012						*

Извор: Адаптирано према Nooraie, 2012

Карактеристике окружења

Карактеристике или димензије окружења као екстерни фактори утичу на различите аспекте управљања предузећем (стратегија, структура, процеси и исходи) и стратегијске одлуке које менаџери доносе. У основи регулисања међусобног односа предузећа и окружења је доношење стратегијских одлука које детерминишу друштвену и економску мисију предузећа, дефинишу домен његових акција и правац деловања у оквирима тог домена (Бабић, 2008, с. 86). Иако у литератури постоји пуно радова који се баве анализом окружења, мали број истраживања се односи на испитивање комплексног утицаја различитих димензија окружења на процес стратегијског одлучивања. Полазећи од различитих класификација

најважнијих димензија окружења које се могу срести у литератури, као најзначајније се могу издвојити динамичност, хетерогеност, непријатељство и неизвесност. Већина истраживача даје поједностављену слику о утицају једне изоловао посматране димензије окружења на начин доношења стратегијских одлука, без испитивања међузависног и комплексног утицаја различитих димензија окружења, због чега су добијени резултати непотпуни (Goll & Rasheed, 1997; Elbanna & Child, 2007).

Претходни ставови указују да је у истраживање важно укључити узрочно-последичне релације модела окружења и начина на који се доносе стратегијске одлуке. Истраживању међусобне зависности димензија окружења (динамичност, непријатељство, хетерогеност и неизвесност) и процеса стратегијског одлучивања треба посветити више пажње.

Динамичност (енг. *environmental dynamism*) се односи на степен и брзину промена и степен непредвидивости окружења, који се рефлектују кроз неизвесност преференција купаца, производње и/или технологије и конкурентских стратегија (Бабић, 1994, с. 68). Представља један од најважнијих фактора екстерног окружења који утиче на процес стратегијског одлучивања. Динамично окружење одликује висок степен непредвидивости и неизвесности (Miller & Friesen, 1983; Baum & Wally, 2003; Mitchell, Shepherd, & Sharfman, 2011). Најзначајнији закључци истраживања која су утицаја динамичности окружења на процес стратегијског одлучивања показују да (Frederikson, 1984; Frederikson & Iaquinto, 1989; Elbanna & Child, 2007) постоји негативна корелација између степена рационалности/свеобухватности у процесу доношења одлука и перформанси у условима нестабилног, динамичног окружења и позитивна корелација у условима стабилног окружења.

У емпиријским истраживањима потврђено је да између примене рационалног или синоптичког процеса одлучивања и перформанси предузећа постоји позитивна корелација у условима стабилног окружења, а у условима динамичног окружења негативна корелација (Fredrickson, 1983; Бабић, 1994, с. 72; Goll & Rasheed, 1997). У условима динамичног окружења нужно је применити инкрементални или адаптивни модел одлучивања (Fredrickson & Iaquinto, 1989; Бабић, 1994, с. 72). Оваква повезаност карактеристика окружења и начина одлучивања се може објаснити на следећи начин: у стабилном окружењу подаци су доступни и поуздани, постоји мањи притисак за прикупљање нових података, а трошкови прикупљања података нису високи.

Насупрот оваквим резултатима, Bourgeois (1985) је утврдио да у изразито динамичном окружењу, успешна предузећа примењују рационално одлучивање. До сличних закључака дошли су Miler и Friesen (1983), Eisenhardt (1989) и Bourgeois и Eisenhardt (1988) истичући да је већи степен динамичности окружења праћен повећањем степена рационалности у процесу стратегијског одлучивања. Такође, према Nooraie (2011) степен рационалности у процесу доношења стратегијских одлука је у позитивној корелацији са перформансама предузећа у динамичном окружењу. Може се извести закључак да менаџери у динамичном окружењу морају да се боре са проблемима у разумевању природе стратегијских проблема који настају као последица непотпуних, ирелевантних информација (Mitchell et al., 2011).

Непријатељство (енг. *environmental hostility*) се односи на разлике у производним програмима, каналима дистрибуције, конкурентским тактикама, захтевима тржишта, регулативама тржишта на којима предузеће послује (Miller & Friesen, 1983). Према Miler и Friesen (1983) између степена непријатељства окружења и степена рационалности стратегијског одлучивања постоји позитивна корелација. Резултати студије коју је спровео Nooraie (2011) показују да између непријатељства окружења и рационалности у доношењу одлука постоји позитивна корелација, али између непријатељства окружења и степена децентрализације одлучивања негативна корелација. Супротно, Paradaakis et al., (1998) нису потврдили корелацију између непријатељства окружења и рационалног стратегијског одлучивања у својим истраживањима.

Резултати спроведених истраживања су често контрадикторни. Ипак, најважнији закључци који се се односе на утицај непријатељства као димензије окружења на процес стратегијског одлучивања су: висок степен непријатељства окружења успорава доношење стратегијских одлука (Baum & Wally, 2003), негативно утиче на ефективност стратегијског одлучивања (Goll & Rasheed, 1997), као и на примену рационалног модела стратегијског одлучивања (Dean & Sharfman, 1993) и доводи до лоших перформанси предузећа мерених профитом и растом (Baum & Wally, 2003). Може се извести општи став да висок степен непријатељства окружења негативно утиче на процес стратегијског одлучивања (Mitchell et al., 2011) доводећи до брзих, исхитрених и непромишљених одлука које менаџери доносе на основу поједностављене обраде и анализе информација како би што пре одговорили на претње окружења.

Хетерогеност (енг. *environmental heterogeneity*) представља степен у коме су елементи окружења различити. Она подразумева "разлике у конкурентским тактикама, задовољавању потреба купаца, производним линијама и каналима дистрибуције" (Miller & Friesen, 1983). Miler и Friesen (1983) нису пронашли значајну повезаност између хетерогености окружења и степена рационалности у процесу одлучивања. Ипак, неке студије (Smart & Vertinski, 1984) потврђују да постоји позитивна корелација између хетерогености и примене модела рационалног одлучивања. С друге стране, према Miler и Friesen (1983) хетерогеност окружења позитивно утиче на степен децентрализације у одлучивању.

Неизвесност (енг. *environmental uncertainty*) – у анализи стратегијског одлучивања, неизвесност као карактеристика окружења се односи на могућност предвидивости настанка догађаја у окружењу и предвидивости његовог садржаја (Бабић, 1994, с. 69). Према контингентној теорији, процес стратегијског одлучивања зависи од степена неизвесности као важне карактеристика окружења. Степен неизвесности окружења се налази у негативној корелацији са степеном рационалности у процесу одлучивања (Dean & Sharfman, 1993; Goll & Rasheed, 1997).

Супротно претпоставкама контингентне теорије, резултати емпиријских студија показују да рационалан /свеобухватан процес одлучивања доводи до побољшања перформанси предузећа у динамичном и неизвесном окружењу. Eisenhardt (1989), на пример, сматра да се у условима динамичног окружења које захтева брзо доношење одлука користи више информација у односу на стабилна окружења. Ипак, поједине студије нису подржале претходне закључке (Dean & Sharfman, 1996). Иако су резултати емпиријских студија у овој области контрадикторни, на основу анализе студија о повезаности између рационалног начина одлучивања и остварених перформанси, предност се може дати студијама које су утемељене на контингентној теорији (Fredrickson, 1984, Fredrickson & Iaquinto, 1989, Hart, 1992). У Табели 22 дат је преглед најважнијих емпиријских студија о утицају основних димензија окружења на процес стратегијског одлучивања.

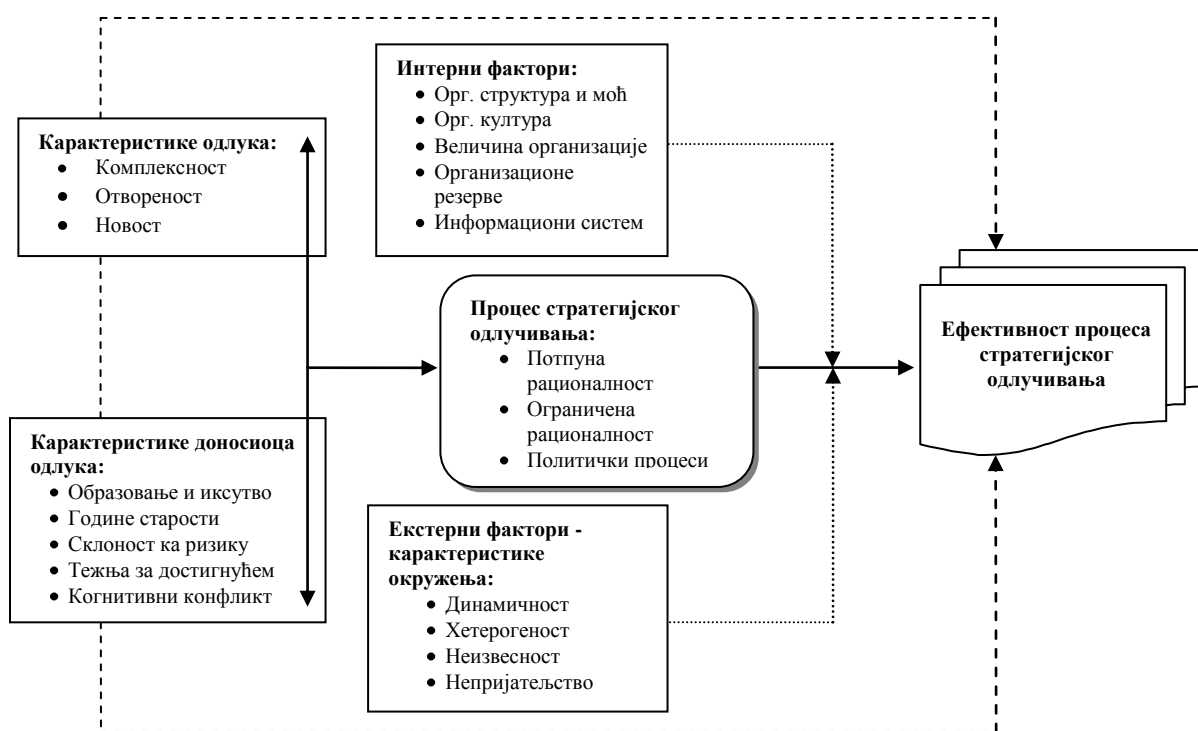
Табела 22. Димензије окружења и стратегијско одлучивање

Студије о карактеристика окружења	Динамичност	Непријатељство	Хетерогеност	Неизвесност
Miller & Frisen, 1983	*	*	*	
Frederickson & Mitchell, 1984	*			*
Smart & Vertinsky, 1984			*	
Bourgeois, 1985				*
Grinyer et al, 1986				*
Eisenhardt, 1989	*			
Frederickson & Iaquinto, 1989				*
Sharfman & Dean, 1991			*	
Бабић, 1994	*			
Priem et at, 1995	*			
Sharfman & Dean, 1997				*
Papadakis et at, 1998				*
Nooraie 2001	*		*	
Hough & White, 2003	*			
Hough & White, 2004	*			

Извор: Адаптирано према Nooraie, 2012

Полазећи од разматраних фактора стратегијског одлучивања, а у циљу тражења одговора на питање о томе како унапредити процес стратегијског одлучивања, развијен је *Интегративни модел ефективног стратегијског одлучивања* (Слика 28). Представљен модел обједињује најважније интерне и екстерне факторе, могуће начине доношења стратегијских одлука и њихов утицај на ефективност стратегијског одлучивања. Ефективност стратегијског одлучивања се може дефинисати као степен у коме менаџери донетим одлукама остварују постављене стратегијске циљеве (Dean & Sharfman, 1996). Према резултатима спроведених истраживања, ефективност стратегијског одлучивања се посматра кроз квалитет процеса одлучивања (Amason, 1996) и ефекте на перформансе предузећа мерене различитим финансијским и нефинансијским индикаторима (Rodrigues & Hickson, 1995; Goll & Rasheed, 1997).

На основу интегративног модела, може се уочити да начин на који се доносе стратегијске одлуке (анализиран на основу кључних димензија - рационалност, ограничена рационалност, политичко понашање) има директан утицај на ефективност стратегијског одлучивања. Приказана међузависност начина на који се спроводи процес стратегијског одлучивања и ефикасности, условљена је утицајем карактеристика одлука (комплексност, отвореност и новост), организационим факторима (организациона структура и моћ, организациона култура и клима, величина, организационе резерве, информациони систем за подршку одлучивању) и димензијама окружења (динамичност, хетерогеност, неизвесност, непријатељство).



Слика 28. Интегративни модел ефективног стратегијског одлучивања

Извор: адаптирано према Elbanna & Child, 2007, с. 433

Интегративни модел представља добру основу за даља емпиријска истраживања у овој области у овој области која би обухватила различите интерне и екстерне факторе процеса стратегијског одлучивања и анализирала узрочно-последичну корелацију између природе стратегијског одлучивања (начин и механизми доношења стратегијских одлука) и ефикасности стратегијског одлучивања мерене степеном у коме се донетим одлукама оставрују постављени циљеви. У истраживању ефикасности стратегијског одлучивања на нивоу корпорација, посебна пажња се посвећује разумевању понашања и улоге чланова управног одбора и топ менаџмент тима као кључних актера процеса стратегијског одлучивања. Разграничење улога и одговорности чланова управног одбора и топ менаџмент тима у процесу стратегијског одлучивања и проблем стратегијске укључености управног одбора представља актуелно истраживачко подручје. Унапређење стратегијског одлучивања треба анализирати у контексту степена укључености управног одбора у стратегијска питања и способности чланова управног одбора да допринесу решавању стратегијских проблема и активно учествују у доношењу кључних стратегијских одлука (Roberts, McNulty, & Stiles, 2005).

2. Улога управног одбора у процесу стратегијског одлучивања

Улога управног одбора у процесу стратегијског одлучивања је и даље, после више од 20 година истраживања, предмет бројних теоријских и емпиријских истраживања (Judge & Zeithaml, 1992; Бабић, 1995, 1998; McNulty & Pettigrew, 1999; Stiles, 2001; Useem, 2003; Huse, 2007; Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, Van den Bosch, & Volberda, 2009; Adams et al., 2010; Huse, Hoskisson, Zattoni, & Vigano, 2011). Дебата о доприносу и значају укључености управног одбора у доношење стратегијских одлука датира још од седамдесетих година прошлог века. Њени почети се везују за закључке Fama и Jensen (1983), који праве разлику између менаџмента одлучивања (иницирање и спровођење стратегијских одлука) и контроле одлучивања (ратификација и мониторинг стратегијских одлука). Наведени задаци су приписани топ менаџменту и управном одбору. Уочавање разлике између менаџмента и контроле одлучивања доприноси разумевању улоге управног одбора у процесу стратегијског одлучивања (Adams et al., 2010). Последња деценија је обележена ставом америчких истраживача да су управни одбори били прилично пасивни и да је потребан већи степен укључености управног одбора у стратегијско одлучивање како би се повратило поверење јавности и спречили корпоративни скандали.

Ослањајући се на јасно разграничење одговорности између управног одбора и топ менаџмента, улоге управних одбора и степен укључености у процес стратегијског одлучивања се могу објаснити из две различите перспективе: *пасивне* и *активне* (Levrau & Van den Berghe, 2007). С једне стране, *пасивна перспектива* утемељена на агенцијској теорији, обезбеђује оквир који истраживање о корпоративном управљању усмерава на ниво управног одбора као интерног управљачког механизма (Daily, Dalton, & Cannella, 2003). Ова група истраживача заступа став да су потенцијални доприноси управног одбора у процесу стратегијског одлучивања, у условима асиметричних информација и потребе да се оствари независност, прилично ограничени због њихове недовољне информисаности и укључености у свакодневне активности (Conger, Lawler, & Finegold, 2001; Hendry & Kiel, 2004). Заправо, реч је о одређеним ограничењима стратегијском ангажовању управних одбора који настају као последица расположивог времена, знања и степена

информисаности чланова управног одбора. Овај феномен се назива „10% versus 100% парадоксом“ који указује на чињеницу да чланови управног одбора врло мало времена посвећују дужностима у управном одбору, због чега су они најчешће само површно информисани о релевантним аспектима пословања, што може негативно да утиче на обављање улога које имају као чланови управног одбора (Бабић, 1998, с. 60)

Супротно „пасивној“ перспективи истраживања, развој теорије зависности од ресурса и бихевиористичког правца истраживања довео је до реформулисања улоге управног одбора утемељење на „активној“ перспективи истраживања. Према „активној“ перспективи истраживања, управни одбори представљају стратегијски механизам управљања компанијом и имају важну улогу у стратегијском развоју; управни одбори су законски одговорни за формулисање и развој стратегије (Yawson, 2006) и треба активно да учествују у доношењу стратегијских одлука (Goodstein, Gautam, & Boeker, 1994; McNulty & Pettigrew, 1995; Carpenter & Westphal, 2001).

2.1 Улога управног одбора – активна наспрам пасивне перспективе

Питање укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања може да се анализира са аспекта конфликтних и консензус теорија (Muth & Donaldson, 1998; Maassen & Van Den Bosch, 1999). Конфликтне теорије концептуализују менаџере као „себичне агенте“ које би требало пажљиво пратити, надгледати и контролисати (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). На пример, према агенцијској теорији управни одбори утичу на стратегијске изборе тако што спречавају менаџере да делују опортунистички на рачун интереса акционара (Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, Van den Bosch, & Volberda, 2009). У складу са агенцијском теоријом, управни одбори делују као контролни механизми који штите интересе акционара од менаџерске самовоље, а основна улога чланова управног одбора је да надгледају и контролишу рад менаџера и оцењују одлуке које менаџери доносе (Fama & Jensen, 1983). Другим речима, од управног одбора се не очекује да формулише и имплементира стратегију, већ да обавља ратификацију и мониторинг стратегијских одлука (Fama & Jensen, 1983; Goodstein & Boeker, 1992). То значи да би активно учешће управног одбора у доношењу стратегијских одлука било у супротности са наведеним ставом, јер се на тај начин нарушава подела одговорности између чланова управног одбора и менаџера (Huse, 1994; Sundaramurthy & Lewis, 2003).

Mace (1986) и Lorsch (1989) потврђују став да управни одбори не треба да буду укључени у доношење стратегијских одлука, осим у условима кризе (према Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, Van den Bosch & Volberda, 2009). Такође, Whisler (1984) сматра да управни одбори не треба да буду укључени у формулисање стратегије.

Сумирајући наведене ставове, утемељене на агенцијској теорији, може се извести закључак да се према пасивној перспективи стратегијска улога управног одбора односи на ревизију и ратификацију стратегије. Управни одбор нема значајан утицај на стратегијски развој компаније, а његова одговорност је дефинисана искључиво у домену оцене стратегије коју доноси топ менаџмент. Степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања је маргиналан.

Међутим, присталице консензус теорија заговарају супротан став према коме управни одбор треба да има активну улогу у процесу стратегијског одлучивања. Најбоља одбрана против корпоративних превара је повећано учешће управног одбора у процесу доношења стратегијских одлука. Постоје докази да управни одбори реагују на спољашње притиске за активном улогом у процесу стратегијског одлучивања и већим степеном укључености у овај процес. Према Heidrick и Kiel, (1994) управни одбори су све више одговорни за стратегијски развој компанија. Консензус перспектива концептуализује менаџере као агенте који су мотивисани да делују у најбољем интересу компаније (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997).

Полазећи од овакве претпоставке, управни одбори подржавају менаџере у формулисању и спровођењу стратегије (Bazemer, Maassen, Van den Bosch & Volberda, 2007; Huse, 2007). Према теорији зависности од ресурса чланови управног одбора имају кључну улогу у прибављању критичних ресурса од којих зависи стратегијски успех компаније (Pfeffer, 1972; 1973; Hillman & Dalziel, 2003). Теорија услужности, такође, оспорава ставове агенцијске теорије, јер се полази од претпоставке да интереси менаџера и управног одбора не морају нужно да буду супротстављени (Davis et al., 1997; Muth & Donaldson, 1998). У том смислу, улога управног одбора је да оснажи менаџере и да им помогне у доношењу стратегијских одлука. Поред наведених теорија, развој бихевиористичког приступа указује на значај разумевања когнитивних капацитета чланова управног одбора, као и утицаја интеракција и процеса унутар управног одбора на процес стратегијског одлучивања (Pettigrew, 1992; McNulty & Pettigrew, 1999; Rindova, 1999).

Емпиријска истраживања, такође, дају различите резултате чиме се потврђује емпиријска неусаглашеност у вези стратегијске улоге управног одбора (Pugliese et al., 2009). Са једне стране, поједине емпиријске студије показују да управни одбори имају више пасивну улогу и да су изложени доминацији генералног менаџера (Mace, 1971; Kosnik, 1987). Такође, поједине студије показују да када су управни одбори укључени у формулисање стратегије постоји негативан утицај на перформансе компаније (Jensen, 1993; Fulghieri, & Hodrick, 2006). Насупрот томе, одређена емпиријска истраживања указују на потребу за већим степеном укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања (Zahra & Filatotchev, 2004; Ravasi & Zattoni, 2006; Schmidt & Bauer, 2006). Посебно се наглашава значај улоге управног одбора у формулисању стратегије у условима стратегијских промена (Westphal & Fredrickson, 2001), развоја корпоративног предузетништва и подстицања иновација (Zahra, Neubaum & Huse, 2000; Hoskisson, Hitt, Johnson, & Grossman, 2002).

Када се истражује проблем стратегијске укључености управног одбора и ефекти на процес стратегијског одлучивања, посебно се испитује утицај најважнијих структуралних варијабли (композиција, дуалитет позиција и величина управног одбора) и бивехиористичких варијабли (бихевиористичке карактеристике чланова управног одбора и процеси). Композиција управног одбора као најважнија структурална варијабла, анализирана кроз однос или пропорцију зависних (унутрашњих) и независних (спољашњих) чланова, често се доводи у везу са степеном укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања. Заговорници традиционалне перспективе заступају тезу да у управним одборима треба смањити број *инсајдера* (унутрашњи, зависни чланови или инсајдери се у литератури дефинишу као чланови управног одбора који су тренутно или у неком ранијем периоду били запослени у компанији или који су блиско повезани са компанијом), јер то смањује њихову способност објективне контроле и мониторинга рада менаџера.

Међутим, полазећи од перспективе стратегијског избора, када се анализира ефективност стратегијског одлучивања истраживачи су дошли до заједничког става да управни одбори који су доминантно сачињени од *инсајдера* имају бољи приступ релевантним информацијама, у већој мери су упознати са стратегијским приоритетима и имају активну улогу у доношењу стратегијских одлука (Judge & Zeithaml, 1992). Овакав став о већој укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања када у управном одбору доминирају *инсајдери* је

подржан бројним емпиријским студијама (Goodstein & Boeker, 1992; Leblanc, 2005; Levrau, & Van den Berghe, 2007b).

Поред композиције управног одбора, величина управног одбора дефинисана као број чланова који чине управни одбор је такође често истраживана варијабла. Полазећи од анализе управног одбора као групе која доноси важне одлуке, питање ефективности групног одлучивања је уско повезано са величином групе. Најчешћи закључци су да се са порастом величине групе смањује степен партиципације и укључености у рад групе сваког појединачног члана, њихова мотивација за рад у групи, као и да долази до већих проблема у координацији и управљању радом групе (Leblanc, 2005; Levrau, & Van den Berghe, 2007b). То значи да велики управни одбори негативно утичу на ефективност партиципације чланова у процесу стратегијског одлучивања, због негативног утицаја на групну динамику. Заправо, резултати спроведених истраживања потврђују претпоставку да се величина управног одбора и степен укључености одбора у процес стратегијског одлучивања налазе у негативној корелацији (Judge & Zeithaml, 1992; Ruigrok, Peck & Keller, 2006).

Утицај композиције и величине управног одбора на стратегијску активност управног одбора и стратегијске изборе, се у већини радова анализира заједно са дуалитетом позиција генералног менаџера и председника управног одбора као једном од три међусобно повезане структуралне варијабле. Ослањајући се на различита теоријска утемељења, мишљења истраживача су често подељена. Према теорији услужности комбиновање наведених улога може да има позитивне исходе (Davis et al., 1997), што је супротно ставовима заговорника агенцијске теорије који препоручују раздвајање позиција у циљу објективног мониторинга и контроле рада менаџера. Ипак, са становишта процеса стратегијског одлучивања, може се потврдити претпоставка да дуалитет позиција негативно утиче на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања (Ruigrok et al., 2006).

Са развојем бихевиористичке перспективе, посебно истраживачко подручје представља утицај социо-психолошких фактора на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања. Посебно се испитује утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора (попут степена убедљивости, склоности ка тимском раду и склоности ка неслагању) на њихово понашање као чланова групе. Полазећи од значаја интрагрупних релација за ефективно функционисање групе, бројни аутори се баве истраживањем процеса

који се одвијају унутар групе (попут когнитивног конфликта, примене знања и слично) на начин одлучивања групе. Резултати емпиријских студија углавном потврђују да постоји повезаност између бихевиористичких компоненти и стратегијске улоге управног одбора, али природа повезаности наведених варијабли још увек није у довољној мери истражена.

Поред структуралних и бихевиористичких варијабли, у истраживања која су посвећена проблему стратегијске инволвираности управног одбора, веома често се као важна детерминанта анализира старост организације. Старост организације се може дефинисати као број година које су протекле од оснивања компаније до садашњости. Према институционалној перспективи организациона старост је посебно моћан конструкт. Иако постоје докази да старост организације утиче на организационе процесе, утицај старости организације на понашање управног одбора још увек није у довољној мери емпиријски тестиран. У истраживањима се полази од претпоставке да старије организације, пошто су основане у периоду слабих екстерних притисака, одликује нижи степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања. Супротно, млађе организације су осетљивије на промене у окружењу, због чега је важно да управни одбор има активну улогу у доношењу стратегијских одлука. То значи да се према институционалној перспективи може успоставити негативна корелација између година старости организације и степена укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања (Frederickson & Iaquinto, 1989).

Међутим, каснија истраживања су показала супротне резултате, чиме се потврђује позитивна корелација између година старости организације и степена укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања (Judge & Zeithaml, 1992). Објашњење оваквих резултата треба тражити у чињеници да код старијих организација чланови управног одбора током времена упознају организацију и развијају различита знања и вештине које им помажу да буду активно укључени у доношење важних стратегијских одлука. Сумирани закључци показују да литературу која се бави питањем стратегијске улоге управног одбора карактерише теоријски плурализам и емпиријска неусаглашеност чиме се указује на потребу за даљим свеобухватнијим истраживањима у овој области. Полазну основу за даља истраживања у овој области представља комбиновање различитих теоријских перспектива и резултати спроведених истраживања.

2.2 Еволуција истраживања укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања

Еволуција истраживања укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања, утемељена на теоријском плурализму (активна наспрам пасивне перспективе), показује да постоји неусаглашеност резултата емпиријских студија (Табела 23). У периоду од 1970-2010. године могу се уочити три истраживачка периода, која се суштински разликују по предмету истраживања, теоријској утемељености и изведеним закључцима о степену укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања.

Табела 23. Еволуција истраживања укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања

	Временски период I (1972-1989)	Временски период II (1992-2000)	Временски период III (2001-2010)
Предмет истраживања	Истраживачи настоје да одговоре на питање да ли би управни одбори требало да буду укључени у процес стратегијског одлучивања	Истраживање детерминанти и последица стратегијске активности управног одбора	Основни фокус у истраживањима је партиципација, односно укљученост управног одбора у стратегијско одлучивање
Теоријска утемељеност	Агенцијска теорија и теорија зависности од ресурса	Агенцијска теорија се посматра као заједнички оквир за истраживање доприноса управног одбора у опредељивању стратегијског развоја предузећа	Мултитеоријски приступ у изучавању стратегијске активности управног одбора, који не искључује агенцијску теорију, али је комбинује са другим теоријским правцима (когнитивни и бихевиористички)
Дефиниција укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања	Укљученост управног одбора у процес стратегијског одлучивања је недовољно јасно дефинисана или уопште није дефинисана	Истраживачи покушавају да дефинишу укљученост управног одбора у процес стратегијског одлучивања, али су углавном фокусирани на стратегијске исходе	Пораст интересовања за истраживањем улоге управног одбора у процесу стратегијског одлучивања. Доминантно истраживачко питање је ефективност стратегијског одлучивања и стратегијских исхода

Извор: Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, Van den Bosch, & Volberda, 2009

Први истраживачки период - прва значајна истраживања у овој области датирају од почетка седамдесетих година прошлог века. Корпоративни скандали, као и растући захтеви за већим степеном одговорности су подстакли истраживања у области корпоративног управљања са посебним нагласком на улогу управног одбора. Истовремено, у области стратегијског менаџмента посебна пажња се посвећује питањима избора стратегије подстакнута променама у пословном окружењу. Током првог периода, посебно истраживачко питање се односи на испитивање потребе за активном улогом управног одбора у процесу доношења стратегијских одлука. Заправо, могу се уочити два различита правца током овог периода.

Са једне стране, управни одбори се посматрају као актери стратегијског одлучивања, иако се од њих не очекује да формулишу стратегију. На пример, према Andrews (1980;1981) управни одбори су у одличној позицији да изврше претраживање стратегијских алтернатива. Сличан став који наглашава значај стратегијске активности управног одбора заступају Wommack (1979), Pettigrew & McNulty (1995) и Forbes & Milliken, (1999). Са друге стране, постоје мишљење да управни одбор не треба да буде активно укључен у формулисање стратегије, јер питање стратегијског развоја захтева укљученост оних актера који поседују релевантне информације о свакодневном пословању компаније. Спољашњи, независни чланови могу негативно да утичу на укљученост управног одбора у решавање стратегијских питања.

Кључне карактеристике истраживања током првог истраживачког периода су:

- недостатак усвајања јединственог теоријског оквира;
- у већини студија истраживачи се баве питањем пожељности стратегијског ангажовања управног одбора;
- широко дефинисан концепт стратегијског ангажовања управног одбора у већини случајева;
- у овом временском периоду емпиријско истраживање о стратегијској улози управног одбора је у фази повоја.

Други истраживачки период - почетак деведесетих година прошлог века су обележиле две важне студије, чији закључци су подстакли даља истраживања у овој области. Zahra и Pearce (1989) су указали на значај разумевања односа између структуре и улога управног одбора. Такође, Baysinger и Hoskisson (1990) су истакли значај односа и релација између управног одбора и топ менаџмент тима и њихове

импликације на стратегију. Указано је на потребу за емпиријским истраживањима у овој области. Уважавајући наведене сугестије, вишеструке студије су спроведене током следеће декаде. Оне су се односиле на испитивање карактеристика и структуре управног одбора (величина, дуалитет позиција, композиција, мандат, учешће у власништву чланова управног одбора) и њихов утицај на стратегијске исходе, као што су аквизиција (Haunschild & Beckman, 1998), стратегијске промене (Goodstein & Boeker, 1992), корпоративно реструктурирање (Daily, 1995), развој корпоративног предузетништва (Zahra, 1996).

Резултати спроведених студија о односу између карактеристика управног одбора и стратегије су различити (Daily et al., 2003). Може се сумирати да су током другог истраживачког периода развијена два истраживачка правца:

- Први правац се односи на истраживање претпоставки стратегијске укључености управног одбора (Zahra & Pearce, 1990; Judge & Zeithaml, 1992);
- Други правац је усмерен на истраживање односа између управног одбора и топ менаџмент тима у процесу стратегијског одлучивања (Westphal, 1999; Gulati & Westphal, 1999). Крајем деведесетих, закључци истраживања које су спровели Forbes и Milliken (1999), McNulty и Pettigrew (1999), и Rindova (1999) отварају дебату о доприносу управног одбора у процесу формулисања стратегије и воде ка новој истраживачкој области.

Трећи истраживачки период - полазећи од закључака до којих су дошли Forbes и Milliken (1999), McNulty и Pettigrew (1999) и Rindova (1999), истраживања стратегијског доприноса управног одбора у овом периоду карактерише когнитивни и бихевиористички приступ. Основни циљ је истражити и разумети на који начин управни одбор учествује у доношењу стратегијских одлука (Stiles & Taylor, 1996). Полазећи од наведених перспектива, Jensen и Zajac (2004) и Useem и Zelleke (2006) истичу да управни одбор континуирано учествује у процесу стратегијског одлучивања кроз интеракцију са менаџерима. Такође, Rindova (1999) и Fiegeneg (2005) заступају становиште да улога управног одбора није ограничена само на ратификацију и мониторинг (Fama & Jensen, 1983); већ истичу значај укључености управног одбора у све фазе процеса одлучивања.

Истраживање улога управног одбора је комплексно истраживачко подручје, јер су задаци које управни одбор обавља често конфликтни. Заправо, управни одбор има улогу контроле која захтева независност управног одбора, али и активну стратегијску улогу (у кооперацији са менаџментом), због чега је предмет истраживања управо утицај динамике управног одбора као групе, на стратегијска

питања (Golden & Zajac, 2001; Huse, 2005), као и знања, вештине и способности које чланови управног одбора поседују (Carpenter & Westphal, 2001; Hillman, 2005).

На основу прегледа спроведених истраживања, може се извести закључак да је интересовање за испитивањем улоге управног одбора у процесу стратегијског одлучивања значајно увећано и везује се за развој теорије зависности од ресурса. Полазећи од теорије зависности од ресурса управни одбор има улогу да обезбеди приступ ресурсима, пружа савете и смернице менаџерима које ће им помоћи у доношењу стратегијских одлука и избору стратегије (Adams et al., 2010). Иако се често сматра да су наведене улоге контрадикторне, треба их посматрати као две крајње тачке дуж континуума, што значи да управни одбор треба наизменично да обавља и контролну и стратегијску улогу (Brickley & Zimmerman, 2010). Спроведене су важне студије које су се бавиле анализом стратегијске улоге и одговорности управног одбора. Могу се издвојити два важна тренда у литератури која се бави овом проблематиком:

- Прво, истраживања у овој области су се развијала од нормативног и структуралног приступа ка когнитивном и бихевиористичком приступу. Док су се раније студије, ослоњене на *input-output* приступ, углавном бавиле питањем потребе за стратегијском улогом управног одбора (Период 1), у каснијим истраживањима управни одбор се анализира као група за одлучивање и наглашава се значај разумевања интерних процеса (Forbes & Milliken, 1999; McNulty & Pettigrew, 1999; Huse, 2005; Ravasi & Zattoni, 2006). Еволуција истраживања у овој области се може повезати са еволуцијом истраживања у области стратегијског менаџмента од изучавања стратегије као садржаја (енг. *strategy as content*) до разумевања стратегије као процеса и контекста (енг. *strategy as process and context*) (Pugliese et al., 2009).
- Друго, истраживање односа између управног одбора и стратегијског одлучивања представља комплексно истраживачко подручје које зависи од теоријског утемељења, извора података, услова и контекста у коме се спроводи истраживање. Већина емпиријских студија је изучавала улогу управног одбора у контексту англоамеричког модела корпоративног управљања, полазећи од агенцијске теорије. У знатно мањем броју студија анализирано је питање стратегијске укључености управног одбора на примеру неамеричких компанија, применом квалитативних метода (Deutsch, 2005).

- Такође, велики број студија које су изучавале укљученост управног одбора у процес стратегијског одлучивања ослоњен је на бихевиористичку перспективу и консензус теорије, указујући на значај разумевања интеракција и процеса који детерминишу исход стратегијског одлучивања (Ravasi & Zattoni, 2006).

На основу интерпретиране еволуције истраживања може се уочити да је повећано интересовање за истраживањем укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања у супротности са принципима агенцијске теорије која наглашава контролу одлучивања као главну улогу управног одбора (Fama & Jensen, 1983). Општеприхваћен став у теорији менаџмента је да управни одбор има улогу да заступа и штити интересе дисперзираних акционара (Becht, Bolton, & Roell, 2005) и спречи опортунистичко понашање менаџера. Према агенцијској теорији, чланови управног одбора настоје да ублаже агенцијске трошкове кроз мониторинг менаџера, чиме се обезбеђује да одлуке које доносе буду у циљу стварања вредности за акционаре или власнике. На овај начин кроз смањење агенцијских трошкова повећава се вредност компаније (Shleifer & Vishny, 1997).

У складу са принципима агенцијске теорије, препоруке за унапређење корпоративног управљања се односе на испуњење формалних захтева независности управног одбора као кључног механизма постизања корпоративне одговорности (Sundaramurthy & Lewis, 2003). Међутим, бројни корпоративни скандали и преваре су показали да испуњење формалних захтева независности управног одбора није довољно, чиме су отворена нова питања која се односе на преузимање одговорности од стране кључних актера корпоративног управљања. Сходно томе, анализа улога и одговорности и унапређења ефикасности управног одбора представља важно истраживачко поље (Muller-Kahle & Levellin, 2011). Као основни истраживачки се проблем се издваја питање степена укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и фактора који га детерминишу. У тражењу одговора на постављено питање, истраживачи наглашавају потребу и значај изучавања не само структуре, већ и интерних процеса који се одвијају унутар управних одбора, као и претпоставки за ефикасно доношење стратегијских одлука (Huse, 2005; Zona & Zattoni, 2007; Minichilli, Zattoni, & Zona, 2009). Истраживање процеса и интеракција унутар управног одбора, као и когнитивних и бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора указује на неопходност откривања и разумевања начина на који чланови управног одбора доносе одлуке и примењују различите стратегије у процесу преговарања (Pettigrew, 1992; Forbes & Milliken, 1999).

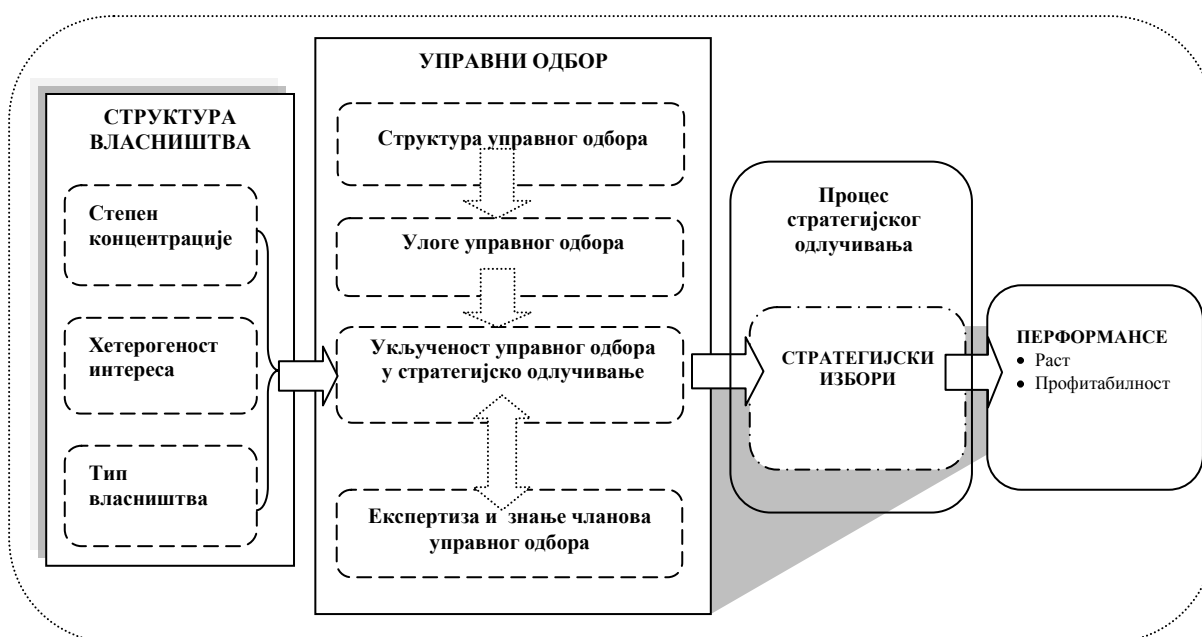
У циљу свеобухватног истраживања уочених дилема, а посебно проблема стратегијске укључености управног одбора, у анализу је потребно укључити и утицај структуре власништва као важног комплементарног интерног механизма корпоративног управљања. Према Adams et al., (2010) наведена питања су уско повезана и чине суштину проблема ефикасности управних одбора. Sur, Lvina и Magnan (2013) полазе од претпоставке да структура власништва детерминише структуру управног одбора, због чега је важно да управни одбор чине појединци који ће бити спремни да одговоре на захтеве власника и да доносе одлуке у њиховом интересу. Ослањајући се на ставове Adams et al., (2010) и истраживања која су спровели Anderson и Reb (2004) у изучавању међузависности структуре власништва, управног одбора и стратегијског одлучивања полази се од претпоставке да тип власништва детерминише избор чланова управног одбора и основне структуралне варијабле од којих зависи ефикасност управног одбора у обављању контролне и стратегијске улоге. Поред структуралних варијабли, на ефикасност стратегијског одлучивања утичу процеси који се одвијају унутар управних одбора и детерминишу стратегијске изборе. Претходна разматрања указују на потребу за даљим истраживањима међусобне повезаности интерних механизма корпоративног управљања и процеса стратегијског одлучивања.

3. Утицај структуре власништва на доношење стратегијских одлука

Полазећи од различитих, често контрадикторних резултата студија које су се бавиле истраживањем степена укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања и улоге топ менаџера наспрам улоге чланова управног одбора у доношењу стратегијских одлука, једно од основних истраживачких питања је: *Ко има кључну улогу у доношењу стратегијских одлука и у којој мери је управни одбор укључен у стратегијско одлучивање?* Објашњење различитих ставова истраживача се може повезати са утицајем структуре власништва на исход стратегијског одлучивања.

Услед усвајања концептуалног оквира заснованог на агенцијској теорији и примене статистичких метода претежно заснованих на корелационом истраживању, истраживачи су поједноставили извођење закључака, превиђајући важне когнитивне и социјалне варијабле. Већина студија се заснивала на истраживању великих америчких корпорација, због чега су занемарени поједини важни аспекти процеса корпоративног управљања који карактеришу корпорације у другим националним контекстима. Зато је значајно истраживања усмерити на анализу микропроцеса који повезују различите димензије структуре власништва, управни одбор и стратегијске изборе.

Степен концентрације, тип власништва и хетерогеност интереса власника као кључне димензије структуре власништва утичу на структуру и улоге управног одбора и последично на стратегијске изборе и перформансе компанија. Развијање интегративног модела који повезује структуру власништва, медијаторску улогу управног одбора и процес стратегијског одлучивања пружа значајан допринос разумевању стратегијских избора у оквиру различитих модела власништва (Слика 29).



Слика 29. Међузависност структуре власништва, управног одбора и стратегијског избора

Извор: Аутор

Према Слици 29, структура власништва представља мултидимензионалан концепт који се не може мерити само степеном концентрације власништва, већ укључује хетерогеност интереса акционара и тип власништва. Структура власништва има јак утицај на структуру управног одбора и на кључне улоге које обављају чланови управног одбора. Последишно, међузависност структуре власништва и управног одбора детерминишу укљученост управног одбора у процес стратегијског одлучивања и стратегијске изборе као исход процеса стратегијског одлучивања, од којих зависе перформансе компаније. Другим речима, структура власништва, посматрана кроз *степен концентрације*, *хетерогеност интереса* и *тип власништва* утиче на структуру и улоге управног одбора, и посебно на стратегијску одговорност управног одбора која се анализира на основу *степенa укључености чланова управног одбора у процес стратегијског одлучивања* и *начина одлучивања*. Сходно наведеним ставовима, може се извести закључак да је процес стратегијског одлучивања условљен структуром власништва, која преко медијаторске улоге управног одбора утиче на стратегијске изборе и перформансе компаније.

3.1 Процес стратегијског одлучивања у условима концентрације власништва наспрам дисперзије власништва

Полазећи од интегративног оквира међузависности структуре власништва, управног одбора и процеса стратегијског одлучивања, прва важна димензија структуре власништва која утиче на структуру и улоге управног одбора је *концентрација власништва*. На подручју Континенталне Европе, компаније без обзира на њихову величину карактерише висока концентрација акција које се налазе у рукама крупних акционара, који су често у исто време и власници и менаџери. За разлику од великих америчких компанија, које су послужиле као модел заговорницима агенцијске теорије, у већини европских компанија се преклапају власништво, контрола, а често и менаџмент; већина чланова управног одбора су, такође, и акционари који обављају и улогу менаџера. У овом случају, управни одбори губе своју главну функцију мониторинга и контроле менаџерског понашања.

У компанијама које су у породичном власништву, родбинске везе спајају крупне акционаре. Управне одборе чине чланови породице, иако повремено контролна породица може именовати екстерне чланове који имају потребне компетенције које не поседују чланови породице. Ефективност управног одбора као органа управљања је углавном детерминисана оријентацијом породице у чијем је власништву компанија. То значи да „неки управни одбори имају активну улогу у стратегијском развоју компаније, док се неки креирају само да би се поштовао закон“. Управни одбори породичних компанија обављају углавном саветодавну функцију, јер стратегијске алтернативе обично развија и бира предузетник (повремено се ослањајући на помоћ експерата у специфичним областима као што су трговачко право, пореско право, финансијска питања и слично), док преклапање између менаџера и акционара, односно контроле и власништва, чини контролну функцију ирелевантном (Ward & Handy, 1988).

Како се концентрација власништва смањује и достиже тачку у којој ниједан индивидуални акционар не поседује већину гласова, одлуке које се доносе морају да задовоље интересе свих акционара. У условима дисперзије власништва, сви акционари учествују у избору чланова управног одбора који треба да заступају њихове интересе. Управни одбор представља орган одлучивања где сваки акционар, бира свог представника (или више њих), због чега управни одбори имају већи број

чланова, састају се чешће и поседују већу моћ од менаџмента. То значи *ако је власништво дисперзирано између различитих актера, међу којима ниједан од акционара не контролише већину гласова, укљученост управног одбора у стратегијско одлучивање се повећава, а исход процеса стратегијског одлучивања доминантно зависи од интереса које заступају чланови управног одбора* (Ravasi & Zattoni, 2001; 2006).

У складу са наведеном претпоставком, изучавање процеса стратегијског одлучивања је нераскидиво повезано са истраживањем степена укључености управног одбора у различите фазе процеса стратегијског одлучивања и начин на који структура власништва детерминише обим стратегијске инволвираности управног одбора. Сходно томе, резултати компаративне студије које су спровели Ravasi и Zattoni (2006), анализирајући компаније са мешовитом структуром власништва, показују да стратегијску активност управног одбора не треба посматрати само у контексту контроле стратегијских одлука које доносе менаџери и умрежености којом се обезбеђују критични ресурси. У том смислу, доказано је да у присуству веома различитих интереса који су представљени управном одбору, управни одбор има важну улогу у процесу преговарања како би се постигао компромис између различитих интереса. На основу анализе активности управног одбора у процесу доношења стратегијских одлука у компанијама које су сачињавале узорак, Ravasi и Zattoni (2006) су уочили разлику у степену укључености управног одбора у различите фазе процеса стратегијског одлучивања и начину на који се доносе стратегијске одлуке у зависности од структуре власништва.

Резултати њихове студије показују да је структура власништва важна детерминанта стратегијског одлучивања, која утиче не само на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања, већ и на начин на који доносе одлуке и активности које чланови управног одбора предузимају. Полазећи од истраживања које је спровео Mintzberg et al., (1976) могу се разликовати три основна начина за избор између стратегијских алтернатива: *процена, анализа и погађање*. Уколико се *процена* примењује као начин избора то значи да одлуке доносе индивидуе по сопственом нахођењу, на основу субјективне анализе и евалуације последица одлука. *Анализа* се заснива на рационалној процени и објективној евалуацији алтернатива, а затим се избор врши путем процене или погађања. Примена *погађања* значи да одлуке зависе од преговарачке моћи и способности актера и треба да представљају компромис између интереса различитих група које могу да имају супротстављене циљеве.

Анализа активности управног одбора на посматраном узорку показује да постоје три различита обрасца понашања као резултат варијација у степену укључености одбора у процес стратегијског одлучивања и начина одлучивања, која зависе од структуре власништва (Табела 24). Код компанија чије су акције распоређене између топ менаџмент тима (који заједно поседује око 30-40%), институционалних и приватних инвеститора, управни одбори (означени као ТИП А) углавном показују умерену укљученост у доношење стратегијских одлука – на сличан начин на који су McNulty и Pettigrew описали као *преузимање стратегијских одлука* (Табела 24). У овим компанијама основна стратегијска активност управних одбора обухвата процењивање и евалуацију стратегијских предлога везаних за капиталне инвестиције и контролу имплементације стратегијских одлука, док је основна одговорност менаџера генерисање, развој и имплементација алтернатива. Евалуација стратегијских алтернатива је заснована на анализи финансијских импликација стратегијских алтернатива као основном начину одлучивања (Ravasi & Zattoni, 2006).

У компанијама које одликују заједнички подухвати две велике компаније које учествују са по 50% (енг. 50-50 *joint venture*) са мешовитом структуром власништва управни одбори (ТИП Б) показују већи степен укључености чланова у развој стратегијских планова, што се према McNulty и Pettigrew (1999) описује као *обликовање стратегијских одлука* (Табела 24). Чланови управног одбора су кроз питања и дискусију учествовали у предлагању стратегијских алтернатива и процесу њихове имплементације (Ravasi & Zattoni, 2006). Другим речима, чланови управног одбора су показивали тенденцију да буду укључени у цео процес доношења стратегијских одлука. Међутим, баш као и код управних одбора типа А, евалуација стратегијских алтернатива је заснована, пре свега, на рационалној анализи предложених алтернатива применом финансијских критеријума.

На сличан начин као код управних одбора типа Б, код осталих компанија које одликују заједнички подухвати управни одбори означени као тип Ц показују висок степен укључености у све фазе процеса стратегијског одлучивања, као и у активном обликовању циљева, политика и одлука (Табела 24). Ипак, између ова два типа управних одбора може се уочити одређена разлика. Понашање чланова управних одбора означених као тип Ц више одговара понашању које су McNulty и Pettigrew (1999) описали као *обликовање садржаја и контекста стратегије*.

У заједничким подухватима, осим чланова управног одбора, у развој алтернатива, дискусију и редефинисање стратегијских планова као и пословних пројеката су

активно укључени бивши извршни чланови или експерти за одређену област. Дискусије су се спроводиле у великој мери ван састанака управног одбора, а донете одлуке су се износиле управном одбору тек након што све стране постигну договор. За разлику од управних одбора типа Б, одлуке се доносе након интензивних преговора између менаџера и чланова управног одбора, који имају за циљ да развију решење које ће одговарати интересима компаније и њених акционара.

Табела 24. Компаративна анализа различитих варијација укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања

	ТИП А	ТИП Б	ТИП Ц
Степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања	Управни одбор је укључен у селекцију алтернатива и контролу реализације донетих одлука; док менаџери обављају активности везане за развој, избор и имплементацију стратегијских алтернатива	Већи степен укључености у процес стратегијског одлучивања у односу на тип А – чланови управног одбора помажу менаџерима у развоју и имплементацији стратегијских алтернатива	Највећи степен укључености у процес стратегијског одлучивања – чланови управног одбора иницирају процес стратегијског одлучивања и заједно са менаџерима учествују у развоју, анализи и имплементацији стратегијских одлука
Доминантна активност	Преузимање стратегијских одлука (нпр. одобравање капиталних инвестиција)	Обликовање стратегијских одлука (нпр. развој стратегијских алтернатива)	Обликовање садржаја и контекста стратегије (нпр. формулисање стратегијских циљева и стратегијских алтернатива)
Начин одлучивања	Анализа – предлози менаџера се оцењују на основу финансијских критеријума	Анализа – предлози које су менаџери и чланови управног одбора развили се оцењују на основу финансијских критеријума	Погађање – чланови управног одбора имају активну улогу у процесу преговарања, како би се постигао консензус пре доношења коначне одлуке

Извор: адаптирано према Ravasi & Zattoni, 2006

Компаративна анализа понашања и активности у које су укључени различити типови управних одбора (означени као тип А, Б и Ц), показује да се они разликују по степену у коме су укључени у различите фазе процеса стратегијског одлучивања. Управни одбори означени као тип А показују низак степен укључености у доношење стратегијских одлука, а њихова основна активност је прихватање (одобравање) или одбацивање стратегијских предлога које је формулисао топ менаџмент и контрола њихове имплементације. О стратегијским питањима се дискутује на састанцима управног одбора, али на основу информација које достави

менаџмент. У свим осталим случајевима које карактеришу заједнички подухвати, управни одбори означени као тип Б и тип Ц показују већи степен укључености у све фазе процеса стратегијског одлучивања. Чланови управног одбора активно учествују, не само у фази избора, већ и у фази постављања циљева, развоја и обликовања стратегијских алтернатива. Другим речима, на обликовање стратегијских избора утичу и ставови менаџера и ставови чланова управног одбора. Код управних одбора типа Ц, чланови управног одбора имају важну улогу у процесу преговарања као механизма за доношење одлука, а посебан допринос дају експерти који активно учествују у доношењу стратегијских одлука. Уочене разлике показују да, поред степена концентрације власништва *поседовање релевантних знања чланова управног одбора* доводи до разлика у степену укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања (Ravasi & Zattoni, 2001; 2006).

Поседовање релевантног знања кроз стратегијску укљученост чланова управног одбора има индиректан утицај на стратегијске изборе. Под релевантним знањем подразумева се функционално знање које може бити примењено у процесу решавања стратегијских проблема и које ће, стога, повећати способност чланова управног одбора да ефективније обаве своје задатке. Са повећањем степена релевантног знања које поседују чланови управног одбора, повећава се и степен укључености управног одбора у доношење стратегијских одлука, што упућује на закључак да између примене знања чланова управног одбора и степена укључености управног одбора у доношење стратегијских одлука постоји позитивна корелација (Ravasi & Zattoni, 2006).

Приказани резултати истраживања и изведени закључци указују на потребу за даљим истраживањима у овој области, која би се бавила испитивањем међусобне повезаности природе процеса стратегијског одлучивања, начина доношења стратегијских одлука, кључних актера процеса стратегијског одлучивања, као и екстерних фактора који детерминишу стратегијске изборе. У истраживање је потребно укључити варијабле когнитивне (да ли чланови поседују потребно знање) и политичке природе (хетерогеност интереса акционара), како би се што потпуније објаснио степен и начин на који су чланови управног одбора укључени у стратегијско одлучивање.

3.2 Процес стратегијског одлучивања, хетерогеност интереса власника и тип власништва

На основу приказаног модела може се уочити да је, поред степена концентрације власништва, важна димензија структуре власништва која утиче на процес стратегијског одлучивања *хетерогеност интереса власника* (Слика 29). Циљеви и интереси власника могу да утичу на формулисање стратегијских циљева, развој стратегијских алтернатива и доношење стратегијских одлука. Стога је важно да се код одређивања стратегијских избора води рачуна о интересима власника, а посебну пажњу треба посвети анализи скупа преференција и циљева различитих типова власника (Miller, 1987). Иако по дефиницији сви акционари деле заједнички интерес исказан кроз дугорочно максимирање нето добитка, у појединим случајевима њихови интереси могу да се разилазе. У том смислу, хетерогеност интереса власника представља значајну детерминанту стратегијског одлучивања.

Све док имплицирају алокацију критичних ресурса, стратегијске одлуке представљају одраз усаглашавања вишеструких интереса у вези алокације ресурса. Заправо, док год различити интереси власника на формалан или неформалан начин утичу на процес стратегијског одлучивања, они обликују стратегијске одлуке, што упућује на закључак да хетерогеност интереса акционара утиче на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања. Другим речима, *што је већа хетерогеност интереса акционара, већа је укљученост управног одбора у менаџмент одлучивања, односно у доношење стратегијских одлука кроз активности обликовања стратегијског контекста* (Ravasi & Zattoni, 2006).

Анализа активности управног одбора потврђује да у присуству хетерогених интереса акционара, управни одбор представља *преговарачки форум*, како би се постигао споразум о заједничким циљевима и правцима стратегијског деловања. Управни одбор не треба да штити само акционарске интересе од менаџерске злоупотребе, већ да представља место где се дефинишу заједнички интереси власника и предлажу могући правци стратегијског деловања. Заправо, хетерогеност интереса акционара утиче на степен укључености управног одбора у различите фазе процеса стратегијског одлучивања. Ако је хетерогеност интереса изражена, а чланови управног одбора поседују знање и способности релевантне за стратегијска питања, управни одбор је у већем степену укључен у процес стратегијског

одлучивања. Управни одбор се може примарно посматрати као „орган одлучивања“, а власници као актери који кроз избор чланова управног одбора утичу на процес стратегијског одлучивања како би заштитили сопствене интересе. У том смислу, управни одбор не представља само *монолитни ентитет* који интерагује са топ менаџерима, већ има улогу *преговарачког форума*, како би се успоставио споразум између већинских акционара пре суочавања са менаџментом.

Поред утицаја на степен укључености у процес стратегијског одлучивања, анализа студије случајева показује да хетерогеност интереса акционара може да утиче на механизме који се користе за евалуацију различитих стратегијских алтернатива и доношење стратегијске одлуке. Одлучивање у условима хетерогености интереса се више заснива на преговарању него на рационалној анализи или расуђивању. Уколико се ради о заједничким подухватима неопходно је постићи консензус између акционара пре доношења стратегијске одлуке. То значи да је о стратегијским одлукама дискутовано између представника акционара у управном одбору, чак и ван састанка, и оне се износе на састанку тек након што је постигнут споразум. Тада се одлуке доносе једногласно, јер су чланови управног одбора већ након дискусије о датом питању постигли консензус. Насупрот томе, у мешовитим коалицијама преовладава анализа као начин одлучивања. Чланови управног одбора након анализе и дискусије са менаџерима прихватају или одбацују понуђене стратегијске алтернативе, а као критеријум избора користе финансијска мерила.

Уочене разлике се могу објаснити различитим интересима акционара. Чисти акционарски интереси су повезани са максимирањем резидуалне вредности коју компанија остварује. У том смислу, не би требало да постоји конфликт интереса између акционара и инвеститора. Заправо, могло би се тврдити да се између менаџера и представника акционара такође води „имплицитан“ процес преговарања. Истоветност интереса омогућава „коалицији акционари-инвеститори“ да стави вето на одлуку менаџера. Међутим, у случају заједничких подухвата, хетерогеност интереса акционара и комплексност односа отежавају идентификовање једноставних критеријума за евалуацију исхода донете одлуке. Одлуке нужно следе политичку рационалност: потребно је успоставити консензус о сваком питању. Заправо, *висок степен хетерогености интереса акционара детерминише погађање као доминантни начин стратегијског одлучивања*. Другим речима, *низак степен хетерогеност интереса међу акционарима доводи до рационалне анализе као доминантног начина стратегијског одлучивања* (Ravasi & Zattoni, 2001, 2006).

Полазећи од концептуалног оквира представљеног на Слици 29, поред степена концентрације и хетерогености интереса акционара, тип власништва детерминише структуру и улоге управног одбора, као и степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на тај начин обликује процес стратегијског одлучивања и стратегијске изборе. Дакле, поред концентрације, *тип или идентит власништва* је једнако важна, иако често занемарена димензија структуре власништва са битним импликацијама за корпоративну стратегију и перформансе (Ravasi & Zattoni, 2001, 2006; Sur, Lvina, & Magnan, 2013). Полазећи од различитих класификација типова власништва, посебно је анализиран утицај институционалних власника, корпоративног, породичног и индивидуалног власништва на структуру и улоге управног одбора, као и на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања.

Институционални власници као тип власника (на пример, инвестициони фондови, пензиони фондови, трустови) имају специфичне циљеве у односу на остале типове власника. Такође, у условима институционалног власништва постоји јасно раздвајање власништва и менаџмента, што се директно одражава на начин управљања. У погледу односа власник-менаџер, постоји сукоб интереса између менаџера и институционалних власника, јер менаџери преферирају стратегију стварања конкурентске предности која минимизира пословни ризик (попут неизвесности у погледу кретања тржишне тражње, одређивања оптималне цене производа, трошкова производње, складиштења и испоруке готових производа). Насупрот томе, институционални инвеститори као власници теже максимизацији финансијске добити и ублажавању тржишног ризика који представља ризик промене тржишних цена. Институционални власници кроз избор портфолија диверсификације могу ефикасно да минимизирају финансијске ризике, због чега не сматрају да постоји потреба да се менаџери укључе у активности управљања ризицима компанија у које су инвестирали (Sanders & Hambrick, 2007). Институционални власници наглашавају значај формалних правила, процедура и хијерархије чијом применом не само да смањују неизвесност, већ и минимизирају степен менаџерске дискреције (Miller, 1987). То значи да структура институционалних власника ограничава и у великој мери детерминише стратегијски избор (Miller, 1987).

Институционални власници приоритет дају мониторингу и контроли менаџерских акција у циљу заштите сопствених интереса од менаџерског опортунизма (Hillman & Dalziel, 2003). То значи да институционални власници сматрају да је основна улога управног одбора решавање принципал-агент проблема, кроз контролу рада

менаџера. Примарни захтев институционалних власника према управном одбору је да има независну структуру која ће довести до ублажавања агенцијских трошкова који произилазе из супротстављених интереса менаџера и власника. У том контексту, мониторинг и контрола менаџера као основна улога управног одбора доводе до испуњења циљева институционалних власника (Armstrong et al., 2010; Desender, Aguilera, Crespi, & Garcia-Cestona, 2013).

У погледу стратегијског одлучивања, основни задатак управног одбора се односи на оцену стратегије и њену имплементацију. Институционални власници очекују да већина чланова управног одбора буду спољашњи, независни чланови који имају моћ да објективно оцењују да ли су стратегијске одлуке које доносе менаџери у интересу власника. То значи да се према традиционалној, пасивној истраживачкој перспективи утемељеној на агенцијској теорији може успоставити позитивна корелација између институционалних власника као типа власништва и броја независних чланова управног одбора. Такође, као основна улога управног одбора може се дефинисати мониторинг менаџера и ратификација стратегијских одлука, због чега је важно да у структури управног одбора доминирају независни чланови (Табела 25). Претходни ставови упућују на закључак да код компанија које одликује институционално власништво као доминантан тип власништва, управни одбор има низак степен укључености у процес стратегијског одлучивања, искључиво кроз обављање активности оцене и ратификације стратегијских одлука.

Табела 25. Међузависност институционалног власништва, управног одбора и стратегијског одлучивања

ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ВЛАСНИЦИ	
<i>Теоријска перспектива</i>	Агенцијска теорија
<i>Примарна функција корпоративног управљања</i>	Ублажавање агенцијских трошкова
<i>Основна улога управног одбора</i>	Мониторинг и контрола
<i>Императив</i>	Структура
<i>Структура управног одбора</i>	Доминација независних чланова
<i>Улога управног одбора у стратегијском одлучивању</i>	Пасивна - низак степен укључености у доношење стратегијских одлука (оцена и ратификација)

Извор: Адаптирано према Sur, Lvina & Magnan, 2013

За разлику од институционалних власника, **корпоративни, индивидуални и породични власници** основну улогу управног одбора виде у остваривању контаката између чланова управног одбора и релевантних појединаца како би се прибавили потребни ресурси за остваривање дефинисане стратегије и постављених циљева.

Дакле, корпоративни, индивидуални и породични власници као тип власника дефинишу основну улогу управног одбора као обезбеђење критичних ресурса неопходних за стратегијски развој компаније. Полазећи од перспективе зависности од ресурса, основни циљ *корпоративних власника* је да се оствари максимизација вредности за корпоративне власнике уместо за инвеститоре (Pfeffer, 1972) и да се ублаже специфични пословни ризици како би се корпоративна стратегија успешно имплементирала (Sur, Lvina, & Magnan, 2013). Корпорације улажу у друге фирме са циљем да се развије јединствена технологија или способност или да се обезбеди несметано снабдевање ресурсима (Rumelt, Schendel, & Teece, 1991). Такав вид стицања контролних акција може се посматрати као алтернатива мерџерима и аквизицији. Заправо, у ранијим истраживањима је потврђено да постоји повезаност између корпоративног власништва и степена диверсификације као степена у коме је једна компанија истовремено активно у више различитих области пословања, што значи да обавља активности у већем броју производних подручја (Amihud & Lev, 1999).

Екстерни притисци за већим степеном укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања зависе од степена у коме је компанија диверсификована. Диверсификоване компаније могу у већој мери да игноришу екстерне притиске за променама, што доводи до мање потребе за активном улогом управног одбора у доношењу стратегијских одлука. Полазећи од овакве претпоставке, може се извести хипотеза да је степен диверсификације у негативној корелацији са степеном укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања (Judge & Zeithaml, 1992). Корпоративни власници теже диверсификацији, јер проактивно траже шансе, нова тржишта и нове производе и теже да смање степен зависности од екстерних притисака (Miller, 1987). С обзиром да корпоративни власници поседују функционалну експертизу, принципал-агент проблем се вероватно неће појавити. Максимирање профита, нарочито у кратком року, не може бити примарни циљ корпоративних власника. Тако је за корпоративне власнике императив стратегија, а не структура. Поред тога, тежећи да развију јединствене компетенције на основу којих ће да остваре конкурентску предност (што значи да примењују стратегију диференцијације) корпоративни власници се залажу за концентрацију власништва као механизам контроле (Thomsen & Pedersen, 2000; Sur, Lvina, & Magnan, 2013).

Полазећи од карактеристика корпоративних власника и перспективе зависности од ресурса, овај тип власника основну улогу управног одбора види у пружању савета, експертизи и повезивању са релевантним институцијама и другим компанијама. На основу претпоставке да власници имају функционалну експертизу, мониторинг и

контрола менаџера нису од примарног значаја. Дакле, управни одбор треба, кроз пружање савета и повезивање да буде активно укључен у процес стратегијског одлучивања и да допринесе стратегијском развоју компаније. У циљу ефективног обављања стратегијске улоге, у композицији управног одбора треба да доминирају повезани чланови (Табела 26). То значи да се може успоставити позитивна корелација између корпоративног власништва и броја повезаних чланова који доприносе већој ефективности у обављању улоге сервиса и стратегијске улоге (Sur, Lvina, & Magnan, 2013). Кроз наведене активности, управни одбор остварује активну улогу у процесу стратегијског одлучивања и у већем степену је укључен у процес стратегијског одлучивања у односу на компаније које одликује институционално власништво.

Табела 26. Међузависност типа власништва, управног одбора и стратегијског одлучивања

	КОРПОРАЦИЈЕ КАО ТИП ВЛАСНИКА	ПОЈЕДИНЦИ / ПОРОДИЦЕ КАО ТИП ВЛАСНИКА
<i>Теоријска перспектива</i>	Теорија зависности од ресурса	Бихевиористичка теорија
<i>Примарна функција корпоративног управљања</i>	Прибављање ресурса	Прибављање ресурса
<i>Основна улога управног одбора</i>	Стратегијска улога	Улога сервиса или подршке
<i>Императив</i>	Стратегија	Сервис (подршка)
<i>Структура управног одбора</i>	Доминација повезаних чланова	Доминација унутрашњих чланова (инсајдера)
<i>Улога управног одбора у стратегијском одлучивању</i>	Активна	Активна

Извор: Адаптирано према Sur, Lvina, & Magnan, 2013

Бихевиористичка перспектива (Argote & Greve, 2007) најбоље описује аспирације *појединца* и *породице* као типа власника (Табела 26). Овај тип власника као основни циљ дефинише дугорочан опстанак предузећа (Thomsen & Pedersen, 2000). Уколико су појединци или породица доминантан тип власника они су активно укључени у све активности које предузеће обавља, због чега улога контроле управног одбора није од примарног значаја. Као основну улогу управног одбора дефинишу обезбеђивање ресурса, пружање савета и помоћи у процесу стратегијског одлучивања (улога сервиса). Доминација улоге сервиса управног одбора имплицира да у композицији управног одбора треба да буде већи број *инсајдера* (унутрашњих чланова). Између појединаца или породице као типа власника и броја унутрашњих чланова управног одбора који доприносе већој ефективности у обављању улоге сервиса и већој укључености у процес стратегијског одлучивања може се успоставити позитивна корелација (Sur, Lvina, & Magnan, 2013).

На основу анализираних међузависности структуре власништва и управног одбора, може се извести закључак да степен концентрације и хетерогена природа интереса различитих типова власника у знатној мери детерминише композицију и улогу управног одбора. Полазећи од става да структура власништва утиче на композицију управног одбора, може се објаснити како и зашто се улоге управног одбора разликују у оквиру различитих модела структуре власништва. Такође, овакав приступ показује да су два интерна механизма корпоративног управљања - структура власништва и управни одбор међусобно зависни и комплементарни. То значи да постоји *јединствен однос или баланс* између власника и чланова управног одбора који зависи од структуре власништва. Дакле, став да постоји јединствена композиција управног одбора која је идеална у свим ситуацијама (означена као најбоља пракса) је нереалан и оповргнут. Остаје питање утврђивања начина на који структура власништва детерминише структуру и улоге управног одбора, а посебно степен укључености у процес стратегијског одлучивања.

ПЕТИ ДЕО

***УЛОГА ИНТЕРНИХ МЕХАНИЗАМА
КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У СРБИЈИ***

1. Правна регулатива и механизми корпоративног управљања у Србији

Полазећи од класификације механизма корпоративног управљања на екстерне и интерне механизме, правни систем као екстерни механизам корпоративног управљања представља важан оквир за изградњу доброг корпоративног управљања. Овакав став се може оправдати чињеницом да је тржиште корпоративне контроле у Србији скоро потпуно неразвијено, а управни одбори неефикасни. Такође, концентрација власништва као последица избора метода приватизације је довела до појаве новог принципал-принципал конфликта између већинског и мањинских власника. У условима концентрације власништва основно питање корпоративног управљања је како да мањински власници спрече контролног власника да оствари личне користи на рачун интереса мањинских власника.

Најчешћи механизам заштите мањинских акционара је примена правила *једна акција један глас* и јачање ефикасности управног одбора као интерног комплементарног механизма корпоративног управљања. Како су у периоду од 2004-2012. године донети важни закони и кодекси у области корпоративног управљања и спроведена реформа правне регулативе, у наставку ће бити анализирани кључне одредбе Закона о привредним друштвима (2004) и на њему заснованим кодексима корпоративног управљања (Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе, 2008; Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије, 2005) који се односе на структуру и надлежност органа управљања, посебно управног одбора. Затим ће бити анализирани измене и допуне Закона о привредним друштвима (2011) и најважније одредбе коригованог Кодекса корпоративног управљања Привредне коморе Србије (2012) које се односе на органе управљања. Анализа реформе правне регулативе представља добру основу за разумевање надлежности и одговорности управног одбора, као и мањкавости у њиховом функционисању, али отвара нове дилеме и бројна питања која се односе на унапређење ефикасности нових органа управљања.

1.1 Закон о привредним друштвима и кодекси корпоративног управљања

Према *Закону о привредним друштвима* (2004) (Службени гласник РС, бр. 125/04) затворено акционарско друштво има директора или управни одбор, а отворено акционарско друштво има управни одбор (члан 307). Кандидате за избор чланова управног одбора предлажу постојећи управни одбор, акционари или комисија за именовање управног одбора (члан 309). Чланови управног одбора акционарског друштва бирају се од стране акционара на годишњој скупштини. У анализи прописа који се односе на структуралне карактеристике управног одбора, могу се издвојити следеће одредбе:

- број чланова управног одбора отвореног акционарског друштва утврђује се оснивачким актом;
- у отвореном акционарском друштву управни одбор има најмање три члана, а највише 15 чланова;
- котирана отворена акционарска друштва у управном одбору морају да имају већину неизвршних чланова управног одбора од којих су најмање два независна члана. Независни члан управног одбора јесте лице које у претходне две године (члан 310):
 - 1) није било запослено у друштву;
 - 2) није исплатило друштву нити примило од друштва исплате веће од 10.000 евра у динарској противвредности;
 - 3) није власник више од 10% акција или удела;
 - 4) не поседује директно или индиректно акције друштва које представљају више од 10% основног капитала друштва;
 - 5) није било директор друштва или члан управног одбора, осим ако то није било као независни члан;
 - б) није било ревизор друштва.
- предлажу се најмање три кандидата за неизвршне чланове управног одбора (неизвршни члан управног одбора је лице које није члан извршног одбора у смислу овог закона);
- председник управног одбора акционарског друштва је генерални директор друштва, ако оснивачким актом или статутом друштва није другачије одређено (члан 312).

Поред структуралних карактеристика, Законом су дефинисане улоге и одговорности управног одбора. Са аспекта контролне и стратегијске улоге управног одбора, могу се издвојити следеће одредбе којима се дефинише надлежност управног одбора: контрола тачности финансијских извештаја и информација; управљање развојем друштва и надзор извршних директора и администрације друштва; утврђивање или одобравање пословног плана друштва; избор и разрешење извршних директора и утврђивање њихове накнаде (члан 313).

У циљу ефикаснијег функционисања, управни одбор отвореног акционарског друштва обавезно формира две Комисије, које имају најмање по три члана:

- 1) *Комисија за именовање* предлаже лица за чланове управног одбора или чланове извршног одбора и даје препоруке за таква лица;
- 2) *Комисија за накнаде* предлаже политику друштва у вези са накнадама управном одбору и извршном одбору и ревизорима даје препоруке у вези са политиком накнада, узимајући у обзир укупне накнаде, плате, награде, трошкове и зараде запосленима, као и стандарде накнада прописане законом (члан 317).

Поред управног одбора у структури управљања постоји или може да постоји извршни одбор (члан 322). Отворено акционарско друштво има извршни одбор. Затворено акционарско друштво може имати извршни одбор. Управни одбор бира чланове извршног одбора. Чланови извршног одбора у су извршни директори. Извршни одбор се бира из реда чланова управног одбора или других лица, с тим да чланови овог одбора чине мање од половине чланова управног одбора. Делокруг извршног одбора укључује спровођење одлука управног одбора акционарског друштва и сва питања повезана са вођењем послова и текућим пословима друштва, осим питања која су у надлежности управног одбора и скупштине акционара. Поред извршног одбора, акционарско друштво има генералног директора (члан 323). Генералног директора акционарског друштва бира управни одбор. Генерални директор акционарског друштва је председник извршног одбора. Акционарско друштво, поред генералног директора, могу заступати и други чланови управног одбора, односно извршног одбор, ако је тако одређено оснивачким актом друштва.

Оснивачким актом или статутом отвореног акционарског друштва може се одредити да друштво има интерног ревизора, надзорни одбор или одбор ревизора (члан 329). Надзорни одбор је обавезан орган у акционарским друштвима која обављају делатност за коју је то прописано посебним законом. Оснивачким актом или статутом затвореног акционарског друштва може се одредити да друштво има интерног ревизора или одбор ревизора. Надзорни одбор, интерни ревизор или одбор

ревизора акционарског друштва подносе извештај акционарима на годишњој скупштини акционара о рачуноводственој пракси, извештајима и пракси финансијског извештавања друштва; усклађености пословања друштва са законским захтевима регулаторних тела; квалификованости, независности и способности независног ревизора друштва; уговорима склопљеним између друштва и чланова управног одбора друштва (члан 332).

Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе (2008)

У циљу усклађивања са Законом о привредним друштвима, 2008. године донет је Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе, чија примена се препоручује свим друштвима која желе да унапреде квалитет пословања у складу са правилима добре праксе корпоративног управљања. Регулаторну основу за израду Кодекса представљају одредбе Закона о привредним друштвима, Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената и подзаконских аката Комисије за хартије од вредности Републике Србије (Кодекс корпоративног управљања, с. 1).

Сврха кодекса је била да се кроз имплементацију међународно прихваћених принципа и искустава најбоље праксе корпоративног управљања у развијеним земљама унапреди процес корпоративног управљања у Србији. По својој садржини овај Кодекс представља скуп правила и принципа за унапређење праксе корпоративног управљања, чија се имплементација везује за примену правила „*примени или објасни*“ које се заснива на обавезној примени препорука или објашњењу разлога за одступања од примене (Кодекс корпоративног управљања, сс. 1-2).

Кодекс се састоји од два дела: *први део* се односи на основне носиоце корпоративног управљања и регулаторно-организациони оквир њиховог деловања и обухвата 14 поглавља; *други део* се односи на транспарентност и јавност пословања и обухвата четири поглавља. Сходно хипотезама које су емпиријски тестиране, у наставку ће бити посебно указано на поједина поглавља и чланове Кодекса која тангирају права и интересе акционара, као и структуру, права и обавезе управног одбора.

У првом делу Кодекса наглашена је обавеза друштва према акционарима (члан 1). Друштва треба да обезбеде равноправан третман према свим акционарима и заштити њихових права. Улога друштва је да предузме мере и активности којима се

акционари подстичу да активно учествују у одлучивању скупштине друштва. Овај члан наглашава значај заштите интереса свих акционара у циљу спречавања сукоба интереса већинских и мањинских акционара и пружања заштите права мањинских акционара који су често у неравноправном положају у односу на већинског акционара (Кодекс корпоративног управљања, с. 2).

Други део Кодекса се односи на управни одбор, посебно на структуру и избор чланова управног одбора. Сходно дефинисаним хипотезама Х2(а), Х2(б) и Х2(ц), посебно ће бити анализиран основни критеријуми за избор чланова управног одбора, чија примена треба да доведе до унапређења рада управног одбора (члан 2). Основни критеријуми за избор чланова управног одбора треба да омогуће:

- да композицију управног одбора чине лица која поседују потребна знања и практична искуства сходно основној делатности друштва;
- да управни одбор чине лица која имају одговарајуће личне квалитете који одражавају високе моралне стандарде и спремност да непристрасно учествују у процесу одлучивања, како не би дошло до сукоба интереса између чланова управног одбора и друштва;
- да већину чланова управног одбора чине неизвршни чланови, од којих најмање два треба да испуњавају услове независности;
- о независним члановима управног одбора треба обезбедити доступност информација о томе да ли су испуњени дефинисани критеријуми независности.

Треће поглавље се односи на права и обавезе чланова управног одбора, при чему се посебно наглашава значај независних чланова. Независни чланови имају обавезу да обавесте управни одбор уколико дође до неких промена које могу довести до промене њиховог статуса независности. *Четврто поглавље* се односи на улогу председника управног одбора и посебно се наглашава потреба да се утврди јасна подела одговорности између председника управног одбора и генералног директора и у том смислу раздвоје функције председника управног одбора од извршних функција у друштву (Кодекс корпоративног управљања, с. 6, члан 2). Такође, у *седмом поглављу* се наглашава потреба и значај раздвајања надлежности извршних органа друштва и управног одбора (Кодекс корпоративног управљања, с. 9). У циљу ефективнијег обављања надлежности које управни одбор има, предлаже се формирање Комисије за именовање и Комисије за накнаде као стручних саветодавних радних тела (Кодекс корпоративног управљања, поглавље 6, сс. 7-8).

Кодекс Корпоративног управљања Привредне коморе Србије (2005)

Добро корпоративно управљање као основу претпоставља законску регулативу, али и усвајање кодекса и препорука корпоративног управљања. Сходно томе, Привредна комора Србије је у сарадњи са Правним факултетом Универзитета у Београду донела Кодекс корпоративног управљања. Правила Кодекса су ослоњена на законску основу, али су упућујућа, објашњавајућа и интерпретирајућа (преамбула II). Ипак, то не значи да правила Кодекса нису обавезујућа. Кодекс је заснован на већ поменутом принципу „*примени или објасни*“ (члан 7). Усвајањем Кодекса Србија добија национални кодекс корпоративног управљања, који доприноси развоју праксе доброг корпоративног управљања.

Кодекс корпоративног управљања као допуна законске регулативе садржи правила о управљању и надзору у друштвима капитала. Основни циљ Кодекса је увођење добрих пословних обичаја у области корпоративног управљања, који треба да доведе до успостављања равнотеже моћи између кључних актера процеса корпоративног управљања и стварања конзистентног система контроле рада и заштите права инвеститора (члан 3). Кодекс корпоративног управљања се примењује на сва котирана акционарска друштва која су чланови Привредне коморе Србије (члан 4). Друштво може да усвоји и неки други кодекс правила корпоративног управљања, уколико садржи права акционара и дужности друштва, управног одбора, извршног одбора, органа надзора у друштву и ревизора предвиђене овим Кодексом (члан 5). Привредна комора Србије провера испуњеност наведених услова у погледу кодекса корпоративног управљања које је привредно друштво прихватило (члан 5). Прихватање Кодекса се препоручује и другим друштвима капитала, уколико постоји могућност примене (члан 6).

Полазећи од дефинисаног циља истраживања и истраживачких хипотеза, у наставку је посебна пажња посвећена анализи одредби кодекса које се односе на структуру и надлежност управног одбора као органа управљања (глава III, одељак 1 и 2). Са становишта величине и композиције управног одбора могу се издвојити следеће одредбе Кодекса (одељак 2, чланови 129-142):

- Број чланова управног одбора се утврђује оснивачким актом друштва и треба да буде непаран;
- Управни одбор има најмање три, а највише 15 чланова, а већина чланова треба да буду неизвршни чланови;
- Неизвршни члан управног одбора је лице које није члан извршног одбора;

- Предлажу се најмање три кандидата за неизвршне чланове управног одбора, при чему би број предложених кандидата требало да буде већи од броја изабраних неизвршних чланова;
- Однос између извршних и неизвршних чланова, а посебно независних неизвршних чланова, треба да буде такав да онемогући било ком појединцу или групи да доминира у процесу одлучивања управног одбора;
- Друштво мора имати најмање два независна члана управног одбора. Независтан члан управног одбора је лице чији члан уже породице или оно само нема пословне, породичне или друге везе са друштвом, контролним акционаром друштва, другим чланом управног или извршног одбора, које би због постојања сукоба интереса утицале или могле да утичу на објективно и независно расуђивање код доношења одлука.

У погледу лидерске структуре, предлаже се да чланови управног одбора бирају председника већином од укупног броја гласова, ако оснивачким актом или статутом није одређена друга већина. Оснивачким актом или статутом друштва требало би предвидети да председник управног одбора и председник извршног одбора (генерални директор) буду различита лица, чиме би се омогућила већа независност и објективност у процесу одлучивања. Када су председник управног одбора и генерални директор различита лица, они треба да сарађују и редовно комуницирају, нарочито о одлукама које се односе на формулисање стратегије, плана и свим другим питањима од значаја за управљање друштвом (чланови 148-154).

Питање надлежности управног одбора је, такође, анализирано у Кодексу. С обзиром да је надлежност управног одбора детаљно обухваћена Законом о привредним друштвима, Кодексом су посебно издвојене одредбе које се односе на заштиту интереса мањинских акционара и контролу рада извршних директора. Према Кодексу, управни одбор има фидуцијарну дужност према друштву и свим акционарима, укључујући и мањинске акционаре. Управни одбор врши надзор и контролу над радом извршних директора и бави се проблемом утврђивања њихове одговорности друштву. Управни одбор контролног(матичног) друштва је одговоран за стратегију управљања повезаних друштава (чланови 112-125).

Кодексом су обухваћена и питања која се односе на формирање и рад Комисија (одељак 5). У циљу повећања ефикасности управљања друштвом управни одбор може да образује стручне комисије. Образовање комисија је посебно значајно ако управни одбор чини већи број извршних чланова. Управни одбор има обавезу да образује Комисију за именовања и Комисију за накнаде, а пожељно је да образује и

Комисију за ревизију (члан 217). Такође, друштво мора да има унутрашњи орган надзора, у форми надзорног одбора или ревизора у друштву. Оснивачким актом се може одредити да друштво има надзорни одбор или се може одредити да друштво има интерног ревизора или одбор ревизора као орган надзора. Ревизор у друштву може бити интерни ревизор (физичко лице) или одбор ревизора (члан 266). Основне дужности органа надзора у друштву су: вршење надзора над радом управног одбора и извршног одбора директора (надзор над пословањем друштва), надзор над поштовањем права акционара, над радом и независношћу ревизора друштва и надзор над поштовањем правила доброг корпоративног управљања (члан 262). У циљу заштите права акционара и имовине друштва, без обзира на бројне препоруке и одредбе које се односе на рад управног одбора, друштво треба да развија доступан, јасан, транспарентан и ефикасан систем унутрашње контроле, којим би се вршио надзор над радом чланова управног одбора, њихових комисија и ревизора друштва.

1.2 Нови оквир за корпоративно управљање

Иако су Закон о привредним друштвима и Кодекс корпоративног управљања креирани на основу законских одредби и препорука корпоративног управљања које примењују земље које одликује развијено корпоративно управљање, према Индексу глобалне конкурентности Светског економског форума 2011–2012. (WEF's Global Competitiveness Index 2011-2012.), којим су обухваћене 142 економије, Србија заузима врло ниску позицију (130. место) у области етичког понашања, ниску позицију (114. место) у погледу имплементације стандарда ревизије и извештавања, врло ниску позицију (136. место) у погледу ефикасности управних одбора, као и у домену поузданости професионалног менаџмента (133. место). Нешто бољу позицију има у области заштите инвеститора (60. место), али врло ниску позицију (140. место) у области заштите интереса мањинских акционара. На основу Извештаја о пословању Светске банке 2012. (World Bank Doing Business 2012), који обухвата 183 економије, Република Србија се у области заштите инвеститора налази на 79. позицији (укупна просечна оцена 5,3) (Алексић, 2013).

Овакви резултати су врло поражавајући, јер показују да је квалитет корпоративног управљања у Србији на ниском нивоу. Нешто бољи резултати се једино могу уочити када се као тип власништва појављују иностране компаније или када је реч о међународним пословним групацијама. Заправо, највећи проблеми у домену корпоративног управљања постоје у компанијама које су у домаћем власништву. Основни узрок није само недовољно компетентан и стручан менаџмент. Спроведена

истраживања су показала да је се у Србији, главним узроком лошег корпоративног управљања сматра управни одбор, а не менаџмент. Полазећи од овакве претпоставке, развила се иницијатива за спровођење регулаторне реформе корпоративног управљања.

Нов Закон о привредним друштвима донет је 25. маја 2011. године и објављен у Службеном гласнику РС (број 36/11), а његова примена је била одложена до 1. фебруара 2012. године. Нов Закон ставља ван снаге претходни Закон о привредним друштвима (Службени гласник РС, број 125/04), осим у делу којим се (прелазном одредбом која упућује на Закон о предузећима) уређују друштвена предузећа и управљање предузећем у поступку приватизације, а до окончања приватизације постојећих друштвених предузећа и привредних друштава која послују друштвеним или државним капиталом. У наставку су анализирана нова решења Закона о привредним друштвима с аспекта корпоративног управљања, са посебним освртом на промене у структури управљања и надлежности органа управљања.

Новине које доноси промена Закона се посебно односе на управљање друштвом и органе друштва. Према новом *Закону о привредним друштвима*, управљање привредним друштвом се одређује оснивачким актом друштва и може бити једнодомно или дводомно. Нов Закон не оставља могућност друштвима да се одреде за неку трећу опцију, већ мора да изабере један од наведених модела. Код ***једнодомног управљања***, органи друштва су: 1) скупштина; 2) један или више директора, односно одбор директора (члан 326). Ако друштво има три или више директора, они чине одбор директора. Органи код ***дводомног управљања*** су: 1) скупштина; 2) надзорни одбор; 3) један или више извршних директора, односно извршни одбор (члан 417). Према томе, нов закон не предвиђа управни одбор као орган привредног друштва, већ се уводи *одбор директора* код једнодомног управљања и *извршни одбор* и *надзорни одбор* код дводомног управљања.

Друштво има једног или више директора, односно одбор директора, који су законски заступници друштва (члан 383). Директора именује и разрешава скупштина, а број директора се одређује оснивачким актом или одлуком скупштине. Директор не може бити лице које је директор или члан надзорног одбора у више од пет друштава. У друштву у коме је управљање једнодомно, директори обављају све послове који нису у надлежности скупштине. Директори заједнички врше овлашћења, али се може предвидети и да имају самостална овлашћења за заступање друштва. Једнодомни модел је једноставнији и чешће га примењују мање компаније. У једнодомном моделу, предлог кандидата за

директора може дати: директор, односно одбор директора, комисија за именовање и акционари који имају право на предлагање дневног реда седнице Скупштине (члан 387).

Директори могу бити *извршни и неизвршни*. Ако друштво има мање од три директора, сви директори су извршни директори (члан 387). Извршни директори воде послове друштва и законски су заступници друштва, осим ако је статутом одређено да само поједини извршни директори заступају друштво. Ако статутом или одлуком одбора директора није другачије одређено, извршни директори су дужни да писаним путем извештавају одбор директора о планираној пословној политици и другим начелним питањима која се односе на постојеће и будуће вођење послова (члан 416). Јавно акционарско друштво мора имати неизвршне директоре, чији број мора бити већи од броја извршних директора. Неизвршни директори надзиру рад извршних директора, предлажу пословну стратегију друштва и надзиру њено извршавање. Неизвршни директор не може бити лице које је запослено у друштву.

Јавно акционарско друштво има најмање једног неизвршног директора који је истовремено и независан од друштва (независни директор) (члан 392). Независни директор је лице које није повезано лице са директорима и које у претходне две године није било извршни директор или запослено у друштву, или у другом друштву које је повезано са друштвом. Такође, не сме бити ангажовано у вршењу ревизије финансијских извештаја друштва, нити власник више од 20% основног капитала друштва, као ни власник више од 20% основног капитала друштва које је повезано са друштвом (члан 392).

Поред промена у композицији одбора директора, постоје одређене измене по питању лидерске структуре. Ако друштво има одбор директора, директори бирају једног од директора за председника одбора. У јавном акционарском друштву председник одбора директора *мора бити један од неизвршних директора*, чиме се не дозвољава дуалитет позиција (члан 389). Са становишта надлежности и одговорности одбора директора, могу се издвојити кључне одредбе које се односе на контролну и стратегијску улогу (члан 398):

- одбор директора утврђује пословну стратегију и пословне циљеве друштва;
- води послове друштва и одређује унутрашњу организацију друштва;
- врши унутрашњи надзор над пословањем друштва;
- одговара за тачност финансијских извештаја и пословних књига друштва.

Питања из надлежности одбора директора се не могу пренети на извршне директоре друштва, а могу се пренети у надлежност скупштине само одлуком одбора директора, ако статутом није другачије одређено. Одбор директора може образовати комисије које му помажу у припремању одлука које доноси и обављају одређене стручне послове за потребе одбора директора. Одбор директора јавног акционарског друштва обавезно образује комисију за ревизију. Поред ове комисије одбор директора јавног акционарског друштва може образовати и комисију за именовање, комисију за накнаде и друге комисије у складу са потребама друштва, ако је то предвиђено статутом (члан 409).

Друштво са дводомним управљањем има једног или више извршних директора и надзорни одбор. Ако друштво има три или више извршних директора, они чине извршни одбор (члан 417). Број извршних директора се одређује статутом, а именује их надзорни одбор (члан 419 и члан 420). Надлежност извршних директора је иста као код једнодомног управљања. Извршни директори воде послове друштва и законски су заступници друштва (члан 422). Извршни одбор има надлежност да води послове друштва и одређује унутрашњу организацију друштва и одговара за тачност финансијских извештаја и пословних књига друштва (члан 427). Надзорни одбор може именовати једног од извршних директора овлашћених за заступање друштва за генералног директора друштва. Генерални директор координира рад извршних директора и организује пословање друштва (члан 423).

Ако је управљање дводомно, поред извршног одбора друштво има и надзорни одбор који надзире рад директора. Дакле, овај модел предвиђа поред скупштине органе управе и контроле, а карактеристичан је за велике компаније. Надзорни одбор има најмање три члана. Чланови надзорног одбора не могу бити извршни директори друштва (433). За члана надзорног одбора може бити изабрано само лице које испуњава услове за именовање на позицију директора акционарског друштва и то лице не сме бити запослено у друштву, чиме се обезбеђује независност надзорног одбора. Основна надлежност надзорног одбора је да утврђује пословну стратегију и пословне циљеве друштва и надзире њихово остваривање, као и надзор над радом извршних директора и унутрашњи надзор над пословањем друштва (члан 441). Законом су прецизно одређени послови надзора пословања и рада извршних директора.

Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије (2012)

У циљу унапређења корпоративног управљања, а сходно изменама и допунама Закона о привредним друштвима, Привредна комора Србије је донела нов кодекс корпоративног управљања. Кодекс представља допуну законској регулативи и посебно се односи на оне области које су недовољно обухваћене Законом. Намењен је свим друштвима капитала, а степен обавезности постоји само за јавна акционарска друштва која су чланови Привредне коморе Србије. Кодекс садржи две врсте правила: *препоруке* - правила која друштво капитала треба да прихвати и по њима поступи и *предлоге* - правила која се сматрају пожељном праксом у области корпоративног управљања (Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије, 2012). Структура кодекса се састоји из *три целине*: друштво капитала, додатни принципи и препоруке за породична друштва капитала и додатни принципи и препоруке за друштва капитала у којима је држава члан.

Кодекс садржи принципе и препоруке које се односе на одбор директора (ако је управљање једнодомно) и надзорни одбор (ако је управљање дводомно). „Свако друштво треба да има ефикасан **одбор директора** (у систему једнодомног управљања), односно **надзорни одбор** (у систему дводомног управљања) који је колективно одговоран за дугорочни успех друштва, укључујући и надзор и дефинисање пословне стратегије друштва“ (Кодекс корпоративног управљања ПКС, 2012, с. 10, принцип 5). Посебно се наглашава значај независног и објективног одлучивања чланова одбора директора, односно надзорног одбора, који треба да доноси одлуке у интересу друштва. Сходно томе, увођење независних чланова у одбор директора, односно надзорни одбор, треба да позитиван утицај на усмереност одбора директора, односно надзорног одбора, на интерес друштва. Одбор директора, односно надзорни одбор врши надзор и процену учинка извршних директора (чиме се наглашава значај контролне улоге) и треба да управља развојем и пословном стратегијом друштва (што значи да има и стратегијску улогу).

Величина и композиција одбора директора, односно надзорног одбора треба да одговара величини друштва и делатностима које друштво обавља (принцип 6). Код именовања члана одбора директора, односно надзорног одбора треба водити рачуна да предлагање чланова буде засновано на објективним критеријумима, а приликом именовања потенцијалних кандидата прилажу се биографски и сви други подаци који могу бити од значаја приликом одлучивања о избору чланова одбора директора. Број чланова одбора директора, односно надзорног одбора треба да буде

непаран. Приликом одређивања броја чланова одбора директора, односно надзорног одбора, посебно треба водити рачуна о неопходности брзог и ефикасног доношења одлука, али и о потреби да одбор директора, односно надзорни одбор, чине лица са знањима и искуствима и из различитих области које су од значаја за управљање привредним друштвом. У циљу унапређења квалитета одлучивања, сваки члан одбора директора, односно надзорног одбора, треба да буде адекватно информисан (да има тачне, потпуне, правовремене и јасне информације) (принцип 8).

У погледу композиције одбора, одбор директора, односно надзорни одбор, треба да има значајан број независних чланова (принцип 18). Однос између извршних и неизвршних чланова, а посебно независних чланова, треба да буде такав да онемогући било ком појединцу или групи да доминира одлучивањем у одбору директора, односно надзорном одбору. Са аспекта лидерске структуре, препоручује се јасно разграничење одговорности између председника одбора директора и генералног директора (принцип 16). Ниједан појединац не треба да има неограничена овлашћења у погледу доношења одлука у друштву. Најбоља пракса налаже да друштво има независног председника одбора директора. Сходно потреби унапређења рада одбора директора, односно надзорног одбора, образују се стручне комисије, нарочито у областима у којима је изражен потенцијални конфликт интереса чланова одбора директора, односно надзорног одбора и друштва. Број, врсте и састав стручних комисија одбора директора, односно надзорног одбора, зависи од потреба друштва. Велика друштва по правилу образују три комисије: комисију за именовање, комисију за накнаде и комисију за ревизију, а уколико постоји потреба могу се образовати и друге комисије.

У циљу решавања нагомиланих проблема у јавним акционарским друштвима, Кодекс обухвата и додатне принципе и препоруке које се односе на одбор директора и надзорни одбор у јавним акционарским друштвима. Најзначајнији принципи се односе на ограничења кумулативног гласања код избора чланова одбора директора, због чега се препоручује директно гласање као правило и наглашава питање утврђивања надокнаде чланова. У том смислу, скупштина акционарског друштва треба да врши посредну контролу накнада члановима (принцип 34 и принцип 35). Промена правне регулативе отвара бројна питања која се односе на разлоге и узроке који су довели до промена, као и могућих последица на квалитет корпоративног управљања. Закључке свакако не би требало доносити брзоплето, имајући у виду да законске одредбе не могу у кратком року да промене систем корпоративног управљања.

1.3 Интерни механизми корпоративног управљања

Потреба за развојем интерних механизма корпоративног управљања у земљама у транзицији настаје као последица бројних проблема који су резултат не само раздвајања власништва и контроле, већ и стања у коме није увек јасно дефинисано власништво и титулар својине, а тржишни механизми корпоративне контроле су наразвијени (Бабић, 2003, с. 298). Решавање проблема се заснива на избору правог модела и релевантних механизма корпоративног управљања које треба развијати у складу са изабраним методом приватизације и правном регулативом.

У Србији, као транзиционој економији, процес корпоративног управљања још увек није довољно развијен, због чега српска привреда и даље заостаје за развијеним земљама, као и другим транзиционим економијама које су успешно спровеле процес приватизације. Поред честих политичких промена, могу се уочити неколико разлога који доводе до лошег стања у области у корпоративног управљања. Прво, још увек није завршен процес приватизације појединих државних и друштвених предузећа што доводи до великих губитака и продубљивања нерешених проблема. Друго, чак и у оним ситуацијама где је процес приватизације завршен, новоприватизована предузећа се суочавају са бројним проблемима корпоративног управљања, чиме се потврђује претпоставка да *„приватизација није сама по себи довољан лек“* (Беговић, Бисић, Ђулић, Живковић, Јоловић & Мијатовић, 2008). Она доноси одређења унапређења управљања, али и изазива проблеме које угрожавају квалитет корпоративног управљања.

Основни проблем корпоративног управљања је заштита интереса власника од менаџерског власништва. Улога механизма корпоративног управљања је да се ускладе интереси између власника и менаџера (Бабић, 2006, с. 5). У транзиционим економијама, које одликује неадекватна правна регулатива и неразвијеност институција и тржишних механизма, концентрација власништва представља значајан интерни механизам корпоративног управљања. Оваква претпоставка представљала је полазну основу код избора метода приватизације, због чега српску привреду одликује висок степен концентрације власништва.

Концентрација власништва у Србији представља последицу изабраног модела приватизације. У Србији у процесу приватизације су примењена три различита модела. Први модел је примењиван у периоду 1991-1997. године и заснивао се на

продаји акција запосленима ради стварања *радничког интерног акционарства*. Примена овог модела је довела до релативно дисперзиране структуре власништва, посебно у предузећима која су приватизовала друштвени капитал. Други модел је уведен 1997. године и подразумевао је *бесплатну поделу* акција уз допунску примену метода продаје са попустом. Међутим, након извршене поделе акција, секундарни промет овим акцијама је довео до концентрације власништва. Трећи модел приватизације је уведен 2001. године и подразумева *продају капитала предузећа стратешком власнику* (Лабус, 2007). Примена модела класичне продаје друштвеног/државног капитала једном инвеститору, као изабраног модела приватизације у Србији, довела је до стварања посебне врсте већинског акционара (*стратешког партнера*) који држи контролни пакет акција, што значи да велики број предузећа контролише један акционар или мања група повезаних лица (*инсајдери*).

Опредељење за избор метода продаје је засновано на претпоставци да се са становишта ефикасности корпоративне контроле предност даје концентрисаној структури власништва, јер је на тај начин омогућено стицање потпуне контроле над приватизованим предузећем од стране једног већинског или контролног власника. Додатни аргумент у прилог избора метода продаје се огледа у чињеници да у транзиционим економијама институције нису довољно развијене, због чега би дисперзија власништва довела до појачавања принципал – агент конфликта.

Искуство транзиционих економија показује да, у условима неразвијеног институционалног оквира, концентрација власништва доводи до ублажавања принципал-агент проблема. Међутим, концентрација власништва је решила агенцијски проблем на релацији акционари – менаџмент, јер већински власник може у сваком тренутку да контролише и ако је потребно смени менаџмент, али је створила проблем злоупотребе права мањинских акционара. Овај проблем настаје као последица неравноправног односа између већинског власника и мањинских акционара, у коме су мањински акционари у знатно неповољнијем положају, ако се има у виду слаба институционална заштита њихових права. Мањински власници имају веома ограничен удео у акционарском капиталу и немају могућност да утичу на доношење најважнијих стратегијских одлука, што изазива појаву конфликта између већинског и мањинских акционара (Николић, Бабић, & Ерић, 2013). Оваква слика говори да промене које су настале као резултат процеса приватизације нису биле праћене адекватним развојем институција и финансијског тржишта, што је отворило простор за бројне злоупотребе мањинских власника и честог конфликта интереса (Бабић, 2004, с.19).

Процес транзиције утемељен на приватизацији довео је разнолике структуре власништва коју одликује висок степен концентрације власништва и различити типови власништва. Као последица концентрације власништва (просечно учешће у власништву већинског акционара износи око преко 60%), појављује се питање типа већинског власника. Као већински власник најчешће се појављују индивидуални инвеститори и правна лица, при чему се може направити разлика између типа власништва *правно лице - страна фирма* и *правно лице - домаћа фирма* (Бабић & Николић, 2013).

Поред концентрације власништва, управни одбори представљају важан интерни механизам корпоративног управљања. У Србији, структура и улога управног одбора је дефинисана Законом о привредним друштвима који је донет 2004. године, са циљем да се регулише корпоративно управљање. Управни одбор, као орган који треба да заступа интересе власника, конципиран је као основни орган управљања који има надлежност да управља предузећем, надгледа рад менаџера и бира и смењује менаџмент, чиме се успоставља контрола над менаџментом. Ипак, непуних десет година касније, као одговор на бројне мањкавости у раду управних одбора, као и злоупотребе и малверзације од стране појединих чланова управног одбора, донет је нов Закон о привредним друштвима (2011) који је ступио на снагу 2012. године и који предвиђа укидање управног одбора као органа управљања. Нов закон код једнодомног модела управљања предвиђа одбор директора, а код дводомног модела извршни и надзорни одбор.

Међутим, промена Закона, по мишљењу појединих стручњака, неће сама по сби довести до унапређења механизма корпоративног управљања. Новим Законом је *„промењена форма, али не и суштина“* функционисања привредних друштава. Заправо, много важније питање од усвајања нових законских одредби којима се регулишу структура и функционисање органа управљања је питање степена у коме се законске одредбе о избору чланова одбора директора код једнодомног, односно извршног и надзорног одбора код дводомног модела управљања примењују доследно.

2. Емпиријско истраживање интерних механизма корпоративног управљања у Србији

Полазећи од законом дефинисаних надлежности управног одбора у Србији и изражене концентрације власништва, у наставку су приказани резултати емпиријског истраживања наведених интерних механизма корпоративног управљања. Сходно сличним истраживањима спроведеним у другим земљама, анализирана је улога управног одбора у процесу доношења стратегијских одлука и контроли рада менаџера, као и фактори који утичу на ефективност управног одбора. Ослањајући се на истраживања која су утемељена на традиционалном моделу ефективности управног одбора, анализиран је утицај структуралних варијабли (композиција, величина и лидерска структура) на укљученост управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера (Zahra & Pearce, 1989; Judge & Zeithalm, 1992; Daily & Dalton, 1994; Donaldson & Davis, 1997; Dalton et al., 1998; Johnson et al., 1996; Hilman & Dalziel, 2003; Levrau & Van den Berghe, 2007).

Међутим, са развојем бихевиористичке перспективе, фокус у истраживањима је на бихевиористичким карактеристикама чланова управног одбора, интеракцијама и процесима унутар управног одбора, због чега је у оквиру емпиријског истраживања анализиран и утицај бихевиористичких варијабли на ефективност управног одбора (Forbes & Milliken, 1999; Leblanc et al, 2005; Huse, 2005; Zona et al, 2007; Van Ees et al., 2008; Ong & Wan, 2008; Minichilli, Zattoni, & Zona, 2009; Huse, Hoskisson, Zattoni & Vigano, 2011; Van Ees & Van der Laan, 2012).

Поред бихевиористичких карактеристика, новија истраживања указују на потребу за испитивањем утицаја концентрације власништва на контролу менаџера и степен укључености управног одбора у процес доношења и имплементације стратегијских одлука. С обзиром да је у Србији изражена концентрација власништва, емпиријским истраживањем анализиран је утицај концентрације власништва на степен заштите интереса власника, решавање агенцијског проблема и степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања.

Ослањајући се на новије истраживачке перспективе о међусобној повезаности ова два интерна механизма корпоративног управљања и процеса стратегијског одлучивања (Ravasi & Zattoni, 2001; Anderson & Reb, 2004; Ravasi & Zattoni, 2006;

Adams et al., 2010; Sur, Lvina & Magnan, 2013), поред парцијалног испитивања повезаности концентрације власништа и процеса стратегијског одлучивања, са једне, и управног одбора и процеса стратегијског одлучивања, са друге стране, у истраживању се полази од развијеног интегративног модела који обједињује концентрацију власништва, управне одборе и процес стратегијског одлучивања.

2.1 Предмет и циљ истраживања

Резултати наведених истраживања која су спроведена у другим земљама, потврђују да управни одбор поред контролне има и важну стратегијску улогу (Judge & Zeithaml, 1992; Stiles, & Taylor, 1996; McNulty & Pettigrew, 1999; Maassen, 2000; Stiles, 2001; Golden & Zajac, 2001; Hendry & Kiel, 2004; Leblanc et al., 2005; Huse, 2005; Levrau & Van den Berghe, 2007; Zona et al, 2007; Van Ees et al., 2008; Minichilli et al., 2009; Pugliese et al., 2009; Nicholson & Newton, 2010; Huse et al., 2011; Bailey & Peck, 2013). Активности које се подразумевају под стратегијском улогом се мењају од оцене и ратификације стратегијских одлука до активног учествовања у дефинисању стратегијских циљева и доношењу стратегијских одлука, чиме се указује на потребу за истраживањем степена укључености управног одбора у различите фазе процеса стратегијског одлучивања и испитивањем међусобне зависности интерних механизма корпоративног управљања и процеса стратегијског одлучивања.

Предмет емпиријског истраживања у докторској дисертацији је међусобна повезаност концентрације власништва и ефикасности управног одбора у обављању контролне и стратегијске улоге. Емпиријско истраживање у српским предузећима је спроведено у циљу истраживања кључних фактора који утичу не само на контролу менаџера, већ и на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања, што представља спону између корпоративног управљања и стратегијског менаџмента.

Основни циљ истраживања је долажење до сазнања на који начин структура власништва и управни одбори, као интерни механизми корпоративног управљања, утичу на процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера у циљу заштите интереса власника. Поред општег циља, изведена су *три специфична циља истраживања*:

- *Први специфични циљ* је испитивање утицаја концентрације власништва на контролу менаџера и степен укључености управног одбора у процес доношења и имплементације стратегијских одлука;
- *Други специфични циљ* је анализа утицаја структуре управних одбора на контролу менаџера и улогу коју управни одбор има у процесу стратегијског одлучивања.
- *Трећи специфични циљ* је анализа утицаја процеса унутар управних одбора на контролу менаџера и улогу коју управни одбор има у процесу стратегијског одлучивања.

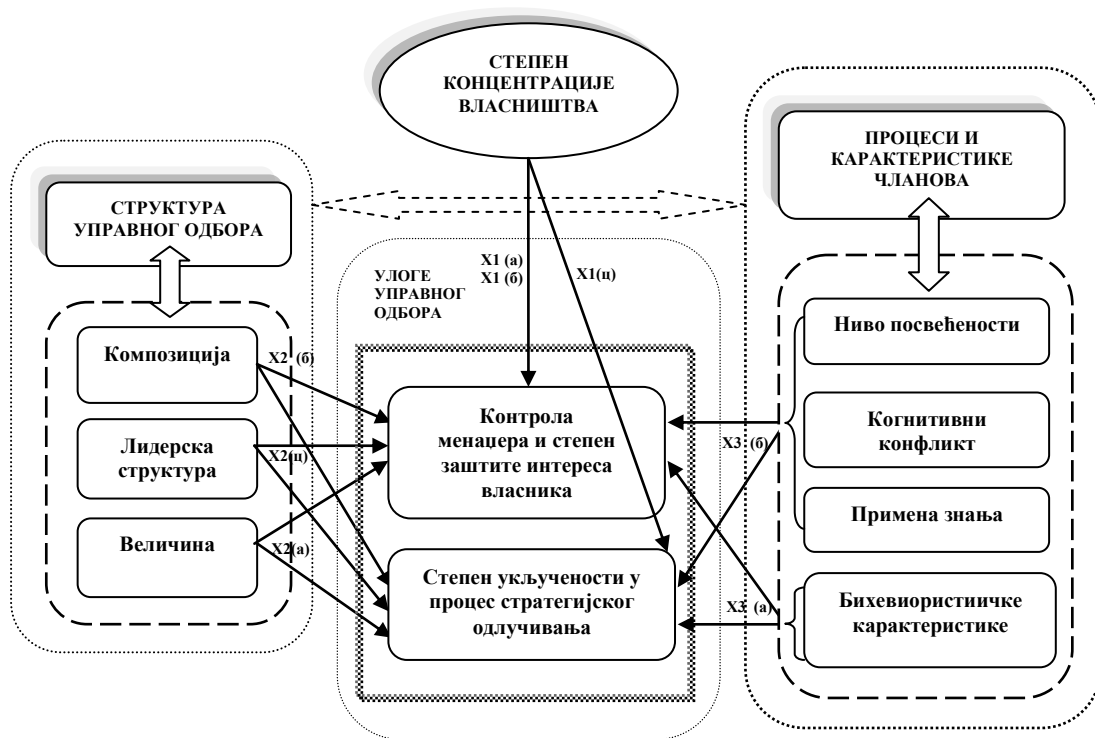
Сходно дефинисаном предмету и циљевима истраживања, наведено подручје истраживања је актуелно и релевантно, будући да истраживања бихевиористичких детерминанти у нашој земљи још увек нису спроведена. Такође, емпиријска анализа структуре власништва као детерминанте стратегијске одговорности управног одбора и ефеката на проблем контроле менаџера и решавање агенцијских конфликта представља „пионирски истраживачки подухват.“

2.2 Истраживачки модел и развој хипотеза

Истраживачки модел је развијен на основу прегледа релевантне литературе и резултата спроведених емпиријских истраживања у другим земљама. Полазећи од традиционалне и бихевиористичке перспективе у испитивању укључености управног одбора у стратегијско одлучивање издвојени су следећи фактори који су анализирани у емпиријском истраживању:

- Композиција управног одбора
- Величина управног одбора
- Лидерска структура управног одбора
- Бихевиористичке карактеристике чланова управног одбора
- Интеракције и процеси унутар управног одбора
- Степен концентрације власништва

Утицај наведених фактора пружа основу за дизајнирање модела на основу кога је спроведено емпиријско истраживање, изведени закључци и дефинисане препоруке за унапређење (Слика 30).



Слика 30. Истраживачки модел

Извор: Аутор

У односу на дефинисани циљ истраживања, прелиминарно су постављене следеће релевантне хипотезе:

- X1: *Ако је власништво дисперзирано, управни одбор има доминантну улогу у доношењу стратедијских одлука, али постоји конфликт интереса на релацији власници-менаџери и низак степен заштите интереса власника;*
- X2: *Ако је власништво концентрисано, онда је степен заштите интереса власника већи, али постоји конфликт интереса на релацији већински власници-мањински власници и низак степен стратедијске одговорности управног одбора;*
- X3: *Степен укључености управног одбора у процес доношења стратедијских одлука и контролу рада менаџера зависи од величине, композиције и лидерске структуре управног одбора;*
- X4: *Степен укључености управног одбора у процес доношења стратедијских одлука и контролу рада менаџера зависи од бихевиористичких карактеристика и интеракција чланова управног одбора.*

Хипотеза 1, која се односи на дисперзирано власништво, у емпиријском истраживању није тестирана, јер узорак доминантно чине акционарска друштва са концентрисаним власништвом. Оваква структура узорка се може објаснити чињеницом да акционарска друштва у Србији доминантно одликује висок степен концентрације власништва, јер је висока концентрација власништва као последица процеса приватизације карактеристична за транзиционе економије.

У циљу емпиријског тестирања хипотеза и примене релевантних метода статистичке обраде података извршена је декомпозиција полазних хипотеза које се односе на концентрисано власништво и испитивање степена укључености управног одбора у стратегијско одлучивање у зависности од структуралних и бихевиористичких карактеристика управног одбора. У односу на иницијално дефинисане хипотезе које се односе на дисперзирано/концентрисано власништво (X1 и X2), због структуре узорка, у емпиријском истраживању анализиран је само утицај концентрације власништва.¹⁷

Такође су објашњене зависне и независне варијабле, као и начин на који је мерен утицај независних на промене зависних варијабли. Под независном варијаблом се подразумева појава или карактеристика која својом променом утиче на промену неке друге зависне варијабле, док зависна варијабла представља појаву или њену карактеристику која се мења услед промене неке независне варијабле (Јанићијевић, 2008, с. 19).

Сходно претпоставци да се у условима недовољно развијеног тржишта корпоративне контроле примењује концентрација власништва као механизам контроле менаџера, јер је основна улога *већинског или контролног власника* да активно контролише менаџере и утиче на ублажавање проблема колективног избора (Сресри & Репебоог, 2010), хипотеза 1(а) је постављена у циљу испитивања повезаности између степена заштите интереса власника од менаџерског опортунизма и степена концентрације власништва.

X1(а): *Степен концентрације власништва утиче на степен заштите интереса власника.*

¹⁷ Иницијално дефинисана хипотеза X2 постаје хипотеза X1 која је декомпонована на хипотезе X1(а), X1(б) и X1(ц).

Степен концентрације власништа се посматра као независна варијабла и анализира кроз удео у власништву које акционари поседују. Степен заштите интереса власника представља зависну варијаблу која је анализирана на основу степена у коме су се испитаници сложили са следећим исказом: *Чланови управног одбора доносе одлуке у складу са интересима власника.*

Поред предности које настају као последица појачаног мониторинга и контроле менаџера, концентрација власништва има одређене недостатке. Основни недостатак се огледа у експропријацији права мањинских власника, јер се мањински акционари доводе у завистан положај у односу на већинског или контролног власника (Young et al., 2008). Ослањајући се на агенцијску теорију према којој је основна предност концентрације власништва смањење конфликта интереса између власника и менаџера, а основна слабост проузрокавање агенцијског проблема између већинског и мањинских власника, хипотеза 1(б) има за циљ да испита утицај степена концентрације власништва на конфликт интереса између већинског и мањинских власника.

X1(б): Степен концентрације власништва утиче на конфликт интереса између већинских и мањинских власника.

Степен концентрације власништа се посматра као независна варијабла и анализира кроз удео у власништву које акционари поседују, а конфликт интереса власника представља зависну варијаблу која се анализирана на основу степена у коме су се испитаници сложили са следећим исказом: *Чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника.*

Имајући у виду резултате спроведених истраживања који доминантно потврђују претпоставку да су у условима високе концентрације власништва управни одбори често неефикасни, а њихова основна улога је заштита интереса већинских или контролних акционара и ратификација и контрола стратегијских одлука, хипотеза 1(ц) је постављена са циљем да се испита утицај степена концентрације власништва на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука.

X1(ц): Степен концентрације власништва утиче на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука.

Степен концентрације власништа се посматра као независна варијабла и анализира кроз удео у власништву који акционари поседују, а степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука је анализиран на основу степена у коме су се испитаници сложили са следећим исказима: *Управни одбор има само улогу контроле и оцене већ донетих стратегијских одлука; Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука; Управни одбор има кључну улогу у доношењу стратегијских одлука; Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука* (искази од 9 до 12 у оквиру субскеале *Надлежност управног одбора*). На основу степена у коме се испитаници слажу са наведеним исказима, објашњена је улога управног одбора у процесу стратегијског одлучивања.

Поред испитивања утицаја концентрације власништва, емпиријским истраживањем анализирани су структуралне варијабле које утичу на ефективност управног одбора. Према традиционалној перспективи истраживања, структуралне варијабле управног одбора (величина, композиција и лидерска структура) детерминишу његову ефективност у обављању контролне и стратегијске улоге, због чега је важно дефинисати *праву структуру управних одбора*. Сходно наведеним претпоставкама, хипотезе 2(а), 2(б) и 2(ц) су развијене са циљем да се испита да ли структуралне варијабле утичу на контролу рада менаџера и укљученост управног одбора у процес стратегијског одлучивања. Тестирање хипотезе 2(а) треба да покаже да ли величина управног одбора утиче на контролу рада менаџера и степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања.

X2(а): Величина управног одбора утиче на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на контролу рада менаџера.

Величина управног одбора мерена бројем чланова управног одбора представља независну варијаблу. Контрола рада менаџера као зависна варијабла је анализирана на основу степена у коме су се испитаници сложили са исказима 1 и 2 у оквиру субскеале *Надлежност управног одбора: Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера и Управни одбор контролише рад генералног директора*; а степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука као зависна варијабла је анализиран на основу степена у коме су се испитаници сложили са исказима од 9 до 12 у оквиру субскеале *Надлежност управног одбора* као код хипотезе 1(ц).

Основу традиционалних истраживања, утемељених на агенцијској теорији и потреби да се заштите интереси власника од менаџерског опортунизма, представља испитивање утицаја композиције управних одбора (односно спољашњих, независних чланова и унутрашњих, зависних чланова) на ефективност управних одбора у обављању контролне и стратегијске улоге. Хипотеза 2(б) је формулисана са циљем да се испита да ли број независних чланова утиче на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на контролу рада менаџера.

H2(б): Број независних чланова утиче на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на контролу рада менаџера.

Број независних чланова управног одбора представља независну варијаблу. Контрола рада менаџера и степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука као зависне варијабле су анализиране на исти начин као код хипотезе 2(а).

Поред величине и композиције, испитивање лидерске структуре мерене кроз дуалитет позиција генералног менаџера и председника управног одбора чини предмет бројних теоријских и емпиријских истраживања (Van Ees & Van der Laan, 2012). Према агенцијској теорији, раздвајање позиција председника управног одбора и генералног менаџера, представља нужну претпоставку објективне контроле рада менаџера. Међутим, са становишта стратегијске одговорности управног одбора утемељене на теорији услужности, комбиновање позиција генералног менаџера и председника управног одбора је пожељно, јер генерални менаџер познаје начин на који компанија функционише и грану у којој послује (Donaldson & Davis, 1997). У контексту различитих ставова, може се извести закључак да дуална лидерска структура утиче негативно на ефективност улоге контроле, али да има позитивно дејство на стратегијску улогу. Имајући у виду наведене ставове, хипотеза 2(ц) је формулисана у циљу испитивања утицаја дуалитета позиција као независне варијабле на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на контролу рада менаџера. Контрола рада менаџера и степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука као зависне варијабле су анализиране на исти начин као код хипотезе 2(а) и 2(б).

H2(ц): Раздвајање позиција председника управног одбора и генералног директора утиче на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на контролу рада менаџера.

Иако је према традиционалној перспективи структура кључни фактор ефективности управног одбора, двосмисленост и често контрадикторност резултата емпиријских истраживања имплицира да треба дубље истражити могуће узроке добијених резултата. Развој бихевиористичке перспективе показује да права структура управног одбора јесте потребан, али не и једини услов ефективности управних одбора у обављању контролне и стратегијске улоге (Leblanc, 2005, с. 139).

Поред структуралних варијабли, важно је испитати на који начин бихевиористичке карактеристике чланова управног одбора, као и процеси и интрагрупне интеракције утичу на одлуке које доносе и ефективност у обављању дефинисаних задатака. Основне бихевиористичке карактеристике чланова управног одбора су степен убедљивости, склоност ка неслагању и склоност ка тимском раду.

ХЗ(а): Степен убедљивости чланова управног одбора, склоност ка неслагању са понуђеним решењима и склоност ка тимском раду утичу на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на контролу рада менаџера.

Ослањајући се на бихевиористичку теорију, хипотеза 3(а) је формулисана са циљем да се испита утицај наведених карактеристика на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на контролу рада менаџера. Степен убедљивости чланова управног одбора, склоност ка неслагању са понуђеним решењима и склоност ка тимском раду као независне варијабле су мерене на основу степена у коме се испитаници слажу са следећим исказима у оквиру субскеале упитника *Начин одлучивања управног одбора: Чланове управног одбора одликује висок степен убедљивости када дискутују и предлажу решења; Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови; Чланови управног одбора имају изражену склоност ка тимском раду* (респективно). Контрола рада менаџера и степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука као зависне варијабле су анализирани на исти начин као код хипотеза 2(а), 2(б) и 2(ц).

Осим бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора, најважнији процеси који се одвијају унутар управног одбора, а који утичу на ефективност управног одбора у обављању контроле рада менаџера и доношењу стратегијских одлука су когнитивни конфликт, ниво посвећености и примена знања. Сходно наведеним ставовима хипотеза 3(б) је формулисана са циљем да се испита утицај

наведених процеса на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на контролу рада менаџера.

ХЗ(б): Когнитивни конфликт, ниво посвећености и примена знања утичу на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и на контролу рада менаџера.

Когнитивни конфликт као независна варијабла је мерен на основу степена у коме се испитаници слажу са следећим исказима у оквиру субскеале упитника *Начин одлучивања управног одбора: Чланови управног одбора отворено износе мишљења током састанка; Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови; Значајне разлике у мишљењу чланова управног одбора повећавају квалитет одлука; Разлике у мишљењу чланова управног одбора су учестале.*

Ниво посвећености као независна варијабла је мерен на основу степена у коме су се испитаници сложили са следећим исказима: *Пре састанка, чланови управног одбора анализирају припремљени материјал за седницу, на основу кога треба да донесу одлуке; Пре састанка, чланови управног одбора се детаљно припремају за дискусију и анализу проблема који треба решити; Чланови управног одбора су потпуно посвећени остваривању циљева и задатака; Током састанака, чланови управног одбора активно прате ток састанка, праве белешке и дају коментаре; Ниво напора који ће чланови управног одбора уложити зависи од њиховог уверења да су на прави начин награђени за остварене резултате.*

Примена знања као независна варијабла је мерен на основу степена у коме су се испитаници сложили са следећим исказима: *Чланови управног одбора успешно обављају постављене задатке, на основу знања и способности које поседују; Чланови управног одбора граде однос међусобног уважавања и поштовања.*

Контрола рада менаџера и степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука као зависне варијабла су анализирани на исти начин као код хипотезе 3(а).

3. Методологија и методе истраживања

Теоријска основа представља полаз у емпиријском тестирању развијених хипотеза на узорку предузећа у Србији, применом квантитативне методологије истраживања. Прикупљање података је извршено дистрибуцијом прилагођеног упитника члановима управног одбора и топ менаџерима. Контрола рада менаџера и улога управног одбора у стратегијском одлучивању су анализирани као зависне варијабле које се налазе под утицајем степена концентрације власништа и различитих структуралних и процесних варијабли. Анализа података спроведена је применом релевантних метода и техника статистичког софтверског пакета за друштвене науке *Statistical Package Social Sciences (SPSS) 20.0*. Урађена је анализа структуре и карактеристика узорка, као и дескриптивна статистика изражености субскала упитника и димензија истраживања. Поузданост мерне скале је анализирана применом *Cronbach's Alpha* коефицијента. Нормалност расподеле је анализирана применом тестова *Kolmogorov-Smirnov* и *Shapiro-Wilk*. У циљу тестирања хипотеза X1 и X2 примењене су непараметарске технике *Mann-Whitney U test* и *Kruskal-Wallis test* за тестирање значајности разлика између субузорака. У циљу тестирања хипотезе X3 примењена је вишеструка линеарна регресија (ANOVA), како би се испитао утицај више фактора на ефективност управног одбора у обављању контролне и стратегијске улоге.

У циљу анализе резултата добијених применом наведених статистичких метода и техника и извођења општих закључака који ће омогућити разумевање проблема примењене су квалитативне методе релевантне за друштвене науке попут индукције, дедукције, синтезе и компарације.

3.1 Дизајнирање упитника

Полазну основу за дизајнирање упитника представљају емпиријске студије које су спровели Wan & Ong, 2005; Zona & Zattoni, 2007; Hans van Ees et al., 2008; Ong & Wan, 2008; Minichilli, Zattoni, & Zona, 2009. Извршене су одређене модификације и прилагођавања упитника сходно дефинисаним циљевима и хипотезама истраживања.

Упитник је осмишљен тако да представља својеврсну синтезу више различитих истраживачких идеја и постављен тако да омогући прикупљање свеобухватних података о утицају структуралних и процесних варијабли на ефективност управног одбора. Оригиналноста упитника се огледа у томе што поред наведених варијабли, упитник обухвата и питања на основу којих се мери утицај концентрације власништва на ефективност управног одбора и релације између власника, менаџера и чланова управног одбора. Дакле, упитник не омогућава само парцијалну, изоловану анализу управног одбора као интерног механизма корпоративног управљања, већ пружа могућност за анализу међузависности структуре власништва и управног одбора као основних интерних механизма корпоративног управљања.

У поступку дизајнирања упитника примењена је метода постављања затворених питања, како би се избегли проблеми које истраживач може да има у систематизацији и анализи података. Ова метода постављања питања је примењена како би испитаници могли у што краћем временском периоду да га попуне и како би се повећала вероватноћа да ће испитаници да одговоре на сва питања, јер постоје понуђени одговори. Испитаницима је објашњено да треба на питања да одговоре искрено и самостално, у складу са информацијама и знањима које поседују.

Упитник се састоји из три дела која обухватају питања на које испитаници треба да дају одговор као резултат процене у ком степену се слажу са наведеним исказом, применом петостепене *Ликертове скале*, што значи да су испитаници имали наведене одговоре са којима је требало да искажу степен (не)слагања у распону од 1 до 5. Алтернативни одговори конципирани су на следећи начин:

- *уопште се не слажем* – оцена 1;
- *углавном се не слажем* – оцена 2;
- *нисам сигуран/сигурна* – оцена 3;
- *углавном се слажем* – оцена 4;
- *потпуно се слажем* – оцена 5.

Први део упитника се односи на улоге и надлежност управног одбора и обухвата 12 питања; **други део упитника** се односи на анализу релација између власника, менаџера и управног одбора и заштиту интереса власника и обухвата 10 питања; а **трећи део упитника** се односи на бихевиористичке варијабле и процесе и обухвата 13 питања. Поред наведених целина, упитник садржи **још два дела** која се односе на *Опште податке о испитанику* са укупно 14 питања (функција, године старости, године стажа, радно искуство, професионална знања и слично) и *Опште податке о управном одбору и компанији* са укупно 11 питања (величина управног одбора, број

независних чланова, дуалитет позиција, структура власништва – степен концентрације и тип власништва). Упитник укупно има 60 питања – 25 питања се односе на опште податке, а 35 питања је формулисано у форми исказа са којима испитаници треба у одређеном степену да се (не)сложе.

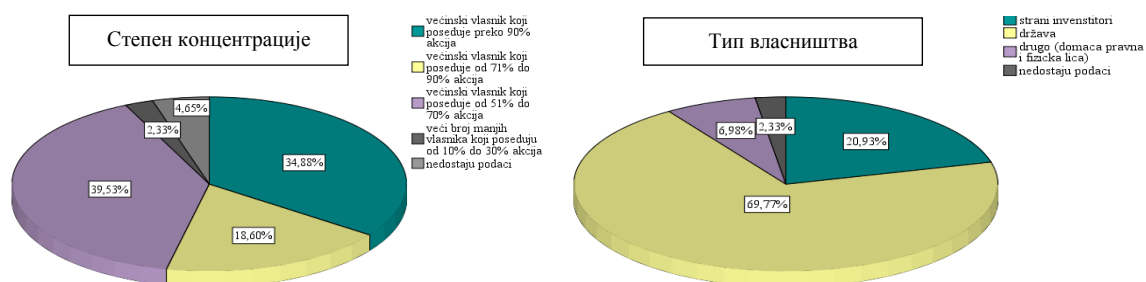
Испитаницима је наглашено да је попуњавање упитника анонимно, да не постоје тачни ни погрешни одговори и да ће резултати бити коришћени у оквиру истраживања на докторској дисертацији. Испитаницима је, такође, пружена могућност да се изјасне да ли желе да добију повратну информацију о добијеним резултатима истраживања. У поступку дистрибуције упитника, прикључено је и пропратно писмо, у коме су објашњени сврха и значај истраживања, како би се позитивно утицало на мотивисаност испитаника да учествују у истраживању. Ипак, спремност потенцијалних испитаника (иако се налазе на највишим позицијама у хијерархијској структури компанија које представљају) да буду део истраживања је изузетно ниска, а проблеми у прикупљању података и мали одзив испитаника представљали су велику баријеру у покушају да се спроведу опсежнија и свеобухватнија емпиријска истраживања. Комплетан упитник и пропратно писмо се налазе у Прилогу А.

3.2 Карактеристике узорка

У циљу тестирања постављених хипотеза, дистрибуцијом упитника у периоду 2011-2013. година прикупљени су подаци из примарних извора, кроз теренско истраживање. Како би се постигла разноврсност узорка и обезбедила упоредивост прикупљених података, узорак чине акционарска друштва која послују у различитим привредним гранама. Ниједна делатност не учествује у узорку са више од 20%, што значи да ниједна делатност не доминира. Узорак укупно чини 10 предузећа која имају правну форму акционарског друштва. Најпре је урађена *структура узорка према степену концентрације и типу власништва* као основних карактеристика структуре власништва анализираних акционарских друштава (Табела 27 и Графикон 5). Узорак доминантно чине предузећа која одликује концентрација власништва. 97,6% узорка чине предузећа са концентрисаном структуром власништва, која се разликују само по степену концентрације, односно уделу који поседује већински акционар, а само 2,4% узорка чине предузећа са дисперзираном структуром власништва. Када се посматра тип власништва, у структури узорка доминирају предузећа код којих се држава појављује као већински власник (71,4%).

Табела 27. Структура узорка према степену концентрације и типу власништва

Степен концентрације		Фреквенција	Процент	Валидни проценат
Већински власник који поседује преко 90% акција		15	34,9	36,6
Већински власник који поседује од 71% до 90% акција		8	18,6	19,5
Већински власник који поседује од 51% до 70% акција		17	39,5	41,5
Већи број мањих власника који поседују од 10% до 30% акција		1	2,3	2,4
Укупно		41	95,3	100,0
Недостају подаци		2	4,7	
Укупно		43	100,0	
Тип власништва		Фреквенција	Процент	Валидни проценат
Страни инвеститори		9	20,9	21,4
Држава		30	69,8	71,4
Друго (домаћа правна и физичка лица)		3	7,0	7,1
Укупно		42	97,7	100,0
Недостају подаци		1	2,3	
Укупно		43	100,0	



Графикон 5. Структура узорка према степену концентрације и типу власништва

Извор: Аутор

С обзиром да су упитнике попуњавали чланови управног одбора и менаџери, узорак обухвата 43 испитаника који су класификовани према функцији коју обављају у управном одбору или менаџерској структури. **Структура узорка са становишта карактеристика испитаника** приказана је у наредним табелама и графиконима.

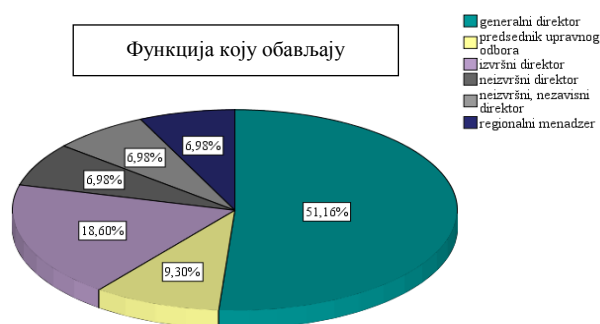
У Табели 28 и на Графикону 6 приказана је структура узорка према функцији коју чланови управног одбора или менаџери обављају. Структура узорка према функцији показује да највећи број испитаника обавља функцију генералног директора или топ менаџера, а 9,3 % испитаника обавља функцију председника управног одбора. Процентуално учешће извршних чланова управног одбора

(извршних директора) од 18,6% је веће у односу на процентуално учешће неизвршних и неизвршних, независних чланова управног одбора (неизвршних директора и неизвршних, независних директора) од 14%, што је очекивано, с обзиром да у структури управног одбора доминирају извршни чланови.

Табела 28. Структура узорка према функцији

Функција	Фреквенција	Процент
Генерални директор	22	51,2
Председник управног одбора	4	9,3
Извршни директор	8	18,6
Неизвршни директор	3	7,0
Неизвршни, независни директор	3	7,0
Регионални менаџер	3	7,0
Укупно	43	100,0

Извор: Аутор



Графикон 6. Структура узорка према функцији

Извор: Аутор

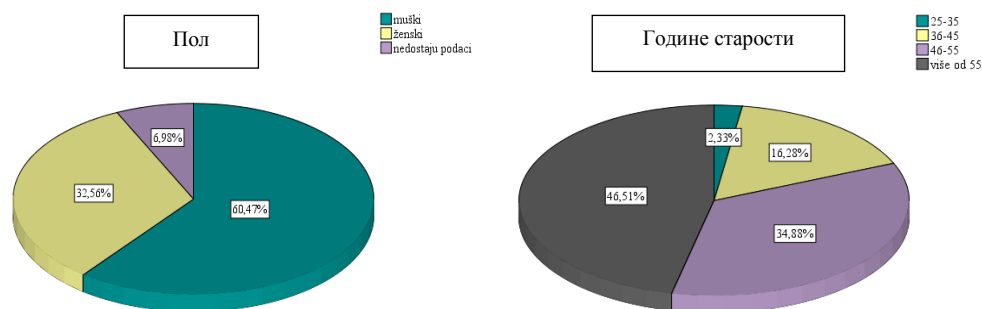
У Табели 29 и на Графикону 7 приказана је структура узорка према полу и годинама старости. У узорку доминирају испитаници мушког пола (60,5%), док су припаднице женског пола заступљене са 32,6%. У односу на старосну структуру, чак 46,5% испитаника има више од 55 година живота, 34,9% испитаника има 46-55 година живота, док категоријама 25-35 и 36-45 припада само 16,3% испитаника.

Табела 29. Структура узорка према полу и годинама старости

Пол	Фреквенција	Процент
мушки	26	60,5
женски	14	32,6
Тотал	40	93,0
Недостају подаци	3	7,0
Укупно	43	100,0

Године старости	Фреквенција	Процент
25-35	1	2,3
36-45	7	16,3
46-55	15	34,9
више од 55	20	46,5
Укупно	43	100,0

Извор: аутор



Графикон 7. Структура узорка према полу и годинама старости

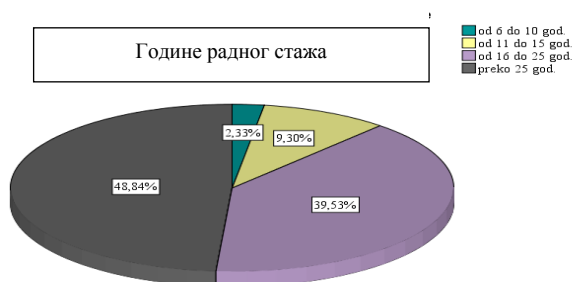
Извор: Аутор

У Табели 30 и на Графикону 8 приказана је структура узорка према годинама радног стажа. Најбројнија је категорија испитаника који имају преко 25 година радног стажа (48,8%), а најмање заступљена категорија испитаника који имају 6-10 година стажа (само 2,3%). Уколико се посматра старосна структура и године стажа, може се уочити да доминирају испитаници који имају више од 55 година старости и преко 25 година радног стажа.

Табела 30. Структура узорка према годинама радног стажа

Године радног стажа	Фреквенција	Процент
од 6 до 10 год.	1	2,3
од 11 до 15 год.	4	9,3
од 16 до 25 год.	17	39,5
преко 25 год.	21	48,8
Укупно	43	100,0

Извор: Аутор



Графикон 8. Структура узорка према годинама радног стажа

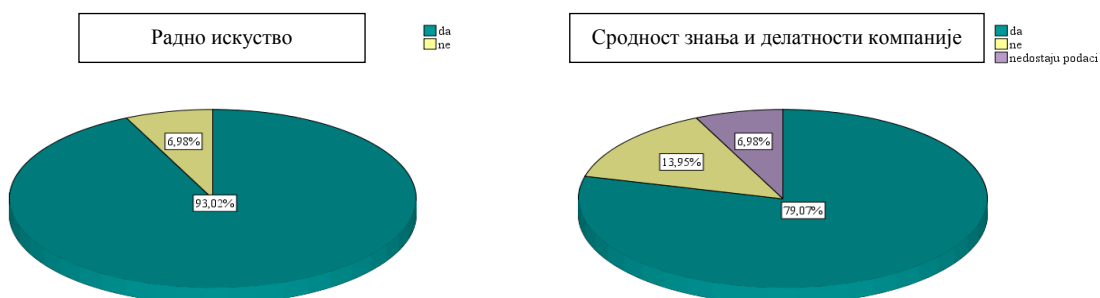
Извор: Аутор

У Табели 31 и на Графикону 9 приказана је структура узорка према радном искуству која показује да у узорку доминирају испитаници који поседују радно искуство (93%), што се може сматрати очекиваним одговором, јер се ради о управљачким функцијама. Такође, ако се изврши дубља анализа сродности знања испитаника и делатности у којој компанија послује може се закључити да већина испитаника (85%) поседује знања која су сродна делатности компаније.

Табела 31. Структура узорка према радном искуству испитаника и сродности знања испитаника и делатности компаније

<i>Радно искуство</i>		Фреквенција	Процент	
да		40	93,0	
не		3	7,0	
Укупно		43	100,0	
<i>Сродност знања и делатности компаније</i>		Фреквенција	Процент	Валидни процент
да		34	79,1	85,0
не		6	14,0	15,0
Укупно		40	93,0	100,0
Недостају подаци		3	7,0	
Укупно		43	100,0	

Извор: аутор



Графикон 9. Структура узорка према радном искуству и сродности знања и делатности компаније

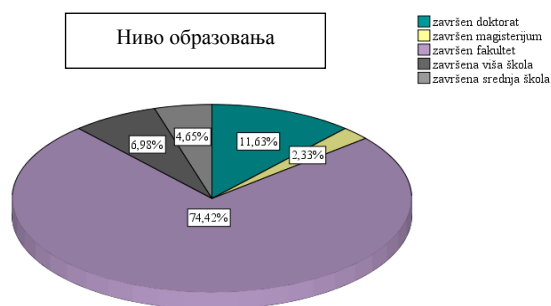
Извор: Аутор

У Табели 32 и на Графикону 10 приказана је структура узорка према нивоу образовања. Уочава се доминатна категорија испитаника са завршеним факултетом (74,4%). Најмање заступљена категорија испитаника су они који имају завршену само средњу школу (4,7%).

Табела 32. Структура узорка према нивоу образовања

<i>Ниво образовања</i>	Фреквенција	Процент
завршен докторат	5	11,6
завршен магистеријум	1	2,3
завршен факултет	32	74,4
завршена виша школа	3	7,0
завршена средња школа	2	4,7
Укупно	43	100,0

Извор: аутор



Графикон 10. Структура узорка према нивоу образовања

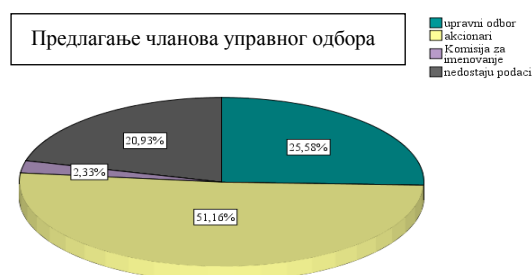
Извор: Аутор

У Табели 33 и Графикону 11 приказана је структура узорка према одговору на питање које се односи на начин предлагања чланова управног одбора. Најчешће чланове управног одбора предлажу акционари (64,7%), затим постојећи чланови управног одбора (32,4%), а најређе то чини Комисија за именовање чланова управног одбора (2,9%) – само у једном случају члана управног одбора је именовала Комисија. Овакви резултати говоре да Комисија за именовање није у довољној мери развијена и заступљена, а њихова улога је маргинализована. Иако можда на први поглед овај податак није од посебног значаја, он много говори о структури управног одбора, односно о начину на који се бирају чланови. Веома често, у државним предузећима, чланови управног одбора се не предлажу на основу знања и компетенција које поседују, већ на основу „политичке подобности или заслуга“ појединаца.

Табела 33. Структура узорка према начину предлагања чланова управног одбора

<i>Предлагање чланова управног одбора</i>	Фреквенција	Процент	Валидни процент
Управни одбор	11	25,6	32,4
Акционари	22	51,2	64,7
Комисија за именовање	1	2,3	2,9
Укупно	34	79,1	100,0
Недостају подаци	9	20,9	
Укупно	43	100,0	

Извор: Аутор

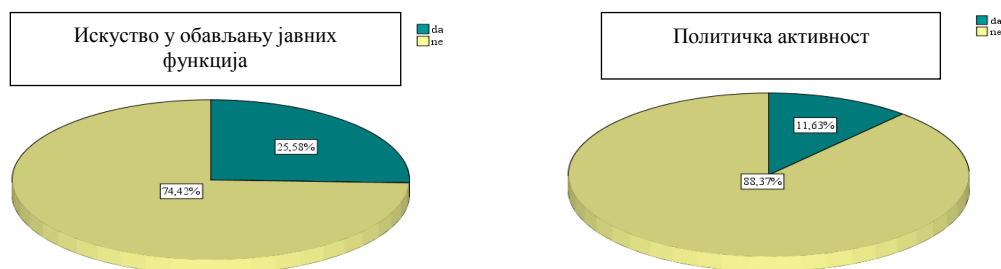
**Графикон 11.** Структура узорка према начину предлагања чланова управног одбора

Извор: Аутор

С обзиром на структуру одговора на претходно питање, у Табели 34 и на Графикону 12 приказана је структура узорка према одговору на питање које се односи на искуство које чланови управног одбора имају у обављању јавних функција и према њиховој политичкој активности. Подаци показују да само 25,6% испитаника има искуство у обављању јавних функција, а политички је активно 11,6% испитаника. На основу приказаних резултата могло би се закључити да политичка припадност није доминантан фактор у избору чланова управног одбора у државним предузећима. Ипак, остаје дилема да ли су испитаници били довољно искрени, јер је потврђено да Комисија за именовање нема активну улогу у поступку именовања чланова управног одбора.

Табела 34. Структура узорка према обављању јавних функција и политичкој активности чланова управног одбора

<i>Искуство у обављању јавних функција</i>		Фреквенција	Процент
	да	11	25,6
	не	32	74,4
	Укупно	43	100,0
<i>Политичка активност</i>		Фреквенција	Процент
	да	5	11,6
	не	38	88,4
	Укупно	43	100,0



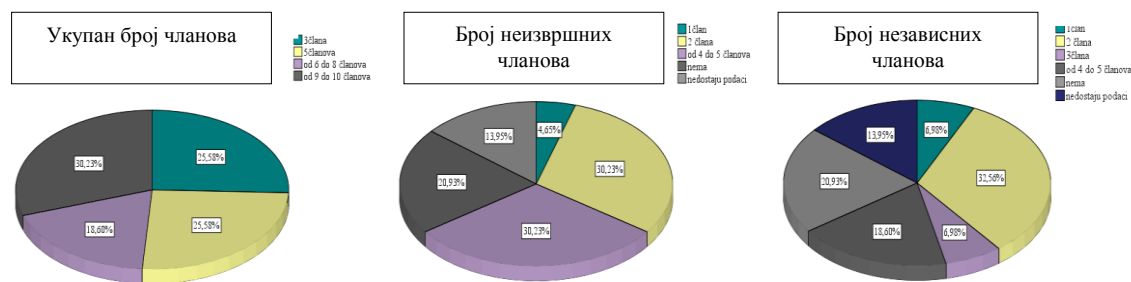
Графикон 12. Структура узорка према искуству у обављању јавних функција и политичкој активности чланова управног одбора

Извор: Аутор

Поред структуре узорка према типу испитаника, урађена је структура узорка на основу структуралних карактеристика управног одбора: *величине, композиције и лидерске структуре управног одбора* (Табела 35).

Табела 35. Структура узорка према величини и композицији управног одбора

<i>Колико укупно чланова има управни одбор?</i>	Фреквенција	Процент	Валидни проценат
3члана	11	25,6	25,6
5чланова	11	25,6	25,6
од 6 до 8 чланова	8	18,6	18,6
од 9 до 10 чланова	13	30,2	30,2
Укупно	43	100,0	100,0
<i>Колико има неизвршних чланова?</i>	Фреквенција	Процент	Валидни проценат
1члан	2	4,7	5,4
2 члана	13	30,2	35,1
од 4 до 5 чланова	13	30,2	35,1
Нема	9	20,9	24,3
Укупно	37	86,0	100,0
Недостају подаци	6	14,0	
Укупно	43	100,0	
<i>Колико има независних чланова?</i>	Фреквенција	Процент	Валидни проценат
1члан	3	7,0	8,1
2 члана	14	32,6	37,8
3члана	3	7,0	8,1
од 4 до 5 чланова	8	18,6	21,6
Нема	9	20,9	24,3
Укупно	37	86,0	100,0
Недостају подаци	6	14,0	
Укупно	43	100,0	



Графикон 13. Структура узорка према величини и композицији управног одбора

Извор: Аутор

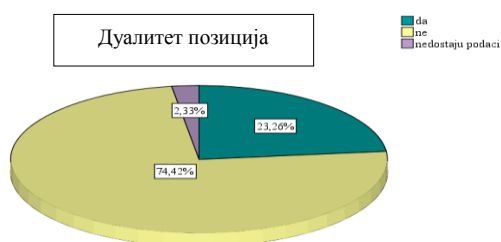
У Табели 35 и на Графикону 13 приказани су подаци о укупном броју чланова који чине управни одбор, броју неизвршних чланова и броју незвршних, независних чланова. На основу добијених резултата не може се извући закључак која је просечна величина управног одбора, јер у 30,2% случајева управни одбори су велики и чине га 9-10 чланова, а у 25,6% случајева управни одбори су мали и имају само 3 члана.

Када се анализира временски период у коме су испитаници попуњавали упитнике, а обзиром на промене Закона о привредним друштвима, може се констатовати да су овакви резултати последица промене Закона. У периоду важења Закона о привредним друштвима (2004), управни одбори су били доста већи, за разлику од Закона о привредним друштвима који је ступио на снагу 2012. године, и који прописује да привредна друштва имају одборе директора, чиме се знатно мења и њихова структура и величина. Сличан став односи се на број неизвршних и независних чланова управног одбора. С обзиром да су управни одбори били велики, а да се уочава да је просечан број неизвршних и независних чланова 2, може се уочити да независност управног одбора није била на завидном нивоу.

У Табели 36 и на Графикону 14 приказани су подаци о дуалитету позиција између председника управног одбора и генералног директора. Иако постоје озбиљне критике дуалитета позиција у 23,26% на испитиваном узорку који доминантно чине државна предузећа постоји дуалитет позиција чиме се нарушава независност управног одбора.

Табела 36. Структура узорка према лидерској структури управног одбора

Дуалитет позиција		Фреквенција	Процент	Валидни проценат
Да		10	23,3	23,8
Не		32	74,4	76,2
Укупно		42	97,7	100,0
Недостају подаци		1	2,3	
Укупно		43	100,0	

**Графикон 14.** Структура узорка према лидерској структури управног одбора

Извор: Аутор

3.3 Поузданост мерне скале

Након анализе структуре узорка, пре тестирања хипотеза извршена је провера поузданости мерне скале, како би се испитао степен сродности ставки од којих се састоји мерна скала. *Cronbach's alpha* коефицијент је примењен у циљу мерења поузданости издвојених варијабли које чине мерну скалу и треба да покаже да ли оне чине јединствени скор. Заправо, када се користи више различитих варијабли (ајтема или исказа) у циљу мерења једног скорa, применом Ликертове скале, важно је најпре испитати да ли су дефинисане варијабле повезане на одговарајући начин, односно да ли мере исти феномен или појаву. Поузданост мерне скале, мерена *Cronbach's Alpha* коефицијентом износи 0,864. С обзиром да су прихватљиве вредности овог коефицијента изнад 0,7, може се закључити да постоји висок степен поузданости за упитник у целини који укупно има 35 ставки (Табела 37). Овакав резултат показује да постоји унутрашња сагласност скале, односно да између варијабли постоји повезаност и да мере исту појаву.

Табела 37. Поузданост мерне скале

Reliability Statistics	
Cronbach's Alpha	N of Items
,864	35

Извор: Аутор

4. Резултати истраживања

Након анализе структуре узорка према изабраним карактеристикама, приказани су и интерпретирани резултати оригиналног емпиријског истраживања. Најпре су представљени резултати дескриптивне статистике, у оквиру које је извршена анализа изражености субскала упитника и појединих димензија упитника. Затим су представљени резултати тестирања нормалности дистрибуције варијабли применом *Kolmogorov-Smirnov* и *Shapiro-Wilk* тестова. Како дистрибуција варијабли није нормална, за тестирање хипотеза су примењене статистичке технике из реда непараметријских техника. На основу резултата добијених применом погодних статистичких техника, извршена је њихова анализа и дискусија сходно постављеним истраживачким циљевима и изведени закључци којима се потврђују или оспоравају постављене хипотезе.

4.1 Дескриптивна статистика

У оквиру дескриптивне статистике примењене су нумеричке и графичке методе у циљу описивања и сумирања одређеног скупа података, као и њиховог приказивања у погодног форми. Анализа дескриптивне статистике је извршена по деловима упитника које су назване *субскеале упитника*, а затим је прокоментарисана израженост појединих *димензија упитника* поређењем аритметичке средине и стандардне девијације. Аритметичка средина и медијана представљају мере централне тенденције и стандардна девијација меру варијабилности (Турјачанин & Чекрлија, 2006, с. 70). Тестирана је и нормалност расподеле података, применом *Kolmogorov-Smirnov* и *Shapiro-Wilk* тестова, како би се дефинисале статистичке методе које ће се применити у тестирању постављених хипотеза.

4.1.1 Израженост субскала упитника

У Табели 38 приказана је израженост субскала упитника: *Надлежност управног одбора; Релације између власника, управног одбора и топ менаџера и Начин одлучивања управног одбора*. Резултати показују да је субскала која се односи на надлежност управног одбора најизраженија ($M=4,0675$), што се може објаснити највећим степеном слагања испитаника са исказима у оквиру наведене субскеале. Такође, висок степен слагања са исказима се може уочити и код субскеале које се

односе на релације између власника, управног одбора и топ менаџера ($M=3,8732$) и начин одлучивања управног одбора ($M=3,9343$). На основу поређења субскала упитника може се уочити да се вредности аритметичке средине крећу у распону од 3,87 до 4,06 што представља висок степен слагања испитаника са наведеним исказима.

Табела 38. Израженост субскала упитника

СУБСКАЛЕ УПИТНИКА	N	Min	Max	M	SD
Надлежност управног одбора	42	3,33	4,67	4,0675	,31464
Релације између власника, управног одбора и топ менаџера	41	3,10	4,50	3,8732	,39498
Начин одлучивања управног одбора	41	3,08	4,77	3,9343	,43261

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, M-аритметичка средина, SD-стандардна девијација

Извор: Аутор

4.1.2 Израженост појединих димензија упитника

У Табелама 39, 40 и 41 приказана је израженост појединих димензија анализираних на основу степена слагања испитаника са исказима унутар наведених субскала упитника: *Надлежност управног одбора*; *Релације између власника, управног одбора и топ менаџера* и *Начин одлучивања управног одбора*. Искази су поређани према редоследу изражености димензија унутар дефинисаних субскала. У наставку су приказани и прокоментарисани резултати изражености појединих димензија за сваку субскалу посебно.

У оквиру идентификованих димензија којима се мери надлежност управног одбора испитаници се највише слажу са исказима: *Управни одбор доноси одлуку о усвајању финансијског плана компаније* ($M=4,81$) и *Управни одбор контролише рад генералног директора* ($M=4,72$). Такође, исказ *Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера* ($M=4,41$) показује високу израженост чиме је показано да испитаници сматрају да је улога контроле коју управни одбор треба да обавља посебно важна. Интересантно је да испитаници верују да *чланови управног одбора имају све неопходне информације на основу којих врше контролу рада менаџера* ($M=4,62$), као и да *висок степен контроле управног одбора над радом менаџера позитивно утиче на финансијски успех компаније* ($M=4,30$). Овакви резултати показују да управни одбор доминантно треба да обавља улогу контроле менаџера, а индиректне последице ефективне контроле се одражавају и на финансијске перформансе компаније.

Табела 39. Израженост исказа у оквиру субскеале упитника *Надлежност управног одбора*

ИСКАЗИ	N	Min	Max	M	SD
Управни одбор доноси одлуку о усвајању финансијског плана компаније	43	1,00	5,00	4,81	,698
Управни одбор контролише рад генералног директора	43	4,00	5,00	4,72	,453
Чланови управног одбора располажу потребним информацијама за контролу рада менаџера	43	1,00	5,00	4,62	,817
Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера	43	2,00	5,00	4,41	,698
Висок степен контроле управног одбора над радом менаџера позитивно утиче на финансијски успех компаније	43	3,00	5,00	4,30	,708
Управни одбор има кључну улогу у доношењу стратегијских одлука	43	2,00	5,00	4,23	,840
Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука	43	1,00	5,00	4,02	1,184
Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука	43	2,00	5,00	4,02	1,164
Управни одбор пружа правне савете менаџерима	43	1,00	5,00	3,79	1,036
Управни одбор пружа финансијске савете менаџерима	43	2,00	5,00	3,72	,796
Управни одбор пружа техничке савете менаџерима	42	1,00	5,00	3,45	,992
Управни одбор има само улогу контроле и оцене већ донетих стратегијских одлука	43	1,00	5,00	2,69	1,22

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, M-аритметичка средина, SD-стандардна девијација

Извор: Аутор

Ако се анализира израженост димензија у оквиру исказа којима се мери стратегијска улога управног одбора, може се уочити да се испитаници у великој мери слажу са исказом да *управни одбор има кључну улогу у доношењу стратегијских одлука* (M=4,23), а најмање се слажу са исказом да *управни одбор има само улогу контроле и оцене већ донетих стратегијских одлука* (M=2,69). То значи да испитаници сматрају да управни одбор треба активно да учествује у доношењу стратегијских одлука, а не само да обавља њихову контролу и ратификацију. С обзиром да пружање стручних савета менаџерима представља индиректну укљученост управног одбора у стратегијско одлучивање, овим исказима је, такође, дат висок значај (M=3,45; M=3,72; M=3,79). Ипак, изузетно висок степен слагања (M=4,23) са исказом *управни одбор има кључну улогу у доношењу стратегијских одлука* показује да управни одбор треба да буде директно укључен у све фазе процеса стратегијског одлучивања.

Табела 40. Израженост исказа у оквиру субскеале упитника *Релације између власника, управног одбора и топ менаџера*

ИСКАЗИ	N	Min	Max	M	SD
Између чланова управног одбора и топ менаџмента постоји висок степен узајамног поверења	42	2,00	5,00	4,26	,989
Постоји јасна подела надлежности између менаџера и чланова управног одбора	43	3,00	5,00	4,20	,832
Топ менаџмент тражи помоћ и савете од управног одбора када је то неопходно	43	1,00	5,00	4,06	1,162
Добра сарадња између управног одбора и топ менаџмента позитивно утиче на финансијски успех компаније	43	1,00	5,00	4,06	1,032
Чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника	42	1,00	5,00	3,97	1,136
Топ менаџмент доставља управном одбору све неопходне информације за одлучивање	43	2,00	5,00	3,95	,843
Између власника и топ менаџмента постоји висок степен узајамног поверења	42	3,00	5,00	3,92	,808
Независни чланови управног одбора пружају савете топ менаџменту, на основу знања и искуства које поседују	43	1,00	5,00	3,67	1,128
Управни одбор најчешће само потврђује већ донете одлуке топ менаџмента	43	1,00	5,00	3,44	1,500
Чланови управног одбора доносе одлуке у складу са интересима свих власника	42	1,00	5,00	3,26	1,210

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, M-аритметичка средина, SD-стандардна девијација

Извор: Аутор

Ако се анализира израженост димензија у оквиру исказа којима се мере релације између власника, управног одбора и топ менаџера, може се уочити да се испитаници у највећој мери слажу са исказима да *између чланова управног одбора и топ менаџмента постоји висок степен узајамног поверења* ($M=4,23$), као и да *постоји јасна подела надлежности између менаџера и чланова управног одбора* ($M=4,20$), а најмање се слажу са исказом да *чланови управног одбора доносе одлуке у складу са интересима свих власника* ($M=3,26$). Такође, висок степен слагања се може уочити са исказом да *чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника* ($M=3,97$). Добијене резултате треба интерпретирати полазећи од структуре узорка према степену концентрације власништва. С обзиром да узорак доминантно чине предузећа код којих постоји изражено висок степен концентрације власништва, резултати који показују висок степен изражености димензије *чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника*, а нижи степен изражености димензије

чланови управног одбора доносе одлуке у складу са интересима свих власника су у складу са теоријском претпоставком да висока концентрација власништва решава конфликт интереса између менаџера и власника, али да проузрокује конфликт интереса између већинских и мањинских власника. Такође, висок степен изражености димензије која показује да између управног одбора и топ менаџера постоји висок степен поверења и јасна подела надлежности говоре да између управног одбора и топ менаџера нису изражени конфликти.

Табела 41. Израженост исказа у оквиру субскеале упитника *Начин одлучивања управног одбора*

ИСКАЗИ	N	Min	Max	M	SD
Чланови управног одбора отворено износе мишљења током састанка	41	3,00	5,00	4,53	,636
Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови	41	3,00	5,00	4,34	,761
Чланови управног одбора граде однос међусобног уважавања и поштовања	42	2,00	5,00	4,11	,889
Чланови управног одбора успешно обављају постављене задатке, на основу знања и способности које поседују	42	2,00	5,00	4,11	,771
Чланови управног одбора су потпуно посвећени остваривању циљева и задатака	42	2,00	5,00	4,07	,866
Чланове управног одбора одликује висок степен убедљивости када дискутују и предлажу решења	42	3,00	5,00	4,04	,824
Током састанака, чланови управног одбора активно прате ток састанка, праве белешке и дају коментаре	42	2,00	5,00	4,02	,811
Значајне разлике у мишљењу чланова управног одбора повећавају квалитет одлука	42	2,00	5,00	4,00	,855
Пре састанка, чланови управног одбора се детаљно припремају за дискусију и анализу проблема који треба решити	42	3,00	5,00	3,97	,811
Пре састанка, чланови управног одбора анализирају материјал за седницу, на основу кога треба да донесу одлуке	42	2,00	5,00	3,90	,932
Чланови управног одбора имају изражену склоност ка тимском раду	42	2,00	5,00	3,80	,917
Ниво напора који ће чланови управног одбора уложити зависи од њиховог уверења да су на прави начин награђени за остварене резултате	42	1,00	5,00	3,50	1,152
Разлике у мишљењу чланова управног одбора су учестале	42	1,00	5,00	2,61	,961

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, M-аритметичка средина, SD-стандардна девијација

Извор: Аутор

Ако се анализира субскала упитника *Начин одлучивања управног одбора*, највећи степен слагања испитаника се може уочити код исказа *Чланови управног одбора отворено износе мишљења током састанка* ($M=4,53$), док је најниже слагање са исказом *Разлике у мишљењу чланова управног одбора су учестале* ($M=2,61$). То значи да чланови управног одбора износе своја мишљења и отворено дискутују о одређеним проблемима, али су њихова мишљења углавном слична. Узрок оваквих схватања треба тражити у структури узорка према композицији управног одбора, која показује да неизвршни, независни чланови нису у довољној мери заступљени. Ако се има у виду да постоји висок степен сагласности са исказом да *чланови управног одбора имају изражену склоност ка тимском раду* ($M=3,80$), добијени резултати показују да између чланова управног одбора ретко постоји сукоб мишљења, што са аспекта групне динамике није добро, јер може да доведе до појаве групног мишљења. Интересантно је да се испитаници у високом степену слажу са скоро свим наведеним бихевиористичким димензијама (аритметичка средина је код свих исказа преко 3,5), осим код исказа који се односе на различитост мишљења чланова управног одбора.

4.1.3 Тестирање нормалности дистрибуције варијабли

У циљу даље обраде података потребно је оценити нормалност дистрибуције варијабли истраживања. Нормалност дистрибуције варијабли истраживања је испитивана помоћу *Kolmogorov-Smirnov* и *Shapiro-Wilk* тестова (Табела 42). Нулта хипотеза је да дистрибуција није нормална. Нормалност се показује статистички незначајним одступањем од нормалности ако је сигнификантност већа од 0,05.

Табела 42. Тестирање нормалности дистрибуције варијабли истраживања

ИСКАЗИ	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера	,279	39	,000	,749	39	,000
Управни одбор контролише рад генералног директора	,437	39	,000	,581	39	,000
Управни одбор доноси одлуку о усвајању финансијског плана компаније	,508	39	,000	,319	39	,000
Чланови управног одбора располажу потребним информацијама за контролу рада менаџера	,429	39	,000	,554	39	,000
Висок степен контроле управног одбора над радом менаџера позитивно утиче на финансијски успех компаније	,261	39	,000	,788	39	,000
Управни одбор пружа правне савете менаџерима	,220	39	,000	,851	39	,000
Управни одбор пружа финансијске савете менаџерима	,304	39	,000	,845	39	,000
Управни одбор пружа техничке савете менаџерима	,316	39	,000	,814	39	,000

УЛОГА ИНТЕРНИХ МЕХАНИЗАМА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У СРБИЈИ

Управни одбор има само улогу контроле и оцене већ донетих стратегијских одлука	,257	39	,000	,839	39	,000
Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука	,256	39	,000	,785	39	,000
Управни одбор има кључну улогу у доношењу стратегијских одлука	,283	39	,000	,801	39	,000
Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука	,243	39	,000	,808	39	,000
Топ менаџмент тражи помоћ и савете од управног одбора када је то неопходно	,261	39	,000	,771	39	,000
Независни чланови управног одбора пружају савете топ менаџменту, на основу знања и искуства које поседују	,220	39	,000	,888	39	,001
Топ менаџмент доставља управном одбору све неопходне информације за одлучивање	,199	39	,000	,844	39	,000
Постоји јасна подела надлежности између менаџера и чланова управног одбора	,293	39	,000	,760	39	,000
Управни одбор најчешће само потврђује већ донете одлуке топ менаџмента	,227	39	,000	,841	39	,000
Добра сарадња између управног одбора и топ менаџмента позитивно утиче на финансијски успех компаније	,234	39	,000	,822	39	,000
Између чланова управног одбора и топ менаџмента постоји висок степен узајамног поверења	,331	39	,000	,728	39	,000
Између власника и топ менаџмента постоји висок степен узајамног поверења	,233	39	,000	,798	39	,000
Чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника	,219	39	,000	,807	39	,000
Чланови управног одбора доносе одлуке у складу са интересима свих власника	,234	39	,000	,879	39	,001
Чланови управног одбора отворено износе мишљења током састанка	,393	39	,000	,674	39	,000
Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови	,333	39	,000	,740	39	,000
Значајне разлике у мишљењу чланова управног одбора повећавају квалитет одлука	,258	39	,000	,830	39	,000
Разлике у мишљењу чланова управног одбора су учестале	,242	39	,000	,895	39	,002
Чланове управног одбора одликује висок степен убедљивости када дискутују и предлажу решења	,248	39	,000	,791	39	,000
Пре састанка, чланови управног одбора анализирају припремљени материјал за седницу, на основу кога треба да донесу одлуке	,206	39	,000	,854	39	,000
Пре састанка, чланови управног одбора се детаљно припремају за дискусију и анализу проблема који треба решити	,234	39	,000	,793	39	,000
Чланови управног одбора су потпуно посвећени остваривању циљева и задатака	,225	39	,000	,836	39	,000

Током састанака, чланови управног одбора активно прате ток састанка, праве белешке и дају коментаре	,270	39	,000	,831	39	,000
Ниво напора који ће чланови управног одбора уложити зависи од њиховог уверења да су на прави начин награђени за остварене резултате	,300	39	,000	,856	39	,000
Чланови управног одбора успешно обављају постављене задатке, на основу знања и способности које поседују	,254	39	,000	,824	39	,000
Чланови управног одбора граде однос међусобног уважавања и поштовања	,248	39	,000	,813	39	,000
Чланови управног одбора имају изражену склоност ка тимском раду	,207	39	,000	,866	39	,000

Извор: Аутор

У овом случају сигнификантност (Sig.) износи ,000, што показује да претпоставка о нормалности расподеле није потврђена. *Kolmogorov-Smirnov* и *Shapiro-Wilk тестови* нису статистички значајни, што значи да прихватамо нулту хипотезу која гласи: *Дистрибуција испитиваних варијабли није нормална.*

4.2 Тестирање хипотеза – анализа и дискусија резултата

Након тестирања нормалности расподеле података, извршен је избор статистичких метода и техника за тестирање постављених хипотеза. Како дистрибуција варијабли није нормална, све статистичке технике за тестирање хипотеза су из реда непараметријских техника (Солдић – Алексић, 2011, с. 246). Затим су анализирани резултати емпиријског тестирања хипотеза и сходно постављеним циљевима истраживања, изведени закључци о утицају различитих фактора на контролну и стратегијску улогу управног одбора. Добијени резултати представљају основу за идентификовање најважнијих детерминанти контроле рада менаџера и заштите интереса власника, као и улоге управног одбора у процесу стратегијског одлучивања у предузећима у Србији.

4.2.1 Концентрација власништва као детерминанта контролне и стратегијске улоге управног одбора

Ослањајући се на теоријске претпоставке и резултате истраживања који указују на значај концентрације власништва као механизма заштите интереса власника (Shleifer & Vishny, 1986; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Arthurs et al., 2008; Crespi & Renneboog, 2010; Chih-Pin Lin & Cheng-Min Chuang, 2012), хипотеза

1(a) је формулисана у циљу испитивања утицаја концентрације власништва на заштиту интереса власника.

X1(a): *Степен концентрације власништва утиче на степен заштите интереса власника.*

За тестирање хипотезе 1(a) коришћена је *Kruskal Wallis* анализа за испитивање значајности разлика између субузорака, како би се утврдило да ли степен заштите интереса власника зависи од степена концентрације власништва. Тестирање хипотезе 1(a) треба да покаже да ли постоје статистички значајне разлике у заштити интереса власника, уколико се на основу степена концентрације власништва формирају различити субузорци. Издвојене су три групе субузорака: први субузорок чини категорија коју одликује изразито висока концентрација власништва (већински власник који поседује преко 90% акција), други субузорок чини категорија коју одликује висока концентрација власништва (већински власник који поседује од 71% до 90% акција) и трећи субузорок чини категорија коју одликује умерена концентрација власништва (већински власник који поседује од 51% до 70% акција).

Табела 43. Разлике у степену заштите интереса власника у зависности од степена концентрације власништва

ИСКАЗ	Структура власништва	N	Mean Rank
Чланови управног одбора доносе одлуке у складу са интересима свих власника	већински власник који поседује преко 90% акција	15	24,97
	већински власник који поседује од 71% до 90% акција	7	10,50
	већински власник који поседује од 51% до 70% акција	17	19,79
	Укупно	40	
<i>Kruskal Wallis</i> тест	Чланови управног одбора доносе одлуке у складу са интересима свих власника		
Chi-Square	9,782		
df	3		
p	,021		

Извор: Аутор

У циљу тестирања хипотезе 1(a) користи се *Kruskal Wallis* тест као погодна непараметријска техника, јер се врши испитивање утицаја једне дисконтинуиране варијабле са више од два модалитета (степен концентрације власништва) на једну континуирану варијаблу (заштита интереса власника). Овај тест се користи за поређење резултата континуиране (непрекидне варијабле) варијабле за три или

више група (Солдић – Алексић, 2011, с. 258). Значајност овог теста ($p=0,21$) је испод граничне вредности ($p<0,05$), што значи да постоји статистички значајна разлика (Табела 43).

Хипотеза 1(а) је формулисана са циљем да покаже да ли степен концентрације власништва утиче на степен заштите интереса власника. Добијени резултати показују да степен концентрације власништва утиче на степен заштите интереса власника. Када је структура власништва изразито концентрисана (већински власник који поседује преко 90% акција) испитаници се у највећој мери слажу са констатацијом да чланови управног одбора доносе одлуке у складу са интересима свих власника (Табела 43). С обзиром да у теорији постоји општеприхваћен став да је основни недостатак концентрације власништва недовољна заштита интереса свих власника, где се посебно мисли на категорију мањинских власника (Shleifer & Vishny, 1997; Bebchuk, 1999; Shleifer, & Vishny, 1999; Faccio, Lang, & Young, 2001; La Porta et al., 2012; Chih-Pin Lin & Cheng-Min Chuang, 2012), добијени резултати на први поглед делују контрадикторни.

Међутим, ако се детаљније анализира структура узорка према степену концентрације власништва, може се уочити да доминира број предузећа са изразито високом концентрацијом власништва, која су скоро 100% у власништву једног контролног акционара, тако да одговор на ово питање заправо доминантно показује степен заштите интереса већинског власника. Дакле, изразито висока концентрација власништва представља механизам заштите интереса већинског власника. Ако се анализирају преостале две категорије власништва, уочава се да се са наведеном констатацијом у већој мери слажу испитаници који припадају мање концентрисаној структури власништва (већински власник који поседује од 51% до 70% акција - 19,79) у односу на испитанике у предузећима које одликује виши степен концентрације власништва (већински власник који поседује од 71% до 90% акција - 10,50). То значи да када је нижи степен концентрације власништва, у већој мери се води рачуна о интересима свих власника (већинских и мањинских власника) у односу на висок и изразито висок степен концентрације власништва који се може сматрати јаким интерним механизмом заштите интереса већинских власника. Сходно добијеним резултатима и претходној дискусији, може се констатовати да је **хипотеза 1(а) потврђена.**

Ослањајући се на теоријску претпоставку да је основна предност концентрације власништва решавање агенцијског принципал – агент конфликта између власника и менаџера, а основни недостатак проузроковање агенцијског принципал –

принципал конфликта између већинских и мањинских власника (Arthurs et al., 2008; Young et al., 2008; Renders, & Gaeremynck, 2012), развијена је хипотеза 1(б).

X1(б): *Степен концентрације власништва утиче на конфликт интереса између већинских и мањинских власника.*

С обзиром да се на основу тестирања хипотезе 1(а) може закључити да висока концентрација власништва погодује интересима већинског власника, поставља се питање да ли то доводи до конфликта интереса између већинских и мањинских власника који нису у равноправном положају. За тестирање је, такође, примењена *Kruskal Wallis* анализа као релевантна непараметријска техника. Издвојене су три категорије субузорака као код хипотезе 1(а), а конфликт интереса између већинских и мањинских власника се оцењује на основу степена у коме се испитаници слажу са следећим исказом: *Чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника* (Табела 44).

Табела 44. Конфликт интереса између већинских и мањинских власника у зависности од степена концентрације власништва

ИСКАЗ	Структура власништва	N	Mean Rank
<i>Чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника</i>	већински власник који поседује преко 90% акција	15	21,97
	већински власник који поседује од 71% до 90% акција	7	22,71
	већински власник који поседује од 51% до 70% акција	17	19,38
	Укупно	40	
<i>Kruskal Wallis</i> тест	<i>Чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника</i>		
Chi-Square	3,521		
df	3		
p	,318		

Извор: Аутор

С обзиром је значајност теста ($p=0,318$) изнад граничне вредности ($p<0,05$) може се закључити да се са наведеном констатацијом да *чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника* у релативно подједнакој мери слажу сви испитаници, иако припадају различитим категоријама власништва. Дакле, *Kruskal Wallis* анализа показује да не постоји статистички значајна разлика између наведених субузорака категорија власништва ($p=0,318$; Табела 44).

Сprovedена анализа показује да не постоји статистички значајна разлика између категорија власништва које су дефинисане према степену концентрације. Међутим, у конкретном случају, то не значи да концентрација власништва не утиче на конфликт интереса између већинских и мањинских акционара, јер је добијене резултате потребно тумачити сходно структури узорка. С обзиром да узорак чине предузећа са концентрисаним власништвом, која се само разликују у степену концентрације власништва, не сме се генерализовати став да концентрација власништва не утиче на конфликт интереса. Заправо, како резултати дескриптивне статистике показују да се испитаници у великој мери слажу са наведеном констатацијом, може се извести став да концентрација власништва доводи до конфликта између већинских и мањинских акционара, јер се испитаници доминантно слажу са наведеним исказом ($M=3,97$; Табела 40), али да не постоји разлика између умерене и високе концентрације власништа ($p=0,318$; Табела 44). Заправо, потврђено је да концентрација власништва доводи до конфликта интереса, али се не може направити разлика између умерене и високе концентрације власништа, што упућује на закључак да је хипотеза **1(б) делимично потврђена**.

Поред утицаја концентрације власништва на заштиту интереса власника, у литератури се посебно анализира питање стратегијске одговорности управног одбора мерене кроз степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука. Када се анализира улога управног одбора у процесу доношења стратегијских одлука, постоје два приступа. Према *пасивној перспективи*, управни одбор има доминантно улогу контроле спровођења стратегијских одлука и улогу ратификације и оцене донетих одлука, што представља низак степен укључености у процес доношења стратегијских одлука (Conger et al., 2001; Daily et al., 2003; Hendry & Kiel, 2004). Супротно, према *активној перспективи*, управни одбор има важну улогу у процесу доношења стратегијских одлука што представља висок степен укључености у процес доношења стратегијских одлука (Harrison, 1987; Yawson, 2006; Goodstein et al., 1994; McNulty & Pettigrew, 1995; Carpenter & Westphal, 2001).

Питање активне или пасивне улоге управног одбора у процесу доношења стратегијских одлука се често повезује са степеном концентрације власништва. Заправо, у теорији постоји схватање да ако је власништво концентрисано, онда је степен стратегијске одговорности управног одбора низак, а његова улога је пасивна (Ravasi & Zattoni, 2001; 2006). Полазећи од наведених ставова, хипотеза 1(ц) је формулисана у циљу испитивања разлике у степену укључености управног одбора у

процес доношења стратегијских одлука у зависности од степена концентрације власништва.

X1(ц): Степен концентрације власништва утиче на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука.

За тестирање хипотезе примењена је *Kruskal Wallis* анализа као релевантна непараметријска техника. Издвојене су три категорије субузорака као код хипотеза 1(а) и 1(б), а степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука (пасивна или активна улога у процесу доношења стратегијских одлука) се оцењује на основу степена у коме се испитаници слажу са исказима наведеним у Табели 45.

Табела 45. Разлике у степену укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука

ИСКАЗИ	Структура власништва	N	Mean Rank
Управни одбор има само улогу контроле и оцене донетих одлука	већински власник који поседује преко 90% акција	15	21,87
	већински власник који поседује од 71% до 90% акција	8	22,38
	већински власник који поседује од 51% до 70% акција	17	18,41
	Укупно	40	
Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука	већински власник који поседује преко 90% акција	15	23,90
	већински власник који поседује од 71% до 90% акција	8	14,13
	већински власник који поседује од 51% до 70% акција	17	20,50
	Укупно	40	
Управни одбор има кључну улогу у доношење стратегијских одлука	већински власник који поседује преко 90% акција	15	21,53
	већински власник који поседује од 71% до 90% акција	8	16,56
	већински власник који поседује од 51% до 70% акција	17	21,44
	Укупно	40	
Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука	већински власник који поседује преко 90% акција	15	8,75
	већински власник који поседује од 71% до 90% акција	8	21,63
	већински власник који поседује од 51% до 70% акција	17	25,03
	Укупно	40	

Kruskal Wallis тест

ИСКАЗИ	Chi-Square	df	p
Управни одбор има само улогу контроле и оцене донетих одлука	1,060	2	,589
Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука	4,264	2	,119
Управни одбор има кључну улогу у доношење стратегијских одлука	1,309	2	,520
Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука	12,240	2	,002

Извор: Аутор

Резултати показују да постоји статистички значајна разлика ($p=0,02$) код исказа који се односи на контролу имплементације стратегијских одлука. Са овом констатацијом се највише слажу испитаници у предузећима које одликује нижи степен концентрације власништва (већински власник који поседује од 51% до 70% акција - 25,03) у односу на испитанике у предузећима које одликује виши степен концентрације власништва (већински власник који поседује од 71% до 90% акција - 21,36) или изразито висока концентрација власништва (већински власник који поседује преко 90% акција – 8,45). Добијени резултати показују да са порастом степена концентрације власништва, контроли имплементације донетих одлука се придаје већи значај (Табела 45), што упућује на став да пораст степена концентрације власништва утиче на јачање улоге управног одбора само у контроли имплементације донетих одлука. Ипак, с обзиром да све наведене категорије представљају концентрисану структуру власништва (које се разликују само по степену концентрације власништва), може се потврдити став да у условима концентрације власништва испитаници сматрају да је улога управног одбора у контроли имплементације стратегијских одлука најзначајнија, чиме се наглашава пасивна улога управног одбора. Међутим, интересантно је да се на основу резултата дескриптивне статистике може уочити да се испитаници у великој мери слажу са исказима који описују активну улогу управног одбора: *Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука* $M=4,02$ и *Управни одбор има кључну улогу у доношењу стратегијских одлука* $M=4,23$. Најмањи степен слагања је изражен код исказа *Управни одбор има само улогу контроле и оцене донетих одлука* као пасивне улоге ($M=2,69$). То значи да испитаници велики значај придају активној стратегијској улози управног одбора и сматрају да треба повећати степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука (Табела 43). Интерпретирани резултати **потврђују хипотезу 1(ц)**.

4.2.2 Структуралне карактеристике управног одбора као детерминанта контролне и стратегијске улоге управног одбора

Поред утицаја концентрације власништва, преглед литературе показује да величина, композиција и лидерска структура као основне структуралне карактеристике управног одбора утичу на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и ефективност контроле рада менаџера (Zahra & Pearce, 1989, Daily & Dalton, 1994, Dalton et al., 1998; Daily et al., 2003; Hermalin & Weisbach; 2003). У циљу испитивања повезаности структуралних карактеристика управног одбора и ефективности у обављању стратегијске и контролне улоге управног одбора, формулисане су хипотезе 2(а), 2(б) и 2(ц).

X 2(a): Величина управног одбора утиче на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера.

Тестирање хипотезе 2(a) треба да покаже да ли постоје разлике у степену укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука у зависности од величине управног одбора (Табела 46), као и да ли величина управног одбора утиче на контролу рада менаџера (Табела 47). За тестирање је примењена *Kruskal Wallis* анализа као релевантна непараметријска техника. Сходно броју чланова управног одбора издвојене су четири категорије субузорака, а степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука се оцењује на основу степена у коме се испитаници слажу са исказима на основу којих је мерен степен стратегијске одговорности управног одбора (Табела 46).

Табела 46. Разлике у степену укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука у зависности од величине управног одбора

ИСКАЗИ	Број чланова управног одбора	N	Mean Rank
<i>Управни одбор има само улогу контроле и оцене донетих одлука</i>	3 члана	11	24,41
	5 чланова	11	20,23
	од 6 до 8 чланова	8	19,63
	од 9 до 10 чланова	13	22,92
	Укупно	43	
<i>Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука</i>	3 члана	11	23,82
	5 чланова	11	26,95
	од 6 до 8 чланова	8	24,69
	од 9 до 10 чланова	13	14,62
	Укупно	43	
<i>Управни одбор има кључну улогу у доношење стратегијских одлука</i>	3 члана	11	21,82
	5 чланова	11	27,32
	од 6 до 8 чланова	8	20,88
	од 9 до 10 чланова	13	18,35
	Укупно	43	
<i>Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука</i>	3 члана	11	22,82
	5 чланова	11	26,14
	од 6 до 8 чланова	8	25,38
	од 9 до 10 чланова	13	15,73
	Укупно	43	

Kruskal Wallis тест

ИСКАЗИ	Chi-Square	df	p
<i>Управни одбор има само улогу контроле и оцене донетих одлука</i>	1,090	3	,780
<i>Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука</i>	7,876	3	,049
<i>Управни одбор има кључну улогу у доношење стратегијских одлука</i>	3,657	3	,301
<i>Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука</i>	5,777	3	,123

Извор: Аутор

Резултати показују да постоји статистички значајна разлика ($p=0,049$; $p<0,05$) код исказа: *Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука*. Са овом констатацијом се највише слажу испитаници у предузећима чији управни одбори имају од 5 до 8 чланова (Табела 46). Најмањи степен слагања постоји код испитаника у предузећима чији управни одбори имају од 9 до 10 чланова.

Нижи степен слагања се може уочити и код испитаника у предузећима чији управни одбори имају 3 члана. Добијени резултати показују да је са становишта укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука оптимална величина управног одбора од 5 до 8 чланова. Овакав закључак је у складу са резултатима спроведених сличних истраживања и може се објаснити проблемима који настају уколико је група исувише велика или мала. Уколико су управни одбори као група за одлучивање превелики, могу се појавити проблеми у координацији рада групе, а уколико су премали група може да буде неефективна, нарочито ако чланови управног одбора не поседују потребна знања из области стратегијског одлучивања (Zahra & Pearce, 1989; Judge & Zeithalm, 1992; Van den Berge & Levrau, 2004; Levrau & Van den Berghe, 2007).

Такође, тестирање хипотезе 2(а) треба да покаже да ли контрола рада менаџера зависи од величине управног одбора (Табела 47). За тестирање је примењена *Kruskal Wallis* анализа. Издвојене су четири категорије субузорака које представљају различит број чланова управног одбора, а контрола рада менаџера се оцењује на основу степена у коме се испитаници слажу са исказима који служе за мерење контролне улоге управног одбора (Табела 47).

Табела 47. Разлике у ефикасности контроле рада менаџера у зависности од величине управног одбора

ИСКАЗИ	Број чланова управног одбора	N	Mean Rank
<i>Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера</i>	3 члана	11	18,86
	5 чланова	11	27,05
	од 6 до 8 чланова	8	27,50
	од 9 до 10 чланова	13	17,00
	Укупно	43	
<i>Управни одбор контролише рад генералног директора</i>	3 члана	11	20,18
	5 чланова	11	26,05
	од 6 до 8 чланова	8	28,00
	од 9 до 10 чланова	13	16,42
	Укупно	43	

Kruskal Wallis тест

ИСКАЗИ	Chi-Square	df	p
<i>Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера</i>	7,640	3	,045
<i>Управни одбор контролише рад генералног директора</i>	9,544	3	,023

Извор: Аутор

Резултати показују да постоји статистички значајна разлика ($p=0,045$ и $p=0,023$; $p<0,05$) код оба исказа којима се мери улога контроле: *Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера* и *Управни одбор контролише рад генералног директора*. Са наведеном констатацијом се највише слажу испитаници у предузећима чији управни одбори имају од 5 до 8 чланова (субузорок од 5 чланова и субузорок од 6 до 8 чланова показују скоро исти степен слагања код оба исказа - Табела 47). Најмањи степен слагања постоји код испитаника у предузећима чији управни одбори имају од 9 до 10 чланова. Такође, знатно нижи степен слагања се може уочити и код испитаника у предузећима чији управни одбори имају 3 члана. Добијени резултати показују да је са становишта контроле рада менаџера оптимална величина управног одбора од 5 до 8 чланова, што је у складу са резултатима спроведених истраживања у другим земљама и ставовима који се односе на ефикасно функционисање групе (Zahra & Pearce, 1989; Judge & Zeithalm, 1992; Van den Berge & Levrau, 2004; Levrau & Van den Berghe, 2007). На основу добијених резултата тестирања хипотезе 2(а), који показују да је оптимална величина управног одбора са становишта ефикасности обављања стратегијске и контролне улоге управног одбора од 5 до 8 чланова, потврђује се утицај величине управног одбора и може се извести закључак да је хипотеза 2(а) **потврђена**.

Полазећи од теоријског оквира да композиција управног одбора, дефинисана као однос извршних и неизвршних, независних чланова управног одбора, представља важну детерминанту ефективности управног одбора у обављању стратегијске и контролне улоге управног одбора, тестирање хипотезе 2(б) треба да покаже да ли степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и ефективност контроле рада менаџера зависи од броја независних чланова.

H2(б): Број независних чланова утиче на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера.

За тестирање хипотезе примењена је *Kruskal Wallis* анализа. Издвојене су четири категорије субузорака на основу броја независних чланова управног одбора, а степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и ефективност контроле рада менаџера се анализира на основу истих исказа као код хипотезе 2(а) (Табела 48).

Резултати приказани у Табели 48, показују да статистички значајна разлика ($p=0,009$; $p<0,05$) између ставова испитаника једино постоји код исказа да *управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука* који се односи на пасивну стратегијску улогу управног одбора у процесу имплементације стратегијских одлука. Са наведеном констатацијом највише се слажу испитаници у предузећима чији управни одбори имају 2-3 независна члана. Најмање се слажу испитаници у предузећима чији управни одбори имају изразито мали број (1 члан) или изразито велики број независних чланова (4 до 5). Добијени резултати показују да је, са становишта стратегијске улоге, оптималан број независних чланова 2-3 члана, што је у складу са резултатима сличних истраживања спроведених у другим земљама који показују да већу стратегијску укљученост имају управни одбори са мањим бројем независних чланова, јер извршни чланови имају бољи приступ информацијама и познају област у којој се компанија налази (Levräu & Van den Berghe, 2007; Ong & Wan, 2008).

Табела 48. Разлике у степену укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука у зависности од композиције управног одбора

ИСКАЗИ	Број независних чланова	N	Mean Rank
<i>Управни одбор има само улогу контроле и оцене донетих одлука</i>	1 члан	3	22,50
	2 члана	14	12,50
	3члана	3	12,33
	од 4 до 5 чланова	8	15,81
	Укупно	28	
<i>Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука</i>	1члан	3	10,33
	2 члана	14	16,00
	3члана	3	23,00
	од 4 до 5 чланова	8	10,25
	Укупно	28	
<i>Управни одбор има кључну улогу у доношење стратегијских одлука</i>	1члан	3	18,50
	2 члана	14	14,39
	3члана	3	18,50
	од 4 до 5 чланова	8	11,69
	Укупно	28	
<i>Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука</i>	1члан	3	10,33
	2 члана	14	17,50
	3члана	3	22,00
	од 4 до 5 чланова	8	8,00
	Укупно	28	

Kruskal Wallis тест

ИСКАЗИ	Chi-Square	df	p
<i>Управни одбор има само улогу контроле и оцене донетих одлука</i>	4,469	3	,215
<i>Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука</i>	7,240	3	,065
<i>Управни одбор има кључну улогу у доношење стратегијских одлука</i>	2,733	3	,435
<i>Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука</i>	11,467	3	,009

Извор: Аутор

Поред анализе степена укључености у процес стратегијског одлучивања, тестирање хипотезе 2(б) даје одговор на питање да ли композиција управног одбора утиче на ефективност контроле менаџера. Резултати показују да не постоји статистички значајна разлика ($p=0,150$ и $p=0,148$; $p>0,05$) код оба исказа којима се мери улога контроле: *Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера* и *Управни одбор контролише рад генералног директора* (Табела 49). То значи да број независних чланова управног одбора не утиче на контролу рада менаџера. Овакав закључак је у супротности са сличним истраживањима који указују на већу ефективност управног одбора у обављању контролне улоге уколико постоји већи број независних чланова

(Johnson et al.,1996; Ong &Wan, 2008; Van Ees & Van der Laan, 2012). Узрок треба тражити у неразумевању појма независности и услова који морају да буду испуњени да би члан управног одбора био независан, иако се кодексима корпоративног управљања указује на значај независности управног одбора. На основу добијених резултата тестирања хипотезе 2(б), којима се потврђује утицај независних чланова на стратегијску улогу управног одбора, али не и на улогу контроле, може се извести закључак да је хипотеза 2(б) **делимично потврђена**.

Табела 49. Разлике у ефикасности контроле рада менаџера у зависности од броја независних чланова управног одбора

ИСКАЗИ	Број независних чланова	N	Mean Rank
<i>Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера</i>	1 члан	3	17,67
	2 члана	14	16,79
	3 члана	3	13,33
	од 4 до 5 чланова	8	9,75
	Укупно	28	
<i>Управни одбор контролише рад генералног директора</i>	1 члан	3	14,33
	2 члана	14	16,00
	3 члана	3	19,00
	од 4 до 5 чланова	8	10,25
	Укупно	28	

Kruskal Wallis тест

ИСКАЗИ	Chi-Square	df	p
<i>Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера</i>	5,312	3	,150
<i>Управни одбор контролише рад генералног директора</i>	5,342	3	,148

Извор: Аутор

С обзиром да се у теорији лидерска структура управног одбора, мерена кроз дуалитет позиција председника управног одбора и генералног директора, анализира као важна структурална варијабли, тестирање хипотезе 2(ц) треба да покаже да ли степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и ефикасност контроле рада менаџера зависи од дуалитета позиција председника управног одбора и генералног директора.

H2(ц): Дуалитет позиција председника управног одбора и генералног директора утиче на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера.

Табела 50. Разлике у степену укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука у зависности од дуалитета позиција

ИСКАЗИ	Дуалитет позиција председника управног одбора и генералног директора	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Управни одбор има само улогу контроле и оцене донетих одлука	Да	10	19,45	194,50
	Не	32	22,14	708,50
	Укупно	42		
Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука	Да	10	29,70	297,00
	Не	32	18,94	606,00
	Укупно	42		
Управни одбор има кључну улогу у доношење стратегијских одлука	Да	10	26,40	264,00
	Не	32	19,97	639,00
	Укупно	42		
Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука	Да	10	27,05	270,50
	Не	32	19,77	632,50
	Укупно	42		

Mann-Whitney U тест

ИСКАЗИ	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
Управни одбор има само улогу контроле и оцене донетих одлука	139,500	194,500	-,640	,522
Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука	78,000	606,000	-2,594	,009
Управни одбор има кључну улогу у доношење стратегијских одлука	111,000	639,000	-1,557	,120
Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука	104,500	632,500	-1,745	,081

Извор: Аутор

Дуалитет позиција је анализиран на основу одговора на питање да ли функцију председника управног одбора и генералног директора обавља иста особа, а а степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера се анализира на основу истих исказа као код хипотеза 2(а) и 2(б) (Табела 50). Како је извршено поређење једне варијабле која је континуирана и друге варијабле која је дисконтинуирана са два модалитета, за испитивање њиховог односа коришћен је *Mann Whitney U* тест. Овај тест је један од „најмоћнијих“ непараметарских тестова и најкориснији непараметријски пандан *t* тесту. Као и у случају већине непараметарских тестова, овај тест се може применити у случају малих узорака за које није сигурно да су испуњене претпоставке *t*-теста, када се

посматрају два независна узорка која припадају истој популацији (Турјачанин & Чекрлија, 2006, с. 93; Солдић – Алексић, 2011, с. 251).

Добијени резултати приказани у Табели 50 показују да постоје статистички значајне разлике у ставовима испитаника код исказа *Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука* ($p=0,009$; $p<0,05$). Испитаници који су потврдно одговорили на питање да ли постоји дуалитет позиција у већој мери се слажу са наведеном констатацијом. То значи да у ситуацијама када постоји дуалитет позиција, управни одбор је у већој мери укључен у доношење стратегијских одлука у односу на предузећа код којих постоји раздвајање наведених позиција. Овакав закључак је у складу са теоријским претпоставкама и резултатима сличних истраживања у другим земљама (Daily & Johnson, 1997; Donaldson & Davis, 1997; Ong & Wan, 2008).

Поред стратегијске улоге, тестирање хипотезе 2(ц) треба да покаже да ли дуалитет позиција утиче на контролну улогу управног одбора. Искази на основу којих се оцењује контролна улога управног одбора приказани су у Табели 51, а за тестирање хипотезе је коришћен *Mann-Whitney U* тест. Добијени резултати показују да не постоји статистички значајна разлика у контроли рада менаџера између предузећа код којих постоји дуалитет позиција у односу на предузећа код којих постоји раздвајање наведених функција ($p>0,05$). То значи да контрола рада менаџера не зависи од лидерске структуре управног одбора, што је у супротности са теоријским ставовима и резултатима доминантних емпиријских истраживања (Sheridan & Kendall, 1992; Mulick, 1993; Dahya et al., 1996; Daily & Johnson, 1997; Donaldson & Davis, 1997; Leblanc et al., 2005). На основу изведених ставова, може се закључити да дуалитет позиција утиче на стратегијску, али не и на контролну улогу управног одбор, чиме је хипотеза 2(ц) **делимично потврђена**.

Табела 51. Разлике у степену контроле рада менаџера у зависности од дуалитета позиција

ИСКАЗИ	Дуалитет позиција председника управног одбора и генералног директора	N	Mean Rank	Sum of Ranks
<i>Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера</i>	Да	10	21,25	212,50
	Не	32	21,58	690,50
	Укупно	42		
<i>Управни одбор контролише рад генералног директора</i>	Да	10	23,30	233,00
	Не	32	20,94	670,00
	Укупно	42		

Mann-Whitney U тест

ИСКАЗИ	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера	157,500	212,500	-,083	,934
Управни одбор контролише рад генералног директора	142,000	670,000	-,679	,497

Извор: Аутор

4.2.3 Бихевиористичке карактеристике и процеси као детерминанта контролне и стратегијске улоге управног одбора

Поред испитивања структуралних карактеристика управног одбора, у наставку су приказани резултати тестирања хипотеза које се односе на бихевиористичке карактеристике чланова управног одбора и интеракције и процесе који се одвијају унутар управног одбора.

ХЗ(а): Степен убедљивости чланова управног одбора, склоност ка неслагању са понуђеним решењима и склоност ка тимском раду утичу на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера.

Тестирање хипотезе 3(а) треба да покаже да ли степен убедљивости чланова управног одбора, склоност ка неслагању са понуђеним решењима и склоност ка тимском раду као основне бихевиористичке карактеристике утичу на стратегијску и контролну улогу управног одбора. Наведене бихевиористичке карактеристике као независне варијабле се оцењују на основу следећих исказа: *Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови; Чланове управног одбора одликује висок степен убедљивости када дискутују и предлажу решења; Чланови управног одбора имају изражену склоност ка тимском раду* (респективно). Улога контроле као зависна варијабла се мери исказима да *управни одбор надгледа и контролише рад менаџера* и да *управни одбор контролише рад генералног директора*, а стратегијска улога (као зависна варијабла) на основу исказа којима се мери степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука (Табеле 45,46,48,50).

У циљу испитивања повезаности идентификованих независних и зависних варијабли, најпре је урађена корелациона анализа као погодна техника за испитивање повезаности између варијабли. На основу коефицијента корелације се

испитује степен (јачина) и смер повезаности варијабли. Примењен је коефицијент Спирманове корелације ранга ρ (непараметријска корелација), који се користи када подаци не задовољавају критеријуме за Пирсонову корелацију (параметарска корелација). Резултати обе корелације се тумаче на исти начин. Предзнак показује да ли је корелација позитивна или негативна, а апсолутна вредност коефицијента показује јачину везу (Турјачанин & Чекрлија, 2006, с. 121). У интерпретацији резултата се полази од два нивоа који показују статистичку значајност ($p < 0,05$; $p < 0,01$). Дакле, вредност коефицијента корелације показује ρ степен повезаности између варијабли (слаба повезаност када је $r = 0,10$ до $0,29$; средња повезаност $r = 0,30$ до $0,49$ и висока повезаност $r = 0,50$ до $1,0$), али интерпретација зависи од нивоа статистичке значајности (испуњеност услова $p < 0,05$; $p < 0,01$).

У Табели 52 приказани су резултати корелационе анализе. Може се уочити да између склоности ка тимском раду и улоге контроле постоји средња повезаност ($r = 0,349$), а услов статистичке значајности је испуњен ($p = 0,024$; $p < 0,05$). Између осталих бихевиористичких карактеристика и улоге контроле не постоји статистички значајна корелација. Када се анализира стратегијска улога, резултати корелационе анализе показују да између склоности ка неслагању и степена укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања постоји статистички значајна корелација која показује средњу повезаност наведених варијабли ($r = 0,470$; $p = 0,002$). Добијени резултати показују да већа склоност чланова управног одбора ка неслагању позитивно утиче на стратегијску улогу управног одбора.

Табела 52. Корелациона анализа (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на стратегијску и контролну улогу управног одбора)

		Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови	Чланове управног одбора одликује висок степен убедљивости када дискутују и предлажу решења	Чланови управног одбора имају изражену склоност ка тимском раду
Стратегијска улога	ρ	,470**	,226	,107
	p	,002	,150	,500
Улога контроле	ρ	,061	,027	,349*
	p	,703	,865	,024

Извор: Аутор

Након корелационе анализе, за испитивање утицаја бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора примењена је вишеструка линеарна регресија. Моделом су обухваћене три

независне варијабле (степен убедљивости, склоност ка неслагању и склоност ка тимском раду као најзначајније бихевиористичке карактеристике). Стратегијска улога представља зависну варијаблу. У Табели 53 презентирани су коефицијент детерминације који показује који део варијација зависне варијабле је објашњен варијацијама независних варијабли. Регресиони модел објашњава 24% варијансе зависне променљиве, што показује прилагођени коефицијент детерминације (Adjusted R Square) $R^2=0,243$. У Табели 54 приказани резултати показују да је модел статистички значајан ($F=5,273$; $p=0,004$).

Табела 53. Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на стратегијску улогу)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,547 ^a	,299	,243	,49599

Извор: Аутор

Табела 54. Утврђивање статистичке значајности модела – ANOVA тест (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на стратегијску улогу)

ANOVA						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	3,892	3	1,297	5,273	,004
	Residual	9,102	37	,246		
	Total	12,994	40			

Извор: Аутор

Табела 55. Вишеструка линеарна регресија (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора)

Coefficients						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	1,632	,602		2,710	,010
	Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови	,378	,106	,505	3,578	,001
	Чланове управног одбора одликује висок степен убедљивости када дискутују и предлажу решења	,097	,097	,139	,999	,324
	Чланови управног одбора имају изражену склоност ка тимском раду	,019	,087	,030	,214	,832

Извор: Аутор

Резултати вишеструке регресионе анализе приказани су у Табели 55. Статистички значајан допринос објашњењу модела даје варијабла *Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови* ($\beta=0,505$; $p=0,001$). То значи да склоност ка неслагању као бихевиористичка карактеристика највише доприноси објашњењу стратегијске улоге управног одбора као зависне варијабле.

Након регресионе анализе утицаја бихевиористичких карактеристика на стратегијску улогу, извршена је регресиона анализа утицаја бихевиористичких карактеристика на контролну улогу управног одбора. Моделом су обухваћене три независне варијабле: степен убедљивости, склоност ка неслагању и склоност ка тимском раду као најзначајније бихевиористичке карактеристике чланова управног одбора. Контролна улога представља зависну варијаблу. У Табели 56 презентирани су коефицијент детерминације који показује који део варијација зависне варијабле је објашњен варијацијама независних варијабли. У Табели 57 показано је да модел није статистички значајан ($F=2,18$; $p=0,106$). Иако варијабла *склоност ка тимском раду* као бихевиористичка карактеристика утиче на улогу контроле ($\beta=0,390$; $p=0,017$) (Табела 58), регресиони модел објашњава само 8% варијансе зависне променљиве, јер прилагођени коефицијент детерминације износи (Adjusted R Square) $R^2=0,082$ (Табела 56). То значи да на контролну улогу као зависну варијаблу, бихевиористичке карактеристике немају статистички значајан утицај.

Табела 56. Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,388 ^a	,151	,082	,50031

Извор: Аутор

Табела 57. Утврђивање статистичке значајности модела – ANOVA тест (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)

ANOVA						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	1,641	3	,547	2,185	,106
	Residual	9,261	37	,250		
	Total	10,902	40			

Извор: Аутор

Табела 58. Вишеструка линеарна регресија (утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)

Coefficients					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	3,799	,607		6,254	,000
Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови	-,044	,107	-,064	-,411	,683
Чланове управног одбора одликује висок степен убедљивости када дискутују и предлажу решења	,026	,098	,041	,266	,791
Чланови управног одбора имају изражену склоност ка тимском раду	,219	,087	,390	2,506	,017

Извор: Аутор

На основу резултата вишеструке линеарне регресије, који показују да је са становишта стратегијске улоге управног одбора модел статистички значајан, а *склоност ка неслагању* као бихевиористичка карактеристика највише доприноси објашњењу стратегијске улоге управног одбора као зависне варијабле; док са становишта контролне улоге модел није статистички значајан, може се закључити да је хипотеза 3(а) **делимично потврђена**.

Према бихевиористичкој перспективи, поред значаја бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора, важно је испитати утицај интеракција и процеса унутар управног одбора на на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и ефективност контроле рада менаџера (Leblanc et al, 2005; Huse, 2005; Zona et al, 2007; Hans van Ees et al., 2008; Ong & Wan, 2008; Minichilli et al., 2009; Huse et al., 2011).

Х3(б): Когнитивни конфликт, ниво посвећености и примена знања утичу на степен укључености управног одбора у процес доношења стратегијских одлука и контролу рада менаџера

У циљу испитивања повезаности когнитивног конфликта, норми напора и примене знања као идентификованих независних варијабли и стратегијске и контролне улоге као зависних варијабли најпре је урађена корелациона анализа. У Табели 59 приказани су резултати корелационе анализе. Може се уочити да између све три

наведене независне варијабле и стратегијске и контролне улоге постоји средња повезаност ($r=0,461$; $r=0,407$; $r=0,387$), а услов статистичке значајности је испуњен ($p<0,05$; $p<0,01$).

Табела 59. Корелациона анализа (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на стратегијску и контролну улогу управног одбора)

		Когнитивни конфликт	Ниво посвећености	Примена знања
Улога контрола	rho	,038	,151	,250
	p	,816	,339	,110
	N	41	42	42
Степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања (стратегијска улога)	rho	,461**	,407**	,387*
	p	,002	,007	,011
	N	41	42	42

Извор: Аутор

Након корелационе анализе, најпре је урађена вишеструка линеарна регресија како би се испитао утицај наведених независних варијабли на стратегијску улогу управног одбора. У Табели 60 приказан је коефицијент детерминације који показује који део варијација стратегијске улоге као зависне варијабле је објашњен варијацијама независних варијабли. Регресиони модел објашњава 31% варијансе зависне промењиве, што показује прилагођени коефицијент детерминације (Adjusted R Square) $R^2=0,311$.

Табела 60. Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,602 ^a	,363	,311	,47304

Извор: Аутор

У Табели 61 приказани резултати показују да је модел статистички значајан ($F=7,02$, $p=0,001$). Варијабла когнитивни конфликт даје статистички значајан допринос објашњењу модела ($\beta=0,480$, $p=0,001$) (Табела 62). То значи да когнитивни конфликт као независна варијабла, која се мери на основу следећих исказа: *Чланови управног одбора отворено износе мишљења током састанка; Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови; Значајне разлике у мишљењу чланова управног одбора повећавају квалитет одлука; Разлике у мишљењу чланова управног одбора су*

учестале, највише доприноси објашњењу степена укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања као зависне варијабле.

Табела 61. Утврђивање статистичке значајности модела – ANOVA тест (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора)

ANOVA						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	4,715	3	1,572	7,023	,001
	Residual	8,279	37	,224		
	Total	12,994	40			

Извор: Аутор

Табела 62. Вишеструка линеарна регресија (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на стратегијску улогу управног одбора)

Coefficients						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	,607	,704		,863	,394
	Когнитивни конфликт	,482	,133	,480	3,624	,001
	Ниво посвећености	,229	,160	,227	1,428	,162
	Примена знања	,089	,117	,121	,757	,454

Извор: Аутор

Поред испитивања утицаја наведених процеса на стратегијску улогу, тестирање хипотезе 3(б) треба да покаже да ли когнитивни конфликт, ниво посвећености и примена знања утиче на контролу рада менаџера и генералног директора (контролна улога). Модел није статистички значајан ($F=0,875$; $p=0,463$) (Табела 64). Ниједна од наведених варијабли не даје значајан допринос у објашњењу контролне улоге као зависне варијабле. Из тог разлога, регресиони модел објашњава само 0,09% варијансе зависне променљиве, што показује прилагођени коефицијент детерминације (Adjusted R Square) $R^2=-0,09$ (Табела 63). То значи да когнитивни конфликт, ниво посвећености и примена знања нису варијабле које у статистички значајној мери утичу на контролну улогу управног одбора (Табела 65).

Табела 63. Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,257 ^a	,066	-,009	,52454

Извор: Аутор

Табела 64. Утврђивање статистичке значајности модела – ANOVA тест (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)

ANOVA						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	,722	3	,241	,875	,463
	Residual	10,180	37	,275		
	Total	10,902	40			

Извор: Аутор

Табела 65. Вишеструка линеарна регресија (утицај процеса и интеракција између чланова управног одбора на контролну улогу управног одбора)

Coefficients						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	3,674	,780		4,708	,000
	Когнитивни конфликт	-,013	,147	-,014	-,085	,933
	Ниво посвећености	,123	,178	,132	,689	,495
	Примена знања	,108	,130	,160	,829	,412

Извор: Аутор

На основу резултата вишеструке линеарне регресије, који показују да је са становишта стратегијске улоге управног одбора модел статистички значајан, а когнитивни конфликт највише доприноси објашњењу степена укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања; док са становишта контролне улоге модел није статистички значајан, а идентификовани процеси когнитивни конфликт, ниво посвећености и примена знања не утичу на контролну улогу управног одбора, може се закључити да је хипотеза 3(б) **делимично потврђена**.

4.3 Ограничења истраживања и оквир за будућа истраживања

Истраживања у области стратегијског менаџмента и корпоративног управљања захтевају анализу ставова и понашања „врха управљачке пирамиде“, због чега се истраживачи суочавају са бројним препрекама и ограничењима. У контексту добијених резултата емпиријског истраживања и изведених закључака, у наставку је указано на ограничења спроведеног истраживања. **Основно ограничење** је везано за недостатак воље или потпуно одбијање потенцијалних испитаника да буду део истраживања. Један од разлога је што испитаници нису били сигурни да је истраживање потпуно анонимно, јер управне одборе чини мали број појединаца и у појединим ситуацијама се може закључити ко је од чланова попуњавао упитник. Такође, не постоји свест о потреби сарадње са истраживачима са научно-истраживачких институција. Чланови управног одбора и топ менаџери се често понашају као „изабрани моћници“ који не желе да учествују у било каквим истраживањима, под изговором да немају довољно времена за попуњавање упитника или да се ради о пословној тајни. Због проблема да се испитаници убеди да буду део истраживања, не може се рећи да је анализиран узорак случајан, јер је дефинисан према доступности предузећа да сарађују и мотивисаности чланова управног одбора и топ менаџера да се укључе у истраживање.

Додатно ограничење се односи на упитник као технику која је примењена у циљу прикупљања података. Одговори на питања су добијени путем слања упитника, најчешће без директног контакта са сваким испитаником и без могућности опсервације испитаника и спровођења интервјуа. Испитаници нису били у прилици да од истраживача добију одређена објашњена евентуалних недоумица или нејасноћа. Због тога поједини упитници нису у потпуности попуњени или је на одређена комплементарна питања дат контрадикторан одговор. Како је циљ истраживања био спровести анализу и одређених бихевиористичких карактеристика, а резултати засновани на ставовима испитаника, остаје дилема да ли су испитаници били искрени приликом попуњавања упитника или су одговори на питања одраз њиховог мишљења „шта би требало одговорити“.

Ипак, без обзира на недостатке ове истраживачке технике, она представља једини могући начин прикупљања података у оваквим истраживањима. Дакле, не постоје секундарни извори података који могу да надоместе овакав начин прикупљања података. У прилог овој тези говори и чињеница да су скоро сва слична

истраживања у другим земљама спроведена применом упитника у комбинацији са интервјуом (Leblanc et al, 2005; Zona et al, 2007; Hans van Ees et al., 2008; Minichilli et al., 2009; Huse et al., 2011), због чега је још у фази осмишљавања истраживања упитник изабран као погодна истраживачка техника.

Са становишта *структуре и величине узорка* треба указати на одређена ограничења. С обзиром да узорак није био случајан, узорком су обухваћена предузећа из различитих делатности и различите величине, што значи да се не могу извести закључци у погледу појединачне делатности или величине предузећа. Ипак, задовољен је услов да ниједна појединачна делатност не доминира, тако да изведени закључци имају висок степен уопштености. Са становишта величине узорка, основно ограничење је мали број предузећа и испитаника. Ипак, имајући у виду чињеницу да истраживање чланова управног одбора и топ менаџера са аспекта броја испитаника не може да се пореди са бројем запослених који се најчешће анкетирају у другим истраживањима, може се рећи да је број испитаника релативно задовољавајући, јер прелази минимални праг од 30 испитаника који се захтева као услов статистичке обраде података.

Још једно ограничење истраживања настало је као резултат дејства *екстерних фактора* на које истраживач није могао да утиче. У периоду израде докторске дисертације и спровођења емпиријског истраживања (2011-2013), дошло је до промене Закона о привредним друштвима, која је условила промену управљачке структуре привредних друштава. Сходно новом Закону, управни одбори су укинута и већина привредних друштава је променила структуру управљања, што је потпуно супротно до тада важећим препорукама и кодексу корпоративног управљања који се примењивао у нашој земљи (по угледу на развијене економије), а на основу којих су постављене неке од истраживачких хипотеза. Такође, додатна потешкоћа се огледа у потреби да се добијени резултати анализирају и са становишта спроведене реформе правне регулативе и могућих консеквенци.

Полазећи од наведених ограничења, *оквир за будућа истраживања* представљају ефекти промене Закона о привредним друштвима на ефективност управљачке структуре и унапређење корпоративног управљања. Неразумевање „праве улоге управног одбора“ или можда погрешна имплементација законских одредби и неуважавање препорука корпоративног управљања довели су до увођења новог Закона о привредним друштвима (2011) чија је примена довела до укидања управних одбора, иако то није пракса нити развијених земаља, нити већине других земаља у транзицији које се успешно боре са проблемима корпоративног

управљања. Уведени су одбори директора код једнодомног управљања и извршни и надзорни одбори код дводомног управљања, али су композиција, као и надлежност чланова одбора директора, односно извршног и надзорног одбора, на другачији начин формулисани.

Промена Закона отвара три важна питања: *Због чега је „укинут“ један од основних интерних механизма корпоративног управљања и ко треба да обавља улогу контроле; Ко је главни актер доношења најважнијих стратегијских одлука и Због чега уместо укидања овог тела нису спроведене мере унапређења његове ефективности и отклањања уочених грешака?* Тражење одговора на наведена питања представља основу унапређења механизма корпоративног управљања у Србији. У датом контексту, нужан услов унапређења корпоративног управљања представља изградња адекватног институционалног оквира и унапређење не само интерних, већ и екстерних механизма корпоративног управљања који су скоро потпуно неразвијени.

У ширем смислу, истраживање међузависности интерних и екстерних механизма корпоративног управљања у циљу развоја и унапређења корпоративног управљања, представља основу будућих истраживања. У ужем смислу, утицај интерних механизма корпоративног управљања на перформансе предузећа (посебно финансијске перформансе) представља важно истраживачко подручје. У условима неразвијених екстерних механизма и укидања управних одбора, истраживање *ефеката концентрације власништва* као доминантног интерног механизма корпоративног управљања на финансијске перформансе предузећа у Србији представља нов истраживачки изазов. Полазећи од теоријских претпоставки и хетерогености резултата спроведених студија у другим земљама, уочава се потреба за истраживањем не само концентрације власништва, већ и типа већинског власника. Идентитет или тип већинског власника представља једнако значајну, али често занемарену димензију структуре власништва са битним импликацијама на процес стратегијског одлучивања и перформансе предузећа. Карактеристике и циљеве већинских власника треба дубље истраживати. Проблем избора корпоративне стратегије у зависности од типа већинског власника и испитивање утицаја страног власништва на избор корпоративне стратегије у контексту различитог правног и институционалног амбијента представља релевантно подручје за будућа истраживања (Бабић & Николић, 2013).

5. Научни и прагматични допринос истраживања

Допринос резултата истраживања у теоријском и практичном смислу огледа се у појашњавању и потпунијем сагледавању значаја и улоге структуре власништва и управног одбора као интерних механизма контроле менаџера у развоју процеса корпоративног управљања. Осим доприноса са становишта унапређења механизма корпоративне контроле, резултати истраживања представљају користан оквир за унапређење процеса стратегијског одлучивања и боље разумевање међусобне повезаности корпоративног управљања и процеса стратегијског одлучивања.

Научни допринос докторске дисертације представља проширивање теоријских знања из области пословне економије и менаџмента, а посебно области корпоративног управљања и стратегијског менаџмента. Научни резултати настали као резултат израде докторске дисертације доприносе богаћењу домаће литературе из области корпоративног управљања као релативно младе научне дисциплине. Посебан значај огледа се у објашњавању начина на који су процес корпоративног управљања и стратегијског одлучивања међусобно зависни. Анализа контролне улоге управног одбора и степена укључености у процес стратегијског одлучивања са становишта не само карактеристика и процеса унутар управног одбора, већ у контексту различитих структура власништва, представља основу за извођење релевантних закључака о спрези ова два интерна механизма корпоративног управљања као могућем решењу кључног проблема корпоративног управљања: „*Ко контролише контролоре?*“ Развој интегративног модела који обједињује утицај структуралних и бихевиористичких карактеристика управног одбора, са једне и степена концентрације и типа власништва као карактеристика структуре власништва, са друге стране, на начин доношења стратегијских одлуке представља својеврстан искорак досадашњем приступу унапређења процеса стратегијског одлучивања.

С обзиром да у Србији још увек нису у довољној мери развијени механизми корпоративног управљања, а да је један од основних проблема са којим се суочавају предузећа проблем корпоративне контроле, резултати оригиналног емпиријског истраживања које је спроведено током израде докторске дисертације имају и *прагматични допринос*. Закључци који су настали као резултат емпиријског истраживања показују да, у Србији као транзиционој економији, висок степен концентрације власништва представља важан механизам контроле менаџера и

заштите интереса већинских власника од менаџерског опортунизма, али доводи до проблема злоупотребе интереса мањинских акционара. Имајући у виду да су емпиријска истраживања у Србији ретка и оскудна, добијени резултати и изведени закључци су значајни, јер указују на потребу за унапређењем позиције мањинских акционара и јачом заштитом њихових права кроз побољшање правне регулативе и увођење механизма који ће и у пословној пракси довести до заштите интереса мањинских акционара.

Када се анализира улога управног одбора, резултати показују да управни одбор није у довољној мери укључен у процес стратегијског одлучивања и да улога управног одбора није схваћена на прави начин. Узроке треба тражити у чињеници да се модели корпоративног управљања развијени у тржишним економијама не могу *a priori* применити у транзиционим земљама које се по карактеристикама и степену развијености правног и економског система битно разликују. Развој модела корпоративног управљања и дефинисање улога и надлежности управног одбора, зависи од политичког система земље, као и њених историјских и културних специфичности. У Србији, утицај политичког фактора је био скоро доминантан и довео је до неефективности управних одбора, јер избор чланова управног одбора, посебно у предузећима код којих је држава већински власник, често није одраз компетенција и стручности чланова и не задовољава услов независности управног одбора.

Непоштовање принципа независности је проузроковало озбиљне проблеме у функционисању управних одбора, посебно са становишта контролне улоге управног одбора која се односи на оцењивање перформанси топ менаџера и повезана је са активностима контроле одлучивања. Допуне и измене Закона о привредним друштвима (2011) у оквиру реформи правне регулативе, представљају покушај да се уочени недостаци и слабости отклоне. Ипак, треба имати у виду да законске одредбе и кодекс корпоративног управљања не могу потпуно да реше уочене проблеме, јер основни проблем нису регулаторна решења, већ ефикасна примена права у пословној пракси. Овај проблем се посебно односи на предузећа у државном власништву, чије решавање захтева не само измену правне регулативе, већ појачавање одговорности кроз професионализацију менаџмента, објективан надзор и контролу, као и примену принципа добре праксе корпоративног управљања.

Закључак

Основна сврха корпоративног управљања је максимизирање дугорочне вредности компаније кроз унапређење процеса стратегијског одлучивања, развој принципа и стандарда корпоративног управљања и примену механизма који ће штитити интересе власника. Добро корпоративно управљање представља полазну претпоставку успостављања повољне инвестиционе климе коју карактерише уређен правни и институционални оквир, развијеност финансијског тржишта, као и успостављање равнотеже интереса између менаџера као агената који управљају компанијом и њених власника као принципала, уз истовремено уважавање интереса свих заинтересованих страна и друштва у целини. У том смислу, корпоративно управљање се бави структурирањем комплексних односа између власника, менаџера и других заинтересованих страна (инвеститора, кредитора, купаца, запослених) у циљу одржавања баланса између индивидуалних и заједничких циљева, и између економских и социјалних циљева.

Сходно потреби усклађивања наведених односа развијене су различите теорије корпоративног управљања које пружају одређене препоруке за унапређење корпоративног управљања. Полазећи од концепта раздвајања власништва и контроле и начина решавања конфликта интереса између власника и менаџера, издвојиле су се *конфликтне и консензус теорије*. Основна претпоставка конфликтних теорија је различитост интереса менаџера и власника, због чега је неопходна контрола менаџера. За разлику од конфликтних теорија, теорије консензуса претпостављају да између власника, управног одбора и менаџера не постоји конфликт интереса. Менаџери нису оријентисани искључиво ка сопственим циљевима, већ доносе одлуке које су у интересу власника. Комбиновање наведених перспектива показује да је основна препрека у унапређењу процеса корпоративног управљања повезана са проблемом успостављања равнотеже између интереса различитих актера, кроз примену механизма корпоративног управљања.

Сврха механизма корпоративног управљања је да се редуцирају трошкови настали услед раздвајања власништва и контроле и да се, пре свега, ускладе интереси власника и менаџера. Полазећи од различитих класификација, могу се издвојити структура власништва и управни одбори као најзначајнији интерни механизми, а

тржиште корпоративне контроле и правни систем као екстерни механизми корпоративног управљања.

Ослањајући се на различите теоријске моделе и резултате бројних емпиријских студија, које су спроведене у развијеним економијама, може се извести закључак да ефективност интерних и екстерних механизма корпоративног управљања зависи од институционалног окружења и модела корпоративног управљања. То значи да између механизма и модела корпоративног управљања постоји међузависност, која објашњава различитост механизма корпоративног управљања, сходно моделу који се примењује. Иако се може уочити да постоји процес конвергенције модела корпоративног управљања, пре свега кроз усвајање заједничких принципа и стандарда у области корпоративног управљања, ниједан модел није погодан за све земље, јер степен развијености, култура и традиција, правна регулатива и структура власништва се суштински разликују између земаља, због чега ниједан модел, „ма колико идеалан био“, не одговара свим земљама. Заправо, може се извести закључак да између модела постоје суштинске разлике, које се пре свега огледају у значају и функционисању механизма корпоративног управљања, посебно структуре власништва, са становишта степена концентрације и типа власништва и управног одбора, са становишта структуре и улога, као основних интерних механизма корпоративног управљања.

Са аспекта структуре власништва, англосаксонски модел одликује дисперзија власништва, мотивисана предностима у односу на *блокхолдер* структуре власништва: висока ликвидност, као последица могућности дисперзираних акционара да лако продају свој удео у акцијама, могућност диверсификације и расподела ризика улагањем у више различитих портфолија. Међутим, дисперзија власништва се може сматрати основним узроком принципал-агент конфликта и појачавања моћи менаџера у односу на акционаре, који може да се ублажи применом различитих механизма контроле менаџера. Заправо, недостатак контроле власника се може надокнадити активним тржиштем корпоративне контроле кроз процесе непријатељских преузимања која имају кључну улогу у дисциплиновању менаџера у англосаксонском подручју.

Међутим, у условима недовољно развијеног тржишта корпоративне контроле, примењује се концентрација власништва као механизам контроле менаџера, што представља основну карактеристику континенталноевропског модела. У Јапану, Немачкој и земљама континенталне Европе власништво је сконцентрисано у рукама већинских власника (*блокхолдера*), због чега је ефекат концентрације власништва на

перформансе јачи. Овакво схватање се може објаснити чињеницом да концентрација власништва доводи до јаке контроле процеса одлучивања од стране великих *блокхолдера*. Улога већинског или контролног власника је да активно контролише менаџере и утиче на ублажавање проблема колективног избора. Мотивисаност већинског или контролног власника да обавља активну улогу у решавању агенцијског проблема, огледа се у стицању *заједничких* и *личних (приватних) користи од контроле*. Ипак, поред предности које настају као последица појачаног мониторинга и контроле менаџера, концентрација власништва има одређене недостатке. Основни недостатак се огледа у експропријацији права мањинских власника, јер се мањински акционари доводе у неповољан положај у односу на већинског или контролног власника. Полазећи од анализираних ефеката дисперзије и концентрације власништва, може се извести закључак да у зависности од ефеката мониторинга и потребе за ликвидношћу, оба система могу бити успешна.

Поред степена концентрације, посебан значај има тип власништва. До трансформације у структури власништва је дошло тако што су индивидуалне инвеститоре заменили пензиони фондови, осигуравајуће компаније и инвестициони фондови. Ова промена у структури власништва је представљала основу даљег развоја „институционалног капитализма“. Заправо, може се уочити значајан раст институционалног власништва, јер су концентрација власништва, а стога и моћ, сконцентрисани у јако малом броју акционара, посебно институционалних инвеститора, који имају активну улогу у развијању принципа добре праксе корпоративног управљања. Пораст власништва институционалних инвеститора довео је до повећања власничког активизма који се схвата као низ активности које власници спроводе како би утицали на менаџмент и управне одборе да доносе одлуке у њиховом интересу. Инвеститорски активизам се испољава кроз употребу моћи инвеститора да директно утичу на стратегијски правац деловања и перформансе компаније. Такође, модификације једноставних корпоративних структура у којима постоји један управљачки ентитет, довеле су до развоја савремених корпоративних структура које одликују комплексне структуре власништва. Удруживање у различите облике пословних група представља механизам помоћу кога контролни акционари стичу већу моћ и тако повећају вероватноћу експропријације мањинских акционара.

Полазећи од различитих карактеристика модела корпоративног управљања, са становишта степена концентрације и типа власништва, могу се извести одређени закључци у погледу утицаја структуре власништва на перформансе компанија.

Основна претпоставка је да концентрација власништва смањује агенцијске конфликте између власника и менаџера и позитивно утиче на перформансе компаније. Међутим, резултати емпиријских истраживања односа између концентрације власништва и перформанси компаније не подржавају увек хипотезу да велики акционари врше активан мониторинг који доприноси повећавању профитабилности компанија, већ показују да тај однос може да варира. Имајући у виду да се успостављање корелације између наведених варијабли и перформанси компанија значајно разликује између појединих земаља, може се извести закључак да ефекат концентрације власништва на перформансе зависи од институционалног оквира и модела корпоративног управљања.

Поред ефеката концентрације власништва, тип власништва представља важну детерминанту перформанси компаније. Постоје бројни емпиријски докази да однос између великих власника и перформанси компаније често зависи од тога ко су велики акционари, односно ком типу власништва припадају. Најбројнија су истраживања у којима се испитује утицај *инсајдерског* или *менаџерског власништва*, на основу којих се може извести генерални закључак да је повећање инсајдерског власништва повезано са опадањем вредности компаније, уз ограничење да се резултати који показују однос између инсајдерског власништва и перформанси разликују, у зависности од индикатора који се користе. По питању импликација институционалног власништва, ставови су још увек неусаглашени. Изведени закључци се доминантно односе на развијене економије.

Ипак, треба нагласити да је испитивање утицаја структуре власништва на перформансе посебно значајно у транзиционим економијама. Полазећи од општег става да приватно власништво доводи до побољшања перформанси, испитивање промена структуре власништва као последице процеса приватизације, са посебним освртом на ефекте промена државне у приватну својину, има значајне импликације за унапређење корпоративног управљања у транзиционим економијама. Сходно различитим варијацијама постприватизационих ефеката у зависности од контекста и услова у којима је приватизација извршена, може се извести закључак да се најбољи ефекти остварују када постоји умерена концентрација власништва. С обзиром да транзиционе економије још увек покушавају да пронађу „прави модел“ корпоративног управљања, значајан допринос се огледа у извођењу закључка да умерена концентрација власништва даје најбоље ефекте на перформансе компанија.

Такође, тип власника и величина удела утичу на перформансе. Власништво страних инвеститора се најчешће повезује са бољим перформансама, док се државно

власништво повезује са лошијим перформансама. Међутим, полазећи од чињенице да структура власништва представља само један од релевантних фактора који утичу на перформансе, будућа истраживања у транзиционим економијама би требало да укључе међузависност различитих аспеката структуре управљања у новоприватизованим компанијама, као што су структура управног одбора и компензација менаџера са структуром власништва.

Кроз сучељавање различитих теоријских претпоставки и критичко разматрање резултата емпиријских истраживања, анализа модела корпоративног управљања у развијеним и транзиционим економијама, показује да се могу уочити важне разлике, не само по питању структуре власништва, већ и са становишта улога и одговорности управног одбора као другог важног интерног механизма корпоративног управљања. Сходно полазним теоријским перспективама, могу се извести различити ставови по питању улога и одговорности управног одбора. Према *агенцијској теорији* и *легалистичком прилазу*, интереси власника и менаџера могу бити различити, а основна улога управног одбора је ублажавање агенцијског проблема кроз надгледање и контролу рада менаџмента. Као критички одговор на основне претпоставке агенцијске теорије, развијена је *теорија услужности*, утемељена на претпоставци да интереси менаџера и власника не морају да буду различити и да управни одбор има улогу да помогне менаџерима у процесу формулисања стратегија, а не само у оцени и одобравању стратегије. Поред оцене и мониторинга рада менаџера, управни одбор треба да има активну улогу у процесу стратегијског одлучивања. У почетку, стратегијска улога управног одбора се односила само на активности оцене и одобравања стратегије која је у надлежности менаџмента. Међутим, бројни принципи и стандарди корпоративног управљања, формулисани у циљу унапређења корпоративног одлучивања, се односе на појачавање стратегијске одговорности управног одбора. Управни одбор као стратегијски партнер менаџменту компаније, треба активно да учествује у стратегијском развоју компаније.

Паралелно са развојем стратегијске улоге управног одбора, мењало се и схватање фактора који имају доминантан утицај на ефективност управног одбора. Традиционална истраживања у области корпоративног управљања наглашава су значај контролне улоге управног одбора, а као релевантни фактори ефективности управних одбора издвојени су фактори структуре - композиција, лидерска структура и величина управних одбора. Међутим, иако је према традиционалним истраживањима структура кључни фактор ефективности управног одбора, са еволуцијом улога управног одбора и појачавањем стратегијске одговорности

управног одбора, развој бихевиористичке перспективе истраживања у области корпоративног управљања, потврђује да права структура управног одбора јесте потребан, али не и једини услов ефективности управног одбора. Бихевиористички приступ обухвата истраживање процеса унутар управних одбора и бихевиористичких карактеристика чланова управних одбора. Разноликост и непотпуност резултата емпиријских студија које су се бавиле изолованим испитивањем структуре и процеса унутар управних одбора, доводе до развоја новог приступа у истраживању, који обједињује структуралне и процесне варијабле и упућује на закључак да њихов заједнички утицај опредељује степен ефективности управних одбора у обављању контролне и стратегијске улоге.

Иако наведени приступ представља искорак у односу на претходна истраживања, контрадикторност резултата емпиријских студија и бројни корпоративни скандали указују на потребу за дубљим истраживањем улоге управног одбора у процесу стратегијског одлучивања. Иако су заговорници традиционалне перспективе истицали важност контролне улоге управног одбора, анализа улоге управног одбора у процесу стратегијског одлучивања, дефинисана као степен укључености управног одбора у доношење стратегијских одлука које детерминишу стратегијски развој компаније, представља важно истраживачко подручје.

У истраживању проблема стратегијске укључености управног одбора, посебно се испитује утицај најважнијих структуралних варијабли (композиција, дуалитет позиција и величина управног одбора). Контрадикторни закључци се најчешће односе на композицију управног одбора: са становишта контролне улоге управног одбора, треба смањити број *инсајдера*, јер то смањује њихову способност објективне контроле и мониторинга рада менаџера; међутим, са становишта укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања, управни одбори које доминантно чине од инсајдера имају већи приступ релевантним информацијама и у већој мери су упознати са стратегијским приоритетима. Сходно наведеним ставовима, може се извести закључак да су истраживања о укључености управног одбора у доношење стратегијских одлука утемељена на две главне теоријске перспективе: агенцијску перспективу и перспективу стратегијског избора. И док је прва перспектива усмерена на истраживање начина на који управни одбори могу да спрече менаџере да развију корпоративне стратегије којима ће остварити личне интересе на рачун интереса акционара, перспектива стратегијског избора приоритет даје доприносу чланова управног одбора у развоју и селекцији стратегијских одлука. Иако се суштински разликују, обе перспективе наглашавају

значај разумевања начина на који је управни одбор укључен у процес стратегијског одлучивања.

Поред композиције управног одбора, полазећи од анализе управног одбора као групе која доноси важне одлуке, питање ефективности одлучивања је уско повезано са величином управног одбора као групе. Генерални закључак је да се са порастом величине групе смањује степен партиципације појединачних чланова, њихова мотивација за рад у групи, као и да долази до већих проблема у координацији и управљању радом групе. Поред утицаја композиције и величине управног одбора, са становишта процеса стратегијског одлучивања, може се потврдити претпоставка да дуалитет позиција негативно утиче на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања.

Са развојем бихевиористичке перспективе, потврђен је утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора и процеса унутар управног одбора на контролну улогу управног одбора, као и на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања. Ипак, иако резултати емпиријских студија углавном потврђују да постоји повезаност између бихевиористичких компоненти и стратегијске улоге управног одбора, природа повезаности наведених варијабли још увек није у довољној мери истражена.

Комбиновање различитих теоријских перспектива у истраживању улоге управног одбора у стратегијском одлучивању омогућава разумевање различитих фактора који утичу на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања. У компанијама у којима је управни одбор активно укључен у процес стратегијског одлучивања, чланови управног одбора заједно са топ менаџментом учествују у дефинисању стратегијског развоја компаније, а не само у оцени стратегијских алтернатива. Супротно, када управни одбор има пасивну улогу то значи да искључиво топ менаџмент предлаже и креира стратегијске алтернативе, а управни одбор има улогу у оцени понуђених стратегијских алтернатива.

Анализа теоријских модела и резултата бројних емпиријских студија показује да разлике у степену укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања треба анализирати са становишта међузависности структуре власништва и управног одбора као комплементарних интерних механизма корпоративног управљања. Имајући у виду да су истраживања у области корпоративног управљања или ретко обухватала анализу структуре власништва као релевантне претпоставке процеса стратегијског одлучивања и опредељивања стратегијских избора, или су

импликације и закључци исувише поједностављени и недовољно свеобухватни, развој интегративног модела има посебан практични значај. Међузависност интерних механизма корпоративног управљања и стратегијских избора, односно испреплетаност структуре власништва, управног одбора и исхода стратегијског одлучивања представља изазовну истраживачку област која је у фази развоја.

Усвајање интегративног приступа доприноси развоју нове перспективе истраживања у разумевању комплексног односа између структуре власништва и управног одбора као интерних механизма корпоративног управљања. Структура власништва представља мултидимензионални феномен, чији различити аспекти (степен концентрације, хетерогеност интереса, тип власништва) утичу на стратегијску улогу управног одбора. Овакав приступ у истраживању међузависности механизма корпоративног управљања продубљује разумевање „мапирања односа“ између структуре власништва, управног одбора и стратегијског одлучивања на три различита начина.

Прво, развијен је истраживачки модел који показује да стратегијски избори зависе од структуре власништва (која у анализу укључује степен концентрације, различите типове власника и хетерогеност интереса) и медијаторске улоге управног одбора. Уочена међузависност се може објаснити на следећи начин: Иако је у области стратегијског менаџмента полазна претпоставка да власници теже да максимизирају профит, различити типови власника (институционални инвеститори, корпоративно власништво, породично власништво, индивидуални инвеститори) могу имати различите циљеве. Максимизација профита се може дефинисати као циљ када су тржишта потпуна. Међутим, када су тржишта непотпуна, власници могу имати конфликтне циљеве у вези избора корпоративне стратегије због различитих преференција у погледу преузимања ризика и управљања новчаним токовима. Стога, структуру власништва треба посматрати кроз удео у власништву различитих типова власника који могу да имају различите циљеве и склоност ка преузимању ризика, што детерминише структуру и улоге управног одбора.

Другим речима, у циљу усклађивања корпоративне стратегије са корпоративним управљањем, доносиоци стратегијских одлука треба да узму у обзир циљеве већинских власника, перцепцију ризика и временске преференције. Корпоративне стратегије које не одговарају циљевима корпоративног управљања су неодрживе, јер немају подршку крајњих доносиоца одлука. У датом контексту, улога управног одбора у стратегијском одлучивању и опредељивању корпоративне стратегије је повезана са типом власништва, а приступ обједињеног поређења различитих типова

власништва нуди основу за даља истраживања о типологији власништва и утицају на остале механизме корпоративног управљања.

Друго, потврђује се став да структура власништва објашњава избор чланова управног одбора. Разумевање односа између структуре власништва и композиције управног одбора почива на мултитеоријској перспективи, према којој различити типови власника имају различите императиве, који одређују њихове преференције код избора чланова управног одбора и одлука које доносе. Овакав приступ пружа образложење раније изведених контрадикторних закључака о односу између структуре власништва и композиције и улога управног одбора. Приступ у коме се структура власништва издваја као критична детерминанта композиције управног одбора се разликује од претходних истраживања у којима су се као најважније детерминанте анализирале структуралне карактеристике управног одбора. Изведени закључци показују да је структура власништва важан предиктор композиције управног одбора и последично, доминантне улоге управног одбора. Такође, структура власништва и управни одбор се посматрају као комплементарни механизми корпоративног управљања који су уско повезани са процесом стратегијског одлучивања, што представља својеврстан искорак у односу на ставове истраживача који су сматрали да ова два механизма треба посматрати као субституते.

Треће, анализа композиције и улоге управног одбора као зависних варијабли у односу на структуру власништва, а не искључиво у односу на већинског или контролног власника пружа богатији контекст разматрања. Такође, ослањање на теорију зависности од ресурса и бихевиористичку теорију, а не само на агенцијску теорију, у разумевању међузависности структуре власништва, управног одбора и процеса стратегијског одлучивања доводи до развијања нових истраживачких модела који имају већу аналитичку моћ и упућују на закључак да је степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања детерминисан структуралним варијаблама управног одбора (композиција, величина и дуалитет позиција) које зависе од структуре власништва, мерене степеном концентрације и типом власништва. То значи да се питање улога управног одбора и степена укључености у процес стратегијског одлучивања не сме посматрати парцијално и изоловано као што је наглашавала традиционална истраживачка перспектива. Питање ефективности управног одбора у обављању како контролне, тако и стратегијске улоге управног одбора треба анализирати у контексту међузависности механизма корпоративног управљања и стратегијских избора. Изведени закључци представљају добру основу за разумевање начина на који акционари са

дивергентним интересима утичу на укљученост управног одбора у процес стратегијског одлучивања.

Сходно основним теоријским импликацијама и развијеном истраживачком моделу, закључци емпиријског истраживања у Србији, као транзиционој економији која је још увек на путу развоја механизма корпоративног управљања, су само делимично у складу са полазним претпоставкама. Узроке треба тражити у чињеници да се модели корпоративног управљања тржишних економија не могу *a priori* применити у транзиционим земљама које се по карактеристикама и степену развијености правног и економског система битно разликују. Развој модела и механизма корпоративног управљања, зависи од политичког и институционалног оквира земље, као и њених историјских и културних специфичности.

Емпиријско истраживање у предузећима у Србији је спроведено у циљу истраживања кључних фактора који утичу не само на контролу менаџера, већ и на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања, што представља спону између корпоративног управљања и стратегијског менаџмента. Добијени резултати показују да степен концентрације власништва утиче на степен заштите интереса власника и да висока концентрација власништва представља механизам заштите интереса већинског власника, што у потпуности одговара резултатима сличних истраживања спроведених у другим земљама. Међутим, по питању конфликта интереса између већинског и мањинских власника, као последице концентрације власништва, постоји неусаглашеност добијених резултата. Уочена одступања од теоријских претпоставки се могу објаснити чињеницом да се овакав став не може генерализовати, јер су сва предузећа у узорку са концентрисаном структуром власништва. Поред утицаја концентрације власништва на степен заштите интереса власника и контролу менаџера, потврђена је међузависност концентрације власништва и степена укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања.

Са становишта анализе утицаја структуралних варијабли на улоге управног одбора, потврђена је међузависност величине управног одбора и контролне и стратегијске улоге. Такође је потврђена међузависност композиције и лидерске структуре управног одбора и степена укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања. Добијени резултати показују да већу стратегијску укљученост имају управни одбори са мањим бројем независних чланова. Када постоји дуалитет позиција, управни одбор је у већој мери укључен у доношење стратегијских одлука у односу на предузећа код којих постоји раздвајање наведених позиција. Изведени

закључци су у складу са теоријским претпоставкама и резултатима сличних истраживања у другим земљама.

Поред структуралних карактеристика управног одбора, делимично је потврђен утицај бихевиористичких карактеристика чланова управног одбора и процеса унутар управног одбора на степен укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања. На основу анализе утицаја наведених бихевиористичких карактеристика и процеса на стратегијску улогу и контролну улогу управног одбора, може се извести став да се бихевиористичке варијабле, у статистички значајној мери, могу повезати са степеном укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања, али не и са контролном улогом управног одбора.

Резултати емпиријског истраживања базираног на интегративном приступу и изведени закључци представљају користан оквир за унапређење механизма корпоративне контроле и боље разумевање међусобне повезаности корпоративног управљања и процеса стратегијског одлучивања. Ипак, интегративни оквир истраживања међусобне зависности механизма корпоративног управљања и стратегијског одлучивања отвара нова питања и указује на потребу за дубљим истраживањем фактора који детерминишу стратегијски развој компаније, као смерницама за будућа истраживања.

РЕФЕРЕНЦЕ

1. Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48, 58–107.
2. Aguilera, R. V. & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: What is the trigger? *Organization Studies*, 25, 415–443.
3. Aguilera, R. V. & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465.
4. Ahimud, Y. & Lev, B. (1999). Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification? *Strategic Management Journal*, 20, 1063–1069.
5. Allen, F. & Zhao, M. (2007). The corporate governance model of Japan: Shareholders are not rulers. *University of Pennsylvania Working Paper*, pp. 1-18. Available at <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Japan-Corporate-Governance.pdf>
6. Алексић, Д. (2012). *Нови оквир за корпоративно управљање*. Доступно на <http://www.bep.rs/documents/news/2012-03-06-novi-okvir-za-korporativno-uvavljanje.pdf>
7. Amason, A.C. (1996). Distinguishing the effects of functional and dysfunctional conflict on strategic decision making: resolving a paradox for top management teams. *Academy of Management Journal*, 39(1), 123–148.
8. Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209–237.
9. Andrews, K. (1980). Directors' responsibility for corporate strategy. *Harvard Business Review*, November–December, 112–119.
10. Andrews, K. (1981). Replaying the board's role in formulating strategy. *Harvard Business Review*, May–June, 18–26.
11. Ansoff, I. (1987). The emerging paradigm of strategic behavior. *Strategic Management Journal*, 8, 501-515.
12. Argote, L. & Greve, H.R. (2007). A behavioral theory of the firm – 40 years and counting: Introduction and impact. *Organization Science*, 18, 337–349.
13. Armstrong, J. (1982). The value of formal planning for strategic decisions: Review of empirical research. *Strategic Management Journal*, 3, 197-211.
14. Arthurs, J. D., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W., & Johnson, R. A. (2008). Managerial agents watching other agents: Multiple agency conflicts regarding under pricing in IPO firms. *Academy of Management Journal*, 51(2), 277–294.
15. Astley, W.G., Axelsson, R., Butler, R.J., Hickson, D.J., & Wilson, D.C. (1982). Complexity and cleavage: dual explanations of strategic decision-making. *Journal of Management Studies*, 19, 357-375.
16. Ayuso, S., & Argandoña, A. (2007). Responsible corporate governance: Towards a stakeholder board of directors? *Business School Working Paper*, No.701, Available at <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0701-E.pdf>
17. Бабић, В. (1995). *Стратегијско одлучивање*. Институт за економику и финансије, Београд

18. Бабић, В. (1995). Реинжењеринг управљачких процеса у предузећу. У Ж. Стефановић (ред.), *Менаџмент и трансформација предузећа* (сс. 61-79), Економски факултет, Крагујевац
19. Бабић, В. (1998). Стратегијска одговорност управних одбора у процесу трансформације предузећа. У Ж. Стефановић (ред.), *Управљање кључним аспектима трансформације предузећа* (сс. 54-61), Економски факултет, Крагујевац
20. Бабић, В. (2001). Развој механизма корпоративног управљања у постприватизационом периоду. *Изазови трансформације у реалном и финансијском сектору* (сс. 153-163), Нишко саветовање, Ниш
21. Бабић, В. (2001). Кључни аспекти управљачког реструктурирања предузећа у процесу транзиције. *Економист*, 34(2), 133-143.
22. Бабић, В. (2003). Корпоративно управљање – кључни елемент реформи у земљама транзиције. У И. Росић (ред.), *Институционалне промене као детерминант привредног развоја Србије* (сс. 289-301), Економски факултет, Крагујевац
23. Бабић, В. (2004). Значај институција корпоративног управљања за економије у транзицији. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције* (сс. 3-23), Економски факултет, Крагујевац
24. Бабић, В. (2006). Корпоративно управљање у условима концентрације и дисперзије власништва. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције - власништво, контрола, менаџерске компетенције* (сс. 3-33), Економски факултет, Крагујевац
25. Бабић, В. (2008). *Увод у менаџмент*. Економски факултет, Крагујевац
26. Babić, V. (2010). Corporate governance in transition economies. *Теме*, 34, 555-568.
27. Babić, V., Nikolić, J., & Erić, J. (2011). Rethinking board roles performances: Toward integrative model. *Economic Annals*, 190, 140-162.
28. Бабић, В. & Николић, Ј. (2011). Утицај структуре власништва на перформансе корпорација: поређење тржишних и транзиционих економија. У Н. Јанићијевић и Ловрета, С. (ред.), *Нови методи менаџмента и маркетинга у подизању конкурентности српске привреде* (сс. 75-85), Економски факултет, Београд
29. Бабић, В. & Николић, Ј. (2013). Ефекти промена структуре власништва: искуства транзиционих економија. У Н. Јанићијевић и Ловрета, С. (ред.), *Конкурентност предузећа у Србији* (сс. 71-89), Економски факултет, Београд
30. Bailey, B.C. & Peck, S.I. (2013). Boardroom strategic decision-making style: Understanding the antecedents. *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 131-146.
31. Barclay, M. & Holderness, C. (1989). Private benefits of control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25, 371-395.
32. Barclay, M. & Holderness, C. (1991). Negotiated block trades and corporate control. *Journal of Finance*, 46, 867-878.
33. Barid, I.S. & Thomas, H. (1985). Toward contingency model of strategy risk taking. *Academy of Management Review*, 10, 230-243.
34. Barney, J. B. & Arian, A.M. (2006). The Resource-based view: Origins and implications in (Ed.) Hitt, A.M., Freeman, R.E., & Harrison, S.J., *The Blackwell Handbook of Strategic Management*, Available at: <http://www.scribd.com/doc/29513449/Strategic-Management>
35. Baum, J.R. & Wally, S. (2003). Strategic decision speed and firm performance. *Strategic Management Journal*, 24(11), 1107 – 1129.

36. Baysinger, B. D. & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15, 72–87.
37. Bazemer, P., Maassen, G. F., Van den Bosch, F. A. J., & Volberda, H. W. (2007). Investigating the development of the internal and external device task of non-executive directors: The case of the Netherlands (1997–2005). *Corporate Governance: An International Review*, 15, 1119–1130.
38. Bebchuk, L. & Fried, J. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 71–92.
39. Bebchuk, L. A. & Cohen, A. (2005). Cost of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78, 409–433.
40. Bebchuk, L.A. & Roe, M.J. (1999). A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, 52, 127–170.
41. Becht, M., Bolton, P., & Roell, A. (2005). Corporate governance and control. *ECGI Working Paper Series in Finance - Working Paper N^o. 02/2005*, pp. 1–128. Available at http://www.wu.ac.at/europainstitut/iqv/mitarbeiter/gugler/cg_bechtboltonroell.pdf
42. Becht, M., Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. (2007). Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK focus fund. *ECGI Working Paper* Available at http://sites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic142782.files/03_07_07_franks.pdf
43. Bennedsen, M., Kongsted, H.C., & Nielson, K.M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1098–1109. Available at <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.09.016>
44. Bezemer, P., Nicholson, G.J., & Pugliese, A. (2013). *Inside the boardroom: exploring board member interactions*. Available at <http://eprints.qut.edu.au/60572/2/60572.pdf>
45. Blair, M. & Stout, L. (2001). Corporate accountability: Director accountability and the mediating role of the corporate board. *Washington University Law Review*, 79(2), 403–447.
46. Boeker, W. & Goodstein, J. (1991). Organizational performance and adaptation: Effects of environment and performance on changes in board composition. *Academy of Management Journal*, 34, 805–826.
47. Bolkestein, F. (2003). *The Challenge of the 13th Takeover Directive in the EU, Report*. Centre for European Policy Studies (CEPS) Conference, Brussels
48. Boubakri, N. & Cosset, J.C. (1998). The financial and operating performance of newly-privatized firms: Evidence from developing countries. *Journal of Finance*, 53 (3), pp. 1081–1110.
49. Boubakri, N., Cosset, J.C., & Guedhami, O. (2001). Liberalization, corporate governance and the performance of newly privatized firms. *William Davidson Institute Working Paper*, No. 419, pp. 1–58. Available at <http://neumann.hec.ca/cref/pdf/c-04-03e.pdf>
50. Bourgeois, L.J. & Brodwin, D.R. (1984). Strategic implementation: five approaches to an elusive phenomenon. *Strategic Management Journal*, 5(3), 241–264.
51. Bourgeois, L.J. & Eisenhardt, K. M. (1988). Strategic decision processes in high velocity environments: four cases in the microcomputer industry. *Management Science*, 34(7), 816–835.
52. Bourgeois, L.J. (1985). Strategic goals, perceived uncertainty, and economic performance in volatile environments. *Academy of Management Journal*, 28, 548–573.
53. Brunsson, N. (1982). The irrationality of action and action rationality: decision, ideologies and organization actions. *Journal of Management Studies*, 19, 29–44.

54. Cadbury, A.(1992). *Report of the Committee on Corporate Governance*. Gee Publishing, London
55. Carpenter, M. A. & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal*, 44, 639–660.
56. Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 26(2), 33–50.
57. Chaffee, E. (1985). Three models of strategy. *Academy of Management Review*, 10, 89–98.
58. Cheunga, A. & Weib, J. (2006). Insider ownership and corporate performance: Evidence from the adjustment cost approach. *Journal of Corporate Finance*, 12, 906–925.
59. Ђировић, М. (2007). *Финансијска тржишта, инструменти, институције и технологије*. Научно друштво Србије, Београд
60. Claessens, S. & Djankov, S. (1999). Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, 27 (3), 498-513.
61. Claessens, S. & Djankov, S. (1998). Politicians and firms in seven Central and Eastern European countries. *Policy Research Working Paper WPS 1954*, World Bank, Available at <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-1954>
62. Claessens, S. (1997). Corporate governance and equity prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics. *Journal of Finance*, 52, 1641-1658.
63. Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81–112.
64. Clarke, T & dela Rama, M. (2008). *Fundamentals of corporate governance*. SAGE Publications, London. Available at <http://www.ccg.uts.edu.au/pdfs/fundamentals-of-cg.pdf>
65. Coffee, J.C. (1991). Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review*, 91, 1277–1366. Available at <http://www.jstor.org/stable/1123064>
66. Cohen, M., March, J., & Olsen, J. (1972). A garbage can model of organizational choice. *Administrative Science Quarterly*, 17, 1-25.
67. Conger, J. A., Lawler, E. E., & Finegold, D. L. (2001). *Corporate boards: New strategies for adding value at the top*. Jossey-Bass Publishers, San Francisco, CA
68. Cox, P., Brammer, S. & Millington, A. (2004). An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 52, 27–43.
69. Cravens, K. S. & Wallace, W. A. (2001). A framework for determining the influence of the corporate board of directors in accounting studies. *Corporate Governance: An International Review*, 9, 2–24.
70. Crepci, R. & Renneboog, L. (2010). (Institutional) shareholder activism new? Evidence from UK shareholder coalitions in the Pre-Cadbury era. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 274-295.
71. Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 12(2), 84-94.

72. D'Souza, J., Megginson, W., & Nash, R. (2001). *Determinants of performance improvements in privatized firms: The role of restructuring and corporate governance*. Available at <http://faculty-staff.ou.edu/M/William.L.Megginson-1/prvsources.pd>
73. Dahya, J., Lonie, A. A., & Power, D. M. (1996). The case for separating the roles of chairman and CEO: an analysis of stock market and accounting data. *Corporate Governance: An International Review*, 4, 71-77.
74. Daily, C. M. & Dalton, D. R (1994). Corporate governance and bankrupt firm: An empirical assessment. *Strategic Management Journal*, 15, 393-401.
75. Daily, C. M. (1995). The relationship between board composition and leadership structure and bankruptcy reorganization outcomes. *Journal of Management*, 21, 1041-1056.
76. Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28, 371-382.
77. Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellestrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.
78. Dankova, P. (2006). Contemporary corporate governance: Shifting of the accents. *Economic Annals*, 169, 43-61.
79. Davis, J. H., Schoorman, D. F., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
80. Dean, J.W. & Sharfman, M.P. (1993). Procedural rationality in the strategic decision-making process. *Journal of Management Studies*, 30(4), 587 – 610.
81. Dean, J.W. & Sharfman, M.P. (1996). Does decision process matter? A study of strategic decision-making effectiveness. *Academy of Management Journal*, 39(2), 368 – 396.
82. Dehaene, A., De Veayst, V., & Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board composition in Belgium. *Long Range Planning*, 34, 383-398.
83. Demb, A. & Neubauer, F.F. (1992). The corporate board: Confronting the paradoxes. *Long Range Planning*, 25(3), 9-20.
84. Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
85. Denis, D. & McConnell, J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1-36.
86. Desender, A.K. Aguilera, V.R., Crespi, R., & Garc'ia-Cestona, M. (2013). When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34, 823-842.
87. Dess, G.G, Lumpkin, G.T., & Eisner, B.A. (2007). *Strategijski menđment*. Data status, Beograd
88. Deutsch, Y. (2005). The impact of board composition on firms' critical decisions: A meta analytic review. *Journal of Management*, 31, 424-444.
89. Домановић, В. (2004). Тржиште корпоративне контроле – механизми преузимања и стратегије одбране. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције* (сс. 128-148), Економски факултет, Крагујевац
90. Donaldson, L. & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or Agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49-64.
91. Donaldson, L. & Davis, J. H. (1994). Boards and company performance: research challenges the conventional wisdom. *Corporate Governance: An International Review*, 14, 57-74.

92. Douma, S., Rejcie, G., & Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27, 637–657.
93. Doytch, N. & Cakan, E. (2011). Growth effects of mergers and acquisitions: A sector - level study of OECD countries. *Journal of Applied Economics and Business Research*, 1(3), 120-129.
94. Drees, J. M. & Heugens, P. P. (2013). Synthesizing and extending resource dependence theory: A meta-analysis. *Journal of Management*, 39(6), 1666-1698.
95. Dyck, A. & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 2, 537-600.
96. Eisenhardt, K. M. (1985). Control: organizational and economic approaches. *Management Science*, 31, 134–149.
97. Eisenhardt, K.M. & Zbaracki, M.J. (1992). Strategic decision making. *Strategic Management Journal*,13, 17-37.
98. Eisenhardt, K.M. (1989). Making fast strategic decisions in high velocity environments. *Academy of Management Journal*, 32(3), 543 – 576.
99. Eisenhrand, K.M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14, 57–74.
100. Elbanna, S. & Child, J. (2007). Influences on strategic decision effectiveness: Development and test of an integrative model. *Strategic Management Journal*, 28, 431 – 453.
101. Faccio, M. & Lang, L. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 365–695.
102. Faccio, M., Lang, L., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91, 54–78. Available at <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.336.6283&rep=rep1&type=pdf>
103. Fahey, L. (1981). On strategic management decision processes. *Strategic Management Journal*, 2, 43-60.
104. Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economics*, 88, 288-307.
105. Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-26.
106. Fan, J., Wei, J., & Xinzhong, X. (2011). Corporate finance and governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research. *Journal of Corporate Finance* ,17, 207–214.
107. Fee, C.E. & Hadlock, C.J. (2004). Management turnover across corporate hierarchy. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 3-38.
108. Fiegenger, M. K. (2005). Determinants of board participation in the strategic decisions of small corporations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 627–652.
109. Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: dimensions, measurement and validation. *Academy of Management Journal*, 35, 505–538.
110. Forbes, D. & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24, 489–505.
111. Franks, J. & Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, 40, 163-181.

112. Fredrickson, J. W. (1983). Strategic process research: Questions and recommendations. *Academy of Management Review*, 8, 565-575.
113. Fredrickson, J.W. & Iaquinto, A.L. (1989). Inertia and creeping rationality in strategic decision processes. *Academy of Management Journal*, 32(3), 516–542.
114. Fredrickson, J.W. (1984). The comprehensiveness of strategic decision processes: extension, observation, future decisions. *Academy of Management Journal*, 27(3), 445 – 466.
115. Fredrickson, J.W. (1985). Effects of decision motive and organization performance level on strategic decision processes. *Academy of Management Journal*, 28, 821-843.
116. Fredrickson, J.W. (1986). The strategic decision process and organization structure. *Academy of Management Review*, 11(2), 280-297.
117. Freeman, R.E. (1999). Divergent Stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), 233-236.
118. Freeman, E. R. & Phillips, R.A. (2002). Stakeholder theory: a libertarian defense. *Business Ethics Quarterly*, 12(3), 331-349.
119. Frooman, J. (1999). Stakeholder influence strategies. *Academy of Management Review*, 24(2), 191-205.
120. Frydman, R., Gray, C., Hessel, M., & Rapaczynski, A. (1999). When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in the transition economies. *The Quarterly Journal of Economics*, 114, 1153-1191.
121. Fulghieri, P. & Hodrick, L. S. (2006). Synergies and internal agency conflicts: The double edged sword of mergers. *Journal of Economics and Management Strategy*, 15, 549–576.
122. Gabrielsson, J. & Huse, M. (2004). Context, behavior and evolution. *International Studies of Management & Organization*, 34(2), 11–36.
123. Gaughan, P. (2007). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. USA, John Wiley & Sons, Available at http://f3.tiera.ru/2/F_Finance/FA_Accounting,%20Corporate/Gaughan%20P.A.%20Mergers,%20acquisitions,%20and%20corporate%20restructurings%20%28Wiley,%202007%29%28ISBN%200471705640%29%28639s%29_FA_.pdf
124. Gedajlovic, E. & Shapiro, D. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19, 533–553.
125. Gedajlovic, E., Lubatkin, M. H., & Schulze, W. S. (2004). Crossing the threshold from founder management to professional management: a governance perspective. *Journal of Management Studies*, 41, 899–912.
126. Goergen, M., Martynova, M., & Renneboog, L., (2005). Corporate governance convergence: Evidence from takeover regulation. *ECGI Working Paper Series in Law: Low Working Paper*, No. 33/2005, pp. 1-36. Available at http://www.rieti.go.jp/en/events/05091301/pdf/4-2_goergen_paper.pdf
127. Goergen, M. & Renneboog, L. (2003). Why are the levels of control (so) different in German and U.K. companies? Evidence from initial public offerings. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 19(1), 141-175.
128. Golden, B. R. & Zajac, E. J. (2001). When will boards influence strategy? Inclination, power and strategic change. *Strategic Management Journal*, 22, 1087–1111.
129. Goll, I. & Rasheed, A. (1997). Rational decision-making and firm performance: The moderating role of environment. *Strategic Management Journal*, 18, 583–591.

130. Goodpaster, K. & Holloran, T. (1994). In defense of a paradox. *Business Ethics Quarterly*, 4, 423–429.
131. Goodpaster, K.E. (1991). Business ethics and stakeholder analysis. *Business Ethics Quarterly*, 1, 53-74.
132. Goodstein, J. & Boeker, W. (1992). Turbulence at the top: A new perspective on governance structure changes and strategic change. *Academy of Management Journal*, 34, 306–330.
133. Gorton, G. & Schmid, F. (2000). Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial Economics*, 58 (1/2), 29–80.
134. Goshal, S. & Moran, P. (1996). Bad for practice: A critique of the transaction theory. *The Academy of Management Review*, 21(1), 13-47.
135. Grandori, A. (1984). A prescriptive contingency view of organizational decision making. *Administrative Science Quarterly*, 29, 192-209.
136. Greenbury, R. (1995). *Directors's Remuneration*, Gee &CO. Ltd., London
137. Gulati, R. & Westphal, J. D. (1999). Cooperative or controlling? The effects of CEO-board relations and the content of interlocks on the formation of joint-ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44, 473–506.
138. Guth, W. & MacMillan, I. (1986). Strategy implementation versus middle management self-interest. *Strategic Management Journal*, 7, 313-327.
139. Gutiérrez, M. & Tribó, J. A. (2004). Private benefits extraction in closely-held corporations: The case for multiple large shareholders. *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper 53/2004*, pp. 1-38.
140. Hambrick, C.D., Werder, V.A., & Zajac, J.E. (2008). New directions in corporate governance research. *Organizational Study*, 19(3), 381-385.
141. Hambrick, D.C. & Mason, P.A. (1984). Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9, 193-206.
142. Hampel, R. (1998). *Committee on Corporate Governance: Final Report*, Gee, London.
143. Hansmann, H. & Kraakman, R. (2001). The end of history for corporate law. *Law Journal*, 2, 439-469.
144. Hart, S. (1992). An integrative framework for strategy-making processes. *Academy of Management Review*, 17(2), 327 – 351.
145. Haunschild, P. R. & Beckman, C. M. (1998). When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence. *Administrative Science Quarterly*, 43, 815–844.
146. He, J. & Wang, H. (2009). Innovative knowledge assets and economic performance: the asymmetric roles of incentives and monitoring. *Academy of Management Journal*, 52(5), 919–938.
147. Heidrick & Struggles (2011). Challenging board performance. *European Corporate Governance Report 2011*, International Monetary Fund, pp. 1-54. Available at http://www.heidrick.com/~media/Publications%20and%20Reports/HS_EuropeanCorpGovRpt2011.pdf
148. Hendry, K. & Kiel, G. C. (2004). The role of the board in firm strategy: Integrating agency and organizational control perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 505-515.

149. Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2012). The Swedish corporate control model: convergence, persistence or decline? *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 212–227.
150. Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
151. Hilb, M. (2005). *New Corporate Governance*, Springer Berlin Heidelberg, New York
152. Hillman, A. J. (2005). Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, 31, 464–481.
153. Hillman, J., A., Withers, C. M., & Collins, J. B. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404 –1427.
154. Hilman, A.J. & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence theory. *Academy of Management Review*, 28, 383–396.
155. Hingorani, A., Lehn, K., & Makhija, A. (1997). Investor behavior in mass privatization: The case of the Czech voucher scheme. *Journal of Financial Economics*, 44 (3), 349-396.
156. Hitt, M.A. & Tyler, B.B. (1991). Strategic decision models: integrating different perspectives. *Strategic Management Journal*, 12, 327-351.
157. Holderness, C.G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. FRBNY *Economic Policy Review*, Available at <http://ftp.ny.frb.org/research/epr/03v09n1/0304hold.pdf>
158. Hopt, J. K. & Leyens, C.P. (2004). Board models in Europe - Recent developments of internal corporate governance structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy. *European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Research Paper Series 18/2004*, Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944##
159. Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45, 697–716.
160. Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., & Moesel, D. D. (1994). Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management Journal*, 37, 1207–1251.
161. Hough, J. & White, M. (2003). Environmental dynamism and strategic decision-making rationality: An examination at the decision level. *Strategic Management Journal*, 24 (5), 481-489.
162. Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance: An International Review*, 6, 101–111.
163. Huse, M. & Zattoni, A. (2008). Trust, firm life cycle, and actual board behaviour. *International Studies of Management & Organization*, 38, 71–97.
164. Huse, M. (1994). Board-management relations in small firms: The paradox of simultaneous independence and interdependence. *Small Business Economics*, 6, 55–72.
165. Huse, M. (2007). *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*, Cambridge: Cambridge University Press
166. Huse, M. (2009a). Building blocks in understanding behavioral perspectives of boards: Developing a research stream. In Huse, M. (Ed.), *The value creating board: Corporate governance and organizational behavior* (pp. 57-69). London, England: Routledge.

167. Huse, M. (2009b). The value creating board and behavioral perspectives. In Huse, M. (Ed.), *The value creating board: Corporate governance and organizational behavior* (pp. 3-10). London, England: Rutledge.
168. Huse, M. Hoskisson, R. Zattoni, A., & Vigano, R. (2011). New perspectives on board research: changing the research agenda. *Journal of Management and Governance*, 15, 5–28.
169. Iturralde, T., Maseda, A., & Arosa, B. (2011). Insiders ownership and firm performance - Empirical evidence. *International Research Journal of Finance and Economics*, 67, 118-129.
170. Jackson, G. & Moerke, A. (2005). Continuity and change in corporate governance: comparing Germany and Japan. *Corporate Governance*, 13(3), 351-361.
171. Јанићијевић, Н. (2003). Утицај националне културе на организациону структуру предузећа у Србији. *Економски анали*, 44(156), 45-66.
172. Јанићијевић, Н. (2008). *Организационо понашање*. Data status, Београд
173. Јанићијевић, Н. (2011). Утицај организационе културе на лидерство у организацији. *Економске теме*, XLIX(4), 527-543.
174. Јанићијевић, Н. (2012). Утицај организационе културе на контролу понашања у организацијама. *Економске теме*, 50(3), 283-300.
175. Јанићијевић, Н. (2013). Утицај националне културе на мотивацију, оцену перформанси и компензацију запослених. У Н. Јанићијевић и Ловрета, С. (ред.), *Конкурентност предузећа у Србији* (сс. 3-25), Економски факултет, Београд
176. Jensen, M. C. & Zajac, E. J. (2004). Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm. *Strategic Management Journal*, 25, 507–524.
177. Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48, 831–882.
178. Jensen, M.C. & Ruback, R.S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
179. 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.
180. Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellestrand, A. E. (1996). Boards of directors: a review and research agenda. *Journal of Management*, 22, 409–438.
181. Johnson, R. A. & Greening, D. W. (1999). The effects of corporate governance and institutional ownership types of corporate social performance. *Academy of Management Journal*, 42, 564-576.
182. Johnson, R. A., Hoskisson, R. E. & Hitt, M. A. (1993). Board of director involvement in restructuring: The effects of board versus managerial controls and characteristics. *Strategic Management Journal*, 14, 33–50.
183. Johnson, R. D. & Greening, D. W. (1999). The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. *Academy of Management Journal*, 42, 564–576.
184. Judge, W. Q. & Zeithaml, C.P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Journal*, 35, 766–794.
185. Kang, E. & Zardkoohi, A. (2005). Board leadership structure and firm performance. *Corporate Governance*, 13 (6), 785-799.

186. Kapopoulos, P. & Lazaretou, S. (2007). Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), 144–158.
187. Khanna, T. & Palepu, K. (2004). Globalization and convergence in corporate governance: Evidence from Infosys and the Indian software industry. *Journal of International Business Studies*, 35(6), 484–507.
188. Khanna, T. & Rivkin, W. (2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 22, 45–74.
189. Khanna, T., Kogan, J., & Palepu, K. (2006). Globalization and similarities in corporate governance: A cross-country analysis. *The Review of Economics and Statistics*, 88(1), 69–90.
190. Kim, Y. & Cannella, A.A. (2008). Toward a social capital theory of director selection. *Corporate Governance*, 16, 282-293.
191. Kosnik, R. D. (1987). Greenmail: A study of board performance in corporate governance. *Administrative Science Quarterly*, 32, 163–185.
192. Лабус, М . (2007). *Корпоративни сектор у Србији: Народни капитализам или тајкунизација*. Правни факултет Београд, Available at <http://www.ius.bg.ac.rs/prof/Materijali/labmir/Labus%20Korporativni%20sektor%20u%20SRbiji.pdf>
193. La Porta, R. & López-de-Silanes, F. (1999). Benefits of privatization - Evidence from Mexico. *Quarterly Journal of Economics*, 114 (3), 1193-1242.
194. La Porta, R., López de Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
195. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
196. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000a). Investor Protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 54, 471-517.
197. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, A. (2000b). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55, 1–33.
198. Lan, L.L. & Heracleous, L. (2010). Rethinking agency theory: The view from law. *Academy of Management Review*, 35, 294–314.
199. Lang, J. R. & Lockhart, D. E. (1990). Increased environmental uncertainty and changes in board linkage patterns. *Academy of Management Journal*, 33, 106-128.
200. Larcker, D. & Tayan, B. (2011). *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*. Pearson Education, Inc., New Jersey
201. Lawal, B. (2012). Board dynamics and corporate performance: Review of literature, and empirical challenges. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 22-35.
202. Leblanc, R. & Gillies, J. (2005). *Inside the boardroom*. Canada: John Wiley and Sons.
203. Leblanc, R. (2005). Assessing board leadership. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 654-666.
204. Levrau, A. & Van den Berghe, L. (2007a). Corporate governance and board effectiveness: Beyond formalism. *Vlerick Leuven Gent Working Paper Series 2007/3*. Available at http://www.feb.ugent.be/nl/Ondz/wp/Papers/wp_07_448.pdf
205. Levrau, A. & Van den Berghe, L. (2007b). Identifying key determinants of effective boards of directors. *Vlerick Leuven Gent Working Paper Series 2007/11*. Available at http://www.feb.ugent.be/nl/Ondz/wp/Papers/wp_07_447.pdf

206. Lin, C.P. & Chuang, C.M. (2012). Principal-Principal conflicts and IPO pricing in an Emerging Economy. *Corporate Governance: An International Review*, 19(6), 585–600.
207. Lins, K. & Servaes, H. (1999). International evidence on the value of corporate diversification. *Journal of Finance*, 54, 2215-2240.
208. Loizos, H. & Lan, L.L. (2010). Rethinking agency theory: The view from law. *Academy of Management Review*, 35, 294–314.
209. Loizos, H. & Lan, L.L. (2012). Agency theory, institutional sensitivity, and inductive reasoning: Towards a legal perspective. *Journal of Management Studies*, 49(1), 223-239.
210. Long, T., Dulewicz, V., & Gay, K. (2005). The role of the non-executive director: findings of an empirical investigation into the differences between listed and unlisted UK boards. *Corporate Governance*, 17(5), 667-679.
211. Lopez de Foronda, O., Lopez-Iturriaga, F., & Santamaria-Mariscal, M. (2007). Ownership structure, sharing of control and legal framework: International evidence. *Corporate Governance*, 15(6), 1130-1143.
212. Luoma, P. & Goodstein, J. (1999). Stakeholders and corporate boards: Institutional influences on board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 42, 553-563.
213. Lynall, M. D., Golden, B.R., & Hillman, J.A. (2003). Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view. *The Academy of Management Review*, 28 (3), 416-431.
214. Maassen, G. F. & Van den Bosch, F. A. J. (1999). On the supposed independence of two-tier boards: Formal structure and reality in the Netherlands. *Corporate Governance: An International Review*, 7, 31–37.
215. Maassen, G., (2000). *An International Comparison of Corporate Governance Models*, Spencer Stuart, Elst
216. Mace, M. (1976). Attracting new directors. *Harvard Business Review*, September–October, 46–51.
217. Machold, S. & Farguahar, S. (2013). Board task evolution: A longitudinal field study in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 147–164.
218. Makhija, A.K. & Spiro, M. (2000). Ownership structure as a determinant of share value: Evidence from newly privatized Czech firms. *Financial Review*, 35 (3), 1-32.
219. Mallin, C.A. (2010). *Corporate Governance*. Oxford University Press, Inc., New York
220. Manne, H. (1965). Mergers and market from corporate control. *Journal of Political Economy*, 75, 110-120.
221. Masulis, R.W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *Journal of Finance*, 62, 1851-1889.
222. Maury, B. & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1813–1834. Available at http://www.researchgate.net/publication/257211461_Multiple_large_shareholders_and_firm_value
223. McConnell, J.J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
224. McDonald, M. & Westphal, J.D. (2010). A little help here? Board control, CEO identification with the corporate elite, and strategic help provided to CEO at other firms. *Academy of Management Review*, 53, 343-370.

225. McNulty, T. & Pettigrew, A. (1999). Strategists on the board. *Organization Studies*, 20, 47–74.
226. Megginson, W., Nash, R., & Van Randenborgh, M. (1994). The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis. *Journal of Finance*, 49 (2), 403-452.
227. Megginson, W.L. & Netter, J.M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39, 321-389.
228. Милисављевић, М. (2003). *Савремени стратегијски менаџмент*. Институт економских наука, Београд
229. Miller, D & Friesen, P.H. (1983). Strategy making and environment: the third link. *Strategic Management Journal* 4(3), 221 – 235.
230. Milliken, F. & Martins, L. (1996). Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups. *Academy of Management Review*, 21, 402–433.
231. Minichilli, A., Zattoni, A., & Zona, F. (2009). Making boards effective: An empirical examination of board task performance. *British Journal of Management*, 20, 55–74.
232. Minichilli, A., Zattoni, A., Nielsen, S., & Huse, M. (2012). Board task performance: An exploration of micro and macro level determinants of board effectiveness. *Journal of Organizational Behavior*, 33, 193–215.
233. Minichilli, A., Zona, F., & Zattoni, A. (2009a). Board activity in large Italian companies: A behavioural perspective. In Huse, M. (Ed.), *The value creating board: Corporate governance and organizational behavior* (pp. 495-505). London, England: Rutledge.
234. Minichilli, A., Zona, F., & Zattoni, A. (2009b). Making boards effective: an empirical examination of board task performance. *British Journal of Management*, 20, 55- 74.
235. Mintzberg, H. & Waters, J. A. (1982). Tracking strategy in an entrepreneurial firm. *Academy of Management Journal*, 25, 465-499.
236. Mintzberg, H., Raisinghani, D., & Theoret, A. (1976). The structure of 'unstructured' decision processes. *Administrative Science Quarterly*, 21, 246-275.
237. Mintzberg, H. & McHugh, A. (1985). Strategy formation in an adhocracy. *Administrative Science Quarterly*, 30, 160-197.
238. Mintzberg, H. & Waters, J. (1985). Of strategies, deliberate and emergent. *Strategic Management Journal*, 6(3), 257-272.
239. Mintzberg, H. (1978). Patterns in strategy formation. *Management Science*, 24, 934-949.
240. Mintzberg, H. (1987). *The strategy concept I: Five Ps for strategy*. Available at <http://www3.uma.pt/filipejmsousa/ge/Mintzberg,%201987.pdf>
241. Mishkin, F. (2006). Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta. Data status, Београд
242. Mitchell, R., Shepherd, D., & Sharfman, M. (2011). Erratic strategic decisions: When and why managers are inconsistent in strategic decision making. *Strategic Management Journal*, 32, 683 – 704.
243. Mizruchi, M. S. & Stearns, L. B. (1994). A longitudinal study of borrowing by large American corporations. *Administrative Science Quarterly*, 39, 118-140.
244. Monks, R. & Minow, N. (2002). *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell Publishing.
245. Morck, R. & Nakamura, M. (1999). Banks and corporate control in Japan. *Journal of Finance*, 54, 319–339.

246. Morck, R., Nakamura, M., & Shivdasani, A. (2000). Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *Journal of Business*, 73, 539-567.
247. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and firm value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293-315.
248. Muller-Kahle, M. I. & Lewellyn, K. B. (2011). Did board configuration matter? The case of US subprime lenders. *Corporate Governance: An International Review*, 19, 405-417.
249. Muth, M. M. & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6, 5-29.
250. Nahavandi, A. & Malekzadeh, A.R. (1993). Leader style in strategy and organizational performance: An integrative framework. *Journal of Management Studies*, 30, 405-425.
251. National Association of Corporate Directors – NACD. (2008). Available at http://www.ecgi.org/codes/documents/nacd_key_agreed_principles_16oct2008_en.pdf
252. Nicholson, G. & Newton, C. (2010). The role of the boards of directors: perceptions of managerial elites. *Journal of Management and Organization*, 16, 201-218.
253. Nicodano, G. & Sembenelli, A. (2004). Private benefits, block transaction premiums and ownership structure. *International Review of Financial Analysis*, 13, 227-244.
254. Nienhüser, W. (2008). Resource Dependence Theory – How well does it explain behavior of organizations? Available at http://www.hampp-ejournals.de/hampp-verlag-services/get?file=/frei/mrev_1%2B2_2008_Nienhueser
255. Николић, J. & Ерић, J. (2011). Улога и врсте управних одбора у корпоративном управљању. *Менаџмент - часопис за теорију и праксу менаџмента*, 16 (60), 69-75.
256. Nikolić, J., Babić, V., & Erić, J. (2013). Ownership structure and corporate financial performance in Serbia: empirical evidence. *Actual Problems of Economics*, 9(147), 446-455.
257. Nonaka, I. (1988). Toward middle-up-down management: Accelerating information creation. *Sloan Management Review*, 29(3), 9-18.
258. Nooraie, M. (2008). Decision's magnitude of impact and strategic decision-making process output: the mediating impact of rationality of the decision-making process. *Management Decision*, 46, 640-655.
259. Nooraie, M. (2011). Decision's familiarity and strategic decision-making process output: the mediating impact of rationality of the decision-making process. *International Journal of Applied Decision Sciences (IJADS)* 4, 385-400.
260. Nooraie, M. (2012). Factors influencing strategic decision-making processes. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(7), 405-429.
261. Odenius, J. (2008). Germany's corporate governance reforms: Has the system become flexible enough? *IMF Working paper* 08/179, pp. 2-19. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08179.pdf>
262. OECD (2004). *Principles of Corporate Governance*. OECD Publication Service, Paris
263. Ong, C.H. & Wan, D. (2008). Three conceptual models of board role performance. *Corporate Governance*, 8(3), 317-329.
264. Ooghe, H. & DeLanghe, T. (2002). Anglo American versus the Continental European corporate governance model: empirical evidence of board composition in Belgium. *European Business Review*, 14(6), 437-449.
265. Papadakis, V., Lioukas, S., & Chambers, D. (1998). Strategic decision-making processes: The role of management and context. *Strategic Management Journal*, 19, 115-147.

266. Papadakis, V.M. (1998). Strategic investment decision processes and organizational performance: An empirical examination. *British Journal of Management*, 9(2), 115 – 132.
267. Павличић, Д. (2010). *Теорија одлучивања*. Центар за издавачку делатност економског факултета, Београд
268. Pallant, J. (2009). *SPSS priručnik – postupni vodič kroz analizu podataka pomoću SPSS-a* (prevod 4. izdanja). Mikro knjiga, Beograd
269. Pearce, J.A. & Robinson, R. B. (2004). Hostile takeover defenses that maximize shareholders wealth. *Business Horizons* 47/5, 15-24.
270. Peng, M. W., Wang, D., & Jiang, Y. (2008). An institutional-based view of international business strategy: A focus on emerging economies. *Journal of International Business Studies*, 39(5): 920–936.
271. Perrini, F., Rossi, G., & Rovetta, B. (2008). Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market. *Corporate Governance: An International Review*, 16 (4), 312-335.
272. Петковић, М., Јанићијевић, Н., & Богићевић-Милићевић, Б. (2010). *Организација*. Центар за издавачку делатност Економског факултета, Београд
273. Petrović, J. (2008). Unlocking the role of a board director: a review of the literature. *Management Decision*, 46, 1373-1393.
274. Pettigrew, A. & McNulty, T. (1995). Power and influence in and around the boardroom. *Human Relations*, 48, 845–873.
275. Pettigrew, A. M. (1992). On studying managerial elites. *Strategic Management Journal*, 13, 163-182.
276. Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row, Available at http://www.unitn.it/files/download/12425/the_external_control_of_organizations_ch3_pfeffer.pdf
277. Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218–228.
278. Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18, 349-364.
279. Pugliese, A., Bezemer, P., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F.A.J., & Volberda, H.W. (2009). Boards of directors`contributions to strategy: A literature review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 292–306.
280. Раденковић-Јоцић, Д. & Секулић, В. (2012). *Корпоративно управљање*. Економски факултет, Ниш
281. Rajagopalan, N., Rasheed, A., & Datta, D.K. (1993). Strategic decision processes: critical review and future directions. *Journal of Management*, 19(2), 349 – 385.
282. Rajan, R.G. & Zingales, L. (2000). The governance of the new enterprise. *NBER Working Paper* No. 7958, Available at <http://www.nber.org/papers/w7958.pdf>
283. Ravasi, D. & Zattoni, A. (2001). *Ownership structure and the strategic decision process: a comparative case study*. Available at <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.2811&rep=rep1&type=pdf>
284. Ravasi, D. & Zattoni, A. (2006). Exploring the political side of board involvement in strategy: A study of mixed-ownership institutions. *Journal of Management Studies*, 48, 1672–1704.

285. Renders, A. & Gaeremynck, A. (2012). Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 125–143.
286. Rindova, V. (1999). What corporate board have to do with strategy: A cognitive perspective. *Journal of Management Studies*, 36, 953–75.
287. Roberts, J., McNulty, T., & Stiles, P. (2005). Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: creating accountability in the boardroom. *British Journal of Management*, 16, 5–26.
288. Rodrigues, S.B. & Hickson, D.J. (1995). Success in decision making: Different organizations, differing reasons for success. *Journal of Management Studies*, 32(5), 655–678.
289. Rose, C. (2005). The Composition of semi-two-tier corporate boards and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 691-701.
290. Ruigrok, W., Peck, S.I. & Keller, H. (2006). Board characteristics and involvement in strategic decision making: Evidence from Swiss Companies. *Journal of Management Studies*, 43(5), 1201-1226.
291. Rumelt, R. P., Schendel, D.A.N., & Teece, D. J. (1991). Strategic management and economics. *Strategic Management Journal*, 12, 5–29.
292. Ryan, V.L. & Schneider, M. (2003). Institutional investor power and heterogeneity implications for Agency and Stakeholder theories. *Business Society*, 42(4), 398-429.
293. Sánchez-Ballesta, J. & García-Meca, E. (2007). A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 879-893.
294. Sanders, W. G. & Hambrick, D. C. (2007). Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 50, 1055–1078.
295. Sarbanes - Oxley Act (2002). Available at http://www.pwc.com/en_us/us/sarbanes-oxley/assets/final_so_wp_2-boardsac.pdf
296. Савовић, С. & Домановић, С. (2011). Ефикасност тактика одбране у процесима преузимања предузећа. *Рачуноводство*, 55, 11(12), 52-64.
297. Schmidt, S. & Bauer, M. (2006). Strategic governance: How to assess board effectiveness in guiding strategy execution. *Corporate Governance: An International Review*, 14, 13–23.
298. Schristava, P. (1983). Variations in strategic-decision processes. *Strategic Management*, 2, 177-189.
299. Schwenk, C. (1984). Cognitive simplification processes in strategic decision making. *Strategic Management Journal*, 5, 11-128.
300. Shapiro, C. (1989). *The theory of business strategy*. Available at <http://bbs.cenet.org.cn/uploadimages/2003930185521509.pdf>
301. Sharfman, M.P. & Dean, J.W. (1997). Flexibility in strategic decision making: informational and ideological perspectives. *Journal of Management Studies*, 34, 190-215.
302. Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737–783.
303. Short, H. & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5, 79–101.

304. Shrivastava, P. & Grant, J. (1985). Empirically derived models of strategic decision-making processes. *Strategic Management Journal*, 6, 97-113.
305. Simon, H. (1952). A behavioral model of rational choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69, 99-118.
306. Stiles, P. & Taylor, B. (1996). The strategic role of the board. *Corporate Governance: An International Review*, 4, 3-10.
307. Stiles, P. (2001). The impact of board on the strategy. *Journal of Management Studies*, 38, 627-650.
308. Sundaramurthy, C. & Lewis, M. (2003). Control and collaboration: Paradoxes of governance. *Academy of Management Review*, 28, 397-415.
309. Sur, S., Lvina, E., & Magnan, M. (2013). Why do boards differ? Because owners do: Assessing ownership impact on board composition. *Corporate Governance: An International Review*, 21(4), 373-389.
310. Стојановић – Алексић, В. (2007). *Лидерство и организационе промене*. Економски факултет, Крагујевац
311. Стојановић – Алексић, В. (2013). Употреба моћи и утицаја у лидерском процесу. У В. Бабић и Ђорђевић, М. (ред.), *Карактеристике, концепти и изазови менаџмента у савременим условима пословања* (ср. 115-133), Економски факултет, Крагујевац
312. Солдић-Алексић, Ј. (2011). *Примењена анализа података*. Центар за издавачку делатност Економског факултета Универзитета у Београду, Београд
313. The Combined Code on Corporate Governance (1998). http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode.pdf
314. The Revised Combined Code on Corporate Governance (2003). http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf
315. Thomsen, S. & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21, 689-705.
316. Thomsen, S. & Pedersen, T. (2001). The casual relationship between insider ownership, owner identity and market valuation among the largest European companies. *Copenhagen Business School Working Paper*, No. 15-2001, pp. 1-37. Available at <http://openarchive.cbs.dk/cbsweb/handle/10398/6535>
317. Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, 12, 246-69.
318. Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Oxford University Press, Inc., New York.
319. Tricker, R.I. (1994). The board's role in strategy formulation - Some cross-cultural comparisons. *Futures*, 26(4), 403-415.
320. Turnbull, N. (2005). *Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code*. Financial Reporting Council, London
321. Turnbull, S. (1997). Corporate governance: Its scope, concerns & theories. *Corporate Governance: An International Review*, 5(4), 180-205.
322. Турјачанин, В. & Чекрлија, Ђ. (2006). *Основне статистичке методе и технике у СПС-у*. Центар за културни и социјални напредак, Бања Лука
323. Tushman, M., & Nadler, D. (1986). Organizing for innovation. *California Management Review*, 28(3), 74-92. Available at

<http://web.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=47fe8d37-2de2-4727-ba59-4f5992363404%40sessionmgr4001&vid=2&hid=4107>

324. Useem, M. & Zelleke, A. (2006). Oversight and delegation in corporate governance: Deciding what the board should decide. *Corporate Governance: An International Review*, 14, 2–12.
325. Useem, M. (2003). Corporate governance is directors making decisions: Reforming the outward foundations for inside decision making. *Journal of Management and Governance*, 7, 241–253.
326. Van den Heuvel, J., Van Gils, A., & Voordeckers, W. (2006). Board roles in small and medium-sized family businesses: Performance and importance. *Corporate Governance: An International Review*, 14, 467–485.
327. Van Ees, H. & Van der Laan, G. (2012). Boards and board effectiveness. In T. Clarke, & D. Branson (Eds.), *The SAGE handbook of corporate governance* (pp. 183-196). London: SAGE Publications Ltd.
328. Van Ees, H., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a Behavioral theory of boards and corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 307–319.
329. Van Ees, H., Van der Laan, G., & Postma, T.J.B.M. (2008). Effective board behavior in the Netherlands. *European Management Journal*, 26, 84-93.
330. Васиљевић, Б. (2009). *Основи финансијских тржишта*. Завет, Београд 2009.
331. Ventrizzo, M. (2006). *Europe's Thirteenth Directive and U.S. takeover regulation: regulatory means and political and economic ends*. Available at <http://www.tilj.org/content/journal/41/num2/Ventrizzo171.pdf>
332. Waddington, N. (2004). *The Europeanisation of corporate governance in Germany and the UK*. In: UNSPECIFIED, Sheffield, UK, 1-26.
333. Ward, J. & Handy, J. L. (1988). A survey of board practices. *Family Business Review*, 1(3), 289-308.
334. Weir, C., Laing, D., & McKnight, J.P. (2002). Internal and external governance mechanism: Their impact on the performance of large UK public Companies. *Journal of Business & Accounting*, 29, 579-611.
335. Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460.
336. West, A. (2009). Corporate governance convergence and moral relativism. *Corporate Governance an International Review*, 17(1), 107–119.
337. Westphal, J.D. (1999). Collaboration in the boardroom: the consequences of social ties in the CEO/board relationship. *Academy of Management Journal*, 42, 7- 24.
338. Westphal, J.D. & Zajac, E.J. (1995). Who shall govern? CEO/ board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, 40, 60-83.
339. Westphal, J.D. & Fredrickson, J.W. (2001). Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEOs, and change in corporate strategy. *Strategic Management Journal*, 22(12), 1113-1137.
340. Wiseman, R., Cuevas-Rodríguez G., & Gomez-Mejia, L. (2012). Towards a Social theory of agency. *Journal of Management Study*, 49(1), 202-222.
341. Wojcik, D. (2001). Change in the German model of corporate governance: Evidence from blockholdings 1997-2001. *Environment and Planning*, 35(8), 143 –1458.

342. Wommack, W.W. (1979). The board's most important function. *Harvard Business Review*, 57, 48–55.
343. Yafeh, Y. & Yosha, O. (2003). Large shareholders and banks: Who monitors and how? *The Economic Journal*, 113(484),128-146.
344. Yao, Y. (2009). Historical dynamics of the development of the corporate governance. *Journal of Political and Law*, 2(4), 167-174.
345. Yawson, A. (2006) Evaluating the characteristics of corporate boards associated with layoff decisions. *Corporate Governance: An International Review*, 14, 75- 85.
346. Yoshikawa, T. & Rasheed, A. (2009). Convergence of corporate governance: Critical review and future directions. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 388–404.
347. Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–221.
348. Young, M., Peng, M., Ahlstrom, D., & Bruton, G. (2003). Principal-principal agency. *Chinese Management Review*, 6, 17–45.
349. Youzhi, X. & Yongfeng, G. (2011). *Corporate governance effects of strategy-making process*. Center for Studies of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin, China Available at <http://www.seiofbluemountain.com/upload/product/201108/2011gszlhy01a16.pdf>
350. Zahra, S. A. & Filatochev, I. (2004). Governance of the entrepreneurial threshold firm: A knowledge-based perspective. *Journal of Management Studies*, 41, 885–897.
351. Zahra, S. A. & Pearce, J. (1990). Determinants of board directors' strategic involvement. *European Management Journal*, 8, 164– 173.
352. Zahra, S. A. (1996). Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities. *Academy of Management Journal*, 39, 1713–1735.
353. Zahra, S. A. & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15, 291–334.
354. Zahra, S. A., Neubaum, D., & Huse, M. (2000). Entrepreneurship in medium-size companies: Exploring the effects of ownership and governance systems. *Journal of Management*, 26, 947–976.
355. Zajac, E. J. (1990). CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis. *Strategic Management Journal*, 11, 217–230.
356. Zhang, P. (2010). Board information and strategic tasks performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18, 473–487.
357. Zingales, L. (1995). What determines the value of corporate votes? *Quarterly Journal of Economics*, 110, 1075-1110.
358. Zona, F. & Zattoni, A. (2007). Beyond the black box of demography: board processes and task effectiveness within Italian firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 852–864.

ПРИЛОЗИ:

- **Прилог А – *Пропратно писмо***
- **Прилог Б - *Упитник***

ПРЕДМЕТ: Молба за дистрибуцију упитника члановима управног одбора и менаџменту компаније у оквиру истраживања на докторској дисертацији

Поштовани,

обраћам Вам се са молбом да одобрите дистрибуирање кратког упитника члановима управног одбора и менаџменту компаније, у циљу спровођења емпиријског истраживања степена укључености управног одбора у процес стратегијског одлучивања и контролу рада менаџера, као и утицаја концентрације власништва на стратегијски развој компаније. Све прикупљене информације ће бити заштићене и коришћене искључиво у сврху научног истраживања. Уколико будете захтевали, неће бити објављена информација да је ваша компанија учествовала у истраживању.

Упитник не садржи било каква осетљива питања и није повезан са финансијским показатељима, не постоје тачни ни погрешни одговори, већ је важно какво је ваше мишљење о ставовима који се налазе у упитнику. За попуњавање упитника је потребно само десетак минута. **Упитник је анониман.**

На сајту Економског факултета (www.ekfak.kg.ac.rs) Универзитета у Крагујевцу можете погледати детаљније информације о мом истраживачком раду, где се налазе CV и библиографија радова. Запослена сам на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу, као асистент на предметима *Увод у менаџмент, Теорија одлучивања и Корпоративно управљање.*

Ако имате додатна питања или желите да сазнате више о истраживању, молим Вас да ме контактирате на телефон 063/66-49-77 или e-mail: jnikolic@kg.ac.rs.

Унапред Вам се захваљујем на издвојеном времену и разумевању.

С поштовањем,

Мр Јелена Николић

Економски факултет
Универзитета у Крагујевцу

Крагујевац, 2011.

У П И Т Н И К

Молим Вас да избором једног од наведених бројева на датој скали **означите у ком степену се слажете или не слажете са наведеним констатацијама**. Ако се **потпуно слажете** са наведеним означите број **5**, ако се **делимично слажете** број **4**, уколико **нисте сигурни** означите **3**, ако се **делимично не слажете** број **2** и ако се **уопште не слажете** означите број **1**.

Упитник је **анониман** и подразумева потпуну заштиту идентитета испитаника.

Унапред Вам се захваљујем на помоћи и сарадњи.

Мр Јелена Николић

С К А Л А

Уопште се не слажем	Углавном се не слажем	Нисам сигуран/сигурна	Углавном се слажем	Потпуно се слажем
1	2	3	4	5

НАДЛЕЖНОСТ УПРАВНОГ ОДБОРА		1	2	3	4	5
1.	Управни одбор надгледа и контролише рад менаџера					
2.	Управни одбор контролише рад генералног директора					
3.	Управни одбор доноси одлуку о усвајању финансијског плана компаније					
4.	Чланови управног одбора располажу потребним информацијама за контролу рада менаџера					
5.	Висок степен контроле управног одбора над радом менаџера позитивно утиче на финансијски успех компаније					
6.	Управни одбор пружа правне савете менаџерима					
7.	Управни одбор пружа финансијске савете менаџерима					
8.	Управни одбор пружа техничке савете менаџерима					
9.	Управни одбор има само улогу контроле и оцене већ донетих стратегијских одлука					
10.	Управни одбор је укључен у доношење стратегијских одлука					
11.	Управни одбор има кључну улогу у доношењу стратегијских одлука					
12.	Управни одбор контролише спровођење стратегијских одлука					

ВЛАСНИЦИ-УПРАВНИ ОДБОР-ТОП МЕНАЏМЕНТ РЕЛАЦИЈЕ		1	2	3	4	5
13.	Топ менаџмент тражи помоћ и савете од управног одбора када је то неопходно					
14.	Независни чланови управног одбора пружају савете топ менаџменту, на основу знања и искуства које поседују					
15.	Топ менаџмент доставља управном одбору све неопходне информације за одлучивање					
16.	Постоји јасна подела надлежности између менаџера и чланова управног одбора					
17.	Управни одбор најчешће само потврђује већ донете одлуке топ менаџмента					
18.	Добра сарадња између управног одбора и топ менаџмента позитивно утиче на финансијски успех компаније					
19.	Између чланова управног одбора и топ менаџмента постоји висок степен узајамног поверења					
20.	Између власника и топ менаџмента постоји висок степен узајамног поверења					
21.	Чланови управног одбора доносе одлуке искључиво у складу са интересима већинских власника					
22.	Чланови управног одбора доносе одлуке у складу са интересима свих власника					

ПРИЛОГ Б

НАЧИН ОДЛУЧИВАЊА УПРАВНОГ ОДБОРА		1	2	3	4	5
23.	Чланови управног одбора отворено износе мишљења током састанка					
24.	Чланови управног одбора су спремни да отворено дискутују, чак и када постоје супротни ставови					
25.	Значајне разлике у мишљењу чланова управног одбора повећавају квалитет одлука					
26.	Разлике у мишљењу чланова управног одбора су учестале					
27.	Чланове управног одбора одликује висок степен убедљивости када дискутују и предлажу решења					
28.	Пре састанка, чланови управног одбора анализирају припремљени материјал за седницу, на основу кога треба да донесу одлуке					
29.	Пре састанка, чланови управног одбора се детаљно припремају за дискусију и анализу проблема који треба решити					
30.	Чланови управног одбора су потпуно посвећени остваривању циљева и задатака					
31.	Током састанака, чланови управног одбора активно прате ток састанка, праве белешке и дају коментаре					
32.	Ниво напора који ће чланови управног одбора уложити зависи од њиховог уверења да су на прави начин награђени за остварене резултате					
33.	Чланови управног одбора успешно обављају постављене задатке, на основу знања и способности које поседују					
34.	Чланови управног одбора граде однос међусобног уважавања и поштовања					
35.	Чланови управног одбора имају изражену склоност ка тимском раду					

О П Ш Т И П О Д А Ц И О И С П И Т А Н И К У

А. Функција коју обављате:

- а) генерални директор б) председник управног одбора
 ц) извршни директор д) неизвршни директор е) неизвршни, независни директор

Б. Пол: а) мушки б) женски

Ц. Колико година имате:

- а) мање од 25 б) 25-35 ц) 36-45 д) 46-55 е) више од 55

Д. Колико година радног стажа имате:

- а) до 2 год. б) од 3 до 5 год. ц) од 6 до 10 год. д) од 11 до 15 год. е) од 16 до 25 год. ф) преко 25 год.

Е. Да ли имате радно искуство у делатности којој припада компанија:

- а) да б) не

Ф. Да ли су Ваша професионална знања сродна делатности у којој послује компанија: а) да б) не

Г. Који је ниво Вашег образовања: а) завршен докторат б) завршен магистеријум ц) завршен факултет

- б) завршена виша школа ц) завршена средња школа

Х. Којој области припада Ваше претходно образовање:

- а) економске науке б) правне науке ц) техничке науке д) природне науке е) уметност
 ф) друго (упишите које) _____

И. Да ли сте члан још неког управног одбора: а) да б) не

Ј. Ако сте на претходно питање одговорили позитивно, да ли се ради о компанији која се налази у истој или сродној делатности: а) да б) не

К. Да ли сте раније били члан неког другог управног одбора: а) да б) не

Л. Ко Вас је предложио за члана управног одбора:

- а) управни одбор б) акционари ц) Комисија за именовање

М. Да ли имате искуства у обављању јавних функција: а) да б) не

Н. Да ли сте политички активни: а) да б) не

О П Ш Т И П О Д А Ц И О У П Р А В Н О М О Д Б О Р У И К О М П А Н И Ј И

А. Колико укупно чланова има управни одбор:

- а) 3члана б) 4члана ц) 5чланова д) од 6 до 8 чланова е) од 9 до 10 чланова

Б. Колико има неизвршних чланова у управном одбору:

- а) 1члан б) 2 члана ц) 3члана д) од 4 до 5 чланова

Ц. Колико има независних чланова у управном одбору:

- а) 1члан б) 2 члана ц) 3члана д) од 4 до 5 чланова

Д. Колико има представника запослених у управном одбору:

- а) 1члан б) 2 члана ц) 3члана д) од 4 до 5 чланова

Е. Да ли функцију председника управног одбора и генералног директора обавља иста особа: а) да б) не

Ф. Колико често се одржавају састанци управног одбора:

- а) једном месечно б) једном у два месеца ц) једном у три месеци д) према потреби

Г. Каква је структура власништва:

- а) већински власник који поседује преко 90% акција
б) већински власник који поседује од 71% до 90% акција
ц) већински власник који поседује од 51% до 70% акција
д) неколико власника који поседују од 31% до 50% акција
е) већи број мањих власника који поседују од 10% до 30% акција

Х. Ако постоји већински власник, он припада следећој категорији:

- а) страни инвеститори б) финансијске институције (банке, осигуравајуће компаније) ц) држава
д) власништво менаџера е) физичка лица ф) друго (упишите категорију)_____

И. Да ли постоји Комисија за именовање чланова управног одбора: а) да б) не

Ј. Да ли постоји Комисија за ревизију: а) да б) не

К. Да ли постоји Надзорни одбор: а) да б) не

ДОДАТНИ КОМЕНТАР

Желим да добијем резултате упитника:

- а) да б) не

Уколико желите, молим Вас да наведете е-маил адресу: _____

ХВАЛА ШТО СТЕ ПОПУНИЛИ УПИТНИК !