

УНИВЕРЗИТЕТ ЏОН НЕЗБИТ,
ФАКУЛТЕТ ЗА ПОСЛОВНЕ СТУДИЈЕ, БЕОГРАД

Ђуро Ј. Ђурић

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ,
С ПОСЕБНИМ ОСВРТОМ НА
ГРАЂЕВИНСКЕ КОМПАНИЈЕ У
РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ

Докторска дисертација

Београд, 2016.

УНИВЕРЗИТЕТ ЏОН НЕЗБИТ,
ФАКУЛТЕТ ЗА ПОСЛОВНЕ СТУДИЈЕ, БЕОГРАД

Ђуро Ј. Ђурић

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ,
С ПОСЕБНИМ ОСВРТОМ НА
ГРАЂЕВИНСКЕ КОМПАНИЈЕ У
РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ

Докторска дисертација

Предмет: Корпоративно управљање

Име и презиме ментора: Проф. др Михајло Рабреновић

Име и презиме студента: Ђуро Ђурић

Број индекса: 1201/09

Студијски програм: Заједничке докторске студије ФПС и ФМЕ

Смер/модул: Микроекономија

Матични број: 2004973370017

Београд, 2016.

САДРЖАЈ

| | |
|--|-----------|
| 1. Увод | 13 |
| 2. Хипотетичко-методолошки оквир | 15 |
| 2.1. Предмет и циљ докторске дисертације | 15 |
| 2.2. Хипотезе докторске дисертације | 16 |
| 2.3. Методе и технике истраживања | 17 |
| 2.4. Научна и друштвена оправданост | 18 |
| 3. Развој, дефиниција и значај корпоративног управљања | 19 |
| 3.1. Појава и развој корпоративног управљања | 19 |
| 3.2. Дефиниција и циљеви корпоративног управљања | 23 |
| 3.3. Значај корпоративног управљања | 25 |
| 4. Теоријски аспекти корпоративног управљања | 29 |
| 4.1. Неокласична теорија компаније | 31 |
| 4.2. Менаџерска теорија компаније | 32 |
| 4.3. Агенцијска теорија компаније | 33 |
| 4.4. Бихевиористичка теорија компаније | 41 |
| 4.5. Теорија трансакционих трошкова | 43 |
| 4.6. Теорија услужности | 47 |
| 4.7. Теорија зависности од ресурса | 48 |
| 4.8. Теорија заинтересованих страна | 52 |
| 5. Концепт корпоративног управљања | 54 |
| 5.1. ОЕСД принципи корпоративног управљања | 54 |
| 5.1.1. Стварање основе за ефикасан оквир корпоративног управљања | 55 |
| 5.1.2. Права акционара и кључне функције власништва | 56 |
| 5.1.3. Равноправни третман акционара | 57 |
| 5.1.4. Улога заинтересованих страна у корпоративном управљању | 59 |
| 5.1.5. Обелодањивање података и транспарентност | 60 |
| 5.1.6. Одговорност одбора | 62 |
| 5.2. Директиве ЕС/ЕЕС/ЕУ о корпоративном управљању | 64 |
| 5.2.1. Директива 2009/101/ЕС | 64 |
| 5.2.2. Директива 2012/30/ЕУ | 65 |

| | |
|---|------------|
| 5.2.3. Директива 2011/35/EU | 65 |
| 5.2.4. Директива 82/891/ЕЕС | 66 |
| 5.3. Модели корпоративног управљања | 66 |
| 5.3.1. Једнодомни – англосаксонски модел корпоративног управљања | 67 |
| 5.3.2. Дводомни – европски модел корпоративног управљања | 69 |
| 5.3.3. Јапански једнодомни модел корпоративног управљања | 72 |
| 5.3.4. Мешовити модел корпоративног управљања | 73 |
| 5.3.5. Компаративна анализа модела корпоративног управљања | 74 |
| 5.4. Интерни и екстерни механизми корпоративног управљања | 76 |
| 5.4.1. Интерни механизми корпоративног управљања | 76 |
| 5.4.1.1. Одбор директора | 76 |
| 5.4.1.2. Концентрација – структура власништва | 77 |
| 5.4.1.3. Накнаде и статус менаџера на тржишту | 78 |
| 5.4.1.4. Односи са интересно-утицајним групама | 79 |
| 5.4.1.5. Корпоративно извештавање и финансијска транспарентност | 79 |
| 5.4.2. Екстерни механизми корпоративног управљања | 80 |
| 5.4.2.1. Тржиште за корпоративну контролу | 80 |
| 5.4.2.2. Заштита малих акционара | 81 |
| 5.4.2.3. Правни систем заштите | 82 |
| 5.4.2.4. Конкуренција | 82 |
| 5.5. Кодекс корпоративног управљања и пословне етике | 83 |
| 5.6. Улога, проблеми и стратегија развоја корпоративног управљања у земљама у транзицији | 85 |
| 5.7. Корупција и корпоративно управљање | 90 |
| 6. Корпоративно управљање у Републици Србији (РС) | 95 |
| 6.1. Појава, развој и особености корпоративног управљања у РС | 95 |
| 6.2. Приватизација компанија у РС | 98 |
| 6.3. Правни оквир корпоративног управљања у РС | 106 |
| 6.4. Институционални оквир корпоративног управљања РС | 109 |
| 6.5. Пресек стања корпоративног управљања у РС | 113 |
| 7. Корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Републици Србији (РС) | 114 |
| 7.1. Важност корпоративног управљања за грађевинске компаније у РС | 114 |
| 7.2. Концепт приватизације и власничка структура | 116 |
| 7.3. Приступ и претпоставке истраживања нивоа имплементације корпоративног управљања у грађевинским компанијама у РС | 118 |

| | |
|--|------------|
| 7.4. Анализа анкете по општим обележјима | 126 |
| 7.5. Прихватање добре праксе у корпоративном управљању | 131 |
| 7.6. Добра пракса у раду одбора директора | 134 |
| 7.7. Права акционара | 140 |
| 7.8. Обелодањивање информација и транспарентност | 143 |
| 8. Правци развоја оптималног модела корпоративног управљања | 147 |
| 8.1. Уводна разматрања | 147 |
| 8.2. Ефикасан оквир корпоративног управљања и функција државе | 149 |
| 8.3. Права акционара и њихов равноправан третман | 151 |
| 8.4. Обелодањивање података и транспарентност | 152 |
| 8.5. Модел корпоративног управљања, функције одбора и директори | 152 |
| 8.6. Значај запослених у компанијама за развој корпоративног управљања | 155 |
| 8.7. Хијерархија, ред и дисциплина | 157 |
| 9. Завршна разматрања | 158 |
| 9.1. Тестирање хипотеза | 158 |
| 9.2. Закључак | 160 |
| Списак коришћене литературе | 163 |
| ПРИЛОЗИ | 171 |
| Прилог бр. 1: Анкета | 171 |
| Прилог бр. 2: Табеле, слике, графикони | 213 |

Апстракт

За менаџере у Републици Србији корпоративно управљање још увек је релативно нов појам. Оно што је остало од грађевинске оперативе у Србији – након распада Југославије, грађанског рата, санкција и неуспеле приватизације – треба консолидовати и реформисати, првенствено с аспекта управљања. У овој дисертацији истражен је ниво примене добре праксе корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији. Приказани су резултати спроведеног истраживања имплементације корпоративног управљања у акционарским друштвима која се баве грађевинском делатношћу на територији Републике Србије. У истраживању и уз поткрепљене чињенице, потврђује се лоше тренутно стање кад је у питању имплементација корпоративног управљања. Постојећи систем управљања у грађевинским компанијама у Србији није ефикасан. Потребно је да образовни систем Србије нађе начина да масовно школује кадар и ствара тржишта менаџерске радне снаге, која ће стварно покренути талас промена на овом пољу. Исто тако, треба јачати правни и институционални оквир који мора да изнесе бреме промена. Неопходно је у што краћем року окончати транзициони процес, поново покренути тржиште капитала и његовим инструментима омогућити компанијама јефтиније финансирање. Треба искористити огромно искуство развијених земаља света на пољу примене корпоративног управљања и применити га уз обавезно поштовање традиције и геополитичких особености нашег народа и наше државе.

Корпоративно управљање у XXI веку нема алтернативу. Уколико не ухватимо корак са светом, заувек ћемо остати на маргинама економских збивања. Вођењем грађевинских компанија на модеран начин омогућићемо њихов убрзан раст и враћање на стазе старе славе, када је српска грађевинска оператива била призната и цењена у целом свету.

Кључне речи: корпоративно управљање, модели корпоративног управљања, механизми корпоративног управљања, одбор директора, скупштина акционара, акционари, компанија.

Abstract

For managers in the Republic of Serbia, corporate governance is still a relatively new concept. What was left of the civil construction companies in Serbia after the breakup of Yugoslavia, civil war, sanctions and unsuccessful privatization is necessary to consolidate and reform, primarily from the aspect of management. In this dissertation I have explored the level of implementation of good corporate governance practices in the civil construction companies in the Republic of Serbia. Shown, are results of the research of implementation of corporate governance in joint stock companies in the Republic of Serbia, dealing with construction activity. Through research and documented facts, confirms the poor current state when the implementation of corporate governance midst. The current system of management in construction companies in Serbia is not efficient. It is necessary that the educational system in Serbia finds a way to mass education of staff and the creation of markets managerial workforce that will really launch a wave of change in this field. It is also necessary to strengthen the legal and institutional framework that will carry on their backs the burden of change. It is necessary as soon as possible to complete the transition process, restart the capital market and its instruments allow companies cheaper financing. We must take advantage of vast experience of developed countries in the field of application of corporate governance and apply it with the obligatory respect for the traditions and geopolitical peculiarities of our nation and our state.

Corporate governance in the twenty-first century has no alternative. If we do not catch up with the world, we will forever remain on the margins of economic events. Running the civil construction company in a modern way will enable their rapid growth and a return to the old paths of glory, when the Serbian construction companies have been recognized and appreciated throughout the world.

Keywords: corporate governance, corporate governance models, the mechanisms of corporate governance, board of directors, general meeting of shareholders, shareholders, company.

1. Увод

Једна од дефиниција корпоративног управљања каже да „корпоративно управљање обухвата скуп односа између управе компаније, одбора директора, акционара и других заинтересованих лица“.¹ Оно се може дефинисати и као „систем којим се у компанијама управља и надзире“.²

Битна карактеристика овог начина руковођења јесте да је својина односно власништво одвојена од менаџмента или управљачког дела компаније.

Још од почетака корпоративног облика организовања, који сежу у прву половину XVII века у Енглеској, па до данашњих дана, идеја корпоративног управљања није доживела знатније измене. Годинама уназад мењали су се само окружење и институционални, регулаторни и законодавни оквири пословања, а све у сврху превазилажења кључних проблема које овај облик руковођења са собом носи. Ту се првенствено мисли на три агенцијска проблема, односно проблем обезбеђивања контроле акционара над менаџментом, проблем односа мањинског и већинског акционара, као и проблем повезан с моноинтересно-америчким и мултиинтересно-европским концептом компаније.³ Агенцијска теорија биће анализирана касније, када буде речи о теоријским аспектима корпоративног управљања.

Постоје два главна разлога због којих се корпоративно управљање наметнуло као логично и системско решење у домену управљања компанијама. Први разлог је глобализација и развој светског финансијског тржишта. Други, не мање битан разлог јесте појава мултинационалних и транснационалних компанија и потреба да се примене униформна правила руковођења, која се онда намећу националним ентитетима, односно њиховом правном и економском систему у овој области. То практично значи стварање услова за примену прецизнијих, јаснијих и транспарентнијих правила руковођења, а све ради смањења ризика улагања.

Концепт неолиберализма, данас у свету преовлађујућег покрета у економији, заснива се на стварању јединственог светског тржишта, неометаног и нерегулисаног од појединих ентитета, с униформним и унапред одређеним правилима понашања и руковођења.

Велике мулти- и транснационалне компаније данас не би постојале да у прошлости није дошло до појаве и развоја једне идеје – идеје о приватном власништву као главном ослоњу модерног капитализма и развоја демократије и модерног друштва у целини.

1) *OECD Principles of Corporate Governance*, 2004 Edition, стр. 8.

2) *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, 1992, стр. 14.

3) Васиљевић С. Мирко: *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет у Београду, 2007, стр. 20–22.

Паралелно с том идејом, увек је била присутна и идеја друштвеног власништва над средствима и факторима производње. Приватна својина однела је убедљиву победу над друштвеном. Победа се огледа, између осталог, и у ефикаснијем пословању и алокацији ресурса.

Модерне корпорације углавном су компаније или друштва с ограниченом одговорношћу у којима је власничка структура одвојена од управљачке, и у којој су контролна и управљачка функција у рукама менаџмента. Правило одвојености власничке и управљачке структуре чини корпоративно управљање друштвом капитала сложеним проблемом савремене економије.

Формирање и имплементација система који ће заштитити интересе свих заинтересованих страна, уз истовремено ефикасно функционисање друштва, питање је свих питања корпоративног управљања. Управља се применом интерних, екстерних и контролних механизма, уз уважавање интереса акционара, поверилаца и запослених.

Овим правилима уређују се односи међу учесницима у функционисању друштва капитала, и детаљно се утврђују одговорност и овлашћења појединих органа. Коначан изглед модела корпоративног управљања обавезно мора узети у обзир и посебне услове и геополитичке специфичности као што су традиција, искуство, облик економског организовања и политичке прилике у посматраној држави.

Потребан услов за ефикасно корпоративно управљање јесу претходно потпуно окончани транзициони процеси у привреди. Неке од главних особина добро вођеног процеса транзиције јесу ефективно спровођење, либерализација економских односа с иностранством, форсирање извоза, конвертибилност националне валуте, рестриктивна монетарна политика, финансијска дисциплина, редукована улога државе и приватизација државне имовине.

У развијеним земљама се ови чиниоци подразумевају, захваљујући адекватним законима, развијеним институцијама, укључујући судство и традицију поштовања правила.

Може се рећи да је за економије земаља у транзицији, у које спада и Република Србија, корпоративно управљање нов појам. Основно питање је прелазак са договорне на тржишну економију, где финансијске институције и тржишта имају главну улогу у алокацији ресурса и детерминисању економских перформанси земље. Република Србија је дуго носила бреме планског привређивања социјалистичког типа, где су институције финансијског система биле пуки извршиоци одлука власти о диригованој алокацији ресурса.

Тек почетком деведесетих година прошлог века, с формирањем првобитног законског оквира и реформом финансијског сектора, у Републици Србији почињу да се стварају неопходни услови за почетак примене корпоративног управљања. Процес промена подстакнула је, између осталог, и неопходност да се нађу додатна финансијска средства нужна посусталој српској привреди. Једини начин да се новац

обезбеди јесте интеракција између банкарског сектора и тржишта капитала. Тада почиње и формирање првих јавних акционарских друштава, као и поновно активирање берзанског пословања.

Опште стање у привреди Републике Србије почетком деведесетих година двадесетог века пресликавало се и на грађевинске компаније.

По основу порекла имовине, грађевинске компаније могу се поделити на компаније у друштвеном власништву приватизоване у поступку приватизације или реорганизације у периоду од 1989. године до данас и на компаније у приватном власништву од свог оснивања.

Непостојање традиције корпоративног пословања, недостатак правног, институционалног и регулаторног оквира, као и образовних институција па, сходно томе, и хроничан мањак квалификованог кадра резултирао је непотпуном имплементацијом система корпоративног управљања.

Велика препрека у развоју корпоративног управљања у изворно приватним компанијама јесте преплитање власничке и управљачке структуре. Често мешање власника у управљачке процесе умањује ефикасност и резултате пословања.

2. Хипотетичко-методолошки оквир

2.1. Предмет и циљ докторске дисертације

Предмет ове докторске дисертације јесте анализа стања корпоративног управљања уопште, с посебним освртом на стање у грађевинским компанијама у Републици Србији, које је од суштинског значаја за даљи развој ових компанија и ове гране привреде, па према томе и директно утиче на укупан економски развој земље.

Логично се намеће потреба за истраживањем у покушају да се овај проблем превазиђе. Менаџмент грађевинских компанија у Републици Србији углавном не поседује критичну количину теоријског и практичног знања из области корпоративног управљања. То је један од главних разлога њихове резервисаности и уздржаности у имплементацији позитивне праксе корпоративног управљања.

Општи циљ истраживања у овој докторској дисертацији јесте да се на основу анализе досадашње праксе корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији укаже на разлоге недовољне пословне успешности, односно на корист од примене корпоративног начина управљања. Указује се на сложеност, али и на штетност непознавања принципа корпоративног управљања, као и на друштвени значај јачања научне и практичне мисли о корпоративном управљању. Примена нових правила засигурно ће допринети ефикасности и ефективности

процеса пословања, организације и управљања овим компанијама, што ће резултирати већим приносом на уложена средства. Истраживањем постојећег начина пословања у грађевинским компанијама у Републици Србији и применом позитивних стандарда корпоративног управљања у свету чини се покушај формирања модела корпоративног управљања практично употребљивог у грађевинским компанијама у Републици Србији.

Остваривањем општег циља истраживања обезбедиће се квалитативан и квантитативан помак у поимању корпоративног управљања као значајног друштвеног феномена и унапредиће се постојећи фонд научног сазнања у овој области друштвеног живота.

Научни циљ истраживања у овој дисертацији структуриран је у неколико нивоа, који су таксативно наведени у садржају докторске дисертације.

У раду је јасно изнет опис техника и метода савременог корпоративног управљања. Први ниво научног циља остварен је аналитичким приступом и увидом у узроке и последице проблема лошег корпоративног управљања, уз настојање да се дође до његовог оптималног нивоа.

Други ниво научног циља јесте класификација и типологија постојеће научне и стручне грађе о корпоративном управљању.

Трећи ниво научног циља остварен емпиријским истраживањем јесте разматрање појединих механизма корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Србији. У овом делу наведене су законитости и правила поступања различитих нивоа менаџмента и других поверилаца, а у циљу истраживања сличности и разлика у мање и више успешним моделима корпоративног управљања и његовим утицајем на остваривање циљева.

Крајњи циљ истраживања у овој докторској дисертацији јесте испитивање утицаја појединих механизма у оквиру корпоративног управљања с предлогом могућег оптималног модела корпоративног управљања.

Основ за научну прогнозу чинило је идентификовање трендова у пракси, али и израда и реализација анкетног упитника, с циљем подизања ефикасности и ефективности корпоративног управљања.

Суштина научне прогнозе у овој докторској дисертацији јесте да се на основу досадашњих искустава развију одговарајући модели унапређења корпоративног управљања.

2.2. Хипотезе докторске дисертације

Кроз истраживање, у којем ће бити примењене различите методе и технике, биће доказане следеће хипотезе:

Општа хипотеза:

- У савременој теорији менаџмента, корпоративно управљање је у основи добро дефинисано, али се у његовом функционисању јављају тешкоће, зависно од степена развоја одређене организације.

Посебне хипотезе:

1. Што се више пословање грађевинских компанија у Републици Србији заснива на принципима корпоративног управљања, утолико се ефикасније и ефективније остварују циљеви и већа је њихова конкурентност на домаћем и иностраним тржиштима.

2. Што се више у грађевинским компанијама у Републици Србији елементи стандарда корпоративног управљања развијених земаља света буду комбиновали с елементима традиције, културе и геополитичким специфичностима, већа је могућност да се формира за Републику Србију успешан модел корпоративног управљања овим компанијама.

3. Што је оптималнији модел корпоративног управљања, у већој мери се остварују права акционара.

2.3. Методе и технике истраживања

Природа теме ове дисертације подразумева мултидисциплинарни и интердисциплинарни приступ. Методе које се примењују, а које су прилагођене истраживачком процесу, јесу:

- Логички инструментариј:
 - Метода индукције и дедукције – у циљу усмеравања истраживања од општег ка појединачном, односно од појединачног ка општем, ради извлачења адекватних закључака;
 - Метода анализе – декомпозиција синтетичких елемената предмета истраживања на елементарне, аналитичке делове који се затим анализирају;
 - Метода синтезе – у смислу спајања рашчлањених и анализираних елемената појаве у целину ради дефинисања одређених правила у понашању појаве;
 - Методе историјског приступа – на основу фактографије и историјских примера, анализом се успоставља аналогија с предметом истраживања;
- Аналитички инструментариј:

- Компаративно-квантитативна анализа – помоћу које ће се поредити статистички подаци у посматраном периоду анализе, а везано за предмет истраживања;
- Емпиријско истраживање тржишта – ова метода омогућиће стварање базе података и адекватне подлоге за анализу.

Помоћу наведених метода провериће се постављене хипотезе.

2.4. Научна и друштвена оправданост

Научна оправданост истраживања у овој докторској дисертацији огледа се у покушају да се допринесе употпуњавању фонда научног сазнања о комплексном проблему корпоративног управљања. Осим тога, резултати истраживања у овој дисертацији могу помоћи у проналажењу нових метода и начина да се унапреди оптимални модел корпоративног управљања.

Научна оправданост предметне теме огледа се и у конкретном научном доприносу у проучавању актуелних изазова корпоративног управљања.

Научни допринос ове докторске дисертације огледа се у провођењу свеобухватног анкетног упитника, чији резултати могу бити од користи научним, образовним и државним институцијама и употпунити научну грађу из ове области на један другачији начин.

Отуда, резултати истраживања у овој докторској дисертацији могу да представљају солидну основу за будућа научна истраживања назначене теме.

Друштвена оправданост истраживања повезана је с његовом научном оправданошћу. Истраживање у овој докторској дисертацији има своју друштвену оправданост јер указује на озбиљан проблем недовољне примене корпоративног управљања. Последице оваквог стања манифестују се на различите начине у организацијама јавног и приватног сектора. Посебан друштвени допринос истраживања огледа се у томе што оно нуди научну и стручну основу за доградњу правне регулативе у области предмета докторске дисертације, која може помоћи да се на савремен и ефикасан начин унапреди модел корпоративног управљања у целини.

У стручној литератури о корпоративном управљању постоје различита и често супротстављена становишта. За решавање тих дилема и за усклађивање модела корпоративног управљања у Србији, а посебно у области грађевинских компанија, резултати истраживања у овој докторској дисертацији могу бити од знатне користи.

Истраживање може дати пун друштвени допринос у процесу обављања редовних послова одбора директора и надзорних одбора компанија које су корпоративно организоване, али и одговарајућих државних органа којима се подвргавају тако организоване компаније.

Друштвена оправданост истраживања у овој докторској дисертацији може да се огледа и у пружању стручног доприноса професионалцима који се баве корпоративним управљањем, јер добијена сазнања и резултате овог истраживања могу да искористе за налажење адекватних модела којима се подижу ефикасност и ефективност остваривања циљева у датој области.

3. Развој, дефиниција и значај корпоративног управљања

3.1. Појава и развој корпоративног управљања

Пословни људи су, још пре више од три века, почели да препознају нужност одвајања власничке и управљачке функције унутар једне компаније. Прва компанија основана на тим принципима била је *East India Company*, у Великој Британији, на самом почетку XVII века.⁴ Краљевском повељом, Лондонска компанија трговаца овлашћена је да тргује у Индији. Компанија је у почетку имала 218 чланова (акционара), који су сачињавали *Court of Proprietors* (Скупштина акционара), који су онда бирали *Court of Directors* (Одбор директора), одговоран за вођење компаније. *Court of Directors* имао је гувернера, заменика гувернера и 24 директора. Управљачка структура ове компаније врло је слична данашњој корпоративној структури управљања. Директори компаније били су директно одговорни скупштини. Повељом су регулисане границе овлашћења компаније. Ове границе представљају законе и прописе, одлуке скупштине, као и оснивачки акт и статут компаније.⁵

Још је Адам Смит (Adam Smith), у другој половини XVIII века, уочио један од три главна проблема, тзв. први агенцијски проблем, раздвајање управљачке и власничке функције компаније. Ради се о проблему директора-менаџера који управљају туђим новцем и капиталом.⁶ Акционари/власници морају да контролишу управу/директоре, и стимулишу их да капиталом власника располажу у маниру добрих домаћина. Као што је и најављено, ова тема ће бити детаљније анализирана у поглављу у којем ће се разматрати теоријски аспекти корпоративног управљања.

Први закон о акционарским друштвима донет је 1844. године у Великој Британији. Овај закон је, између осталог, обезбедио високу заштиту инвеститора и отворио пут другим законима који ће боље регулисати рад берзе и берзанску докапитализацију.⁷

4) Monks, Robert, Nell Minow: *Corporate Governance*, John Wiley & Sons, 2011, стр. 101.

5) Cadbury, Adrian: *Corporate Governance and Chairmanship – A Personal View*, Oxford, 2002, стр. 2–3.

6) Smith, Adam: *Wealth of nations*, Harmondsworth, Middlesex, New York USA, 1982.

7) Web site: www.ehes.org (European Historical Economics).

Системи корпоративног управљања усавршавани су током векова, углавном због банкрота појединих привредних друштава или пропасти читавих економских система. Из оваквих ситуација извучене су поуке које су онда имплементирани у нове законе и прописе из ове области. Први велики документовани неуспех корпоративног начина управљања био је *South Sea Bubble*, 1720. године у Великој Британији, који је за резултат имао револуцију у привредним законима и праксама ове земље.⁸

Исто тако значајна била је и промена приступа контроли пословања банака и берзе после велике кризе у САД 1929–1933. године. Доносе се пакети закона који регулишу рад тржишта хартија од вредности. Законом из 1934. године (*Securities Exchange Act*) оснива се агенција SEC (*Securities and Exchange Commission*), чији је задатак регулисање и праћење берзанског пословања. Исте године доносе се још два закона: закон о хартијама од вредности и закон о банкама.

Крајем 60-их година прошлог века у Европи се усваја прва директива из области компанијског права.

Стална борба за транспарентност пословања и коректност финансијског извештавања уродила је формирањем Тредвејеве комисије (*Treadway Commission*) од стране SEC-а, која 1987. године потврђује улогу и статус комисије за ревизију, и практично уводи нов појам интерне контроле/ревизије у структуру корпоративног управљања.

Историја корпоративног управљања испуњена је низом крупних афера, односно пропасти великих корпорација. У новије доба, добро су познати примери *Maxwell Group*, *Polly Peck* и *BCCI*. Стална жеља за унапређивањем корпоративног управљања у Великој Британији доводи до формирања Кедберијеве комисије (*Cadbury Commission*), назване према његовом председнику (*Adrian Cadbury*), која 1992. године објављује Кодекс корпоративног управљања.⁹ Кодекс предлаже употребу принципа „усклади или објасни“,¹⁰ који годину дана касније у Великој Британији постаје обавеза за све компаније котиране на берзама.

Године 1999, одмах након велике азијске кризе (1997), OECD објављује први међународни стандард, Принципе корпоративног управљања OECD-а.¹¹ Укупно шест принципа корпоративног управљања учвршћује већ постојећи оквир корпоративне структуре управљања и чини га још јачим и постојанијим.

Године 2002, годину дана након банкрота компаније Енрон (*Enron*), дотад седме по величини компаније на берзама САД, доноси се Сарбанс-Окслијев закон

8) Orton, Oliver, Beatrice Meyer and Gordana Dostanić: *Korporativno upravljanje, priručnik*, International Finance Corporation, Beograd, 2011, стр. 9.

9) *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, 1992.

10) *Ibid.*, стр. 10

11) *OECD Principles of Corporate Governance – 1999. Edition.*

(Sarbanes-Oxley Act), који регулише питање екстерне ревизије и омогућава додатну заштиту инвеститора.¹²

Резултат напретка у регулативи корпоративног управљања на европском тлу је зелени папир (Green paper), донет од Европске комисије 05. 04. 2011. године.¹³ Овај документ, између осталог, покреће питања одрживости примене истих закона на мале, средње и велике компаније, као и питање поштовања закона корпоративног управљања од стране компанија које се не котирају на берзама.

Табела бр. 1: Кратка историја корпоративног управљања

| | |
|------------------|---|
| XVII век: | <i>East India Company</i> уводи одбор директора, којим одваја власништво од управљања (Велика Британија, Холандија). |
| 1776: | Адам Смит (Adam Smith) у делу <i>Богатство народа</i> упозорава на недовољну контролу над управом и слабу стимулацију управе (Велика Британија). |
| 1844: | Први закон о акционарским друштвима. |
| 1922: | Први југословенски Закон о формирању акционарских друштава. |
| 1931: | Берл (Berle) и Минс (Means) објављују свој пионирски рад <i>Модерна корпорација и приватна својина</i> (САД). |
| 1933/34: | Закон о хартијама од вредности из 1933. године први је закон који регулише тржишта хартија од вредности , а нарочито обавезу објављивања приликом регистрације. Закон из 1934. пренео је одговорност за спровођење на SEC, Комисију за хартије од вредности и берзу (САД). |
| 1968: | EU усваја прву директиву из области компанијског права (EU). |
| 1976: | Југословенски Закон о удруженом раду (познат као ЗУР) укидањем концепта акционарских друштава и других привредних субјеката, и наглашавањем учешћа радника у процесу одлучивања, мења све у области корпоративног управљања у СФРЈ. |
| 1987: | Извештај Тредвејеве (Treadway) комисије о преварном финансијском извештавању потврђује улогу и статус комисије за ревизију, чиме развија оквир за интерну контролу (COSO - Committee of Sponsoring organizations of the Treadway), објављен 1992. године (САД). |
| 1988: | Усваја се југословенски Закон о предузећима. |

12) <http://sarbanes-oxley.com>

13) European Commission: *Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, Brussels, 2011.

| | |
|-------------------|--|
| Ране 90-е: | Пословне империје <i>Polly Peck</i> (губици 1, 3 милијарди £), <i>BCCI</i> и <i>Maxwell</i> (480 милиона £) пропадају, изискујући побољшање праксе корпоративног управљања да би се заштитили инвеститори (Велика Британија). |
| 1992: | Кедберијева (Cadbury) комисија објављује први кодекс корпоративног управљања, а 1993. се од друштава котираних на берзама Велике Британије захтева да обелодане информације о управљању по принципу „усклади се или објасни“ (Велика Британија). |
| 1994: | Објављен Кингов извештај (Јужна Африка). |
| 1994/95: | Објављени су извештаји Ратмана (Ratman) о интерној контроли и финансијском извештавању, Гринберија (Greenberry) о накнади извршних директора и Хампела (Hampel) о корпоративном управљању (Велика Британија). |
| 1995: | Објављен Вијеноов (Vieno) извештај (Француска). |
| 1996: | Објављен Петерсов (Peters) извештај (Холандија). |
| 1996: | Усвојен Закон о предузећима. |
| 1998: | Објављен обједињени кодекс (Велика Британија). |
| 1999: | ОЕСД објављује први међународни стандард: Принципе корпоративног управљања ОЕСД-а . |
| 1999: | Објављено Турнбулово (Turnbull) упутство о интерној контроли (Велика Британија). |
| 2001: | Корпорација Енрон (Enron), тада седма компанија по величини на берзи у САД, објављује банкротство (САД). |
| 2001: | Објављен је Ламфалусијев (Lamfalusi) извештај о регулацији европских тржишта хартија од вредности (EU). |
| 2002: | Објављен кодекс корпоративног управљања (Немачка). |
| 2002: | Крах Енрона (Enron) и други корпоративни скандали доводе до Сарбанс-Окслијевог закона (Sarbanes-Oxley Act) (САД); објављује се Винтеров (Winter) извештај о реформи компанијског права у Европи (EU). |
| 2002: | Усвојен Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, који је био у примени од октобра 2003. до децембра 2006. |
| 2003: | Објављен Хигсов (Higgs) извештај о неизвршним директорима (Велика Британија). |
| 2004: | Скандал око Пармалата (Parmalat) тресе Италију, уз могуће последице широм EU (EU). |
| 2004: | Усвојен Закон о привредним друштвима. |

| | |
|--------------|---|
| 2005: | Привредна комора Србије усваја кодекс корпоративног управљања. |
| 2006: | Усвојен нови Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената. |
| 2008: | Београдска берза усваја кодекс корпоративног управљања. |
| 2010: | Препоруке OECD-а за унапређење праксе корпоративног управљања у приоритетним областима. |
| 2011: | Европска комисија објављује „Green Paper“ о оквиру корпоративног управљања у EU (EU). |
| 2011: | Усвојен Закон о тржишту капитала. |
| 2011: | Усвојен нови Закон о привредним друштвима. |

Извор: Orton, Oliver, Beatrice Meyer and Gordana Dostanić:
Korporativno upravljanje, priručnik,
 International Finance Corporation, Beograd, 2011, стр. 10–11.

3.2. Дефиниција и циљеви корпоративног управљања

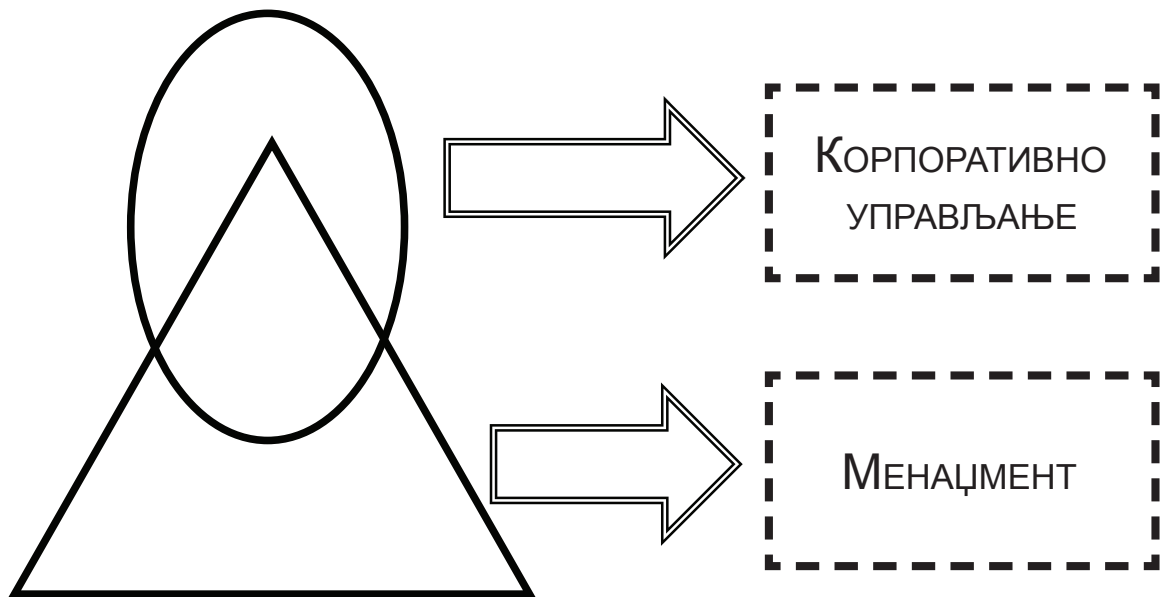
Постоје различите дефиниције корпоративног управљања. Прецизну дефиницију је веома тешко формулисати, јер корпоративно управљање не подразумева само начин управљања компанијом. Оно подразумева и комплексну мрежу односа између менаџмента, запослених, стејхолдера, као и правну и институционалну позадину.

Прво морамо објаснити термине „корпоративно управљање“ и „менаџмент“, термине који још нису правилно схваћени у великој већини наших компанија. Између термина „корпоративно управљање“ и „менаџмент“ постоји разлика. Док се под менаџментом подразумева вештина обављања сложених пословних задатака давањем инструкција и интеракцијом с актерима овог процеса, корпоративно управљање подразумева стварање услова да се тај процес одигра по утемељеним правилима и прописима.¹⁴ Менаџмент компаније има обавезу да максимално ефикасно користи ресурсе компаније у сврху остваривања планираних циљева, док корпоративно управљање представља институционализовану матрицу којом се структурирају релације између власника, менаџера, одбора директора, као и осталих судеолика у овом процесу.¹⁵

14) Tricker, Bob: *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, New York, 2009, стр. 36.

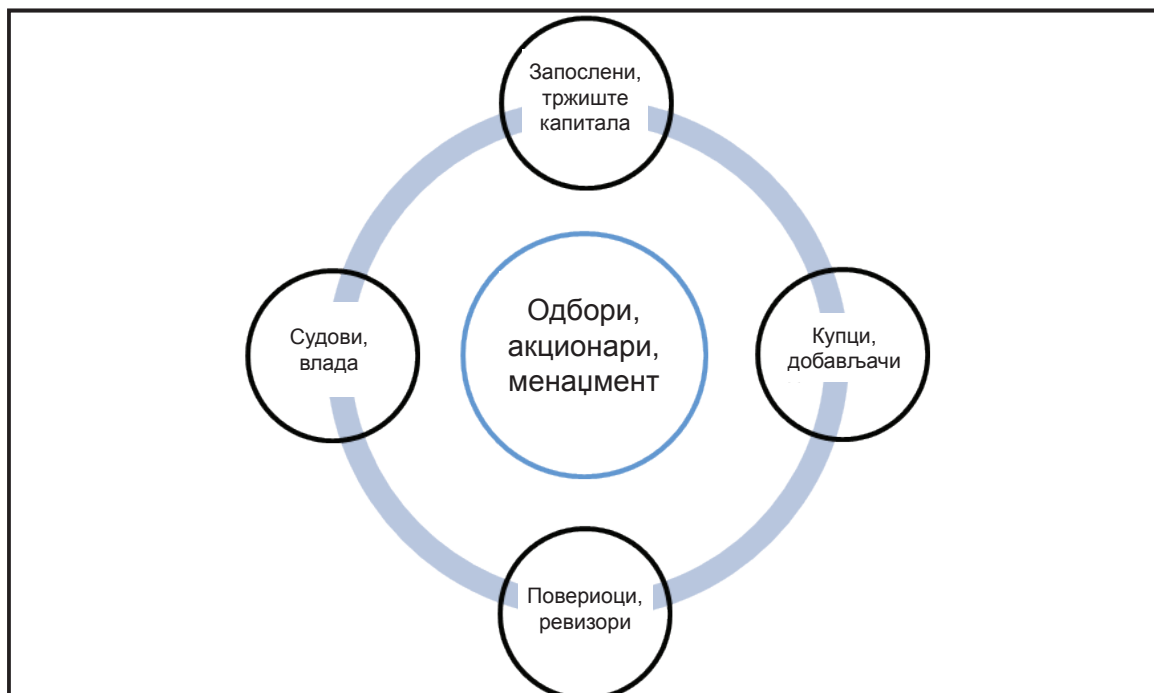
15) Бабић В.: *Кључни аспекти управљачког реструктурирања предузећа у процесу транзиције*, Економист, вол. 34, Број 2, 2010, стр. 136.

Слика бр. 1: Подручја обухватања корпоративног управљања и менаџмента



Извор: Tricker, Bob, *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, New York, 2009, стр. 36.

Слика бр. 2: Судеоници у процесу корпоративног управљања



Извор: Аутор

Може се рећи да је корпоративно управљање „систем којим се компанија усмерава и контролише“.¹⁶ Ова дефиниција корпоративног управљања дата је у извештају Кедбуријевог комитета, који је промовисао Кодекс најбоље праксе (Code of best Practice), 1992. године у Великој Британији. Структура корпоративног управљања одређује расподелу права и обавеза између различитих субјеката унутар компаније, као што су чланови управе, акционари и друга интересно повезана лица и правни субјекти, а дефинише и правила и процедуре за доношење пословних одлука.

Корпоративно управљање представља заправо скуп правила, прописа и процедура који регулишу међусобне односе између судеоника у процесу. Принципи OECD-а, направљени као одговор на азијску кризу 1997. године, препоручују дефиницију која каже да „корпоративно управљање представља скуп односа између управе компаније, њеног одбора директора, акционара и других заинтересованих лица“.¹⁷ Наравно, све ове дефиниције с временом еволуирају, па је тако OECD 2004. године формулисао нову дефиницију корпоративног управљања, која га дефинише као „пакет односа између управе компаније, њеног одбора, акционара и других интересних група“.¹⁸ Циљеви компаније реализују се одговарајућом структуром система корпоративног управљања.

Дефиница корпоративног управљања коју даје IFC каже да је корпоративно управљање „систем односа између управе, одбора, већинских и мањинских акционара и других интересних група“.¹⁹

Најважнији циљеви корпоративног управљања јесу успостављање ефикасних веза између интересних група зарад остваривања циљева компаније, као и ефикасно коришћење потенцијала компаније и обезбеђивање транспарентности пословања, укључујући непристрасно извештавање. Успешна реализација ових циљева утиче на пораст поверења запослених и свих поверилаца према компанији. Као резултат имамо да компаније које поштују сва правила корпоративног управљања послују успешније, лакше долазе до потребног обртног капитала и људских ресурса, лакше проналазе стратешке партнере.

3.3. Значај корпоративног управљања

Већина привредних субјеката данас у нашој земљи још не схвата правилно појам и значење корпоративног управљања, па самим тим ни његову сврху. Као што је у

16) *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, 1992.

17) *OECD Principles of Corporate Governance* – 1999. Edition.

18) *OECD Principles of Corporate Governance* – 2004. Edition.

19) IFC (International Finance Corporation) делује у саставу Светске банке. Финансира пројекте и има саветодавну функцију у земљама у развоју. Од 2001, када је Република Србија постала члан IFC-а, до данас, у пројекте у нашој земљи инвестирано је преко две милијарде USD.

свету доказано да је приватно власништво над компанијама у сваком погледу ефикасније од друштвеног-државног власништва, тако је и на хиљадама компанија широм света показано да је корпоративно управљање најефикаснији облик организовања и руковођења компанијама.

Корпоративно управљање бави се правима и одговорностима руководства компанија, његових одбора, акционара и других заинтересованих лица, обједињујући при том велики број принципа усмерених ка интересима акционара и којима се жели постићи адекватан однос између контроле и транспарентности управљачке структуре и одржавања квалитетног и ефикасног процеса одлучивања. Акционарска друштва поштовањем правила корпоративног управљања обезбеђују заштиту интереса свих акционара и других заинтересованих лица. Виши ниво заштите акционара значи и виши ниво атрактивности компаније за инвестиције. Одговорно понашање компанија претпоставка је озбиљнијег прилива здравог капитала и повећања пословне сарадње с другим компанијама.²⁰

Развој компанија директно је пропорционалан степену спремности њеног руководства да у што већој мери прихвати правила и начела модерног корпоративног управљања. Прихватање овог концепта пословања омогућава, између осталог, и предвиђање промена и благовремено прилагођавање новим трендовима и изазовима у глобалном пословном окружењу.

Висок квалитет корпоративног управљања уско је повезан с етиком и етичким стандардима понашања, који морају бити добровољно усвојени. Корпоративно управљање и етика окренути су ономе што организације чине.

Уколико компанија послује у облику јавног акционарског друштва с имплементираним принципима корпоративног управљања, таквој компанији је доступност капитала (домаћег, страног, приватног, јавног) много једноставнија од компанија које не послују на овим принципима. Да би се котирале на највећим светским берзама, компаније морају да испуне строге услове котације.

Добар систем управљања обезбеђује већу вредност таквих компанија на тржишту. У већини случајева, повећање вредности компаније у међузависности је с три основна тржишта: тржиштем роба и услуга (купци/клијенти), тржиштем капитала (акционари) и тржиштем радне снаге (запослени).²¹

Корпоративним начином управљања компанијама истиче се и промовише правичност, одговорност и транспарентност. Управљачке структуре, кроз правила и процедуре, конкретизују права и обавезе свих судеоника у ланцу руковођења, истовремено поштујући начела рада у интересу компаније и њених акционара. Тиме се постиже да управа, чланови одбора, акционари и остали стејкхолдери буду свесни

20) Анђелић, Милена, Сандра Родић и Лидија Шешкар: *Увод у корпоративно управљање*, Београдска берза, 2005, стр. 12.

21) Петровић, Перо: *Могући ефекат приватизације - ефикасно управљање предузећем*, Економски анали, 2003, стр. 239.

своје улоге и одговорности, као и да се поштују међународно прихваћене рачуноводствене и финансијске праксе. Исто тако, обезбеђује се и заштита мањинских акционара.

Због лакшег и јефтинијег задуживања, компаније организоване по принципу корпоративног управљања улажу већа средства у истрживање и развој, те стога праве производе и пружају услуге бољег квалитета и на вишем степену технолошког развоја од компанија које нису организоване по овом принципу.

У светлу економије једне државе, значај корпоративног управљања огледа се у стварању пословног амбијента који мотивише све запослене у ланцу руковођења да максимизирају своја постигнућа, увећају профит компаније, као и у ефикасности пословања. Тако се продубљује и поверење међу потенцијалним инвеститорима и добављачима, који такође представљају неку врсту инвеститора на кратак рок.

Подизање нивоа употребе добре праксе корпоративног управљања у компанијама, као и броја компанија које послују на принципима корпоративног управљања, повећава ефикасност, продуктивност и конкурентност привреда држава у којима те компаније послују.

Конкурентност се може дефинисати као сет институција, политика и фактора који одређују ниво продуктивности једне земље.²² Остварени ниво продуктивности генерише одрживи ниво просперитета привреде посматране државе. Концепт продуктивности у себи садржи статичке и динамичке компоненте. Продуктивност привреде једне земље јасно дефинише њену способност одржавања одређеног нивоа дохотка, док је истовремено и принос на инвестиције један од кључних фактора којима се тумачи потенцијал раста привреде.²³

Одређивање фактора који детерминишу конкурентност веома је комплексан задатак. Према Индексу глобалне конкурентности (енгл. *Global Competitiveness Index*), издваја се дванаест фактора који су укључени у прорачун конкурентности. То су:²⁴

- Институције, тј. институционално окружење, које одређује правни и административни оквир у којем судеоници (појединци, компаније, владе) интеракцијом стварају профит и утичу на повећање благостања и богатства привреде;
- Инфраструктура. Распрострањена и ефикасна инфраструктура основни је фактор конкурентности;
- Макроекономска стабилност. Важан фактор за пословање и националну конкурентност;

22) World Economic Forum: *The Global Competitiveness Report 2014–2015*, стр. 3–4.

23) Васић, Јелена: *Корпоративно управљање и конкурентност привреде – искуства ЕУ и препоруке за Србију*, Тржиште, новац, капитал, бр. 4, 2009, стр. 71–84.

24) World Economic Forum, op. cit., стр. 4–8.

- **Образовање.** Без високообразованог кадра нема технолошког напретка;
- **Технолошка спремност.** Без употребе савремене технологије компаније не могу да буду конкурентне на глобалном нивоу;
- **Софистицираност пословања.** Овај фактор доприноси вишој ефикасности производње, што повећава продуктивност и конкурентност;
- **Иновације.** Фактор конкурентности који омогућава приступ знању и прихватање нових технологија;
- **Здравље и примарна едукација.** Што већи проценат здравих радника имамо, имаћемо ефикаснију и конкурентнију привреду;
- **Ефикасност тржишта производа.** Тржишна конкуренција позитивно утиче на пословну ефикасност и продуктивност;
- **Ефикасност тржишта радне снаге.** Од тржишта радне снаге захтева се да обезбеди запосленима ангажовање на радним местима на којима ће дати свој максимум;
- **Развијеност финансијског тржишта.** Мисли се на способност механизма финансијског тржишта да домаће и стране финансијске ресурсе алоцирају на најефикаснији и најпродуктивнији начин;
- **Величина тржишта.** Овај фактор односи се на извлачење користи из економије обима. У ери глобализације, међународна тржишта супституишу локална.

Слика бр. 3: Дванаест стубова конкурентности привреде



Извор: World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2014–2015*, стр. 9.

Бројна истраживања спроведена у свету у последњих десет година, углавном финансирана од институционалних инвеститора, додатно потврђују да је корпоративни облик организовања далеко најефикаснији и најпрофитабилнији. Истраживање које су 2012. године урадили компанија Мекинси & Компани (McKinsey & Company) и IFC јасно указују на чињеницу да су институционални инвеститори који улажу у регион Југоисточне Европе спремни да плате и до 20% више акције компанија у којима се послује по принципима корпоративног управљања. Слична истраживања показују и да су компаније с добром праксом корпоративног управљања по резултатима боље од компанија у којима ова пракса није на високом нивоу, за читавих 20% (истраживање на компанијама с листе S&P 500, које је радила Deutsche Bank). Пример САД показује да корпорације, тј. компаније организоване као друштва капитала остварују преко 80% националне продаје, иако представљају само 14% свих компанија на њеној територији.²⁵

4. Теоријски аспекти корпоративног управљања

Модерна корпорација, термин који су установили Адолф Берл (Adolf Berle) и Гардинер Минс (Gardiner Means) четрдесетих година прошлог века, представља компанију с ограниченом одговорношћу (термин „ограничена одговорност“ значи да сваки носилац акција одговара само у висини свог улога) у којој је управљање одвојено од власништва и у којој менаџери држе контролну функцију над компанијом, тј. управљају и руководе компанијом.²⁶

Одвојеност власништва и управљања и чињеница да се власници не мешају директно у свакодневни рад компанија отвара нова питања улоге тржишта и потребе за приватним власништвом над капиталом, у светлу грађанске одговорности, очувања грађанских слобода, обезбеђивања једнакости и правде за све грађане и осигурања економског напретка.

У XVIII веку у САД су развијене две теорије неопходности и потребе за приватном својином, утемељене на разлозима и оправданости постојања тржишта и власништва над имовином.

Теорија грађанских републиканаца (енгл. *Civic Republicans*) приватну својину, односно власништво над имовином, сматра неопходном због потребе за мотивисањем појединца да учествује у политичким процесима како би заштитио своју имовину од других појединаца који се понашају користољубиво и опортунистички. На овај начин би се промовисала социјална и политичка стабилност у борби против демагошких покушаја остваривања апсолутне контроле над државним апаратом. Другим речима, према замисли присталица грађанских републиканаца, власништво

25) Пауновић, Благоје: *Економика предузећа*, Економски факултет у Београду, 2000, стр. 59.

26) Berle, Adolf A. Jr, Gardiner C. Means: *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1933, стр. 2–10.

над имовином користило би се да се промени свест и понашање грађана и искорени користољубље. Овом теоријом су и људска права и обавезе, укључујући посвећеност заједници и односе према комшијама, дефинисана у светлу власништва над имовином.

Власништво над имовином обезбеђивало је и економску независност увођењем тржишта на којем појединац, под условима који су исти за све судеонике, може трговати својим производима и услугама и тако сваком појединцу осигурати бег од зависности и економску самодовољност. На тај начин власништво над имовином и тржиште постају нераскидиво везани у смислу подршке демократији, слободи и социјално одговорном понашању. Предуслов за имплементацију ове теорије јесте да приватно власништво над имовином мора бити присутно код велике већине грађана, а тржишта морају да функционишу ефикасно и без манипулација. Тако се на мала врата уводи појам и препознаје значај транспарентности финансијских трансакција.

Друга теорија, теорија либерала, такође је приватно власништво над имовином сматрала неопходним, али из дијаметрално супротних разлога. Њихова жеља је такође била да ојачају демократију, слободу и људска права. Међутим, либерали нису веровали у теорију да ће власништво над имовином и тржиште искоренити користољубље и опортунистичко понашање појединаца. Уместо тога, либерали су истицали као неопходно стварање институција, процедура и управљачких система који ће онемогућити стварање центара економске и политичке моћи и који ће спречавати поједине интересне групе да искоришћавају друге групе. Према њиховом мишљењу, тржиште и власништво над имовином потребни су да би се економске трансакције учиниле лакшим, као и да би се генерисали економско благостање и економски раст. Присталице ове теорије сматрале су да ће економски раст полако поништити неједнаку дистрибуцију богатства.

Према томе, главна разлика у концептима горе наведених теорија је што је за цивилне републиканце крајњи циљ промена људског понашања, а за либерале економски раст.²⁷

Ипак, на крају ниједна од наведених теорија није могла да објасни стварање акционарских друштава и формирање великих компанија које су прешле с породичног начина управљања на менаџерски систем управљања, ангажовањем тимова људи-менаџера специјално обучених за руковођење компанијама. Модел акционарског друштва израстао је из жеље да се обезбеди равноправан и правичан приступ свим стејкхолдерима, а све на бази демократских принципа. Формирање великих компанија-концерна условљено је принципима редукције трошкова, веће прилагодљивости условима тржишта, све већим захтевима у погледу технологије и квалитета, као и опстанком на тржишту.

27) Каен, Fred R.: *A blueprint for corporate governance*, Amacom, 2003, стр. 3–6.

Зашто у економском систему постоје организације типа компаније? Зашто је и на којим принципима настала модерна компанија? Шта одређује њену величину?²⁸ То су питања на која ће бити одговорено у следећим поглављима.

4.1. Неокласична теорија компаније

Ова теорија заснива се на идеји неограничене рационалности, која се пак заснива на претпоставци да онај ко доноси одлуку има на располагању неограничену количину информација, као и неограничено време за одлучивање и нелимитирану способност да анализира све могуће комбинације деловања.²⁹

Претпоставља се да предузетник који се поистовећује с компанијом и истовремено је и власник и менаџер, који тежи да минимизира трошкове и максимизира приход, савршено познаје функције трошкова, тражње и производње. Предузетник може да варира инпуте преко којих ствара производе, и тако повећава или смањује припадајуће трошкове. Резултат или последица је добитак или губитак, зависно од количине и цене продатих производа у функцији с одређеним трошком инпута. Циљ је да се, применом маргиналног правила,³⁰ пронађе равнотежни обим производње тј. онај обим производње који ће максимизирати профит.³¹

Ова теорија не препознаје процесе тражења информација и одлучивања. Проблем избора између неколико алтернативних решења потиरे се претпоставком максимизације профита која аутоматски доводи до најбољег решења.

Неокласични тип компаније настаје када се фактори производње продају предузетнику по тржишним ценама и после тога немају никакав аналитички значај. Посматра се и анализира само понашање предузетника.³² Такође се не прави разлика између максимизације профита у кратком и дугом року. Претпоставља се да су сви временски периоди идентични и независни, и да одлуке донесене у неком од периода не утичу на остале периоде. Тако се и претпоставља да ће максимизација профита у кратком периоду изазвати исту такву промену и на дуг период.³³

28) Coase, Ronald: *The nature of the firm*, *Economica*, Vol. 4 (16), 1937, стр. 386–390.

29) Cohen, Kalman, Richard Cyert: *Theory of the firm: Resource Allocations in a Market Economy*, Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall, 1965, стр. 305–327.

30) Маргинално правило каже да се максимални профит остварује на оном обиму производње где се изједначавају маргинални трошкови и маргинални приходи. Ако се произведе мање, маргинални приход биће већи од маргиналног трошка, што значи да предузетник пропушта прилику за остваривање већег профита. Ако произведе више, маргинални приход биће мањи од маргиналног трошка, па ће свака додатна јединица производа коштати више од прихода који доноси.

31) Ђатовић, Драгана: *Основи микроекономије*, Мегатренд универзитет, 2005, стр. 68–76.

32) Papandreou, Andreas, *Problems in the theory of the firm, Some basic problems in the Theory of the Firm*, Haley, 1952, стр. 180–185.

33) Ова претпоставка није тачна, јер ће нпр. повећање цене производа у кратком року изазвати пораст профита, а у дужем временском периоду његов пад, јер ће атрактивност производа проузроковати појаву конкуренције.

Наравно, неокласична теорија компанија има својих недостатака. Главни недостаци огледају се у претпоставци да су доносиоцима одлука апсолутно познате све могуће варијанте понашања и решења, што не одговара увек реалном стању.

Неокласична теорија компанија користи се углавном да предвиди како промене у пословном окружењу утичу на свест и понашање предузетника.

4.2. Менаџерска теорија компаније

Ова теорија појавила се 60-их година прошлог века.³⁴ Главна разлика у односу на неокласичну теорију огледа се у раздвајању управљачке и власничке функције у компанији. Еволуција иде ка проучавању основних проблема у унутрашњој структури компаније. Самим тим се поставља дилема о варијабли предузетника. Да ли је предузетник менаџер или власник? Мишљења су подељена.

Технолошки развој утицао је на повећање обима производње и стварање великих компанија у којима менаџери играју битну улогу. Долази до раздвајања функције управљања и власништва, због раста компанија и развоја тржишта капитала. Менаџерска теорија посебно се фокусира на утицај који то раздвајање функција власника и управљања у компанијама има на циљеве компаније. Максимизација профита не представља главни циљ.

За Бомола (Baumol), главни циљ компаније треба да буде максимизација укупног прихода, Мерис (Marris) у први план истиче раст компаније, а Вилијамсон (Williamson) сматра да је максимизација зарада менаџера сама по себи циљ.³⁵ Да би осигурали своје радно место, менаџери морају да осигурају сталан раст компаније. Претерано задуживање неповољно утиче на њихов положај, исто као и претерана акумулација профита. Најбољи начин да се акционари заштите од самовоље менаџера јесте да добро функционишу тржишта корпоративног управљања, тржиште менаџера и тржиште производа које посматрана компанија продаје.

Бомол стоји при становишту да је максимизација укупне продаје роба или услуга, уз потребан услов испуњености одређеног нивоа профита, главни показатељ умешности и способности менаџера, јер зараде менаџера зависе много више од продаје него од профита. Опште стање зарада и услова за рад у компанији боље је у компанији која исказује раст обима продаје. Банке ће бити заинтересованије за компаније с великим обртом капитала.³⁶

34) Зачетници ове теорије су Виљем Бомол (William Baumol), Робин Мерис (Robin Marris) и Оливер Виљемсон (Oliver Williamson).

35) Ricketts, Martin: *The economics of business enterprise: new approaches to the firm*, Wheateshear Books Ltd., Brighton, 1987, стр. 267.

36) Baumol, William: *Business behaviour, Value and Growth*, „Harcourt, Brace and World“, New York, 1967, стр. 45–47.

Мерис се залаже за максимизацију стопе раста, која, по његовом мишљењу, максимизира корисност менаџера и власника. Степен корисности менаџера директно је пропорционалан варијаблама као што су зарада, сигурност запослења, моћ у пословном свету, а степен корисности власника-акционара у корелацији је с варијаблама профита, удела на тржишту и обима производње.³⁷

Вилијамсонов модел менаџерске теорије компанија полази од претпоставке да је максимизација зарада менаџера главни циљ, под претпоставком да је остварена минимална добит.³⁸ До овог закључка Вилијамсон је дошао испитивањем и анализом понашања и извора мотивације менаџера. Његова анализа је показала да су зарада, моћ, статус у пословном свету и престиж циљеви којима менаџери стреме. Немерљиви циљеви менаџера (сви осим зараде су немерљиви) квантификују се помоћу њихове склоности ка трошењу.

Једно од мерила статуса, моћи и успешности менаџера представља и број запослених у компанији којима менаџер руководи, посредно или непосредно. Даље, сав луксуз и богатство у којима менаџер ужива, а који су директан учинак његовог положаја и успешности компаније (луксузни аутомобил с возачем, велика и луксузно опремљена канцеларија, издаци које менаџер прави током процеса руковођења: хотели, ресторани...) такође представљају симбол моћи и престижа. Менаџер има право да, по свом нахођењу, усмери средства преостала након плаћања пореза и исплате дивиденди, и тако обезбеди додатни просперитет компаније.

Сва дискрециона права која менаџер има важе једино у случају да је остварен или пребачен план производње, инвестиција, зараде, цена акција и исплате дивиденди, тј. ако компанија послује стабилно, ако је солвентна и ликвидна.

Менаџерска теорија компанија продрла је у саму структуру компаније и отворила питање комплексности односа између појединих интересних група. Тиме је отворен пут стварању бољег законодавног оквира корпоративног управљања. У менаџерској теорији први пут се користи термин асиметричних информација и указује се на проблеме пословне етике и морала.³⁹

4.3. Агенцијска теорија компаније

Као што је и поменуто у поглављу 3.1. овог рада, још је Адам Смит у свом делу наговестио основни проблем који се јавља када власник (принципал) уговором уступи

37) Marris, Robin: *A model of the 'Managerial' Enterprise*, Journal of Economics, Vol. 73, 1963, стр. 185–209.

38) Williamson, Oliver: *Managerial Discretion and Business Behaviour*, The American Economic Review, Vol. 53, 1963, стр. 1030–1060.

39) Knudsen, Christian: *Theories of the firm, Strategic management and Leadership*, in Montgomery, Cynthia (ed.): *Resource-Based and Evolutionary Theories of the Firm: Towards a Synthesis*, Kluwer Academic Publishers, Boston, Massachusetts, 1995, стр. 187–189.

управљање својом имовином другом лицу (агент).⁴⁰ Поставља се логичко питање у вези с начином размишљања лица које управља туђом имовином. Да ли ће власници моћи да обезбеде, и на који начин, да агенти раде у њиховом интересу? Када ће лични интерес агента победити интерес власника? Овај проблем се усложњава када је власништво над компанијом дисперзовано, тј. када више људи или компанија/институционалних инвеститора, а чији интереси нису хомогени, поседује власништво над једном компанијом.⁴¹

Како контролисати менаџере? Због присутности асиметрије информација, тј. недостатка информација од стране власника-акционара, односно боље информисаности менаџера у односу на акционаре, власници не могу у пуном смислу да остваре контролу над менаџерима и да квалитетно процене исправност и правовременост донете одлуке. Сходно томе, власници не знају да ли је нека одлука донесена у њиховом интересу, или у личном интересу менаџера. То је главни разлог што су власници-акционари покренули иницијативу доношења подстицајних мера за менаџере, у виду бонуса, накнада уз зараде, опција на акције, повољнијих кредитних линија и других погодности (benefits) чији је циљ да се менаџери одреде за страну власника и да раде у њиховом интересу. Питање награђивања менаџера биће у даљем тексту детаљније обрађено.

Агенцијска теорија помаже у разумевању главног проблема корпоративног управљања, а то је међусобни однос агента и принципала, тј. менаџера и власника. Исто тако ова теорија помаже у развијању механизма за решавање проблема које проучава.

Зачетници ове теорије (1976) јесу Јенсен (Jensen) и Меклинг (Meckling), а њихова главна идеја била је да докажу да се компаније не понашају по принципу максимизације, управо због сукоба интереса између власника и менаџера.⁴² Пре тога су Берл и Минс још 1932. године указали на проблем ескалације сукоба интереса између власника и менаџера, који пропорционално расте с порастом величине компаније и броја њених акционара.⁴³ Фама и Јенсен су 1983. године детаљно анализирали проблем агент–принципал, а користећи дотадашња сазнања Јенсеновог претходног научног рада с Меклингом.⁴⁴

Обе стране (власници и менаџери) теже да максимизирају користи, па постоји основана сумња да менаџери неће увек деловати у најбољем интересу власника.

Сврха ове теорије је проналажење оптималне врсте уговора између принципала и агента. Циљеви принципала и агента нису увек идентични. Следећа претпоставка

40) Smith, Adam: *Wealth of nations*, Harmondsworth, Middlesex, New York USA, 1982.

41) Tricker, Bob: *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, New York, 2009, стр. 36.

42) Jensen, Michael, William Meckling: *Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4, 1976, стр. 305–310.

43) Berle, Adolf A. Jr., Gardiner C. Means: *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1933.

44) Fama, Eugene, Michael, Jensen: *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, 1983, Vol. 26.

је да се активности око доношења кључних одлука у компанији одвијају углавном у условима немања свих информација потребних за доношење одговарајуће одлуке. Менаџер (агент) доноси одређене одлуке које би требало да донесу финансијску корист власнику (принципалу). За то агент тражи одговарајућу накнаду и награду, која је дефинисана уговором. То значи да принципал сноси сав ризик пословања, али му и припада сва корист настала ефикасним пословањем, умањена за износ зараде агента, која принципалу представља трошак.

Однос принципала и агента, којим се ова теорија бави, проналазимо и у свакодневном животу. То је нпр. однос између менаџера и непосредно подређеног радника. Запослени прима одређену зараду за посао који обавља. Уколико он процени да је адекватно награђен за резултате свог рада, радиће онако како му менаџер нареди. Уколико пак мисли супротно, покушаће да злоупотреби свој положај и дође до личне финансијске користи, а на штету компаније у којој је запослен. Овај запослени руководи радницима нижег ранга, па је у том случају он у улози принципала, а његов подређени у улози агента.⁴⁵

Агент тежи да са што мање труда, обављајући једноставније задатке, прибави што већу материјалну корист. Висина накнаде агенту повезана је са сложеношћу задатака које обавља.

Агенцијска теорија полази од претпоставке да неће доћи до максимизације профита принципала, зато што принципал и агент имају различите циљеве, зато што не располажу истом количином информација и зато што немају исту склоност ризику.

Принципал користи одређена средства да надгледа агента и да покуша да онемогући деловање супротно својим интересима. Ти трошкови се додатно увећавају ако агент стварно делује супротно интересима принципала. Самим чином давања овлашћења агенту принципал отвара три могућа проблема:

- Интереси принципала и агента се разликују, будући да сваки жели да максимизира своју личну корист;
- Принципал не може надгледати агента (то је физички неизводљиво);
- Принципал нема исту количину информација као агент, па тако ни критичну количину чињеница потребних за доношење адекватне одлуке.

Последица првог проблема је опортуно понашање агента. Агент ће намерно компанију изложити додатном трошку (најам, аквизиција, куповина средстава по вишим ценама), да би максимизирао своју корист, а на штету принципала. Принципал не може одмах да увиди да је покренута активност дугорочно штетна за компанију, па не реагује одмах и не прекида сарадњу са агентом.

45) Clarke, Roger, Tony McGuinness: *Economics of the Firm*, Oxford, Basil Blackwell, 1987, стр. 8–20.

Други проблем (немогућност надгледања) указује на асиметрију информација. Принципал нема ни приближно исту количину информација коју поседује агент. То му отежава активност надгледања агента. Што је већи раскорак у количини информација између агента и принципала, утолико је већа вероватноћа опортуног понашања агента.

Трећи проблем генерише појаву тзв. скривене информације, с којом је једна страна упозната, али друга није. Другој страни би откривање скривене информације помогло да донесе праву одлуку. Након provedбе штетног уговора, одобреног због тога што принципал није правовремено добио скривену информацију, појављују се додатни трошкови. Евентуални прекид сарадње са агентом још више их увећава (отпремнина, тј. „златни падобран“, ⁴⁶ судски трошкови уколико не дође до споразумног разлаза).

Асиметрија информација може бити присутна и приликом преговора између принципала и агента, а пре потписивања уговора о ангажовању. У том тренутку нпр. принципал нема информацију о евентуалним негативним особинама агента с којим преговара. Овај проблем се у агенцијској теорији назива негативна селекција. Агент се може изабрати на тржишту агената, или нуђењем одговарајуће врсте уговора агенту.

Фаворизовањем одређене врсте уговора агент ствара слику о себи. Ако се одлучи за уговор који додатно награђује повећање профита и обима компаније, претпоставља се да је спреман да уложи додатни труд да те циљеве и оствари.

Добар агент може у виду неке врсте јемства сигнализирати да су његови квалитети и способности веће, а да заузврат тражи одговарајућу накнаду, уколико испуни своја обећања.

Скривено деловање је појам који означава деловање агента које принципал не може адекватно да испрати. Принципал не може на прави начин да провери да ли се агент стварно максимално залаже и труди, односно да ли је заслужио обећану награду.

Морални хазард⁴⁷ је појам који се користи у агенцијској теорији када до одређеног тренутка агент и принципал имају исте информације о посматраној активности. Након тога принципал нема увид у развој догађаја и може да види само резултат, који долази на крају, а не и саму акцију. С обзиром на то да је резултат повезан с претпоставком неизвесности, самим познавањем резултата принципал не може јасно да се одреди о напорима и способности агента. То заправо значи да агент неће уложити максималне напоре да оствари циљеве принципала, иако поседује све потребне вештине и способности за остваривање циља. Описана активност је карактеристична за период после потписивања неког уговора, када агент вара принципала и не испуњава договорено.

46) Златни падобран (енгл. *golden parachute*) представља термин у корпоративном управљању који симболизује уговорну заштиту менаџера од превременог раскида уговора од стране принципала.

47) „Морални хазард“ представља настојање да се обезбеди заштита од ризика.

Проблеми моралног хазарда и негативне селекције, према Јенсену и Меклингу, указују да фиксне накнаде менаџерима не представљају увек одговарајући начин решавања проблема између агента и принципала. Агенцијска теорија управо се фокусира на решавање овог проблема и изналажење оптималне форме уговора којим ће бити регулисан однос агент-принципал.

Према овој теорији, одбор директора треба да надзире рад менаџера у једнодомном систему, а у дводомном ће рад одбора директора додатно контролисати надзорни одбор. Сврха надзора је деловање менаџера у корист и за рачун власника (принципала).

Као што је на почетку текста о агенцијској теорији напоменуто, овај систем управљања и контроле генерише тзв. агенцијске трошкове тј. трошкове који настају спровођењем надзора над радом менаџера и њиховог усмеравања да им главни циљ деловања буде максимизирање богатства власника. У ове трошкове убрајају се и губици који настају немогућношћу успостављања потпуне контроле над агентима.⁴⁸ Агенцијски трошкови могу бити директни и индиректни.⁴⁹

Директан трошак односи се на трошак надзора и провере менаџера, а индиректни трошак у бити представља опортунитетни трошак, тј. профит за акционара изгубљен због деловања менаџера против интереса компаније, а у сврху максимизације личне добити.

Даље се ови трошкови (директни и индиректни) могу поделити на принципалове трошкове надзора менаџера (енгл. *monitoring costs*), агентове трошкове везивања (енгл. *bonding costs*) и резидуалне трошкове које сноси принципал у случају несавесног рада менаџера.⁵⁰

Због свега горе наведеног, улога одбора директора у једнодомном и надзорног одбора у дводомном систему корпоративног управљања врло је битна и важна и у делу надзирања и контроле рада менаџера, тј. смањивања агенцијских трошкова и максимизирања користи власника.

Поставља се логичко питање како пронаћи и ангажовати агенте који ће радити искључиво у интересу принципала, без обзира на увек присутну асиметрију информација, у корист агената? Један од већ поменутих начина решавања овог проблема јесте награђивање агената уколико они раде искључиво на максимизирању профита принципала. Једно од решења представља стално усклађивање интереса власника и менаџера, као и израда прецизних и исцрпних менаџерских уговора у којима ће бити јасно дефинисани начини и услови награђивања, могућност превременог раскида

48) Babić, Verica: *Corporate governance in transition economies*, Teme, Vol.34, Br.2, 2010, стр. 555–568.

49) Fee, Edward, Charles Hadlock: *Management turnover across the corporate hierarchy*, Journal of accounting and Economics, Vol.37, Issue 1, 2004, стр. 3–38.

50) Huse, Morten: *Boards, Governance and value Creation: The human side of corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2007, стр. 45–52.

уговора и санкција у случају лоших резултата, као и обавезе, дужности и овлашћења менаџера. Једна група стручњака из ове области сматра да је најбоље решење агенцијског проблема агресивна и стална контрола агената, те да је то једини ефикасан начин заштите интереса принципала.⁵¹

Велики број правила, прописа и препорука настао је управо у сврху превазилажења агенцијског проблема. Принцип ОЕСД-а о транспарентности пословања једна је од препорука које позитивно утичу на рад менаџера. У исту сврху уведена је и спољна ревизија, извештавање уз обавезност употребе међународних рачуноводствених стандарда, као и препоруке о именовању независних чланова у одборе директора. Дефинисани су бројни правни прописи и закони који ће онемогућити, или свести на најмању меру, могућност да менаџери злоупотребе свој положај. Идеја сачињавања кодекса корпоративног управљања и јесте да се унапреди квалитет корпоративног управљања и неутралишу проблеми које оно генерише. Агенцијски проблем само је један од њих.

У модерним компанијама, у којима је одлучивање децентрализовано, врло је тешко, због немогућности непосредне контроле и асиметрије информација, обезбедити све претпоставке да запослени раде у интересу власника. Због тога је врло важно успоставити системе награђивања и контроле рада и резултата запослених на свим хијерархијским нивоима одлучивања и онемогућити активности које нису у интересу власника.

Системи контроле и награђивања у модерним компанијама разликују се у зависности од хијерархијског положаја запосленог/агента, тј. врсте посла који обавља.

Када је реч о систему контроле и награђивања менаџера, тј. агената који се налазе високо на хијерархијској лествици, постоје две опције. Прва опција је опција репресије и претње отказом у случају рада противно интересима принципала. Други, прихватљивији и распрострањенији начин представља коришћење тзв. наградних пакета, који ће их стимулисати да раде у интересу принципала.⁵²

Претња отпуштањем, тј. губитком радног места, осим што је непопуларна, у пракси је и тешко спроводива. Наиме, да би се поништио менаџерски уговор, потребно је обезбедити већину гласова на годишњој скупштини акционара. Акционари настоје да максимизирају свој учинак, па ће гласати за смену само ако ће то проузроковати скок цена акција. Власници такође калкулишу с трошковима отпуштања.⁵³ Сваки поједини акционар-власник помишља да ће прљав посао отказивања уговора менаџеру и припадајуће трошкове одрадити/сносити друга група власника.⁵⁴

51) Davis, James, David Schoorman, Lex Donaldson: *Toward a stewardship theory of management*, The Academy of management review, Vol. 22, No.1, 1997, стр. 20–47.

52) Clarke, Roger, Tony McGuinness: *Economics of the Firm*, Oxford, Basil Blackwell, 1987, стр. 26.

53) Трошкови отпуштања односе се на трошкове прикупљања информација о предметном менаџеру, као и на трошкове комуникације између дела власника који ће гласати за отказ.

54) Тзв. „free rider problem“. Свако од власника покушава да постигне свој циљ, уз минималне трошкове.

Други систем контроле и награђивања, који подразумева наградне пакете, много је популарнији и ефикаснији. Комплетна примања менаџера састоје се из три компоненте. Прва компонента представља фиксну зараду. Други део пакета стимулације односи се на награђивање везано за краткорочне резултате компаније, тј. заснива се на рачуноводственом профиту, а трећи део на дугорочним резултатима компаније, који се манифестује кроз повећање вредности акција. Овај део награде најчешће се исплаћује опцијама на акције.

Један од најчешће примењиваних начина награђивања јесте награђивање бонусима. Бонуси менаџера најчешће се везују за цену акција. Бонуси се често, уместо у новцу, исплаћују у акцијама. Пракса је показала да се агенцијски проблем лакше решава уколико агент постане један од власника компаније. Тиме ће његова жеља да побољша перформансе компаније, па тако и вредност акција, постати још већа. Наравно, и овај начин стимулације менаџера да раде у интересу власника има својих мањкавости. Постоји реална опасност да менаџери фингирају финансијске извештаје, као и да договорно добију позитивно мишљење спољног ревизора, а све у сврху раста цена акција, које ће потом уновчити и тако доћи до материјалне користи. Менаџери ће тада, у договору са члановима одбора директора, који су често под њиховим утицајем, договорити и изгласати корекцију система награђивања (наравно, у своју корист), пре подношења годишњег извештаја, који су претходно припремили, а који ће бити повољан по њих. Истовремено, чланови одбора директора немају информацију о садржају годишњег извештаја. Друга негативна одлика овог начина стимулације менаџера јесте промена начина размишљања. Наиме, када менаџер постане сувласник, тј. власник дела компаније, његова жеља да ступа у ризичне пројекте – који носе висок ризик али и високе зараде – нагло се смањује. Он не жели да ризикује пад цена акција и губитак профита.

Закључујемо да је формирање система контроле и награђивања ствар индивидуалног приступа сваке компаније. Основна правила и препоруке произашле из вишегодишњег искуства треба поштовати и надоградити елементима специфичним за сваку компанију, зависно од делатности којом се бави (производи, услуге) и економског и геополитичког окружења у којем послује. Елементе традиције тржишта на којем компанија производи и продаје своје производе или услуге такође треба узети у обзир приликом формирања коначног модела контроле и награђивања менаџмента.

Механизми који се користе за контролу и стимулисање менаџера нижег ранга у основи су слични механизмима који су у употеби код менаџера на вишем хијерархијском нивоу. Основна разлика је што се додатно примењује ривалство као један од подстицајних метода.⁵⁵ Уколико на више оцењиваних сектора у компанији ситуациони фактори утичу на сличан или исти начин, онда резултате појединих сектора треба посматрати двојачко: оценити успешност и ефикасност појединаца унутар

55) Clarke, Roger, Tony Mcguinness: *Economics of the Firm*, Oxford, Basil Blackwell, 1987, стр. 36–37.

сваког сектора, а онда упоредити резултате међу конкурентским секторима и донети коначну одлуку о врсти награде и броју запослених који ће бити награђени.

Награда у облику тзв. наднице од комада примењује се углавном у компанијама које запошљавају жене (нпр. текстилна индустрија), али и у маркетиншким компанијама, као и у компанијама које се баве осигурањем.

У гранама привреде где није примаран број произведених комада производа, већ квалитет производа, не може се применити техника награђивања по надници. У овом случају примењује се награђивање на основу ригорозне контроле квалитета сваке јединице производа. Радник који производи више производа који задовољавају тражени квалитет, биће боље награђен.

У последње време, у великим светским компанијама присутан је тренд и покушај стварања пословног амбијента у којем ће радници једни друге надгледати, јер ће им висина награде зависити од укупних перформанси компаније.⁵⁶ На овај начин се покушава експериментисање с ефектима тимског рада и производње.

У примени су још и методе процене послова, где се врши процена сложености и потребних способности радника за обављање одређеног посла, и на основу тога се раднику нуди одговарајући уговор. Врло је присутна и метода истраживања одступања, где се контролишу одступања од прописаних и утврђених стандарда и реагује у случајевима недозвољених отклона.⁵⁷

Код стручњака који се баве креирањем политике стимулација и награда присутна је тежња да се минимализује утицај асиметрије информација. Асиметрија информација утиче на квалитет, ефикасност, па на крају и на пословни резултат компаније. Уколико надређени руководилац нема информацију о нивоима знања, стручности и способности својих радника, неће моћи на прави начин да искористи њихове способности. Послодавац нема информацију какве су намере запосленог у погледу дужине запослења у компанији. Зато уговоре треба правити тако да се узму у обзир све ове чињенице и компанија заштити од евентуалних трошкова (обука, отпуштање). Да би предупредили овај проблем, неке компаније уводе бонусе за дугогодишњу лојалност.

Децентрализација, која је опште присутна у модерним компанијама, доводи до стварања информација на различитим нивоима. Веома је битно да менаџери на нижим хијерархијским нивоима исправно користе доступне информације у сврху одлучивања, као и да на одговарајући начин пренесу добијене информације на више хијерархијске нивое. Исправно обављање ових задатака треба наградити.⁵⁸

Акционарство запослених⁵⁹ веома је ефикасан начин стимулисања радника нижег хијерархијског ранга да раде у интересу компаније и принципала, и да се

56) *Ibid.*, стр. 38.

57) *Ibid.*, стр. 38.

58) *Ibid.*, стр. 40.

59) У САД се план радничког акционарства зове *Employee Stock Ownership Program* (ESOP).

идентификују с компанијом у којој су запослени. У многим земљама компаније које се залажу за радничко акционарство добијају од државе разне пореске олакшице по том основу.

Агенцијска теорија делимично указује на сложене процесе и проблеме који се јављају приликом управљања модерним компанијама, те даје предлоге за њихово решавање.

Укључивањем нових фактора у разматрање (неизвесност, интерес, ризик), агенцијском теоријом учињен је квалитативни помак напред, па је ова теорија незаобилазна када се анализирају мултиинтересни односи у оквиру једне компаније која послује на принципима корпоративног управљања.

4.4. Бихевиористичка теорија компаније

Бихевиористичка⁶⁰ теорија појављује се 1955. године.⁶¹ Осам година касније Ричард Сиерт (Richard Cyert) и Џејмс Марч (James March) објављују своју бихевиористичку теорију компаније.⁶²

Основни циљ анализе за бихевиористички приступ јесте компанија. Теорија се заснива на предвиђању понашања доносиоца одлуке када располаже одређеним информацијама. У стварности постоји безброј комбинација могућих реакција компаније са истим улазним параметрима, па је скоро немогуће извести принципе понашања компаније. Циљ је одредити кључне варијабле у процесу одлучивања у компанији. Оно што су аутори теорије желели да постигну јесте да укажу на учесталост понављања одређене врсте понашања при одређеним и унапред утврђеним улазним параметрима. Цео концепт је заснован на емпиријском истраживању понашања компанија у одређеним условима.

Бихевиористички модел компанију посматра као комплексну организацију која трансакције обавља на тржишту које је несавршено и у конкурентским условима.⁶³ Компанија се посматра као мултиинтересна структура, тј. као организациони савез са више циљева и више могућих врста одлука. Претпоставка од које се полази је да компанија поседује одређену дискрецију и удео контроле над тржиштем, односно да

60) Бихевиоризам је грана психологије која је однела превагу у психолошкој теорији. Бихевиоризам објашњава развитак појединца као усмерен процес стицања нових облика понашања. Назива се још и ситуационом теоријом, јер повезује понашање појединца са ситуацијом у којој се он налази. Бихевиоризам као методологија вуче корене из емпиризма и логичког позитивизма. У економији се бихевиоризам примењује као једна од квалитативних метода истраживања. Класичан бихевиоризам узима у обзир само доказе који се могу мерити као реакција на стимулусе и не занимају га идеје и емоционално искуство, види <https://sh.wikipedia.org/wiki/Bibehaviorizam>.

61) Simon, Herbert: *A behavioral model of rational choice*, The quarterly Journal of Economics, Vol. 69, Issue 1, 1955, стр. 99–118.

62) Cyert, Richard, James March: *Bihevioral theory of the Firm*, 2nd edition, Wiley Blackwell, 1992.

63) Пауновић, Благоје: *Економика предузећа – предузеће, окружење и улагања*, Економски факултет, Београд, 2013, стр. 23–112.

тржиште посматра из угла организације.⁶⁴ За ову теорију је врло битан сâм процес одлучивања у условима неизвесности, на реалном тржишту, које није идеално. Зато је анализу тржишних фактора потребно проширити факторима организационе структуре који реално утичу на настанак и одабир циљева и опција деловања.

У великим компанијама које запошљавају стотине и хиљаде радника, постоји много различитих интересних група и центара моћи. Према Сиерту и Марчу, компанија представља коалицију састављену од менаџера, радника, акционара, муштерија и других. Сваки део коалиције има своје интересе. Унутар коалиције неки чланови су утицајнији од других и испољавају веће захтеве у погледу преданости политици компаније од других. Да би се дошло до одговарајуће одлуке, потребно је ускладити интересе појединих група. Конфликти између интересних група су неизбежни, па само процесом преговарања може доћи до конвергенције ставова. Ову конвергенцију називамо квазирешењем конфликта. Пошто никада не може доћи до консензуса ставова, то значи да су услови пословања компаније изузетно нестабилни. Да би се чланови коалиције одржали у компанији, треба обезбедити разлике у плаћањима. Ове разлике настају као последица прилагођавања. Позитивна разлика користи се у неповољном периоду пословања за разлику плаћања интересним групама које сачињавају коалицију.⁶⁵ Постојање разлика у плаћањима компанија свесно користи као својеврстан стабилизатор пословања.

Главни допринос бихевиористичке теорије представља разрада утицаја процеса одлучивања на алокацију производних ресурса, као и на процес формирања циљева. О алокацији одлучују менаџери који, зависно од своје вештине преговарања, добијају за свој сектор одређени новац из буџета компаније. Осим вештине преговарања, висина износа добијеног новца зависиће и од степена ефикасности искоришћења претходно одобрених средстава, остварених резултата пословања, начина организовања сектора, као и образовања и искуства менаџера.

Приликом одабира новог пројекта, менаџери вишег ранга углавном се понашају уздржано. Због недостатка информација и времена, не улазе дубље у анализу сваког понуђеног пројекта, већ одлуку доносе на основу финансијских критеријума и критеријума просперитета.⁶⁶ Уколико су средства за пројекат обезбеђена, подразумева се да су финансијски критеријуми задовољени, а ако ће одабрани пројекат побољшати рејтинг посматраног сектора или одељења које менаџер води, онда је задовољен и критеријум просперитета.

Процес одлучивања на нижим хијерархијским нивоима, према бихевиористичкој теорији, много је једноставнији.⁶⁷ Код одлучивања на овом нивоу посебно је битно учење на сопственим грешкама и понављање активности с успешним исходима. То

64) Cyert, Richard, James March, op.cit, стр. 1–4.

65) *Ibid*, стр. 35–40.

66) *Ibid.*, стр. 269–276.

67) *Ibid.*, стр. 99–115.

значи да се одлуке које су биле успешне копирају и понављају, а да не постоји могућност понављања грешке, тј. копирања неуспешне одлуке. У тим покушајима, успешима и грешкама, компанија се учи и ствара своју базу искуствених података. Овај процес назива се организационо учење.⁶⁸

Посматрани модел полази од концепта избегавања сваке неизвесности (тржишне и неизвесности која је последица олигополистичке међузависности). Тржишну неизвесност која се односи на промену навика купаца могуће је само делимично избећи укључивањем дугорочних уговора и маркетиншком активношћу. Неизвесност коју изазива олигополски положај могуће је превазићи преговорима с конкурентским компанијама, активношћу у пословним удружењима те гране привреде итд.

Критичари ове теорије сматрају да је максимизација профита много важнија од задовољавајућег понашања, које представља језгрени елемент овог модела. Теорија се сматра неоправдано компликованом. Многи стручњаци сматрају и да је модел предвиђања понашања компаније у одређеним условима крајње упитан и непримењив у пракси. Описивање пословне праксе и начина доношења одлука корисно је за тражење објашњења за посматране појаве, али не и за предвиђање њиховог понављања.

4.5. Теорија трансакционих трошкова

„Без концепта трансакционих трошкова, који је масовно изостављен из савремене економске теорије, по мом уверењу, немогуће је разумети функционисање економског система, анализирати многе његове проблеме на користан начин и имати основу за вођење економске политике.“⁶⁹

Концепт трансакционих трошкова први је обрадио Роналд Коаз (Ronald Coase).⁷⁰ У свом делу, он је објаснио да је оквир микроекономске теорије непотпун јер у разматрање узима само трошкове производње и транспорта, а потпуно занемарује трошкове који се генеришу успостављањем уговорних односа, реализацијом уговора и трошкове који настају у процесу управљања компанијом. У модерној економији ови трошкови су познати као трансакциони трошкови. Коаз у свом делу поставља питања већ поменута у овом раду (поглавље 4): Зашто постоје компаније и шта одређује њихову величину?

У традиционалној економској теорији цена је основни тржишни механизам који утиче на алокацију ресурса. Примена ове теорије била је ограничена чињеницом да се велики део ресурса купује на слободном тржишту и тако постаје инпут компаније у којој, осим цене, важе нека друга правила алокације ресурса. Ценовни механизам

68) *Ibid.*, стр. 96–98.

69) Coase, Ronald: *The firm, the market and the law*, University of Chicago Press, 1988.

70) Coase, Ronald: *The nature of the firm*, *Economica*, Vol. 4(16), 1937, стр. 386–405.

заменењу одлуке менаџера. Као главни разлог постојања компанија Коаз установљава чињеницу да координација ценовним механизмом на слободном тржишту генерише трошкове, трансакционе трошкове.

Поред трошкова производње, јављају се и трошкови договарања цене, преговора, надзора над извршењем уговора, као и трошкови алокације ресурса унутар компаније, као последица потписивања предметног уговора. Ако су трошкови алокације ресурса унутар компаније нижи од трошкова који би настали ако би се цела активност одвијала на слободном тржишту, ето разлога за формирање компаније као правне форме која располаже сопственим ресурсима.⁷¹ Употреба сличне логике ограничава раст једне компаније. Кад маргинални трошкови алокације ресурса на слободном тржишту, где појединац уговара директно, постану нижи него у компанији, престаје потреба за растом компаније.⁷² Уколико трансакциони трошкови не би постојали, формирање компанија не би имало смисла, већ би се све трансакције одвијале на слободном тржишту.

Из горе наведених образложења може се закључити да трансакциона теорија под трансакцијом подразумева уговор, а не размену. Разлог је једноставан. Сам чин размене не подразумева ни обавезу ни одговорност, док се уговором дефинишу обавезе и начини понашања, од чијег испуњења зависи успешно извршење уговореног посла.⁷³ У једноставним пословним активностима трансакциони трошкови су занемарљиви, па размена може ефикасно да се обави и на слободном тржишту, посредством тржишног механизма. Теорија трансакционих трошкова односи се на трансакције код којих су трансакциони трошкови високи.

Зашто настају трансакциони трошкови? Основни разлог су ограничена рационалност и опортунизам. Ограничена рационалност последица је недостатка информација и ограниченог нивоа знања судеоника у преговорима. С обзиром на то да постоји временско ограничење за доношење одређених одлука, као и ограничење у погледу прикупљања информација, логично је да су менаџери/доносиоци одлука ограничено рационални. Ово стање доносиоца одлука, у економском и пословном

71) Трансакциони трошкови не елиминишу се у целости оснивањем компаније, али се знатно смањују. Очигледно је да власник компаније, тј. власник неког од фактора производње потребног за израду финалног производа, не мора да ствара уговорне односе с другим власницима осталих неопходних фактора производње с којима сарађује унутар своје компаније. Када би се овај процес одвијао с појединцима на слободном тржишту, било би потребно створити уговорне односе са сваким појединачним имаоцем неког фактора производње. Формирањем компаније се уговори с власницима фактора производње замењују једним уговором (уговор о раду). Суштина је да компанија мора да врши алокацију ресурса по цени нижој од ценовног механизма на слободном тржишту. У противном се доводи у питање сврха формирања компаније.

72) *Ibid.*, стр. 390–400. Коаз тврди да ће, ако су сви остали услови непромењени, компанија расти по обиму, у следећим лучајевима: што је нижи и што спорије расте трошак неке трансакције; што је мања вероватноћа и стопа раста грешака менаџера у алокацији ресурса; што је јача негативна корелација између раста цене ресурса и раста компаније.

73) Williamson, Oliver: *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press, New York, 1975, стр. 50–55.

окружењу које је комплексно и препуно неизвесности, отежава пословне договоре и обављање тржишних трансакција.⁷⁴

Опортунизам се односи на непоштење и себичност у преговорима и процесу закључења уговора. Овакво понашање ствара реалну опасност од манипулисања информацијама и лажних намера усмерених ка евентуалној користи. Да би дошли до материјалне користи, појединци не говоре истину о себи, својим намерама и циљевима. Што је појединац свеснији да ће његово опортуно понашање проћи некажњено, то ће његова склоност ка таквом понашању бити већа.⁷⁵

Евидентно је да особине ограничене рационалности и опортунизма стварају потешкоће приликом обављања трансакција и онемогућавају израду јасних и прецизних уговора. Да ли постоји начин да се заштитимо од оваквих штетних трансакција? Један од начина заштите јесте обављање оваквих врста трансакција преко компаније, уместо на слободном тржишту. Како диференцирати, тј. донети одлуку које трансакције обављати на слободном тржишту, а које преко компанија? Решење, према Вилијамсону,⁷⁶ налазимо у диференцирању трансакција према степену одређености физичког или људског капитала, неизвесности и учесталости.

Висок степен одређености физичког или људског капитала плодно је тле за преговарачке стране да – будући да не постоји алтернатива а да увек постоји могућност губитка – опортунистичким понашањем онемогуће склапање прецизног уговора. У условима када постоји велики број опција, чије последице нису унапред познате, учесници преговора најчешће нису у могућности да формирају јасну и прецизну пројекцију будућих догађаја. У таквим трансакцијама неизвесност је скоро увек присутна. Учесталост подразумева понављање преговора иако су услови уговора већ договорени.

Логика налаже да се тржишним путем обављају трансакције које карактеришу мања учесталост, неизвесност и непознати ресурси. За обављање сложених трансакција погоднија је хијерархијска структура.

Иако трансакциони трошкови јесу евидентни, њихова квантитативна анализа није једноставна. Принципе мерења трансакционих трошкова сагледао је Ванг (Wang).⁷⁷

Најчешће се као износ укупних директних трансакционих трошкова узима укупна економска вредност трошкова искоришћених за лоцирање партнера и постизање договора (први принцип).

74) Simon, Herbert: *On the concept of Organizational Goal*, Administrative Science Quarterly, Vol. 9, No.1, 1964, стр. 1–22.

75) Можемо навести пример агента за некретнине који продаје некретнину која има недостатака невидљивих на први поглед. Агент не наводи те мане, већ само добре особине помануте некретнине, или даје нетачне информације да би постигао бољу продајну цену.

76) Williamson, Oliver: *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press, New York, 1975, стр. 53–60.

77) Wang, Ning: *Measuring Transaction Costs: An Incomplete Survey*, University of Chicago, 2003, стр. 2.

Други принцип је исказивање трансакционих трошкова преко разлике у цени коју купац плати и износа који продавац прими. У неким случајевима жижа се усмерава на трошкове које намеће регулатива (тзв. трење у окружењу). Трансакциони трошкови могу бити повезани и с идентитетом појединца, тј. економског учесника у трансакцији.

Неки аутори се више фокусирају на секундарне, уместо на директне трошкове, као што је случај с методом мерења трансакционих трошкова Оливера Вилијамсона (Oliver Williamson).

Први метод мерења трансакционих трошкова односи се на инвеститора, и представља цену инвестирања на финансијском тржишту. Ови трошкови углавном се свODE на трошкове ангажовања брокера и трошкове марже.

Други метод заснива се на раду Оливера Вилијамсона.⁷⁸ Он посматра релативну висину ових трошкова у односу на трошкове које праве конкурентске управљачке и уговорне форме. Вилијамсон сматра да на висину трансакционих трошкова одлучујуће утичу учесталост трансакција, особине ресурса које су резултат договора и степен неизвесности.

Трећи метод процене трансакционих трошкова предложили су Волис и Норт (Wallis, North), који су покушали да димензионишу трансакционе трошкове у целој економији.⁷⁹ Ова два аутора су читаву економију поделили на два сектора: сектор производње и сектор трансакција. У својој студији су показали да постоји корелација између развијености и величине одређене економије и величине њеног трансакционог сектора. Аутори су истраживање утемељили на претпоставци да се у обзир узима само део трансакционих трошкова насталих унутар тржишта.

Четврти метод одређивања величине трансакционих трошкова оформио је Де Сото (De Soto), с намером да покуша да отклони мањкавости Волис-Нортовог модела. Де Сото је у анализу укључио и трансакционе трошкове⁸⁰ који настају на неформалном тржишту, тзв. нетржишне трансакционе трошкове. Овај приступ је веома значајан за мерење трансакционих трошкова земаља у транзицији чије укупне трошкове у доброј мери чине нетржишни трансакциони трошкови, као што су мито, чекање, дозволе...

Пети метод развили су стручњаци за институционалну економију и економски раст. Кључни научни допринос ове студије јесте откриће да су институције детерминанта економског развоја. Овом методом мере се трошкови неефикасних институција и лошег система управљања.

78) Williamson, Oliver: *Transaction Cost Economics: how it works, where it is headed*, De Economist, Vol. 146, No. 1, стр. 23–58.

79) Wallis, John, Douglass North: *Measuring the Transaction Sector in the American Economy 1870–1970*, одломак из публикације *Long-Term Factors in American Economic Growth*, University of Chicago Press, 1986, стр. 95–162.

80) De Soto, Hernando: *The other Path*, Harper & Row, New York, 1989.

Последњи, шести метод процене трансакционих трошкова почива на премиси да висина трансакционих трошкова зависи од агента који обавља трансакцију, а не од саме трансакције. Овај модел не служи толико за квантификовање трошкова колико указује на разлике међу инвеститорима.⁸¹

4.6. Теорија услужности

Теорију услужности⁸² изнели су Лекс Доналдсон (Lex Donaldson) и Џејмс Дејвис (James Davis) 1991. године.⁸³ Ова два аутора узела су у обзир недостатке агенцијске теорије, која полази од претпоставке да је главни циљ агента и принципала максимизација сопствених интереса. Ова теорија не узима у обзир да су и агент и принципал људи, те да их треба посматрати и са психолошког и социолошког аспекта. Менаџери су, по претпоставци, „добри стјуарти компаније“, који желе да савесно обављају свој посао и делују у интересу компаније.⁸⁴ Теорија услужности заснива се на концепту да су менаџери често мотивисани неопходношћу преузимања одговорности, као и задовољством након добро обављеног посла. Ова апстрактна мотивација обично битно утиче на свест менаџера да раде у интересу компаније и акционара, тј. да своје личне потребе и опортуне пориве потисну и подреде циљевима компаније. Полазна претпоставка ове теорије је да се менаџерима може указати поверење да ће деловати у интересу компаније и акционара, на шта их обавезује и одговарајућа правна регулатива. Теорија услужности акценат ставља на правни аспект агенцијског проблема.⁸⁵ Акционари компаније делегирају менаџере који ће радити и поступати као добри домаћини.

Неки други аутори, попут Дејвиса (Davis), Шормана (Schoorman) и Доналдсона (Donaldson) тврде да је изводљиво да менаџер ради истовремено у интересу компаније, максимизирајући производњу и профит, и остварујући личну корист.⁸⁶ Ови аутори сматрају исто тако да се бољи учинак у раду компанија постиже када компанију воде менаџери који раде у њеном интересу, у односу на концепт да компанију води одбор директора. Ова теорија доводи у питање постојање одбора директора.

81) Нпр. трансакциони трошкови нису исти за страног и домаћег инвеститора, инсајдера или екстерног инвеститора, већинског или мањинског акционара, инвестиционе фондове или индивидуалне инвеститоре итд.

82) Ова теорија се на енглеском зове *Stewardship* теорија, и поистовећује менаџера с добрим послужитељем, управитељом, надзорником (енгл. *steward*).

83) Donaldson, Lex, James, Davis: *Stewardship theory or Agency theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, Australian Journal of Management, Vol. 16, No. 1, 1996, стр. 49–64.

84) Babić, Verica: *Corporate governance in transition economies*, Teme, Vol. 34, Br. 2, 2010, стр. 555–568.

85) Tricker, Bob: *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, New York, 2009, стр. 223–225.

86) Davis, James, David Schoorman, Lex Donaldson: *Toward a stewardship theory of management*, The Academy of management review, Vol. 22, No. 1, 1997, стр. 20–47.

Сматра се да успешност компаније зависи искључиво од способности менаџера да оформи тим сарадника, дефинише јасну организациону структуру и дефинише обавезе и одговорности.

Теорија услужности наслања се на агенцијску теорију, и заједно чине целину. Да ли ће менаџери радити у интересу компаније или у свом личном интересу зависи од много фактора.

Критичари ове теорије своју критику заснивају на концепту превазиђености система управљања на коме се теорија заснива. У XIX веку су компаније имале неколико индивидуалних акционара, и тада су акционари могли директно да бирају менаџере. Модерне компаније имају све већи број акционара (дисперзовано власништво), а многе су у власништву великих институционалних улагача (инвестициони и пензијски фондови нпр.). Стога се може закључити да институционални улагачи имају примат над власништвом велике већине светских компанија, па треба и да снесу одговорност за решавање проблема корпоративног управљања.⁸⁷

4.7. Теорија зависности од ресурса

Зачетници ове теорије су Џефри Фефер (Jeffrey Pfeffer) и Џералд Саланик (Gerald Salancik).⁸⁸ Пошто је њихов рад објављен, осамдесетих година прошлог века, појавило се још неколико радова на ову тему, поткрепљених емпиријским истраживањима тржишта. Тако је нпр. Биргер Вернерфелт (Birger Wernerfelt) разрадио теорију конкурентске предности⁸⁹ засноване на ресурсима у поседу компаније, базиравши се на моделу Мајкла Портера (Michael Porter),⁹⁰ моделу конкурентских снага.⁹¹

Ова теорија почива на идеји да ће компанија успешније истрајавати у очувању своје тржишне позиције уколико поседује више ресурса. Теорија зависности од ресурса постала је с временом једна од најважнијих теорија из области теорија компанија и стратешког менаџмента.

Примењивост ове теорије доводи у питање остале теорије компаније које у први план стављају менаџере. Фефер и Саланик у свом раду кажу: „Да бисте разумели понашање компаније, морате схватити контекст тог понашања – то је екологија

87) Tricker, Bob: *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, New York, 2009, стр. 225–226.

88) Pfeffer, Jeffrey, Gerald Salancik: *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, Stanford University Press, 1978.

89) Wernerfelt, Birger: *A Resource based view of the firm*, Strategic Management Journal, Vol. 5, No. 2, 1984, стр. 171–180.

90) Porter, Michael: *Competitive Strategy*, Free Press, New York, 1980.

91) Портер је развио принцип пет сила/снага конкурентности: тренутни конкуренти, нови конкуренти, купци и њихова преговарачка моћ, супститути и добављачи и њихова преговарачка снага. Портер је дефинисао начине да се превазиђу ове претње, тј. да компанија, избегавањем ових претњи, сачува свој статус на тржишту и оствари натпросечан профит.

компаније⁹². Теорија препознаје утицај екстерних фактора на организацију и рад компаније. Иако ограничени тим спољним факторима, менаџери могу деловати да смање зависност и несигурност коју окружење изазива. Најважнији од свих концепата јесте концепт моћи, који се манифестује кроз контролу виталних ресурса.⁹³ Настојање компанија да умање утицај конкурентских компанија на њих обично се претвара у покушај да поменута компанија појача утицај над конкуренцијом.

Главни постулати теорије зависности од ресурса јесу:

- Главни начин спознаје интеркорпоративних релација и друштва су компаније;
- Ове компаније нису независне, ограничене су мрежом интеракције с другим компанијама;
- Међузависност, повезана с неизвесношћу деловања компанија које су у интерактивној мрежи, чини опстанак и успех компаније на тржишту неизвесним;
- Због ове чињенице компаније покушавају да овладају том међузависношћу и ставе је под контролу, иако те активности никада нису у потпуности успешне и резултирају стварањем нових мрежа међузависности и интерактивности;
- Ове структуре зависности онда повећавају моћ компанија, како у међусобним односима с другим компанијама, тако и у односима унутар компаније, у свим њеним деловима где таква моћ утиче на организационо понашање.⁹⁴

Поједини елементи ове теорије примењени су као такви, иако нису довољно истражени с аспекта последица које изазивају. Примена правила која сачињавају ову теорију видљива су на сваком кораку у развијеном свету. Спајање (енгл. *merger*) и припајање (енгл. *acquisition*) компанија директно су проистекли из посредних препорука ове теорије. Компаније се одлучују на овакве потезе из више разлога. Један од њих је смањивање конкуренције. Компанија која је до јуче била један од главних конкурентата на тржишту постаје саставни део компаније купца или заједно творе нову компанију. Други разлог је смањивање међузависности коју компанија има са добављачима и/или купцима, њиховим апсорбовањем. Трећи разлог удруживања јесте диверсификација операција и смањивање зависности од компанија с којима тренутно врши размену.⁹⁵

92) Pfeffer, Jeffrey, Gerald Salancik, op. cit, стр. 1.

93) Ulrich, David, Jay Barney: *Perspectives in organization: Resource Dependence, efficiency and population*, Academy of Management Review, Vol. 9, No. 3, 1984, стр. 471–481.

94) Pfeffer, Jeffrey: *A resource dependence perspective on interorganizational relations*, in Mizuchi, Mark, Michael Schwartz (editors): *Intercorporate relations: The structural analysis of business*, Cambridge University press, Cambridge, 1987, стр. 22–55.

95) Pfeffer, Jeffrey: *Beyond management and the worker: The institutional function of management*, Academy of Management Review, Vol. 1, 1976, стр. 36–46.

Удруживање (енгл. *joint venture*) и други видови организационог повезивања две или више компанија (стратешко партнерство, сарадња на пољу истраживања и развоја, стварање конзорцијума, сарадња у области менаџмента итд.) има исту сврху, а то је смањивање међузависности и неизвесности и аквизиција ресурса.

Одбор директора има кључну улогу у стварању екстерних релација и обезбеђивању ресурса потребних за рад и раст компаније.⁹⁶ Прибављање ресурса подразумева сарадњу с добављачима, потенцијалним купцима и представницима конкурентских компанија, обезбеђивање финансирања сарадњом с финансијским институцијама и потенцијалним акционарима, набавку технолошки напредне опреме и ангажовање кадра који има критичну количину знања да ту технологију искористи на најефикаснији начин, као и сарадњу с локалном заједницом.⁹⁷ Зато чланове одбора директора треба да чине менаџери способни да отклоне неизвесност и ухвате се укоштац са изазовима окружења. Они морају имати неопходна знања о важним ресурсима и колегама утицајним у корпоративном свету. Због тога ова теорија заступа да је боље да одбор директора чини више чланова који поседују наведене способности, што ће посредно позитивно утицати на раст обима производње и профита компаније.

Неки аутори сматрају да постоји корелација између броја чланова одбора директора, сложености окружења у којем компанија послује и интерних потреба компаније. Број независних чланова одбора директора треба повећавати што је сложенија слика окружења, међузависност и што су веће интерне потребе.⁹⁸

Унакрсно чланство у одборима директора такође је корисно за привлачење ресурса и сарадњу с пословном елитом.

Чланови одбора директора доприносе компанији на четири начина. Прво саветодавно. Друго, чланови одбора директора својим познанствима и везама у пословном свету обезбеђују све потребне информације о окружењу компанији у чијем су одбору директора. Трећи начин је приоритет приступу ресурсима, а четврти је легитимитет.⁹⁹ Ејми Хилман (Amy Hillman) и Томас Делзиел (Thomas Dalziel) деле улогу чланова одбора директора у две групе. Прва улога је надзор и контрола из перспективе агенцијске теорије, а друга обезбеђивање критичних ресурса, с аспекта теорије зависности од ресурса.¹⁰⁰

96) Huse, Morten: *Boards, Governance and Value Creation: The human side of Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2007.

97) Tricker, Bob: *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, New York, 2009, стр. 227.

98) Pfeffer, Jeffrey: *Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment*, Administrative Science Quarterly, Vol. 17, стр. 218–228.

99) Pfeffer, Jeffrey, Gerald Salancik: *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, Stanford University Press, 1978.

100) Hillman, Amy, Thomas Dalziel: *Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence Perspectives*, Academy of Management Review, Vol. 28, No. 3, 2003, стр. 383–396.

Исто мишљење важи и када је у питању заступљеност заинтересованих страна (акционари, запослени, представници финансијских институција) у одбору директора. Пракса је показала да ови чланови одбора раде углавном у интересу и за добробит компаније.

Поставља се логично питање постоје ли још неки фактори, поред способности остваривања контаката и умрежавања, који утичу на то да се смањи зависност компаније од спољних утицаја? Један одговор би могао бити да је моћ, кроз призму човека као социјалног бића, веома важан фактор у повезивању компанија и спољног окружења обезбеђивањем пословних контаката с утицајним групама. Ниво и интензитет моћи зависи од перцепције спољних фактора, тј. актера у пословним активностима.¹⁰¹ Пословна повезивања заснована на концепту моћи помажу компанијама да превазиђу опасности које вребају због неизвесности и, следствено, промена услова пословања. Главни разлог да се у одборе директора компаније привлаче моћни менаџери јесте дифузија моћи важних екстерних утицаја.¹⁰²

Други значајан фактор који утиче на смањење зависности јесте повезивање. Ово се односи на успостављање пословних односа између чланова одбора директора, а у сврху прибављања ресурса за компанију. Повезивање представља способност чланова одбора директора да правовремено пренесу информације менаџменту, као и да спољном окружењу пренесу информације о компанији.¹⁰³

Још један од важних механизма који позитивно утиче да се смањи зависност од окружења јесте углед, имиџ и репутација чланова одбора директора. Својим угледом у пословном свету, чланови одбора директора обезбеђују потребне ресурсе, легитимитет и подршку компанији.

Можемо закључити да је окружење основни извор неизвесности, који детерминише процес и начин дистрибуције моћи, надзора и контроле, као и приступ формирању одбора директора, када се одлучује о његовим члановима и њиховом броју. Пошто се окружење и услови у њему стално мењају, потребно је прилагођавати и начин дистрибуције моћи и контроле изван компаније и бирати начин умрежавања, који онда поново утиче на одабир и број чланова одбора директора (повратна спрега).

101) Стојановић-Алексић, Весна: *Употреба моћи и утицаја у лидерском процесу*, у тематском зборнику радова, редактори Бабић Верица и Момчило Ђорђевић: *Карактеристике, концепти и изазови менаџмента у савременим условима пословања*, Економски факултет Крагујевац, 2013, стр. 115–133.

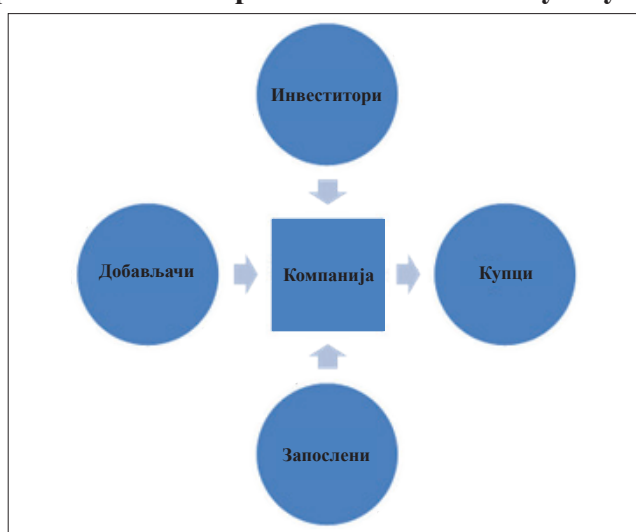
102) Drees, Johannes, Pursey Heugens: *Synthesizing and extending resource depending theory: A metaanalysis*, *Journal of management*, Vol. 39, No. 6, 2013, стр. 1666–1698.

103) Maassen, Gregory: *An international Comparison of Corporate Governance Models*, Spencer Stuart, Elst, 2000.

4.8. Теорија заинтересованих страна

Ова теорија компаније појавила се осамдесетих година прошлог века. Први рад на ову тему објавио је Едвард Фриман (Edward Freeman) 1984. године.¹⁰⁴ Теорија је развијена на претпоставци да агенцијска теорија има озбиљних недостатака. Основни је био фаворизовање акционара као посебне врсте стејхолдера. Фриман поставља следеће питање: „Зашто акционари имају предност над другим заинтересованим странама?“ Теорија заинтересованих страна заступа мишљење да све заинтересоване групе (запослени, акционари, локална заједница, финансијери, добављачи, купци) морају деловати заједно и остваривати заједнички циљ, и не могу се посматрати засебно. Уколико не поштује жеље купаца, па нуди производе које купци не желе да купују, компанија нема будућност. Уколико не поштује законе и не сарађује с локалном заједницом, грађани ће се организовати и побунити. Таква компанија нема будућност. Уколико компанија не направи партнерски однос са својим запосленима, они ће на посао долазити само због зараде, и неће својим идејама придоносити већој ефикасности и смањењу трошкова производње. Уколико не слуша савете инвеститора, изгубиће могућност јефтиног финансирања. Таква компанија нема будућност. На слици бр. 4 приказан је класичан однос између компаније и окружења, где инвеститори, добављачи и запослени убацују своје инпуте у „црну кутију“, која се зове компанија и која те инпуте претвара у аутпут, који називамо производом или услугом. На другој слици (слика бр. 5) приказан је модел заинтересованих страна, где постоји двосмерна комуникација између компаније и сваке заинтересоване стране. Све особе или групе с легитимним интересима партиципирају у компанији на начин да остваре корист, али без фаворизовања неке од заинтересованих група.¹⁰⁵

Слика бр. 4: Сликосни приказ класичног инпут–аутпут модела компаније

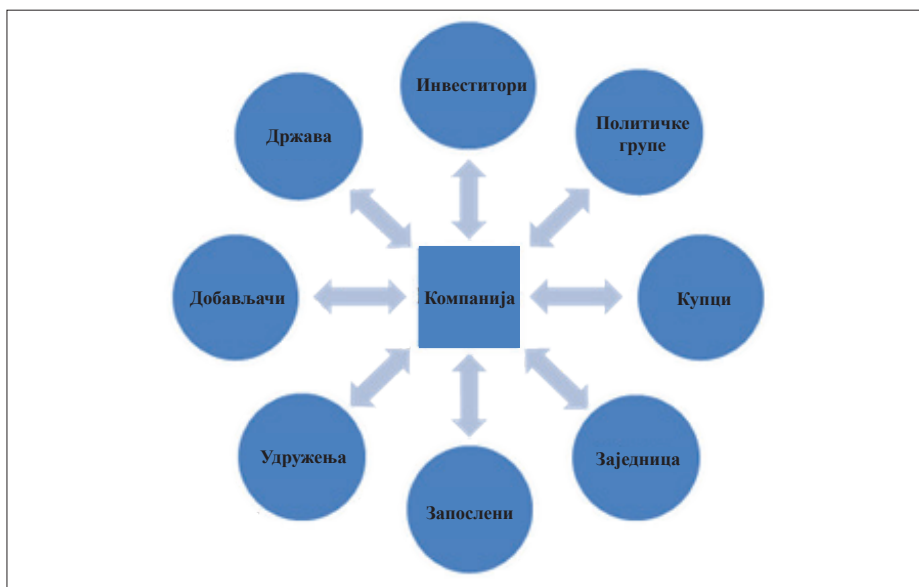


Извор: Аутор

104) Freeman, Edward: *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, 1984.

105) Donaldson, Lex, Thomas Lee Preston: *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications*, The Academy of Management Review, Vol. 20, No. 1, 1995, стр. 65–91.

Слика бр. 5: Сликони приказ модела заинтересованих страна



Извор: Аутор

Према томе, компанија се не може посматрати као организација створена да задовољи интересе власника, већ свих учесника који прибављају потребне ресурсе за раст и развој компаније. Ова теорија наглашава значај развијања односа са свима који имају интерес да се компанија развија и послује успешно. Менаџери морају да управљају компанијама тако да задовоље интересе акционара, запослених, купаца, добављача, финансијских институција, локалне заједнице и свих осталих заинтересованих страна, као би се остварио одрживи развој компаније.

Да би компанија могла да задовољи интересе свих својих стејкхолдера, мора развијати систем сагледавања потреба заинтересованих група, као и стратегије које омогућавају задовољавање њихових потреба. Да би се овај циљ постигао, интереси стејкхолдера морају да се сегментирају и тако анализирају. Када се установи потреба да се нешто промени и прилагоди у пословању, да би се изашло у сусрет потребама интересних група, приступа се тим променама. Често се дешава да једна промена позитивно утиче на више интересних група. Управо због тога треба потребе претходно сегментирати и анализирати.

Теорија заинтересованих страна избацује на површину једно врло важно питање: „Која је улога модерне компаније у капиталистичком друштву XXI века?“ Теорија заинтересованих страна посматра компанију као заједницу свих заинтересованих страна које заједнички делују у остварењу циља. Према овој теорији, компанија мора да задовољи интересе и потребе свих судеоника у стварању производа или услуге, као и купце и локалну заједницу.

Поједини аутори, попут Милтона Фридмана (Milton Friedman) не слажу се с концептом теорије заинтересованих страна. Фридман сматра да је једини циљ модерне корпорације задовољење интереса акционара, тј. максимизација њиховог

профита, те да компанија не треба да има социјалну одговорност према локалној заједници и друштву. По његовом мишљењу, компанија треба да ствара профит својим акционарима, а они ће онда деловати савесно и социјално одговорно.¹⁰⁶

Даље критике теорије заинтересованих страна иду у правцу негирања њене теоријске основе. Критичари сматрају да није дала одговарајућу везу између теоријских постулата и реалности, те да заговорници ове теорије нису успели да објасне зашто би неко улагао у компанију која за коначан циљ нема максимизацију профита, то јест максимизацију повраћаја на уложена средства. Сматра се и да је помирење интереса свих заинтересованих страна утопистичка идеја, те да у пракси увек постоје неспоразуми и неразумевања између појединих интересних група које на овај или онај начин сарађују с компанијом. Зато поједини аутори сматрају да одбор директора и менаџмент компаније треба да имају само један циљ, а то је задовољење интереса акционара,¹⁰⁷ и да се однос између компаније и акционара не може посматрати у истом светлу као и однос компаније са осталим заинтересованим странама.¹⁰⁸

5. Концепт корпоративног управљања

5.1. *ОЕСД* принципи корпоративног управљања

Организација за економску сарадњу и развој (ОЕСД), на основу члана 1. конвенције потписане у Паризу 14. децембра 1960. године, а која је ступила на снагу 20. септембра 1961. године, пропагира политику чији је циљ највећи могући одрживи раст и запосленост и повећање животног стандарда у земљама чланицама. Циљ је и обезбедити финансијску стабилност и раст светске економије.¹⁰⁹ Представља најстарију институцију економско-политичке интеграције Западне Европе.

106) Friedman, Milton: *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago Press, 1982, стр. 112–113.

107) Tricker, Bob: *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, New York, 2009.

108) Goodpaster, Kenneth: *Business ethics and stakeholder Analysis*, Business Ethics Quarterly, Vol. 1, Issue 1, 1991, стр. 53–73.

109) ОЕСД у свом чланству има 34 земље. Двадесет земаља у чланству су од оснивања (Аустрија, Белгија, Канада, Данска, Француска, Немачка, Грчка, Исланд, Ирска, Италија, Луксембург, Холандија, Норвешка, Португал, Шпанија, Шведска, Швајцарска, Турска, Велика Британија и Сједињене Америчке Државе). Остале земље су накнадно приступале, како следи: Јапан (28.04.1964), Финска (28.01.1969), Аустралија (07.06.1971), Нови Зеланд (29.05.1973), Мексико (18.05.1994), Чешка Република (21.12.1995), Мађарска (07.05.1996), Пољска (22.11.1996), Кореја (12.12.1996), Република Словачка (14.12.2000), Чиле (11.01.2010), Словенија (22.07.2010), Израел (03.08.2010), Естонија (09.12.2010).

Због велике азијске економске кризе 1997. године, веће ОЕЦД-а 1998. године упућује позив националним владама и другим релевантним међународним организацијама и приватном сектору да се приступи изради скупа стандарда и препорука за корпоративно управљање. Формирана је радна група¹¹⁰ са задатком да изради Принципе корпоративног управљања. Принципи су усвојени 1999. године и представљају први документ ове врсте с важношћу на међународном нивоу. Принципи су допринели унапређењу корпоративног управљања. Дате су и смернице за законске и регулаторне иницијативе, које је могуће имплементирати у земљама чланицама, али и у земљама које то нису. Главна идеја била је онемогућити криминалне активности у процесу корпоративног управљања. Форум за финансијску стабилност (FSB – Financial Stability Board) уврстио је ОЕЦД Принципе корпоративног управљања међу дванаест кључних стандарда за стабилне финансијске системе.

Принципи су ревидирани 2004. године. Притом је узет у обзир најновији развој догађаја у земљама чланицама, али и у онима које то нису. Тренутно је у току друга ревизија ових принципа.

Принципи корпоративног управљања полазе од проблема одвојености власништва од управљања. То је у основи однос између менаџмента и акционара, али није само то. Битан је и однос већинских и мањинских акционара, а у неким земљама велики утицај имају и сами запослени. Због тога су Принципи морали да обухвате све ове варијанте проблема и да дају смернице за њихово ефикасно решавање.

Принципи обухватају шест подручја деловања:

- Стварање основе за ефикасан оквир корпоративног управљања;
- Права акционара и кључне функције власништва;
- Равноправни третман акционара;
- Улога заинтересованих страна у корпоративном управљању;
- Обелодањивање података и транспарентност;
- Одговорност одбора.

5.1.1. Стварање основе за ефикасан оквир корпоративног управљања

Потребан услов за обезбеђивање ваљаног оквира за корпоративно управљање јесте имплементација одговарајућег правног и институционалног система који ће бити темељ пословних односа свих учесника на тржишту. Свака суверена држава представља засебан систем који прави своју регулативу, руководећи се, између

110) Радну групу сачињавали су представници влада свих земаља чланица, Европске комисије, Светске банке, ММФ-а, Базелског комитета за надзор над банкама, саветодавни комитет ОЕЦД-а за пословање и индустрију, саветодавни комитет синдиката и представници приватног сектора.

осталог, и својом традицијом и другим геополитичким особеностима. Резултат је разноликост закона и прописа из ове области.

Циљ свих држава-ентитета треба да буде исти: стварање пословног окружења које ће позитивно утицати на развој тржишта и компанија које на том тржишту послују. Оквир тог пословног окружења треба да буде довољно флексибилан да не ремети пословање компанија у различитим условима и околностима, те да подстиче максималну искоришћеност свих ресурса.

Интеракција и сарадња између државних органа и компанија сваког ентитета веома је важна. Творци и предлагачи нових закона и прописа морају бити у сталној комуникацији с представницима компанија да би се ваљано сагледале све потребе пословних субјеката и проблеми који се у процесу рада појављују. Ово ће бити улазни параметри за прављење измена у правном и институционалном оквиру, који морају допринети ефикаснијем спровођењу принципа корпоративног управљања. Притом треба обратити пажњу на то да се не претера с контролом, као и да се осигура енергична и ефикасна реакција у случају прекршаја.

Због велике сложености институција које доносе, спроводе и надзиру законе и прописе, неопходно је утврдити јасну организациону структуру, тј. дефинисати права и дужности појединих судеоника, због могућих преклапања у законима и њиховој имплементацији.

Да би цео систем функционисао на задовољавајући начин, лица задужена за спровођење оквира корпоративног управљања морају бити опремљена свим потребним средствима и помагалима, као и да имају овлашћења за обављање својих задатака.¹¹¹

5.1.2. Права акционара и кључне функције власништва

Сваки појединачни акционар компаније мора имати право да своје акције прода, пренесе право власништва на друго физичко или правно лице, као и да под условима које диктира берза купи још акција. Власништво над акцијама даје право носиоцу на дивиденду, тј. на расподелу добити компаније. Поједине врсте акција (обичне, преференцијалне) ограничавају нека од горе наведених права. Сваки акционар, без обзира на број акција којима располаже, мора бити информисан о актуелним збивањима и краткорочним и дугорочним пословним плановима компаније.

Да би управљање компанијама било ефикасније, акционари не треба да се мешају у сам процес руковођења, али треба да имају могућност да утичу на избор чланова одбора, као и да имају право да одлучују о ванредним трансакцијама и изгледу оснивачких аката или статута компанија.

Суделовање на скупштини акционара једно је од основних права сваког акционара. Ово право подразумева следеће:

111) *OECD Principles of Corporate Governance* – 2004 Edition, стр. 29–31.

- Право да се сваком акционару благовремено доставе све информације о предстојећој скупштини акционара (време и место одржавања, дневни ред с образложењем сваке појединачне тачке о којој ће се на седници расправљати);
- Право да акционар или група акционара допуњавају дневни ред. Минимални број акција/гласова потребних за овакве активности потребно је пажљиво дефинисати, да би се и малим акционарима омогућило да активно суделују у раду скупштине;
- Право акционара да предлажу и бирају чланове одбора, као и право да активно учествују у формирању политике награђивања ових лица, зависно од резултата. У државама ентитетима све је чешћи случај да се захтева објављивање радних биографија кандидата за чланове одбора;
- Право да акционари гласају без личног присуства на седницама, путем електронске поште или на неки други начин. Давање овлашћења другим лицима да гласају такође је легитимно, уз услов да се транспарентно прикажу начин на који ће опуномоћеник гласати, као и упутства за гласање.

Да би се омогућило да сви акционари имају иста права, потребно је предупредити покушаје да поједине групе акционара остваре утицај и контролу која није сразмерна броју акција. Пирамидално и узајамно власништво неке су од метода којима се може постићи контрола несразмерна броју акција.

Институционални инвеститори који представљају своје клијенте у последње време узимају велики удео у власништвима компанија. Стога је веома битно да интереси ових инвеститора буду јасно и транспарентно приказани. Притом се мисли на јасно дефинисане процедуре гласања и одлучивања. Исто тако је битно да се регулише сукоб интереса посредног и непосредног власника ових акција. Ови интереси нису увек истоветни.

Акционарима треба дати могућност да се међусобно консултују око остварења својих права. Трошкови власништва подстичу инвеститоре да размишљају о томе како да остваре своје интересе уз што мање трошкове. С тим директно у вези јесте и одлука о диверсификацији или повећању удела власништва у појединим компанијама. Међусобни договор акционара је у неким ентитетима дозвољен, а у неким ограничен, због могућности злоупотребе (контрола над компанијом уз избегавање трошкова преузимања или изигравање закона о конкуренцији).¹¹²

5.1.3. Равноправни третман акционара

Сасвим је логично да сви акционари имају иста права, тј. да је потребно обезбедити правни и институционални оквир који ће обезбедити ову равноправност. Сваки

112) *OECD Principles of Corporate Governance* – 2004 Edition, стр. 32–39.

акционар има право да, уколико сматра да је повређено неко од његових права, покрене тужбу против менаџмента или одбора, и на суду докаже да је био у праву. Ово право спада у тзв. *ex-post* права акционара. Злоупотреба овог права регулише се инструментом провере оправданости тужбе увођењем арбитраже или административног рочишта. У *ex-ante* права спадају право прече куповине или право већине за доношење одређених битних одлука.

Равноправни третман акционара огледа се у следећем:

- Свака акција која припада истој групи треба да подразумева иста права. Тако нпр. преференцијална акција обезбеђује имаоцу предност у наплати добити, али без права гласа. Принципи се не декларишу по правилу „једна акција – један глас“, али пракса говори да се ово правило углавном поштује. Обавеза компанија је да информишу потенцијалног инвеститора о његовим правима. Та права се не смеју мењати након инвестирања;
- Акционаре с незнатним учешћем у власништву потребно је заштитити од већинских акционара, јер се интереси ове две групе власника углавном разликују. На овом пољу велику улогу имају одбори који су се обавезали да штите интересе свих акционара. Поред права акционара која су већ поменута, а која се односе на право прече куповине и квалификовану већину за битне одлуке, једно од најважнијих права које обезбеђује равноправност свих акционара јесте право на кумулативно гласање. Обелодањивање информација и транспарентност и овде има веома важну улогу;
- Посредни власници акција, тј. заступници, морају да гласају и располажу акцијама у корист својих клијената. Последњих неколико година све је чешћи случај да овлашћена лица морају да обезбеде све неопходне информације о гласању имаоцима акција, те да се с имаоцима консултују око начина гласања. Наравно и овде, као и код права акционара да остваре своје захтеве на суду, треба наћи равнотежу између поштовања жеља акционара и усложњавања процедуре обезбеђивања сагласности акционара од стране његовог заступника, а у сврху повећања ефикасности рада;
- Инвеститори из иностранства морају имати иста права и услове за гласање као и домаћи инвеститори. Потребно је поједноставити контролу гласачких права и превазићи препреке за прекогранично гласање. Притом треба користити савремене начине комуникације (интернет);
- Потребно је максимално поједноставити процедуру гласања и тако омогућити свим акционарима са правом гласа да учествују на скупштини акционара и остваре то своје право.

Да би се обезбедио равноправан третман акционара, изузетно је важно онемогућити злоупотребу поверљивих информација од лица која су у блиским односима с компанијом. Чланови одбора морају редовно да се изјашњавају да ли у појединачним финансијским трансакцијама имају лични интерес или корист. Уколико се установи могућ интерес у конкретној трансакцији, та особа мора да се изузме из гласања.¹¹³

5.1.4. Улога заинтересованих страна у корпоративном управљању

Свака компанија око себе окупља велики број других компанија и појединаца који посредно учествују у креирању богатства и развоју посматране компаније. У овом процесу заинтересоване стране морају да буду признате, а њихова права заштићена. У интересу сваке компаније која држи до свог угледа треба да буде, без обзира на постојање или непостојање законског оквира за заштиту права свих заинтересованих страна, да ова права поштује и надограђује. Компаније које послују на овај начин уживаће већи углед у пословном свету и лакше ће долазити до капитала неопходног за инвестиције и развој.

Правна заштита у случају повреде права заинтересованих страна мора бити ефикасна и транспарентна.

Једна од најважнијих заинтересованих група јесу запослени. Ако су сви запослени задовољни условима рада у својој компанији, пружиће додатни напор у освајању нових знања потребних компанији. Неки од начина појачавања улоге запослених јесте њихово ангажовање у одборима компанија, као и примена процедуре консултација с представницима запослених, пре доношења кључних одлука. Да би могли правилно да расуђују и доносе одговарајуће закључке, радници морају да имају приступ свим потребним информацијама о раду и плановима компаније. Радничко акционарство и политика пензија такође позитивно утичу на побољшање резултата компаније на дуг рок.

У случајевима кад радник има потребу да искаже своје мишљење о тренутном стању у компанији или да пријави нелегалне радње које је уочио, неопходно је обезбедити очување поверљивости. Запослени мора имати право, у случају да се руководство оглуши на његове тврдње, да државним органима упути жалбу и докаже истинитост својих тврдњи.

Правни и институционални оквир корпоративног управљања мора да обезбеди адекватну заштиту поверилаца у случају стечаја компаније. Прописи из ове области у неким земљама налажу руководству компанија да у тим случајевима делују у интересу поверилаца, као и да приморају правно лице да на време обавести државне органе о проблемима с ликвидношћу и доставе план и динамику решавања ових проблема.¹¹⁴

113) *OECD Principles of Corporate Governance* – 2004 Edition, стр. 40–45.

114) *OECD Principles of Corporate Governance* – 2004 Edition, стр. 46–48.

5.1.5. Обелодањивање података и транспарентност

Сваки заинтересовани појединац, укључујући и акционаре и потенцијалне инвеститоре, мора имати благовремен приступ информацијама које приказују и валоризују рад, тренутно стање и планове посматране компаније. Објављивање ових података и транспарентност пословања представљају најважније тековине система корпоративног управљања. У информације које компаније морају редовно да приказују спадају :

➤ Резултати пословања компаније:

Ова информација мора да садржи финансијске извештаје који обухватају биланс стања, биланс успеха, извештај о токовима готовине, напомене уз финансијске извештаје, извештај о променама на капиталу, мишљење независног ревизора, као и консолидовани финансијски извештај, уколико у склопу компаније послују и друга повезана правна лица. Сви извештаји треба да буду направљени по међународним стандардима, због лакше анализе и униформности. Кроз ове извештаје власници и потенцијални инвеститори стичу слику о тренутном стању компаније и будућим трендовима;

➤ Планови компаније:

Кроз ову информацију заинтересована лица могу да се упознају с краткорочним и дугорочним плановима и циљевима које компанија има, и на основу тога донесу одлуку о евентуалном инвестирању или продаји свог удела у компанији;

➤ Структура власништва:

Ова информација је веома битна да би се дефинисала међусобна права власника с незнатним и великим уделом у власништву. У ову групу информација спадају и подаци о међусобним односима и власничким уделима између компанија, уколико се ради о холдинг компанијама или концернима;

➤ Правила о награђивању, биографским подацима и процедуре избора и смене чланова одбора:

Логика налаже да власници акција морају да знају ко су потенцијални кандидати за чланове управе, те да пре гласања о њиховом евентуалном избору проуче њихове биографије. Радно искуство и углед чланова одбора веома је битан за раст и развој компаније. Уколико су кандидати истовремено чланови још неколико одбора, поставља се питање квалитета ангажовања, услед недостатка слободног времена, као и сукоба интереса уколико кандидат већ обавља исту функцију у конкурентској компанији. Закономима је потребно регулисати услове независности појединих кандидата. Компанија би требала да објави процедуру и правила кандидатуре и избора чланова управе. Имаоци акција такође су врло заинтересовани за правилник о накнадама чланова управе и њиховом везивању за резултате компаније. Сви наведени фактори позитивно утичу на

општу позитивну слику и побољшање имиџа компанија које редовно и транспарентно објављују наведене податке;

➤ Пословање између повезаних лица:

Због велике могућности злоупотреба, овај проблем мора систематски да се решава. У повезана лица спадају компаније које су под контролом истог већинског власника, велики акционари и чланови њихових породица, као и представници руководства. У неким државама законом је прописано обелодањивање свих трансакција које прелазе утврђени проценат вредности капитала;

➤ Менаџмент ризиком и елементи који утичу на његово дефинисање:

Акционари и потенцијални инвестирори морају да имају увид у поједине врсте ризика и њихов појединачни могући утицај на свеукупно пословање компаније. У ризике спадају валутни ризици (промена каматне стопе, инфлација тј. промена међусобних вредности валута), ризици изазвани недостатком фактора производње, ризици изазвани геополитичким утицајима и други. У последње време компаније све озбиљније приступају овом проблему. Формирају се групе радника који се баве само овим проблемом, а у сврху праћења, контроле и управљања ризицима;

➤ Степен имплементације корпоративног начина управљања:

У интересу компанија је да у што већој мери примењују принципе корпоративног управљања, тј. да о томе редовно извештавају ширу јавност. Многе светске компаније придржавају се кодекса корпоративног управљања које су саме донеле, а у законе о привредним друштвима многих земаља унесено је правило „примени или објасни“.

Ревизорски извештај мора да сачини лице квалификовано за ове послове и потпуно независно од компаније чије извештаје ревидује. Овај налаз мора да даје јасну слику свим заинтересованим лицима о степену тачности годишњих финансијских извештаја које су сачинили запослени. Принципи контроле ревизора објављени од стране IOSCO¹¹⁵ кажу да ваљана ревизорска контрола садржи механизме: „...који обезбеђују да орган, који делује у интересу јавности, контролише квалитет и имплементацију, етичке норме које се примењују у држави ентитету и окружење повезано с контролом квалитета ревизије“;¹¹⁶ и „...који захтевају од ревизора да се сложе с дисциплинским мерама органа који надзире ревизију и који је независан од ревизорског посла, или да га, ако стручно тело делује као надзорно тело, надгледа независни орган“.¹¹⁷ Све је чешћи случај да се за избор ревизора формира комисија на нивоу компаније, или да ревизорску кућу бирају имаоци акција. Поред овога, IOSCO Принципи независности ревизора и важност корпоративног управљања када је обезбеђивање независности ревизора у питању кажу да „стандарди независности ревизора треба да уз

115) IOSCO – International Organization of Securities Commissions

116) <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>, стр. 3.

117) *Ibid.*, стр. 4.

помоћ транспарентности, инструмената забране и ограничења, створе оквир који ће утицати на следеће опасности по независност ревизора: лични интерес, пристрасност, залагање за некога, давање оцена самом себи и застрашивање¹¹⁸. Независност ревизора обезбеђује се и ограничењем вршења неревизорских услуга компанији чију ревизију обавља, временским ограничењем вршења ревизије једне компаније (три или пет година заредом), забраном да се бивши ревизор запосли у компанији.

Поред врсте и обима информација које се достављају, веома је важан и начин и ажурно и правовремено достављање обелодањених података. Интернет технологије (имејл, веб сајтови) треба користити свуда где је то изводљиво. Информације треба достављати периодично или одмах по настајању, што значи „што је пре могуће“, или у за то прописаном временском року. IOSCO Принципи сталног обелодањивања и извештавања о значајним догађајима од стране правних лица чије се акције котирају на берзи утврђују правила континуалног извештавања за ове компаније.¹¹⁹

Посебну тему представља обезбеђивање интегритета посредника, попут аналитичара, брокера и рејтинг агенција, у смислу тачности информација које се достављају акционарима и потенцијалним инвеститорима. Ова лица често могу да дођу у сукоб интереса пружањем и других услуга компанији, или личним интересом да се компанија и њени резултати прикажу у бољем или лошијем светлу.¹²⁰

5.1.6. Одговорност одбора

Успешна контрола руководства компаније један је од главних циљева одбора, као и деловање у интересу свих заинтересованих страна. Одбор треба да осигура поштовање закона и прописа, као и да спречи сваки могући сукоб интереса међу заинтересованим странама.

Поједине државе-ентитети усвојиле су дводомне, а поједине једнодомне моделе корпоративног управљања. Код дводомног модела присутни су надзорни и одбор директора, а у једнодомном само одбор директора.

Две најважније обавезе одбора јесу да чланови своје дужности обављају с дужном пажњом, као и да буду лојални компанији. Одбор мора да делује као јединствен орган, без утицаја интересних група које су издејствовале избор појединих чланова одбора и фаворизовања поједине групе акционара. Да би своје задатке обављали ваљано и професионално, чланови одбора морају да буду у потпуности информисани о свим аспектима пословања привредног друштва чије интересе заступају. Пословање одбора по највишим моралним и етичким стандардима се подразумева.

Главни задаци одбора су :

118) *Ibid.*, стр. 4.

119) <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>

120) *OECD Principles of Corporate Governance* – 2004 Edition, стр. 49–57.

- Стратегијски менаџмент за компаније. Ово подразумева одређивање главних краткорочних и дугорочних циљева компаније и сходно томе доношење годишњих буџета, као и планирање и обезбеђивање људских ресурса за остварење постављених циљева. Менаџмент ризика је веома важан сегмент овог процеса;
- Праћење извршења планова и корекције у организацији компаније, као и контрола ефикасности спровођења принципа корпоративног управљања;
- Кадрирање које подразумева пријем, праћење резултата рада и евентуалну смену руководиоца;
- Вођење политике накнада чланова одбора и битних руководиоца. Ова функција подразумева израду правилника о награђивању, који ће накнаде повезати с краткорочним и дугорочним резултатима компаније. Све је чешћи случај у свету да се за ове потребе оснивају посебне комисије за накнаде;
- Обезбеђивање транспарентности поступка одабира кандидата и избора чланова одбора. Компетентност и углед чланова одбора у пословном свету веома је важан за напредак и просперитет компаније;
- Спречавање сукоба интересних група коришћењем инструмента интерне ревизије. Тиме се спречавају недозвољене трансакције повезаних правних лица и незаконито коришћење имовине компаније. Одбор мора да обезбеди тајност информација, тј. да омогући сваком запосленом да, без последица по себе и своју породицу, пријави незаконите радње у компанији;
- Осигурање недељивог, беспрекорног и поштеног облика рачуноводственог и финансијског извештавања;
- Обезбеђивање транспарентности пословања и обелодањивања битних информација о пословању компаније. Односи се на скуп процедура које јасно дефинишу врсту и карактер информација које се обелодањују, начин и динамику њиховог обелодањивања, као и судеонике у овом процесу.

Да би се обезбедила непристрасност чланова одбора у случајевима спречавања незаконитог понашања и сукоба интереса појединих заинтересованих страна, потребно је осигурати њихову потпуну независност од осталих руководиоца у компанији. Неки од начина су да се онемогући да иста особа буде генерални директор и председник одбора компаније, као и да се повећа број независних чланова одбора. Одбор мора дати јасне одреднице које дефинишу независност појединих њених чланова. Независним члановима одбора треба онда додељивати оне задатке где је могућ сукоб интереса. Уколико се ради о питањима од суштинске важности за компанију, треба прибегавати оснивању комитета који ће на објективнији

и транспарентнији начин дати одговоре на ова питања. Рад комисија и комитета мора бити регулисан правилником, да би се спречиле злоупотребе и прекорачења овлашћења.

Посвећеност чланова одбора свом послу од суштинског је значаја за нормално функционисање целог система корпоративног управљања. Стога је потребно ограничити максималан број функција свих чланова одбора у руководећим органима других компанија. Оцењивање сопственог рада, као и оцењивање рада чланова одбора од стране његових независних чланова такође је добар начин одржавања високог нивоа посвећености послу.

Члановима одбора морају бити на време и у потпуности доступне све информације релевантне за контролу пословања компаније и доношење стратешких одлука. Асиметрија информација између независних и осталих чланова одбора мора бити сведена на најмању могућу меру.¹²¹

5.2. Директиве ЕС/ЕЕС/EU о корпоративном управљању

Са стварањем Европске економске заједнице (ЕЕС), а потом и Европске уније (EU),¹²² указује се потреба за стандардизацијом и унифицирањем закона из свих области, па тако и из области корпоративног управљања. Савет Европске уније (Council of European Union) усвојио је низ директива са задатком да се приближе и уједначе законодавства из области корпоративног управљања међу земљама чланицама. Стандарди, одредбе, процедуре и правила садржана у директивама доприносе хармонизацији националних регулатива земаља чланица. Директиве су обавезујуће за све земље чланице, али је начин имплементације прописа либерализован, што практично значи да ће законодавна тела сваке земље чланице одабрати најбољи начин за увођење правила из директиве у национално законодавство. Неке од најважнијих директива из ове области обрађене су у тексту који следи.

5.2.1. Директива 2009/101/ЕС

Изгласана 16. септембра 2009. године, о координацији заштитних мера, ради заштите интереса чланова и трећих лица акционарски друштва земаља чланица, у смислу члана 48. споразума, ради уједначавања закона у унији. Назива се још и Прва директива (First Council Directive on EC Company Law).

Директивом је установљена обавеза објављивања информација о друштву и његовом раду, у за то одређеним гласилима, или у централном регистру друштва.

121) *OECD Principles of Corporate Governance* – 2004 Edition, стр. 58–66.

122) Европска унија основана је 01.11.1993. године у Маастрихту (Maastricht). У свом саставу има 28 земаља чланица.

Овом директивом утврђена је обавеза акционарских друштава земаља чланица ЕУ да оснују централни регистар друштва, који ће садржати податке о врсти друштва, адреси седишта друштва, податке о основном и уписаном капиталу, бројеве рачуна и називе пословних банака у којима су рачуни отворени, податке о члановима управе, као и податке о укупном броју уписаних акција и њиховој врсти (обичне, преференцијалне).

5.2.2. Директива 2012/30/EU

Изгласана 25. октобра 2012. године, о координацији заштитних мера, ради заштите интереса чланова и трећих лица у акционарским друштвима земаља чланица, у смислу члана 54. споразума, везано за оснивање ових компанија, и одржавање и измену нивоа капитала ради уједначавања закона у унији. Назива се још и Друга директива (Second Council Directive on EC Company Law).

Ова директива регулише питања везана за форму статута друштва, минималног основног капитала приликом оснивања друштва, услове и начин исплате дивиденди, права, надлежности и одговорности приликом повећања и смањења основног капитала друштва, коришћење права прече куповине и припадајућа ограничења. Тако је, на пример, овом директивом установљено да одлуку о смањењу основног капитала друштва доноси скупштина, као и да повериоци имају право на гарантовану исплату својих недоспелих потраживања у пуном износу до датума одлуке о смањењу основног капитала. Ове одлуке, као и одлуке о правима прече куповине, доносе се двотрећинском већином, или простом већином ако је на седници присутно више од $\frac{3}{4}$ укупног броја акционара с правом гласа.

Стицање имовине оснивача такође је предмет ове директиве. Нови улози морају да буду испитани, а припадајући извештај одобрен од скупштине акционара. Учешће властитих акција не сме да пређе 10% од основног капитала, а рок за продају ових акција је дванаест месеци; у противном се акције поништавају.

5.2.3. Директива 2011/35/EU

Изгласана 05. априла 2011. године. Регулише питања спајања акционарских друштава. Ова директива представља измењену и допуњену директиву бр. 78/855/ЕЕС из 1978. године, која се назива још и Трећа директива (Third Council Directive on EC Company Law).

Суштина ове директиве је заштита акционара и других поверилаца приликом спајања друштава. Доношење одлуке о спајању морају да подрже имаоци најмање двотрећинске већине акција с правом гласа, или трочетвртинске већине уколико су на скупштини присутни имаоци најмање 50% акција с правом гласа. Постоји неколико начина спајања друштава:

- Спајање друштва X са друштвом Y, при чему друштво X престаје да постоји. Сва права и обавезе друштва X преузима друштво Y;
- Спајање више друштава оснивањем новог друштва. Припојена друштва престају да постоје, а новоосновано друштво преузима сва права и обавезе угашених друштава;
- Припајање једног друштва другом, при чему је прво друштво власник најмање 90% акција другог друштва. Оба друштва настављају да послују под истим именима како и пре припајања;
- Директивом је регулисано именовање по једног експерта испред сваког друштва који ће сачинити извештаје о припајању/спајању и доставити их свим акционарима. У случају реорганизације обавезно је ангажовање екстерног ревизора, који ће сачинити извештај о промени вида организације.

5.2.4. Директива 82/891/ЕЕС

Изгласана 17. децембра 1982. године, заснована на члану 54. споразума, и која регулише питања поделе акционарских друштава. Ова директива назива се још и Шеста директива (Sixth Council Directive on EC Company Law).

Подела друштва може да се изведе тако да се сва имовина, права и обавезе друштва које се дели трансферишу на друга друштва, без ликвидације друштва које се дели. Акционари подељеног друштва добијају акције нових друштава на која је имовина пренесена.

Друга могућност је преношење имовине на једно или више новооснованих друштава, под истим осталим условима као и у претходном случају, а трећи случај је подела друштва судским путем.¹²³

5.3. Модели корпоративног управљања

У свету су се развили различити модели управљања корпорацијама. На њихову структуру и организацију утицале су, између осталог, и геополитичке одреднице, економске и културолошке прилике. Данас у свету постоје два основна модела корпоративног управљања:

- Једнодомни (енгл. *one-tier*), једнослојни, једностепени, англосаксонски или отворени модел;
- Дводомни (енгл. *two-tier*), двослојни, двостепени, европски, континентални или затворени модел.

123) www.europa.eu

Еволуцијом наведених модела и комбинацијом њихових елемената, формирана су још два модела карактеристична за корпоративно управљање у свету:

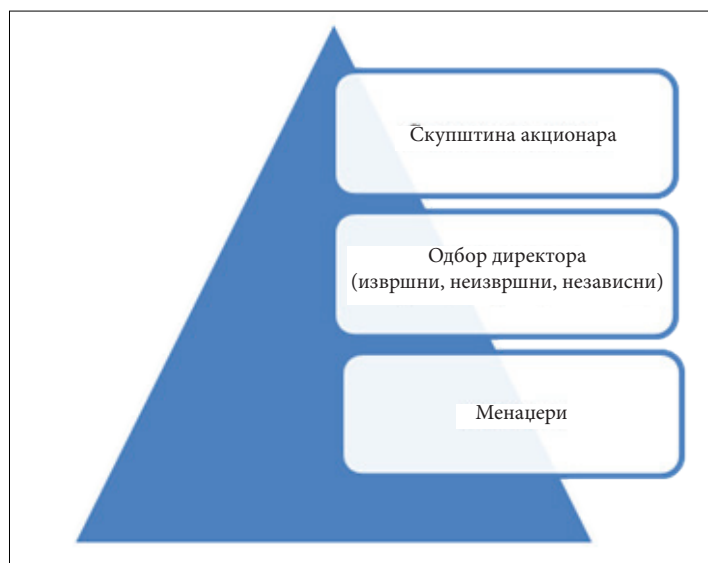
- Јапански једнодомни модел корпоративног управљања;
- Мешовити модел корпоративног управљања.

5.3.1. Једнодомни – англосаксонски модел корпоративног управљања

Ово је систем управљања који вуче корене из англосаксонског права (САД, Велика Британија, Аустралија, Канада, Нови Зеланд), а који је у употреби и у већем броју земаља континенталног права (Швајцарска, Италија). Функција управљања у рукама је једног или више лица, које бира скупштина акционара. Компанијом руководи одбор директора, на чијем је челу обично лице које је уједно и први извршни директор (CEO-Chief Executive Officer). Први извршни директор у пракси има огромна овлашћења по основу функције, па је чест случај да одбор прихвата његове оперативне предлоге. Одбор директора потом бира остале извршне директоре и формира комитете (за накнаде, за ревизију). Чланови одбора директора у пракси су лица запослена у компанији, али и лица која нису запослена у компанији (независни директори, енгл. *outside directors*), али имају добре препоруке и искуства у оваквим пословима. Они имају све важнију функцију у управљању компанијама. Њихов процентуални удео у укупном броју чланова одбора у свету је у порасту.¹²⁴ Тиме се покушава постићи већа независност одбора. Менаџери у одбору директора запослени у компанији на извршним функцијама, називају се извршни директори (енгл. *executive directors*), а чланови одбора који раде на неизвршним функцијама у компанији – неизвршни директори (енгл. *non-executive directors*). Чланови одбора директора морају да поседују одређен број акција компаније. Они управљају компанијом, доносе стратешке одлуке, спроводе имплементацију закона, контролишу и разрешавају извршне директоре, старају се о транспарентности извештавања и обављају и све друге функције управљања, контроле и надзора над компанијом. Чланови одбора директора су уговорима, који садрже клаузуле о бонусима и разним другим накнадама, мотивисани да раде више и боље, и тако донесу профит компанији, а и себи лично. Ови уговори морају бити транспарентни и доступни акционарима.

Овај систем руковођења карактеристичан је за тржишта с развијеним и ликвидним тржиштем капитала, с развијеним берзанским пословањем, где је власништво над компанијама дисперзовано, па је тако и утицај акционара на управљање слаб. Надзорни одбор није обавезно тело у акционарском друштву, па су управљачка и надзорна функција обједињене у одбору директора (енгл. *board of directors*).

124) У Великој Британији, на пример, у одборима директора има доста независних чланова који нису у директној вези с компанијом, али располажу професионалним знањима и репутацијом.

Слика бр. 6: Једнодомни модел корпоративног управљања

Извор: Аутор

Удео у власништву банака и других институционалних инвеститора је ограничен. Закони и процедуре обезбеђују исти статус за све акционаре, па тако и за мале акционаре и инвеститоре из иностранства. Мали акционари по правилу немају развијен присан однос с компанијом и не учествују у контроли пословања. Све се своди на прост економски резон постизања профита куповином и продајом акција.

Ипак, развијено тржиште капитала утиче на чланове одбора директора да буду дисциплиновани и да поштују етичке норме, јер у противном ризикују да мали акционари, незадовољни профитом, продају своје акције, проузрокују пад њихове цене и повећају опасност од непријатељског преузимања, које је веома често код овог модела управљања. У том случају положај чланова одбора директора такве компаније постаје нестабилан. Чланови одбора имају фидуцијарну дужност да раде у најбољем интересу друштва и да не учине ниједну повреду своје дужности. Постоје специјализовани медији који прате рејтинг појединих менаџера и њихове каријере.

У овом моделу управљања поштује се правило „једна акција – један глас“. Синдикати у компанијама имају мали утицај на руководство. Дисперзија власништва на велики број малих акционара резултат је, између осталог, и развијеног радничког акционарства путем пореских олакшица и ESOP мреже (Employee Stock Ownership Plan). Акционари улажу у велики број компанија с листинга берзи и тако стварају свој портфолио. Правна заштита акционара је на завидном нивоу. Судски поступци акционара против управе лако се покрећу. Судови су ефикасни и имају богату праксу у решавању спорова ове врсте.

Равноправност акционара осигурана је, између осталог, и институтом кумулативног гласања.¹²⁵ Он даје могућност мањинским акционарима да, удруживањем својих гласова, остваре могућност избора дела чланова одбора директора, преко кога касније остварују своја права.

Капитал за инвестиције обезбеђује се углавном емисијом и продајом акција, услед недостатка институционалних инвеститора и неразвијености тржишта капитала. Овај модел подразумева и велику транспарентност када је финансијско извештавање у питању.

Један од недостатака овог модела управљања огледа се у реалној опасности да чланови одбора директора манипулишу, стварајући лажно финансијско стање компаније и последично извлачећи неоправдану финансијску корист. Опасност је још већа кад узмемо у обзир да скупштина акционара, због велике дисперзије власништва, нема реалну моћ да контролише одбор директора. Скандали око банкрота Enrona и Worldcoma показали су свету сву несавршеност једнодомног модела корпоративног управљања. Последица је била доношење пакета закона чији је циљ био повећање ефикасности система, тј. елиминисање појединих слабости које су и узроковале банкрот горе наведених компанија. Један од најважнијих закона из тог периода јесте Сарбанс-Окслијев Акт (Sarbanes-Oxley Act), донесен 2002. године, који је акценат ставио на рачуноводствене стандарде, поштравање прописа везаних за екстерну ревизију и остале услуге ревизорских компанија које нису везане за ревизију.¹²⁶

5.3.2. Двodomни – европски модел корпоративног управљања

За разлику од једнодомног система корпоративног управљања, у дводомном систему, поред одбора директора који има налогодавну функцију, постоји и надзорни одбор. Уколико се ради о малим компанијама, одбор директора може да има и само једног члана – генералног директора. У овом систему управљања скупштина акционара бира надзорни одбор, а онда чланови надзорног одбора бирају чланове одбора директора. Надзорни одбор, заједно са спољним и унутрашњим ревизором има контролну функцију у компанији.

125) Број гласова, који зависи од броја акција, множи се с укупним бројем чланова органа који се бира (одбор директора). Тако добијене гласове акционар или пуномоћник може дати једном кандидату или по свом избору распоредити на више кандидата.

126) Крстић, Јован, Милица Ђорђевић: *Интерна контрола и управљање ризиком предузећа – од традиционалног до ревидираног COSO модела*, Економске теме, вол. 50 (2), 2012, стр. 151–166.

Слика бр. 7: Двodomни модел корпоративног управљања

Извор: Аутор

Европски модел је развијен у условима тзв. раднички оријентисаног модела капитализма, тј. модела социјалне демократије. Основне одлике овог модела су¹²⁷:

- Недовољно изражена одвојеност власништва од управљања у условима концентрисаног акционарства;
- Управа је ослобођена успеха на кратак рок и по правилу доминира дугорочна стратегија;
- Развијеност социјалне демократије и саодлучивања врши притисак на менаџере да, поред интереса акционара, уважавају и друге интересе;
- Политичка детерминисаност модела;
- Квалитет управе не зависи толико од тржишта колико од процене главних акционара;
- Концентрисано акционарство и слаба дисперзија умањују права акционара, али увећавају сигурност радних места;
- Развијена дискрециона моћ контролног акционара;
- Слаба заштита мањинских акционара и неразвијена пракса акционарских тужби.

Европски модел је развијен у Немачкој, а у употреби је и у осталим земљама Европске уније и другим европским земљама које су своју законску регулативу из ове

127) Васиљевић С. Мирко: *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет у Београду, 2007, стр. 45–46.

области хармонизовале с директивама Европске уније.¹²⁸ Према начину управљања назива се и затвореним или инсајдерским моделом корпоративног управљања.

За разлику од англосаксонског модела, овај модел је нашао своју примену у земљама у којима је слабије развијено тржиште капитала. Концентрисано акционарство је још једна од одлика европског модела. Власништво је концентрисано код неколико великих акционара. Банке имају великог удела у власништву компанија. Окружење у којем функционише овај модел углавном карактерише јако синдикално организовање и неразвијено непријатељско преузимање. Чест је случај да су велики акционари и чланови одбора директора, па чак и извршни директори. Стога ова лица имају увид у све финансијске показатеље и планове компаније, а уједно имају и могућност контроле осталих чланова одбора директора и извршних директора.

Транспарентност пословања, односно пракса промптог објављивања информација битних за доношење одлука о инвестирању није тако развијена као у англосаксонском моделу. Тржиште капитала, због своје релативно слабе развијености, у знатно мањој мери утиче на топ менаџмент компанија. Тај посао је препуштен банкама, које су често велики акционари, а уједно и велики кредитори компанија у чијем власништву суделују. Због уплитања банака као сувласника, а и као поверилаца кроз издавање кредита компанијама, обезбеђују се бољи услови кредитирања (ниже каматне стопе) него у земљама у којима се примењује англосаксонски модел корпоративног управљања.

Председник одбора директора нема ту моћ као код англосаксонског модела управљања. Надзорни одбор углавном је састављен од представника запослених и представника акционара. У овом моделу се овлашћења са скупштине акционара више преносе на надзорни одбор, а не на директора, као у једнодомном моделу корпоративног управљања.¹²⁹ Присуство радника у надзорним одборима је обавезно. Надзорни одбор, поред избора чланова одбора директора, има и друге функције, попут саветодавне, заступања, одобравања одлука одбора директора, надзор. Надзорни одбор се састаје једном месечно. Број чланова одбора дефинисан је законом, а начин избора чланова зависи од величине компаније. У компанијама до 500 запослених, акционари бирају све чланове надзорног одбора, док у већим компанијама запослени бирају део чланова одбора. Минимални број чланова надзорног одбора је три.

128) Овај модел се, поред Немачке, примењује у Чешкој, Словачкој, Летонији, Данској, Мађарској, Литванији, Француској, Холандији, Грчкој, Румунији, Шпанији, Аустрији, Бугарској, Норвешкој, Белгији, Луксембургу, Португалу, Словенији, Италији, Финској, Турској, Ирској, Пољској, Естонији, Француској и Хрватској.

129) Алексић, Драгана: *Нови оквир за корпоративно управљање*, 2012, стр. 3, доступно на <http://www.bep.rs/documents/news/2012-03-06-novi-okvir-za-korporativno-upravljanje.pdf>.

Главни недостаци овог модела су: недовољно развијена конкуренција и тржиште, нетранспарентност и конфликт интереса акционара, слаба заштита мањинских акционара и велика хетерогеност интереса.

5.3.3. Јапански једнодомни модел корпоративног управљања

Овај модел је настао комбиновањем англосаксонског и европског модела корпоративног управљања, с израженим утицајем елемената традиције. Развио се у истим околностима као и европски дводомни модел, али уз одређене специфичности, које се огледају у смањеном утицају синдиката, али у исто време појачаном утицају традиције, културе и државе. Главне одлике овог модела су:¹³⁰

- Велика улога банака као контролних акционара и монитора;
- Занемарљива улога осталих малих акционара;
- Неограничено укрштено акционарство;
- Слабо развијено непријатељско преузимање;
- Систем доживотног запослења – хумани капитализам,
- Затворено тржиште избора запослених и менаџера;
- Континуиране консултације менаџмента и запослених;
- Развијен корпоративни синдикализам;
- Уместо надзорног одбора, ревизор у надзорној улози;
- Веома бројан одбор директора који ради у интересу компаније и не трпи притисак акционара.

Због свих горе наведених карактеристика овај модел се означава и као државно оријентисани модел. Одбори директора имају већи број чланова у односу на друге земље. Број спољних чланова је мали, као и њихов утицај на одлучивање, јер се сматра да они немају критичну количину информација о компанији да би могли да одлучују на прави начин. Одбор директора се састоји готово искључиво од менаџера који су обично руководиоци главних сектора компаније. У овом моделу често је постављање пензионисаних владиних службеника у одборе директора.¹³¹ Углавном све јапанске компаније имају блиске односе с банкама, које представљају и њихове већинске власнике. Банке пласирају кредите компанијама, емитују акције и делују као инвестициони саветници. Интереси мањинских акционара су безначајни, због сложене процедуре гласања и веома малог броја независних чланова одбора ди-

130) Васиљевић С. Мирко: *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет у Београду, 2007, стр. 46–47.

131) Ови чланови одбора директора се називају *old boys*, и углавном представљају пензионисане чланове топ менаџмента јапанског министарства финансија и банке Јапана (Bank of Japan).

ректора, који би бранили интересе малих акционара.¹³² У последњих десет година, институционални инвеститори, посебно они с територије САД, улажући капитал у јапанске компаније покушавају да промене ову праксу и изборе се за своја гласачка права, притом се позивајући на принципе ОЕCD-а.¹³³ Држава, односно влада има кључну улогу у креирању економске политике. У јапанском моделу корпоративног управљања одбор ревизора има улогу надзорног органа, који надзире рад одбора директора.

Једна од карактеристика по којој се јапански модел корпоративног управљања разликује од осталих модела јесте укрштено акционарство (енгл. *cross-shareholdings*). Велики број компанија које имају пословну сарадњу власнички је повезан, тако што једна компанија поседује удео у власништву друге компаније и обрнуто. Овај систем корпоративног управљања додатно ојачава везе између компанија и појачава осећај одговорности менаџера за опстанак сваке од њих. У случају лоших пословних резултата једне компаније, остале компаније прискачу у помоћ и поново стабилизују њено пословање. Уколико се ради о великим губицима, у помоћ прискаче банка.¹³⁴ Овај начин организовања смањује притисак који трпе менаџери од стране берзе и раста/пада цена акција у кратком року. Стабилан систем узајамног власништва између компанија које чине групу наглашава значај привредног раста и дугорочног планирања.

Јапански систем вођења корпорација наглашава важност радника и његове оданости компанији. У Јапану је врло чест случај да радници цео радни век проведу у једној компанији. За њих компанија представља не само извор прихода већ и другу кућу. Односи међу радницима су веома снажни, солидарност је на високом нивоу. Многе јапанске компаније подстичу креативност и уважавају мишљења својих радника, па је врло чест случај да радници својим идејама и патентима унапреде процес производње и смање трошкове.

5.3.4. Мешовити модел корпоративног управљања

Као што сама реч каже, мешовити модел је настао комбиновањем елемената англосаксонског и европског модела корпоративног управљања. Овај модел се примењује у Шведској, Француској, Италији, Македонији, Словенији.

132) Чолак Михалик, Марија: *Корпорационо управљање и модели корпорационог управљања*, Банкарство, Број 9/10, 2006, стр. 28–41.

133) Demise, Nobuyuki et al.: *Corporate Governance in Japan-From the Viewpoints of Management, Accounting, and the Market*, Springer, Tokyo, 2006, стр. 41–43.

134) Овај систем се у Јапану назива “keiretsu“, што на јапанском значи систем, серија, група компанија, наследни ред. Међусобним преплитањем власништва тежи се зближавању компанија и јачању интегритета и осећаја припадности свом народу.

Године 2001, Европска комисија је донела уредбу о статуту европске компаније,¹³⁵ којим је усвојена посебна европска форма акционарског друштва (SE – Societas Europaea) и начин организовања компанија на територији Европске уније. У статуту се наводи да су дозвољене структуре акционарских друштава по систему управљања путем два органа (*two tier* – европски модел корпоративног управљања), или путем административног органа (*one tier* – англосаксонски модел корпоративног управљања).¹³⁶ Овај модел је даље попримао свој коначни облик под утицајем културе и традиције државе у којој је имплементиран.

У Италији, у којој је врло развијен и утицајан раднички синдикат, државна регулатива у погледу права запослених, као и убрзан развој тржишта капитала, присутне су три структуре корпоративног управљања: немачки модел корпоративног управљања, систем одбора директора, систем одбора ревизора. У Шведској се примењује европски-немачки модел корпоративног управљања, али уз јак утицај традиције породичног капитализма и системом укрштеног акционарства, који онемогућава непријатељска преузимања. У Француској се користи мешовити модел корпоративног управљања, који карактерише концентрисано акционарство, уз знатно присуство државе као великог акционара и убрзан развој радничког акционарства.¹³⁷

5.3.5. Компаративна анализа модела корпоративног управљања

Табела бр. 2: Анализа карактеристика модела корпоративног управљања

| Показатељ | Англосаксонски модел | Европски модел |
|---------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------|
| Степен концентрације власништва | Низак | Висок |
| Врста акционара | Мали акционари, институционални инв. | Компаније, банке, мали акционари |
| Улога акционара у управљању | Мала | Велика |
| Моћ у рукама | Менаџмента | Банке, запослених |
| Агенцијски проблем | Власник/Менаџер | Велики/мали акционар |
| Контрола | Индиректна (екстерна) продаја акција | Директна – надзорни одбор |

135) <http://www.europa.eu>: Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8. October 2001 on the Statute for a European company (SE), OJ L 294 of 10.11.2001.

136) *Ibid.*, Article No. 38.

137) Dankova, Petya: *Contemporary corporate governance: Shifting of the accents*, Economic Annals, Vol. 169, 2006, стр. 43–61.

| Контрола и управљање | Повезани | Раздвојени |
|---|--|---|
| Механизми корпоративног управљања | Екстерни: примарна улога трж. капитала, непријатељско преузимање | Интерни: слаба улога тржишта капитала, ретка преузимања |
| Могућ проблем | Преинвестирање на штету профитабилности компаније | Преимућство већинских, а на штету мањинских акционара |
| Обезбеђивање капитала | Тржиште капитала | Кредити |
| Улога поверилаца | Акционари велика, остали мала | Подједнак утицај свих поверилаца |
| Степен социјалне и друштвене одговорности | Мали | Велики |

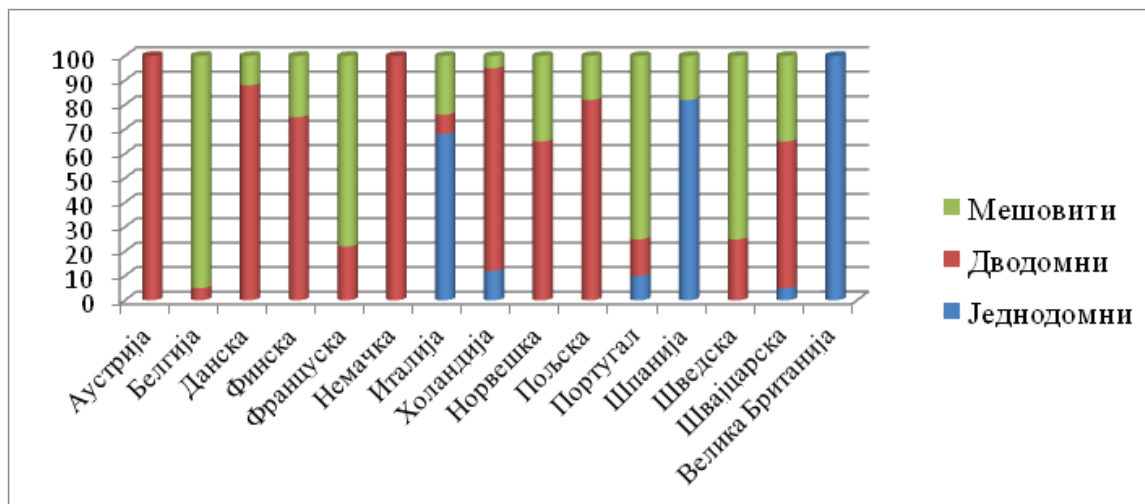
Извор: Аутор

Разлика у степену концентрације власништва произлази из степена развијености тржишта капитала, односно броја компанија које се котирају на берзи. И по врсти власника акција може да се уочи битна разлика између европског и англосаксонског система. У САД и Великој Британији, главни акционари су представници финансијских институција, док физичка лица поседују мали број акција (до 10%). У земљама у којима се примењује европски модел корпоративног управљања (Немачка, Француска), већински власници акција су компаније и банке.

Питање свих питања је који је од два главна модела корпоративног управљања бољи и ефикаснији? Да ли ће глобализација и развој међународног тржишта утицати на развој јединственог модела корпоративног управљања који ће настати комбинацијом постојећих модела или ће пак један од постојећих модела бити проглашен обавезним? Може се очекивати да ће једном доћи до конвергенције добре праксе корпоративног управљања, а након тога ће се ускладити и његов правни оквир.¹³⁸ У Европи се све више примењује англосаксонски модел, и држава потискује из корпоративних послова. У графикону у наставку дат је сликовит графички приказ процентуалног удела појединих модела корпоративног управљања (једнодомни, дводомни, мешовити) у европским земљама. Из графика се јасно види да поред Велике Британије, у којој се у 100% случајева употребљава једнодомни англосаксонски или једностепени модел корпоративног управљања, овај модел полако усвајају и компаније у Италији и Шпанији. Аустрија и Немачка су класични примери земаља у којима се у 100% компанија употребљава дводомни, европски или двостепени модел корпоративног управљања.

138) Hansmann, Henry B., Reinier Kraakman H.: *The end of history for Corporate Law*, Georgetown Law Journal, Vol. 89, 2003, стр. 439–468.

Графикон бр. 1: Заступљеност модела корпоративног управљања



Извор: <http://www.heidrick.com> (Heidrick & Struggles: *Challenging board performance*, European Corporate Governance Report, International Monetary Fund, 2011, стр. 1–54)

Године 2003. донесен је акциони план за унапређење корпоративног управљања у Европској унији.¹³⁹ Циљ овог плана јесте утемељење правила и кодекса који ће водити будућој конвергенцији ка јединственом моделу корпоративног управљања. Потребно је градити даље ову идеју конвергенције кодекса и праксе корпоративног управљања, што ће сигурно довести до веће унификације у примени модела корпоративног управљања.¹⁴⁰

5.4. Интерни и екстерни механизми корпоративног управљања

5.4.1. Интерни механизми корпоративног управљања

5.4.1.1. Одбор директора

Одбор директора (енгл. *board of directors*), зависно од модела корпоративног управљања, бира скупштина акционара (једномодни модел), или надзорни одбор (двodomни модел). Компаније саме треба да дефинишу прецизан оквир и начин деловања одбора директора, а према принципима OECD-а, који су дали смернице за решавање овог проблема. Његова кључна улога је управљање компанијом преко извршних директора. Одбор директора још именује, контролише и смењује

139) Commission of the European Communities: *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward*, COMM, Brussels, 2003.

140) Van den Berghe, Lutgart et al.: *Corporate governance in a globalizing world: Convergence or divergence, a European Perspective*, Kluwer Academic Publishers, Hingham MA, USA, 2002.

све извршне директоре/менаџере, решава сукобе интереса, стара се о спровођењу закона, транспарентности пословања и извештавања. Често се доносе врло тешке одлуке о капиталним инвестицијама или докапитализацији компаније емисијом нових акција или повећањем номиналне вредности постојећих акција. Одбор директора формира разне комисије (за интерну ревизију, за именовање, за накнаде) преко којих појачава свој утицај и контролу над менаџментом. У одбору су ангажовани и неизвршни и независни директори.¹⁴¹ Независни директори се именују да ви се побољшао рад одбора. Идеја је да ће директори који нису директно укључени у рад компаније искреније и ефикасније заступати интересе акционара, у односу на чланове одбора из редова извршних директора. Један од проблема с којим се независни директори суочавају јесте недостатак информација о пословању компаније потребан за добро одлучивање. Овај приступ је непотребан у одборима у којима постоје представници великих акционара, који ће свакако, до одређене мере, заступати интересе акционара.

Акционари преко одбора директора контролишу рад извршних директора, а све у интересу њихових циљева. Одбор директора практично представља спону између акционара (власника) и менаџера (оних који управљају). То је практичан покушај да се реши први агенцијски проблем корпоративног управљања – контрола акционара (власник/принципал) над управом друштва (менаџери/агенти). Један од начина да се овај проблем превазиђе јесу накнаде менаџерима, којима се они мотивишу да раде у интересу компаније, а не у свом личном интересу.

5.4.1.2. Концентрација – структура власништва

Постоје два екстремна случаја структуре власништва над акционарским друштвима. Један је дисперзовани облик власништва, где је капитал распоређен на велики број малих акционара, као што је случај на пример у САД. Други случај, који представља суштинску супротност, јесте случај укрупњеног капитала, када капитал компаније почива у рукама неколико великих акционара.

У првом случају дисперзованог власништва, акционари немају могућности, а ни интереса да контролишу рад менаџмента. У другом случају, када је власништво укрупњено, тј. када постоје велики инвеститори (банке, инвестициони и пензијски фондови) који поседују контролни пакет акција, таква правна лица имају директан интерес да усмеравају и контролишу компаније, а све зарад максимизирања профита, тј. раста цена акција на берзи. Концентрацијом власништва смањују се и трансакциони трошкови. Код дисперзованог власништва над компанијама ови

141) Негде се у литератури поистовећују термини „неизвршни“ и „независни“ директори. Неизвршни директори су запослени у компанији, али на неизвршним функцијама, а независни директори борда директора нису запослени у компанији, и немају с компанијом никаквих пословних веза.

трошкови понекад превазилазе профит од акција, па акционари постају незаинтересовани за управљање, осим у кризним ситуацијама покушаја непријатељског преузимања.

Међутим, с превеликом концентрацијом власништва јавља се други проблем. Наиме, у случају превелике концентрације власништва долази до сукоба интереса великих и малих акционара. Овај проблем се даље решава унапређивањем регулативе у смислу већих права мањинских акционара. Висока концентрација власништва присутна је углавном у компанијама из земаља које примењују европски једнодомни модел корпоративног управљања. Неки од недостатака концентрисаног власништва јесу и недовољна транспарентност пословања и објављивања информација, као и реална опасност од пирамидалног власништва и узајамног сувласништва међусобном заменом акција. Ова појава може довести до одлива капитала изван компаније, у корист великих акционара.¹⁴² Честа је пракса у неким земљама далеког истока (Јапан, Јужна Кореја). Пирамидално власништво може довести до несразмере између броја акција и степена остваривања контроле над компанијом.

5.4.1.3. Накнаде и статус менаџера на тржишту

Један од принципа саморегулације у систему корпоративног управљања, који делимично решава први агенцијски проблем, јесте тежња менаџера да стекну добру репутацију на тржишту и тако подигну цену свог рада. Менаџерима који раде за сопствени интерес, а против интереса компаније и акционара, углед у пословном свету ће слабити, а самим тим и изгледи да пронађу боље плаћена радна места. Дobar менаџер је увек тражен због својих квалитета и могућности привлачења новог капитала потребног за развој компаније. Овај принцип саморегулације није потпуно ефикасан зато што постоје случајеви када ће менаџер, ако процени да ризик није велики, одлучити да му је исплативије да ради у своју корист, тј. против интереса компаније, јер ће зарадити више.

Други начин стимулације менаџера да раде у интересу свих стејкхолдера јесте систем награђивања према резултатима. Овај систем мора бити детаљно регулисан правилником и статутом компаније, да не би долазило до злоупотреба. У неким земљама постоји обавеза објављивања података о зарадама и бонусима чланова управе, а у неким транспарентност ове врсте није обавезна. Укупна примања једног члана управе директора састоје се од зараде, краткорочних и дугорочних бонуса, који могу да се исплаћују у новцу, у опцијама на акције, уплатама на име пензијског или животног осигурања, дивиденди и посебних повластица у случају узимања кредита. Често су уговорима регулисане и посебне отпремнине у случају напуштања компаније.

Краткорочни бонуси везани су за добро пословање компаније у кратком року (на пример квартално), а дугорочни бонуси за повећање вредности акција. Опције на

142) Ова појава у модерном корпоративном свету назива се тунелирање (енгл. *tunneling*)

акције додатно стимулишу менаџере да раде квалитетније, јер ће тако цене акција расти, као и њихова зарада по овом основу. У свету су чести случајеви злоупотреба на ову тему. Фабрикују се нетачни финансијски извештаји, мењају се правилници о накнадама пре постизања пословних успеха компанија, а све у сврху већих прихода менаџера. Због тога је веома важно успоставити систем контроле рада менаџмента компаније и стално унапређивати правила и процедуре које регулишу накнаде члановима надзорних одбора и одбора директора, као и осталим извршним директорима.

5.4.1.4. Односи са интересно-утицајним групама

Свака компанија–акционарско друштво окупља око себе много људи и других компанија које активно учествују у њеном раду. Међу њима су радници, добављачи, инвеститори, акционари, кредитори. Интереси наведених група су различити. Заједнички циљ свих њих јесте сигурност наплате њихових потраживања, односно повећање вредности акција за акционаре. Да би остварили овај циљ, сви учесници морају сарађивати и стално повећавати квалитет пословања, које треба да се темељи на начелима једнакости, заједништва и разумевања. Активна сарадња између компаније и њених стејкхолдера довешће до стварања додатне вредности и партнерског односа свих интересних група.

Подстицање акционарског активизма представља један од најефикаснијих система за побољшање ефикасности корпоративног управљања. Честа анализа корпоративних проблема води решењима која позитивно утичу на систем контроле акционара над менаџментом.¹⁴³

5.4.1.5. Корпоративно извештавање и финансијска транспарентност

Тачно и правовремено извештавање један је од најважнијих интерних механизма корпоративног управљања. Подједнако је битан и актуелним и будућим инвеститорима. Транспарентност финансијских и других показатеља даје праву слику о компанији и смањује ризик инвестирања. Информације о компанији, које правовремено треба објављивати на званичном сајту компаније и дистрибуирати акционарима и осталим стејкхолдерима, морају бити исцрпне. Доступност и цене приступа информацијама морају бити исти за све интересне групе. Поред финансијских показатеља за посматрани период, који морају бити представљени по међународним рачуноводственим стандардима, извештаји морају да садрже и информације о плановима компаније, саставу и квалитету чланова управе, као и накнадама за посао који они обављају. Годишњи извештај спољног ревизора мора бити објављен у законском

143) Živković, Momčilo, Tatjana Dragičević Radičević: *Corporate Management During the Crisis*, International Scientific Conference, Dealing with the Global Economic Crisis by Companies and Economies, Belgrade November 27th, 2009, стр. 5.

року. Овај извештај ће потврдити тачност или оповргнути финансијске извештаје које су сачинили финансијски стручњаци компаније.

Интерна ревизија је инструмент који се све чешће користи да би се унапредило пословање и повећали тачност и транспарентност података и информација које компанија износи у јавност. Један од задатака интерних ревизора јесте и провера тачности финансијских параметара пословања и начина њиховог представљања, у складу с важећим међународним рачуноводственим стандардима.

Објављивање информација о члановима управе ради евентуалног откривања злоупотреба и сукоба интереса такође је добродошло.

У примени је још један интерни механизам корпоративног управљања који треба поменути, а који неће бити посебно анализиран. Овај механизам примењује посебан вид организације компаније, а у сврху ефикаснијег рада и решавања агенцијског проблема. Ова организациона форма компаније, позната као „М форма“,¹⁴⁴ омогућава лакшу контролу и надзор над радом менаџера. Постоји једна кровна компанија која у свом власништву има више мањих компанија–оперативних јединица, које користе њено име. Цео процес контролише кровна компанија, али се већина одлука препушта појединачним оперативним јединицама. Свака од компанија чланица има своју организациону структуру и пружа кровној компанији неки производ/услугу. Свака од ових компанија одговорна је за своју производњу и бори се за максимизирање профита. Одлуке о алокацији капитала су централизоване и доносе их извршни директори на вишем нивоу управљања. Уобичајено је да извршни директори имају одређени проценат власништва над компанијом. Ова чињеница се сматра главним мотивационим фактором извршних директора да санкционишу оперативне јединице чији резултати пословања нису задовољавајући.¹⁴⁵

5.4.2. Екстерни механизми корпоративног управљања

5.4.2.1. Тржиште за корпоративну контролу

Суштина овог механизма корпоративног управљања своди се на принцип саморегулације тржишта описан у склопу интерних механизма корпоративног управљања. Претпоставимо да менаџерски тим који управља неком компанијом ради у интересу те компаније, тј. чврсто верује да ради у интересу компаније и не жели да злоупотреби свој положај. Међутим, ниво знања и вештина овог тима није довољан да компанију учини успешнијом и ефикаснијом. Као последицу имамо пад цена акција. Овај пад ће бити довољан знак акционарима да промене руководство компаније.

144) Назива се још и МДФ форма (енгл. *Multi Divisional-Form*). Примери оваквих компанија су Virgin Group i America Movil.

145) Анџић, Слободан, Далибор Крстић, Ана Опачић: *Фактори корпоративног управљања*, Одитор, бр. 2, 2011, стр. 28–31.

Смењени менаџери имаће велики проблем да пронађу одговарајуће запослење јер због лоших резултата нико неће желети да их ангажује. Наравно, тржиште никад није идеално регулисано, па и у овом случају може доћи до стварања погрешне слике изазване асиметријом информација. Наиме, менаџери који воде компанију (инсајдери) увек имају бољу слику о актуелном стању компаније од осталих судеолика на тржишту, без обзира на обавезу доступности свих информација о пословању компаније широј јавности. Ово може утицати на формирање погрешног мишљења стејкхолдера и последичног пада цене акција.

Промена менаџмента компаније може се издејствовати бар на два начина. Крупни акционари покрећу иницијативу за смену руководства. Уколико компанија има дисперзовано власништво, примењује се тактика привременог укрупњавања власништва, а све у сврху смене менаџмента, односно заштите својих интереса.

Други начин јесте непријатељско преузимање. Стручњаци и фирме специјализоване за праћење берзе и берзанског пословања уочавају компанију чија је тренутна вредност нижа од реалне. Покрећу акцију откупа акција од малих акционара и стицања контролног пакета акција. Након тога следи постављање другог менаџерског тима, успостављање контроле над пословањем компаније и раст профита који за резултат има поновни раст цена акција. Овај начин преузимања контроле над компанијама био је посебно популаран у САД 80-их и 90-их година прошлог века, а није непознаница ни у Европи (познат је случај непријатељског преузимања немачке телекомуникационе компаније Mannesmann од стране енглеске компаније Vodafone Airtouch 2000. године). Циљ непријатељског преузимања јесте унапређење квалитета корпоративног управљања и дисциплиновање неефикасног менаџмента.¹⁴⁶

5.4.2.2. Заштита малих акционара

Други и трећи принцип ОЕСД-а даје смернице за израду закона и прописа који ће у правој мери заштитити права малих акционара. Ово је нарочито битно у случајевима када се интереси малих и великих акционара разликују, што представља честу праксу. У претходном излагању смо закључили да је један од начина решавања првог агенцијског проблема укрупњавање капитала, које се постиже концентрацијом права власништва или збирним гласањем на скупштинама акционара. Ова метода изазива тзв. експропријацију власништва, у којој се права мањинских акционара губе и нестају. У појединим земљама, законодавство у области привредних друштава покушава да реши овај проблем. Неки од инструмената давања већих права малим акционарима јесте право на кумулативно гласање приликом избора

146) Домановић, Виолета: *Тржиште корпоративне контроле – механизми преузимања и стратегије одбране*, у Бабић, Верица (редактор): *Корпоративно управљање у условима транзиције*, Економски факултет, Крагујевац, 2004, стр. 128–148.

одбора директора, обавезан откуп акција малих акционара приликом непријатељског преузимања, оштри услови одобравања трансакција у којима може доћи до конфликта интереса итд. Треба бити опрезан у давању права малим акционарима јер већина може бити надгласана од мањине.

5.4.2.3. Правни систем заштите

Квалитетан правни систем ваљан је темељ за развој добре праксе корпоративног управљања. На тај начин се утиче на поверење инвеститора и осигурава равноправност за све учеснике. Први принцип корпоративног управљања OECD-а управо говори о основи за ефикасан оквир корпоративног управљања. Наравно, не треба претеривати с ограничењима, да се не постигне супротан ефекат. Предузетницима треба оставити простора за креативност и одређену слободу у одлучивању.

Овај систем чини низ закона, прописа и процедура из разних области, као што су уговорно право, компанијско право, радно право, рачуноводствени и ревизорски стандарди. Врло је важно разграничити права, обавезе и одговорности појединих државних органа који чине скелет овог система и осигуравају његову добру имплементацију. Законе и прописе из ове области треба константно усклађивати с актуелним светским трендовима, узимајући у обзир специфичне карактеристике подручја на које се имплементира (култура, традиција, геополитичке одреднице).

5.4.2.4. Конкуренција

Развијено и отворено тржиште, које свим учесницима пружа исте полазне основе, омогућава најбољима да опстану и да се шире. Да би компаније оствариле успех на тржишту, морају бити добро организоване и ефикасне. За то је потребан управљачки тим састављен од менаџера који поседују критичну количину знања из разних области (право, економија, менаџерски послови), потребну да би компанију успешно позиционирали на тржишту и максимизирали профит.

Све већа конкуренција на тржишту подстиче компаније да више инвестирају у развој и иновације својих производа и услуга, како би добили квалитетнији и јефтинији производ и победили конкуренцију. Средства потребна за развој обезбеђују се емисијом нових акција, повећањем номиналне вредности постојећих акција или задужењем код банака. Ако компанија није конкурентна на тржишту, нико неће бити заинтересован да постане њен акционар или јој позајми новац уз камату. Тржиште је бескрупулозно и не прашта грешке. У земљама у којима није развијено тржиште капитала, роба и услуга, стварају се монополске и олигополске ситуације за поједине компаније. У таквим условима и таквим компанијама квалитет руководећег кадра обично није на одговарајућем нивоу и често се, због повлашћеног положаја компаније на тржишту и непостојања конкуренције, не примењује добра пракса корпоративног управљања.

5.5. Кодекс корпоративног управљања и пословне етике

Један од докумената чија је сврха поспешивање имплементације принципа корпоративног управљања у компанијама јесте и кодекс корпоративног управљања. Овај документ нема законодавну функцију. Чине га препоруке и предлози везани за увођење система корпоративног управљања у компаније. У препорукама се углавном користи реч „треба“, а у предлозима „може“.

Први кодекс корпоративног управљања сачињен је у Аустралији 1991. године (Вошов извештај).¹⁴⁷ Следи формирање Кедбуријеве (Adrian Cadbury) комисије у Великој Британији, која 1992. године објављује први званични кодекс корпоративног управљања, тзв. *Cadbury Report*. Након тога почиње израда и објављивање овог документа и у осталим европским земљама. Први кодекс на тлу САД објавила је компанија Ценерал Моторс (General Motors). Овај документ подстиче реформе националних законодавстава појединих земаља. Кодекс корпоративног управљања постаје обавезан у свим компанијама које се котирају на берзи, у многим државама света, по принципу „примени или објасни“.

Кодекс је најправилније окарактерисати као скуп начела, стандарда, обичаја и препорука о корпоративном управљању. Као што је већ и поменуто, кодекс није закон јер није донесен од законодавног тела. Није ни уговор, јер не постоје уговорне стране. Кодекс се не може сматрати ни пословним обичајем, јер је настао релативно касно (крајем XX века). Кодекс корпоративног управљања можемо дефинисати као акт који садржи неправне прописе и доноси га приватно-правни орган. Кодекс често садржи и правила која представљају законске норме. Те норме се примењују по основу закона, а не на основу кодекса.

Пошто нису у целости обавезујући и не доноси их законодавно тело, национални кодекси корпоративног управљања не садрже у себи санкције и казне у случају непримењивања. Наравно, благодети пословања уз коришћење система корпоративног управљања одавно су препознати у пословном свету. Компанија која послује по принципима корпоративног управљања лакше долази до капитала потребног за инвестиције, тај капитал је јефтинији, репутација оваквих компанија у свету је већа, а учинак на вишем нивоу. Ово је један од разлога што пракса показује да компаније које желе да се шире и напредују, и послују по светским стандардима, поштују правила и принципе кодекса корпоративног управљања које су саме прихватиле и донеле.

У Републици Србији први кодекс корпоративног управљања донела је Привредна комора Србије 2005. године (измењен и допуњен 2012. године). Године 2008.

147) Henry Bosch – аустралијски бинзнисмен који је први уочио потребу израде документа који ће поспешити развој и примену принципа корпоративног управљања, објавио је 1991. године документ „Corporate Practices and Conduct“, који представља први кодекс корпоративног управљања у свету.

исти документ усваја и Београдска берза, а потом и све веће компаније у земљи, које се котирају на берзи (Енергопројект, Тигар, Металац, Јединство Севојно, Нис, Аеродром Никола Тесла, АИК банка). Изјава о примени кодекса корпоративног управљања обавезан је део извештаја о пословању сваког јавног акционарског друштва у Републици Србији.¹⁴⁸

Поред кодекса корпоративног управљања, Привредна комора Србије 2005. године доноси кодекс пословне етике, којим се дефинишу правила корпоративне етике, и лица на која се та правила односе. Главна начела овог кодекса су:¹⁴⁹

- професионално обављање пословне делатности;
- савесно и потпуно преузимање и извршавање обавеза и одговорности;
- обављање привредне делатности на начин којим се не угрожава професионални углед;
- коришћење допуштених средстава за постизање пословних циљева;
- поштовање прописа о неспојивим пословима;
- чување пословне тајне;
- избегавање сукоба између личних и интереса привредних субјеката;
- обављање пословних активности на начин којим се не наноси штета постојећим акционарима, члановима или ортацима;
- обављање пословних активности које повећавају вредност капитала привредног друштва;
- уздржавање од коришћења политичког утицаја или притиска ради остваривања пословних циљева;
- остваривање пословне сарадње с другим привредним субјектима *bona fide*;
- решавање спорова с пословним партнерима преговорима или посредовањем, уз настојање да се пословни односи наставе;
- поштовање права интелектуалне својине;
- обављање пословне активности у складу с прописима о заштити и унапређењу животне средине;
- уважавање стандарда пословне етике и допринос даљој афирмацији морала у пословним односима.

148) Закон о привредним друштвима (ЗПД), Службени гласник РС бр. 36/2011 и 99/2011, чл. 368.

149) Кодекс пословне етике Привредне коморе Србије, Службени гласник РС бр. 1/2006, чл. 2.

5.6. Улога, проблеми и стратегија развоја корпоративног управљања у земљама у транзицији

За државе у транзицији корпоративно управљање је нов термин, где је логика тржишне економије, уз добро утемељен тржишно-финансијски систем, основ процеса пословања. Прелазак са договорне или централно-планске економије на тржишну економију полазна је основа. У том систему финансијске институције и тржишта имају важну улогу.

Државе у транзицији које су идеолошки биле блиске социјализму носе терет планског начина пословања и привређивања. У таквом систему су финансијске институције само извршавале налоге извршних органа у држави.

Тржиште хартија од вредности није постојало, због политике договорне економије. Банке нису биле у могућности да искажу своје креативне способности, јер нису играле улогу правих финансијских посредника, иако је општепознато да интеракција између банкарског сектора и тржишта капитала смањује трошкове финансијских средстава.

Динамика спровођења реформи у земљама у транзицији је различита. Ово је уско повезано с применом административно-правне регулативе за изградњу тржишно оријентисаних институција. Без квалитетног законског оквира немогуће је успоставити чврст финансијски систем, а без чврстог финансијског система не може се очекивати ни жељена стопа раста економије. Темељни појмови финансијског система су конкуренција и приватно власништво. Потпуним спровођењем процеса приватизације тржишту ће бити понуђен потребан број инструмената који ће оживети тржиште капитала.

У земљама у транзицији програм побољшања корпоративног управљања мора бити знатно шири по обухвату него у развијеним земљама и мора садржати комплетан програм економских реформи.

Треба тежити да се подстакне стварање система корпоративног управљања који би био у складу с тренутним достигнућима, традицијом и геополитичким специфичностима, али ипак заснован првенствено на добрим идејама и искуствима развијених земаља. Наравно, норме доброг корпоративног управљања, било регулаторне (државне) или приватне (добровољне), саме по себи неће много допринети уколико их не имплементирају привредни актери и државна, аутономна, регулаторна и судска тела.

С развојем и јачањем корпоративног управљања у компанијама, као и с развојем институционалног, законодавног оквира и тржишта капитала на нивоу држава-ентитета, стварају се сви потребни и довољни услови за индустријализацију и убрзан технолошки развој једне земље. Компаније постају ефикасније (мањи број запослених, напреднија технологија), а производи и услуге квалитетнији и јефтинији. Транспарентност пословања и правовремено и тачно извештавање о битним догађајима и

финансијским показатељима утичу врло позитивно на свест инвеститора и његову жељу да у такву компанију улаже. На тај начин компаније лакше долазе до свежег капитала потребног за даље истраживање и одрживи развој. Акционари детектују напредак преко раста цена акција.

Наравно, у пракси је имплементирање корпоративног управљања праћено стварањем институционалног оквира на нивоу државе мукотрпан и спор процес. На путу до успеха, тј. потпуне имплементације и хармонизације прописа који се односе на корпоративно управљање у компанијама, појављују се многе препреке. Једна од њих се односи на тзв. експропријацију власништва, односно промену власничке структуре емисијом нових акција.

Наиме, интерни акционари (запослени), у спрези с менаџментом компаније, изналазе начине да вештачки промене власничку структуру у своју корист, а на штету екстерних акционара. Компаније се најчешће одлучују да нераспоређену добит поделе запосленима у виду емисије нових акција. Изменама и допунама статута компанија уносе се одредбе које омогућавају овакве операције, а оне се правдају позитивним ефектима оваквог вида стимулације на учинак радника. Тиме се дискриминишу остали мали акционари, јер им се ускраћује право на профит, спутава се развој акционарства и флагрантно крше правила корпоративног управљања, од којих је најважније правило једнакости међу акционарима.¹⁵⁰ Најпоштенији начин расподеле вишка добити била би исплата дивиденди.

Политика дивиденди је следећи камен спотицања у процесу потпуне имплементације принципа корпоративног управљања у компаније земаља у транзицији. За компаније земаља у транзицији главни начин додатног финансирања још увек је реинвестирање добити. Тиме компанија, на основу инфлаторних очекивања, штеди велике своте новца неисплаћивањем дивиденди, а инвеститори трпе губитак. Ово је још један пример кршења права акционара, тј. њиховог права на исплату дивиденде.

Уговорима с компанијама повезаним с менаџментом компаније одлива се новац из компаније. Чест је случај да такве компаније производе или услуге добијају по повлашћеним ценама. Менаџери повезаних правних лица користе инсајдерске информације ради прибављања личне користи.

Неправовременост и непотпуност информација, која се односи на калкулисање и злоупотребу правила о правовремености извештавања акционара о битним догађајима, још једна је бољка транзиционизма. Тако немају сви акционари довољно времена за правилно одлучивање, па већински акционари, у спрези с менаџментом, коришћењем инсајдерских информација реализују своје замисли, на штету малих акционара.

Један од проблема земаља у транзицији приликом имплементације система корпоративног управљања јесте и недостатак квалификованог кадра, тј. пратећих

150) Комисија за хартије од вредности Републике Србије неколико је пута (први пут у јулу 2003, а онда и у јануару 2007. године) указивала на ове неправилности и нужност измене закона о предузећима; види www.sec.gov.rs/arhiva_stavova.

образовних институција које би школовале људе за врхунско и софистицирано корпоративно управљање какво имају развијене земље.

Компаније транзиционих земаља морају да прихвате борбу на отвореном тржишту под условима које диктира добра пракса корпоративног управљања. Њихови менаџери морају имати за циљ максимизацију профита и раст цена акција, а не личну корист и богаћење.

Стратегија унапређења ефикасности корпоративног управљања у земљама у транзицији требало би да се заснива на неколико начела:

- Унапређење Закона о привредним друштвима, који поставља темељ функционисања компанија, и посебно управљања компанијама;
- Унапређење финансијског законодавства, посебно у делу о власничким правима и трансакцијама с њима, али и регулације берзе, банкарског система, система осигурања, рачуноводства и финансијског извештавања;
- Унапређење другог сродног привредног законодавства, које даје оквир за пословање компанија (антимонополски закон, закони о стечају и облигационим односима);
- Унапређење владавине права, тј. доношење разумних закона и њихово поштовање, а посебно функционисања правосудних органа, чија је сврха заштита закона, уговора и власничких права;
- Подстицање стварања повољне климе за побољшање корпоративног управљања, а посебно у домену добровољног усвајања најбоље праксе. Законима и пратећим прописима није могуће, а ни пожељно, детаљно прописати решења управљања компанијом, па на самим компанијама остаје иницијатива да унапређују систем корпоративног управљања на основу искустава других земаља, која су дала добре резултате.

Стратегија транзиције комбинује четири процеса: приватизацију, макроекономску стабилизацију, институционалне реформе и реиндустријализацију.

Приватизација је основ сваког транзиционог процеса. Природно је да приватизација не буде спроведена у неким, за државу стратегијским секторима.

Макроекономска стабилност је у транзицији неопходна.

Институционалне реформе су основ за стварање добре климе за стране инвестиције. Када индекси реиндустријализације постану позитивни, то је најбољи знак да је процес транзиције при крају и да отпочиње процес достизања развијених тржишних привреда.¹⁵¹

Принципе на којима треба да почивају економије земаља у транзицији заједнички су 1989. године установили Међународни монетарни фонд, Светска банка за обнову

151) Бурићин, Драган: *Излази из транзиционизма*, Економика предузећа, Вол. 56, бр. 1/2, 2008, стр. 1–16.

и развој и Министарство финансија САД. Све три организације имају седиште у Вашингтону, па су по томе принципи и добили име Вашингтонски консензус.¹⁵² Идеја је била да се ови принципи имплементирају у економијама Латинске Америке, а потом и у свим осталим земљама у транзицији/развоју. Начела Вашингтонског консензуса су:

- Буџетска дисциплина;
- Усмеравање државне потрошње од подршке економским гранама према широјој бази мера за економски пораст и подршку сиромашном становништву;
- Пореска реформа чији циљ је снижавање пореских стопа, а повећање обухвата;
- Кредитне стопе усмерене како би подржавале привреду – либерализација каматних стопа;
- Компетитивни девизни курс;
- Трговинска либерализација, тј. укидање или велико смањивање пореза и царина на увоз;
- Либерализација страних директних улагања;
- Приватизација државних компанија;
- Дерегулација, тј. укидање разних закона и других мера које ограничавају тржишну утакмицу;
- Законска заштита власничких права тј. приватне својине.

Постоје опречна мишљења о самој идеји настанка ових начела. Оно што је неспорно јесте чињеница да су економије земаља које су примениле ове принципе дале врло лоше резултате. Истовремено се у САД повећао удео контроле богатих у укупној економији.¹⁵³

Један од начина и покушаја унапређења мира, демократије, заштите људских права и економије земаља у транзицији с територије Југоисточне Европе (SEE – South East Europe) било је и формирање Пакта стабилности за Југоисточну Европу.¹⁵⁴

152) Назив принципима доделио је енглески економиста Џон Вилијамсон (John Williamson), који је био велики критичар ових начела и концепта неолиберализма уопште.

153) Године 1989, када су оформљена начела Вашингтонског консензуса, 1% богатих у САД контролисао је 12% свих зарада и 33% економије. Године 2014. исти је проценат богатих контролисао 25% свих зарада и 40% економије. Због тога постоји оправдана сумња да су ова начела настала под утицајем америчких моћника, да би им се олакшао приступ тржиштима земаља у развоју, повећао профит и осигурала имовина у овим државама; види https://sh.wikipedia.org/wiki/Washingtonski_konsenzus.

154) Формиран у јуну 1999. године од стране Европске уније, с 12 земаља чланица (Албанија, Босна и Херцеговина, Бугарска, Хрватска, Мађарска, Македонија, Молдавија, Румунија, Словенија, Турска, Србија и Црна Гора). Године 2008. прераста у Веће за регионалну сарадњу (RCC – Regional Cooperation Council), види: https://en.wikipedia.org/wiki/Stability_Pact_for_South_Eastern_Europe

Идеја је била приближити земље Југоисточне Европе евроатлантским структурама, као и ојачати регионалну сарадњу.

Споразум Југоисточне Европе за реформе, инвестиције, интегритет и раст (South East Europe Compact for reform, investment, integrity and growth) најважнија је компонента Пакта стабилности у оквиру радног стола о економској реконструкцији, развоју и сарадњи.¹⁵⁵ Овај споразум је усвојен у фебруару 2000. године. Његови главни циљеви су побољшање услова за пословање и инвестиције, обезбеђивање учешћа приватног сектора у реформама и супервизија процеса реформи. Споразум поспешује увођење система корпоративног управљања у компаније, у сврху бржег економског развоја и интеграције с Европском унијом.

Сваки од округлих столова узима Принципе OECD-а као оквир за израду регионалног White Papera¹⁵⁶. На тај начин је у јуну 2003. објављен документ “White paper on corporate governance in South East Europe”.¹⁵⁷ Овај документ, заснован на принципима OECD-а, даје препоруке¹⁵⁸ за развој, промовисање, подршку, процену напретка и имплементацију система корпоративног управљања у Југоисточној Европи, узимајући у обзир све специфичности тог региона. Препоруке садржане у овом документу служе да иницирају низ домаћих иницијатива које ће побољшати и учинити ефикаснијом примену система корпоративног управљања.

Република Србија је један од највећих губитника глобализације. Неразумевање геополитичких трендова код политичке елите на самом почетку транзиционог процеса у Србији, али и систематско и каприциозно деловање геополитичких фактора против интереса, достојанства и државности главни су узроци трагедије која је задевила Србију. Кашњење у геополитичкој транзицији поништило је релативно добре почетне резултате економске транзиције. Данашњи економски показатељи то и доказују. По бруто националном доходу далеко смо иза показатеља из предтранзиционог

155) Рад Пакта стабилности одвијао се путем политичког инструмента пакта–регионалног стола, у оквиру кога су функционисала три радна стола: 1. Демократизација и људска права; 2. Економска реконструкција, сарадња и развој; 3. Сигурност и одбрана, правосуђе и унутрашњи послови. У оквиру другог стола организовани су и округли столови–расправе о корпоративном управљању, с посебним освртом на поједине регионе Европе. Први округли сто са овом темом, везан за регион Југоисточне Европе, организован је у септембру 2001. године у Букурешту, други у Истанбулу у мају 2002, трећи у Загребу у новембру 2002. године, четврти у марту 2003. године у Сарајеву, пети у јуну 2004. у Охриду, и шести у Истанбулу у фебруару 2006; види https://en.wikipedia.org/wiki/Stability_Pact_for_South_Eastern_Europe

156) *White paper* представља ауторитативан документ или водич за информисање читалаца о конкретној теми концизно представљајући његову суштину. Коначан облик овог документа, чија је тема корпоративно управљање у Југоисточној Европи, договорен је на четвртом заседању округлог стола за корпоративно управљање за Југоисточну Европу, одржаном у Сарајеву, у марту 2003. године.

157) *Stability Pact-South East Europe Compact for reform, investment, integrity and growth: White Paper on Corporate Governance in South East Europe*, 2003.

158) *White paper* за Југоисточну Европу састоји се од 362 препоруке. Документ је врло опширан јер је узета у обзир чињеница да читалац нема великог искуства у овој области, па су препоруке детаљније.

периода.¹⁵⁹ О макроекономској консолидацији, као и реиндустријализацији нема ни говора, процес приватизације још није завршен. Сви показатељи говоре да се Србија и даље налази у транзиционом периоду. Оно што охрабрује, ако се то уопште може рећи за процес који траје већ двадесет пет година, јесте да се види крај транзиционим процесима у Републици Србији. Највидљивији помак учињен је на пољу институционалних реформи, мада је Република Србија и у овој области тек на пола пута до дефинитивног стварања правог институционалног оквира за имплементацију посттранзиционих процеса.

5.7. Корупција и корпоративно управљање

Општеприхваћена дефиниција корупције је да је корупција „злоупотреба службеног положаја ради остваривања личне користи“.¹⁶⁰ Сва досадашња истраживања¹⁶¹ указују на висок степен распрострањености корупције у компанијама и државној управи у Републици Србији. Иако је овај ниво корупције у Србији и даље висок, у последњих неколико година присутан је лагани тренд пада њеног интензитета.

Фокусираћемо се на истраживање везе између корупције и корпоративног управљања, у конкретном случају Републике Србије као државе у којој транзициони процеси још нису окончани. Истовремено ће бити дотакнути и теоријски аспекти ове везе.

Основни извори корупције су оскудност ресурса, организовани криминал, избегавање обавеза према држави и лоше стање у јавном сектору.

Када понуда неког производа или услуге постане много мања од потражње, стварају се потребни и довољни услови за корупцију лица која контролишу расподелу ових добара.

Лоше стање у јавном сектору као извор корупције најбоље се приказује на примеру Републике Србије. Због непостојања адекватног система управљања и контроле, лоших закона, слабо плаћени државни службеници окрећу се корупцији.

Избегавање обавеза према држави уско је повезано с лошим стањем у јавном сектору. Појединци давањем мита државним службеницима обезбеђују добијање разних дозвола и друге привилегије.

Организовани криминал генерише најтежи облик корупције. Подмићивањем кључних људи у државном апарату (правосуђе, унутрашњи послови, утицајни политичари) обезбеђује се подршка и монополски положај на тржишту.

159) Бруто национални доходак у претходним годинама није достигао ни 3/4 дохотка који је Србија имала 1989. године, године када су поменути процеси и покренути. Стопа инфлације у последњих пет година кретала се од 1,7 % (2014) до 12,2 % (2012). Стопа незапослености је увелико прешла границу од 20%.

160) Јовановић, Предраг: *Анатомија корупције*, Transparency International Serbia, Beograd, 2001.

161) Једно од истраживања степена развијености корупције у Републици Србији спровео је Центар за Либерално-демократске студије (ЦЛДС) 2006. године.

Питање које се логички поставља јесте утиче ли корупција на проблеме у систему корпоративног управљања или лоша имплементација корпоративног управљања иницира повећање степена корупције? Може се рећи да корупција негативно утиче на корпоративно управљање, али и да овај проблем није од примарног значаја. То другим речима значи да се решавањем проблема корупције неће сами од себе решити проблеми корпоративног управљања. Међутим, решавање проблема корупције може позитивно утуцати на кључне факторе који могу бити важни за решавање проблема корпоративног управљања. Ако пак погледамо овај узрочно-последични проблем с друге стране, увођење добре праксе корпоративног управљања може знатно да смањи корупцију.

Потребно је направити разлику између тражње и понуде корупције.

Корупција тражње подразумева ситуацију у којој је менаџер коруптор, односно у којој менаџер корумпира менаџере других компанија или државне службенике, а све у сврху фаворизовања сопствене компаније. Његов крајњи циљ је присвајање добити (ренте – резултата корупције) од посла који је реализовао корумпирајући све потребне субјекте. Да би менаџери могли да стварају ренте, њихов је интерес да асиметрија информација између њих и власника буде што већа. С друге стране, власници немају у својим рукама много инструмената којима могу да спрече или умање ефекат асиметрије информација. Једини начин би био да сами почну да управљају својом компанијом, што је у данашњем пословном окружењу углавном неизводљиво. Закључак који се изводи је да повећана тражња за корупцијом, тј. повећани равнотежни ниво корупције у привреди једне државе доводи до ескалације проблема корпоративног управљања. Насупрот томе, проблем корпоративног управљања углавном не утиче много на тражњу за корупцијом, зато што и менаџери и власници имају веома сличне мотиве да корупцијом створе ренту коју ће присвојити за себе.

У Републици Србији корпоративна тражња за корупцијом постоји. Један од разлога је и државни интервенционизам у нашој привреди. Најснажнији извор тражње за корупцијом представљају приватни власници-предузетници. Висока тражња за корупцијом генерише и високе ренте и подстиче менаџере да продубе асиметрију информација с власницима и тако заштите свој нелегални извор прихода.

Нема двојбе да у случају корпоративне понуде корупције постоји узрочно-последична веза између корупције и корпоративног управљања. Корупцију могу да нуде сами менаџери. Менаџер компаније Х намерно склапа по компанију неповољан уговор о куповини одређених инпута потребних за процес производње. Бира добављача (коруптор) који није најповољнији по цени за одређени ниво квалитета, а све у сврху личног богаћења. На тај начин увећава трошкове, тј. смањује профит компаније. Такав менаџер ради директно против интереса власника компаније. Нуђење корупције на корпоративном нивоу подразумева опречне интересе власника и менаџера. Менаџер има интерес да понуди корупцију, чиме ће увећати лично богатство. Овај потез

по правилу чини штету власницима капитала. Стога је интерес власника капитала да по сваку цену покушају да спрече корупционашке послове менаџера запослених у њиховој компанији, јер кад њихови менаџери нуде корупцију, то смањује профит, а тиме и њихово лично богатство.

Менаџерима одговара одржавање постојећег стања и постојање проблема у систему корпоративног управљања. Тако они лакше поспешују асиметрију информација и прикупљање профита на основу корпоративне понуде корупције. Закључак је да висока понуда корпоративне корупције битно утиче на проблеме корпоративног управљања.

У Републици Србији понуда корупције је најраспрострањенија у случају друштвених компанија, у којима нису јасно дефинисана и заштићена својинска права над капиталом. Чести су случајеви да директори таквих компанија користе корупцију за тренутно лично богаћење, с дугорочним циљем да униште компанију и пренесу њене здраве делове у друге компаније с којима су повезани.

Проблем корпоративног управљања није једини генератор понуде корпоративне корупције. Казнена политика је врло битан фактор. Кривичне санкције су много блаже за лица која дају мито, од оних за лица која примају мито. То практично значи да се менаџер који прима мито излаже великом ризику кривичних санкција. Последица овог ризика је губљење репутације на тржишту менаџера и немогућност проналажења запослења.¹⁶² У таквој констелацији, менаџер који намерава да прими мито добро ће размислити претходно о евентуалним последицама по каријеру, здравље и породицу, пре него што донесе одлуку.

Концентрација власништва је још један облик борбе против корпоративне понуде корупције. Проблем концентрације власништва над капиталом компанија установљен је као једна од највећих мањкавости закона по којима је вршена приватизација до 2001. године. Тада је донесен закон о приватизација који претпоставља аукцијску или тендерску продају већинског (70%) капитала компаније једном купцу. Већински власник је по природи ствари врло заинтересован за раст и напредак компаније, јер ће себи обезбедити додатне приходе. Такви власници ће се свим силама борити да превазиђу агенцијски проблем и умање асиметрију информација, а самим тим и менаџерску понуду корупције.

Тражња и понуда корупције генерише неколико облика корупције. Један од њих је државна или јавна корупција, која може бити административна или корупција чији је циљ овладавање државом. Она се односи на недозвољене облике лобирања, подмићивање државних службеника који имају могућност да обликују одлуке, прописе и законе према жељама њихових „инвеститора“, као и на изнуђивање мита од стране државних службеника. Према подацима организације Транспаренси Интернешенел

162) Овај вид санкција у нашој земљи још није попримио праву форму. Постоје многи случајеви у којима се лица која су била кривично гоњена и осуђена на затворске казне због корупције и злоупотребе службеног положаја након пуштања на слободу поново баве истим пословима, што је недопустиво.

(Transparency International) из 2014. године, Србија се налази на 78. месту од укупно 175 анализираних земаља кад је у питању индекс перцепције корупције (Corruption Perception Index) (индекс 41).¹⁶³ Земље у транзицији су посебно подложне корупцији управо због процеса приватизације. Овај вид корупције не зависи много од проблема корпоративног управљања. У случају изнуђивања, интерес власника и менаџера је истоветан или сличан. Исти механизам се јавља и у случају корупције уз дослук, када се две стране договарају да у коруптивном послу остваре обострану корист.¹⁶⁴ Интереси власника и менаџера поклапају се и у случају корупције чији је циљ овладавање државом, када се коруптивним радњама тежи издејствовати законе који одговарају одређеној компанији или грани привреде којој она припада.¹⁶⁵ Једини проблем и неслагање са становишта корпоративног управљања између власника и менаџера када је државна или јавна корупција посредни може настати око износа мита. Наиме, власнику је у интересу да тај износ буде што мањи. Менаџер нема никакав интерес да се бори за смањење износа који мора да се плати. Напротив, менаџеру је интерес да од власника затражи што већи износ по основу мита, а да онда део новца задржи за себе. Друга опција за коруптивно понашање менаџера је да власнику приказује лажне трошкове мита, који у стварности уопште не постоје. Менаџери алиби проналазе у чињеници да је корупција широко распрострањена у земљи, те да је то једини начин решавања проблема. У овом случају је евидентно да је узрочно-последична веза између корпоративног управљања и корупције успостављена. Лоше корпоративно управљање повећава обим корупције, а корупција утиче на погоршање квалитета корпоративног управљања.

Корупција приватног сектора¹⁶⁶ уско је везана за агенцијски проблем. Власници нису у могућности да натерају менаџере да раде искључиво у њиховом интересу. Основни разлог је тзв. асиметрија информација. Менаџери су, по природи ствари, боље информисани о кључним проблемима и активностима у компанији, па им то даје могућност да раде у сопственом интересу, а супротно интересима власника. У том светлу, када је корупција приватног сектора у питању, треба и посматрати овај проблем. Потпуно је јасно да је корупција приватног сектора у великој мери изазвана проблемима корпоративног управљања и да ће решавање ових проблема резултирати знатним смањењем ове врсте корупције.

Корупција приватног сектора у Србији није претерано раширена. Разлог је висока концентрација власништва и промена правне форме компанија из јавних акционарских

163) <http://www.transparency.org/cpi2014/results>

164) Беговић, Борис и др: *Корпоративно управљање: пет година касније*, ЦЛДС, 2008, стр. 190.

165) Класичан пример за овај вид корупције јесте повећање царинске стопе за увоз робе коју производи компанија чији је менаџер у улози коруптора, или смањење стопе пореза на додатну вредност за одређену групу производа које коруптор увози или производи.

166) Овај вид корупције претпоставља да се и коруптор и корумпирани налазе у приватном сектору.

друштва у друштва с ограниченом одговорношћу или акционарска друштва чијим се акцијама не тргује на регулисаном тржишту капитала. Овим потезом се појачавају подстицаји власницима у погледу непосредне контроле управе компаније.

Приватизација у Републици Србији спроведена пре доношења закона о приватизацији 2001. године била је плодно тле за раст и јачање корупције. Дисперзовано власништво и контролни пакети акција у рукама државе (Акцијски фонд) омогућавали су разне манипулације ценама акција, у спрези с потенцијалним купцима.

Да би се корупција трајно искоренила или свела на разумну меру, потребно је извршити дерегулацију, тј. смањити државни интервенционизам, реформисати јавни сектор, створити предуслове за успостављање владавине права и применити строгу казнену политику за преступнике.¹⁶⁷

Борбу против високих корупционих ренти треба водити тако да се сузбијају узроци. Главни узроци су државни интервенционизам, где појединци имају ексклузивно право да доносе дискреционе одлуке о интервенцији државе у привреди. Потребно је потпуно либерализовати тржиште дерегулацијом, уклонити преостале субвенције и чврсто се држати буџетског ограничења.

Реформа јавног сектора други је битан корак у сузбијању корупције. Јавни сектор представља најмоћнијег понуђача корупције. Ако умањимо понуду, умањићемо и тражњу. Ова реформа представља дуг и мукотрпан процес. Треба смањити број запослених у јавном сектору, утицати на промену понашања државних службеника и обучити и оспособити службенике да раде у интересу државе, уз стриктно поштовање етичких норми и правила.¹⁶⁸

Стварање предуслова за владавину права подразумева реформу правосудног система и унификацију закона са законима Европске уније. Потребно је донети законе који су јасни и једноставни за употребу, поштриити кривични закон који се тиче корпоративне тражње и понуде за корупцијом.

Строга казнена политика логички се надовезује на обезбеђивање услова за владавину права. Спрега ефикасног судства и полиције, уз ефикасне законе, мора донети резултате. Пракса других земаља је показала да овај елемент стратегије борбе против корупције не може да произведе позитивне резултате сам за себе. Када нема подршке других елемената борбе против корупције, сузбије се ситна корупција, али истовремено ојача крупна корупција, где су ренте велике.

Горе наведени елементи засигурно ће утицати на смањење проблема корпоративног управљања с аспекта тражње за корупцијом. Сходно идеји да се испита

167) У развијеним привредама западног света, где је корпоративно управљање на завидном нивоу, менаџери ухваћени у коруптивним радњама, поред кривичних санкција, добијају забране обављања менаџерских послова, понекад и до краја свог радног века.

168) Велики проблем представљају и ниске зараде ових радника, које аутоматски представљају генератор корупције. Повећање општег нивоа зарада зависи од раста привреде и повољних геополитичких прилика у земљи и региону. Без повећања зарада нема искорењивања корупције.

узрочно-последична веза између корпоративног управљања и корупције, поставља се логично питање да ли ће позитивне промене у корпоративном управљању довести до смањења тражње за корупцијом? Агенцијски проблем и феномен асиметрије информација доводи само до прерасподеле ренте између власника и менаџера, а у корист менаџера. Од висине ренте и величине разлике у информисаности власника и менаџера, зависиће и тражња за корупцијом. Што су ренте веће и што је асиметрија информација интензивнија, тражња за корупцијом ће бити већа и израженија. Према томе, јачање проблема корпоративног управљања доводи до повећања тражње за корупцијом, а јачање имплементације добре праксе корпоративног управљања у компанијама доводи до пада тражње за корупцијом, али само до одређеног равнотежног нивоа. Разлог успостављања равнотеже лежи у идентичним мотивима власника и менаџера да корумпирају државне службенике, у условима државног интервенционизма. Важност корпоративног управљања за сузбијање тражње за корупцијом увећава се дерегулацијом и смањивањем уплитања државе у функционисање тржишта. Будући да је казнена политика према корупторима прилично блага (много блага него према корумпиранима), значај корпоративног управљања, с аспекта сузбијања тражње за корупцијом, расте.

Опште је позната чињеница да корупција продубљује социјалне разлике међу грађанима једне земље, повећава сиромаштво, успорава привредни раст, а све у корист врло малог броја људи. Корупција посредно изазива пораст сиве економије, тј. смањује јавне приходе једне државе.

6. Корпоративно управљање у Републици Србији (РС)

6.1. Појава, развој и особености корпоративног управљања у РС

У нашој држави, Републици Србији, процес имплементације корпоративног начина организовања компанија касни скоро цео век у односу на развијени део света. Тек 1922. године (Србија је тада била у саставу Краљевине Југославије) ступа на снагу први закон о формирању акционарских друштава. Цео процес заустављен је с почетком Другог светског рата. Планска привреда социјалистичког типа после рата неутралише и последње остатке акционарства. Овај процес је окончан 1976. године доношењем Закона о удруженом раду, који дефинитивно укида концепт акционарских друштава и уводи концепт радничког самоуправљања. Стање остаје непромењено до краја осамдесетих година прошлог века. У последњој деценији прошлог века, полако и стидљиво покрећу се процеси трансформације из планске у тржишну привреду. Овај процес се интензивира после 2000. године, доношењем пакета закона

који поново уводе акционарство јачањем тржишта капитала и корпоративног управљања. Резултат је убрзани наставак приватизације српских компанија.

У покушају да установи привредни систем који ће функционисати на принципима тржишне економије, Република Србија се суочила с озбиљним изазовима стварања економског система, формирања институција и интензивирања подстицаја у сврху унапређења економских перформанси привреде. Корпоративно управљање препознато је као врло важан део реформског процеса. Постоје три главна фактора која приморавају владу Републике Србије да осигура имплементацију добре праксе корпоративног управљања у компаније, која ће обезбедити одговарајући ниво ефикасности тржишта и транспарентност, а то су: глобализација, економски фактор (заштита интереса инвеститора) и политички фактор (припајање Европској унији).¹⁶⁹

Главне карактеристике система корпоративног управљања у Републици Србији су:

- Недостатак традиције. Корпоративно управљање у нашој држави је релативно нов појам. Систем је врло компликован и изискује велико ангажовање свих актера, почев од радника, менаџмента компанија, државе. Увођење оваквог система представља дуг и мукотрпан процес. Додатна отежавајућа околност за нас је заоставштина социјалистичког система друштвене својине и радничког самоуправљања, који је у земљи функционисао пуних педесет година. Најтеже од свега је променити свест људи и начин њиховог размишљања;
- Недостатак кадра и образовних институција. Процес имплементације корпоративног управљања, тј. стварања регулаторног, институционалног и законодавног оквира за његову успешну примену, морају да воде за то квалификовани стручњаци. Образовни систем Републике Србије мора се прилагодити новој ситуацији, увођењем нових смерова и наставних програма на појединим факултетима (економија, право, менаџмент), да би се цео процес успешно реализовао;
- Нови систем управљања јавним акционарским друштвима, који подразумева формирање одбора (надзорних, одбора директора), скупштине акционара, комисија за ревизију, накнаде, именовање, као и секретара друштва, дијаметрално је супротан социјалистичком систему управљања компанијама, који је у Републици Србији функционисао практично до краја XX века. Многи актери једноставно нису упућени шта је конкретно њихов задатак и како да га изврше. Зато је веома битна едукација и помоћ институција развијеног света у превазилажењу овог проблема;
- Концентрисано власништво. До 2001. године, у Републици Србији било је заступљено дисперзовано власништво над приватизованим компанијама, које је било резултат закона о својинској трансформацији из 1991. и 1997. године, о

169) Denčić-Mihajlov, Ksenija: *Corporate Governance in Serbia: An overview of recent developments*, Economics and Organization, Vol. 3, бр. 2, 2006, стр. 169–177.

којима ће бити речи касније. Тек с усвајањем закона о приватизацији 2001. године, ставља се акценат на ограничену концентрацију власништва продајом 70% власништва стратешким инвеститорима. Циљ је био да се постигне боља контрола власника над управљачима-менаџерима. Постојање доминантног власника препоручује се у транзиционим економијама у којима нису довољно развијени екстерни механизми корпоративног управљања и институционална инфраструктура. Претпоставља се да ће доминантни власник умети боље да ангажује све расположиве ресурсе приватизоване компаније у постприватизационом периоду.¹⁷⁰ Купци већинског пакета акција онда су куповали акције малих акционара, који углавном нису имали ни основна знања о корпоративном управљању и тржишту капитала, па су акције продавали без размишљања првом понуђачу. Као резултат, данас имамо чињеницу да велики проценат приватизованих компанија има тек неколико (од једног до пет) власника, који заједно поседују контролни пакет акција. Тиме је постигнут супротан ефекат, који често доводи до злоупотреба. Наиме, у том случају већински акционари, на основу инсајдерских информација и у договору с менаџментом, реализују своје интересе, а на штету малих акционара;

- „Разводњавање капитала“. Ово је један од механизма заштите од непријатељског преузимања у развијеним тржишним привредама. Неке форме овог механизма које су се појављивале у Републици Србији указују на неадекватну заштиту мањинских акционара и мањкавости и пропусте у законима који регулишу ову област;¹⁷¹
- Тенденција искључивања компанија с тржишта акција. Ово је један од начина на који реагује менаџмент појединих компанија, због несигурности коју осећају и бојазни од непријатељског преузимања. Ствара се парадоксална ситуација у којој се пожељан статус јавног акционарског друштва, који обезбеђује већу финансијску флексибилност и снижава цену прибављања додатног капитала, замењује променом правне форме и повлачењем акција с тржишта, због горе наведеног разлога или због тежње менаџмента да преузме контролу над компанијом и манипулације над постојећим, често неупућеним и дисперзованим власницима;¹⁷²
- Велике и инертне холдинг структуре управљања. Стварањем оваквих система отежава се контрола над зависним компанијама и омогућава коришћење техника узајамног учешћа у капиталу и пирамидалне структуре. Тиме власништво

170) Бабић, Верица: *Корпоративно управљање у транзицији*, Крагујевац, 2006, стр. 30.

171) Екстерни купци плаћају и купују одређени пакет акција, након чега се испоставља да купљени пакет заправо носи мањи проценат власништва у односу на понуђени.

172) Шошкић, Дејан: *Изазови корпоративног управљања у приватизацији*, Економски анали, тематски број, Економски факултет у Београду, 2003, стр. 133–136.

постаје нетранспарентно, што снижава рејтинг оваквих компанија и одбија потенцијалне инвеститоре од одлуке да улажу свој новац. У Републици Србији је у пракси често организовање у облику холдинга. Највећи проблем овако организованих компанија јесте праћење финансијског пословања, израда консолидованих биланса и интерна ревизија;

- Уплитање власника у управљање и контролу. Основно је правило корпоративног управљања да је власништво одвојено од управљања. У јавним акционарским друштвима у Републици Србији, посебно у онима која су од оснивања у приватном власништву, а где постоји већински власник (што је углавном и случај у таквим компанијама), јавља се велики проблем сталног уплитања већинског власника у послове управљања и контроле у компанији. Ово је резултат ниског нивоа корпоративне свести власника и њихове жеље да контролишу све аспекте власништва и пословања, иако је то у великим компанијама практично немогуће. Тада долази до честих сукоба менаџмента с власником и последично до велике флукуације менаџера у управљачкој структури. Резултат је лоша ефикасност таквог система и губитак угледа и добити;

Корпоративно управљање у Републици Србији заживело је прво у банкарском сектору, због јаког утицаја страних акционара у српским банкама, као и због традиционално напредне праксе у овом сектору. Значај корпоративног управљања у банкама нарочито је порастао после избијања светске финансијске кризе крајем 2007. године.¹⁷³ Неки аутори заступају мишљење да је лоше корпоративно управљање у банкама један од главних узрока ове кризе.¹⁷⁴

6.2. Приватизација компанија у РС

Корпоративног система управљања нема без приватног власништва. Неспорна је веза између процеса приватизације друштвених компанија и имплементације добре праксе корпоративног управљања у приватизоване компаније. Циљ је заједнички, а то је успостављање економски супериорнијег система. Резултат су раст запослености и богатства. Оба процеса представљају резултат корените промене на макро- и микроекономском плану. Без успешно реализованог процеса приватизације и имплементације стандарда корпоративног управљања у компанијама није могуће конвергирати европском и светском привредном амбијенту.¹⁷⁵

173) Барјактаровић-Ракочевић, Слађана, Слађана Бенковић, Снежана Кнежевић: *Корпоративно управљање у банкама у Србији*, Management, Вол. 16, бр. 61, 2011, стр. 5–13.

174) Sun, W., Stewart J, Pollard D.: *Corporate Governance and the Global Financial Crisis: International Perspectives*, Cambridge University Press, 2011, стр. 8.

175) Дедеић, Предраг: *Приватизација и корпоративно управљање у Србији*, Право и привреда, Вол. 41, бр. 5–8, 2004, стр. 471–480.

Стога морамо прво анализирати поступак приватизације у Републици Србији.

Крајем осамдесетих година прошлог века, у Републици Србији, тада још у саставу СФРЈ, сазрела је спознаја о потреби промене у власништву над компанијама. Свима је постало јасно да је приватна својина много ефикаснија од друштвене/државне. Сазрела је идеја о приватизацији. Први кораци у овом смеру били су доношење савезног закона о друштвеном капиталу¹⁷⁶ (СФРЈ) 1989. године, као и републичког закона о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине, 1991. године.¹⁷⁷ Закон је био необавезујући и заснован на принципу докапитализације. Идеја је била да се управљање учини ефикаснијим. Да би се спречила злоупотреба, раст зарада је омогућен само кроз акције компанија. У периоду 1989–1991. године, многе компаније на територији Републике Србије прешле су из друштвеног у мешовито власништво. Поменути закон из 1991. године поштрио је услове приватизације и отклонио недостатке претходног закона. Последица је нагли пад броја компанија које су се одлучиле за промену структуре власништва. У периоду 1991–1993. година, само је 173 предузећа започело поступак приватизације.¹⁷⁸ Приватизацију је додатно успорио и грађански рат на територији бивше СФРЈ, који је букнуо 1991. године.

Године 1993, због хиперинфлације која је захватила Републику Србију, искоришћена је несавршеност важећег закона из 1991. године (непостојање одредбе о ревалоризацији), па су многе компаније прешле у приватно власништво. Године 1994. усвојене су измене и допуне закона¹⁷⁹ из 1991. године, којима су исправљени ови недостаци. Поништени су фиктивни добици изазвани инфлацијом, као и приватизација реализована на тај начин.¹⁸⁰ Овај потез владе Републике Србије поново је практично зауставио процес приватизације.¹⁸¹

Године 1997. усваја се закон о својинској трансформацији,¹⁸² који је поново необавезујући и који предвиђа бесплатну поделу 60% власништва запосленима и другим категоријама становништва (пензионери, осигурана лица). 10% акција преузима пензијски фонд, а остатак се даје на продају заинтересованим физичким и правним лицима, где запослени поново имају привилегије кроз попусте и право прече куповине. Акције које преостану након продаје преузима Акцијски фонд. И у пракси се показало да закон има много мањкавости и да је практично

176) Закон о друштвеном капиталу, Службени лист СФРЈ бр. 84/89 и 56/90.

177) Закон о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине, Службени гласник Републике Србије бр. 48/91, 75/91, 48/94.

178) Зеџ, Миодраг: *Приватизација-концепти, операционализација и отворена питања*, Фокус, Квартални извештај о институционалним реформама, ЦЛДС, 2010, стр. 22.

179) Закон о изменама и допунама закона о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине, Службени гласник Републике Србије бр. 51/94.

180) Овај потез српске владе додатно је пољуљао ионако слабо поверење инвеститора у институције система. Овакав потез је непојмљив у развијеним земљама Западне Европе и света.

181) У периоду 1994–1997. готово ниједна компанија није приватизована.

182) Закон о својинској трансформацији, Службени гласник Републике Србије бр. 32/97 и 10/01.

неприменљив.¹⁸³ У периоду 1997–2000. године 415 предузећа отпочело је процес приватизације, а само осамнаест га завршило.¹⁸⁴ Недореченост закона и карактер необавезности примене проузроковао је бројне малверзације спрегом запослених и менаџмента, а све у сврху личног богаћења. Закон је фаворизовао радничко акционарство, које по правилу гуши развој тржишта капитала и помало подсећа на радничко самоуправљање¹⁸⁵. Притом је дискриминисао поједине категорије грађана, којима нису додељиване бесплатне акције.

Након 5. октобра 2000. године и смене власти, прелазна влада наставља приватизацију по важећем закону из 1997. године.¹⁸⁶ Привреда Републике Србије је у веома лошем стању. Још увек доминира државно и друштвено власништво, привреда је неефикасна, технолошки застарела, презадужена и с великим вишком запослених.

Двадесет деветог јуна 2001. године ступа на снагу закон о приватизацији, који се заснива на неколико битних начела¹⁸⁷. У овом закону се први пут експлицитно помиње термин „приватно власништво“. Закон је био обавезујући са ороченом приватизацијом. Заснивао се на продаји капитала на аукцијама за мање компаније и тендера за веће компаније, а не на бесплатној подели. Бесплатне поделе ипак је било.¹⁸⁸ Идеја је била продаја 70% компаније стратешком инвеститору ради лакше контроле власника над менаџментом; 5% новца од продаје завршавало је у фонду за реституцију. Компаније које нису биле спремне за процес приватизације улазиле су у процес реструктурирања, који је практично представљао припрему за продају.¹⁸⁹ Тада је поново покренут процес приватизације. У периоду 2002–2011. година приватизовано је укупно 2381 компанија, а од тога је уговор о приватизацији раскинут са 646 компанија, што представља 27% укупног броја приватизованих компанија, а укупан приход од приватизације у том периоду је 2,6 милијарди

183) Једини светао пример из тог периода је приватизација Телекома.

184) Зеџ, Миодраг: *Приватизација-концепти, операционализација и отворена питања*, Фокус, Квартални извештај о институционалним реформама, ЦЛДС, 2010, стр. 22.

185) Беговић, Борис, Бошко Мијатовић и Бошко Живковић: *Нови модел приватизације у Србији*, ЦЛДС, 2005, стр. 23.

186) Изменама и допунама овог закона од 12.02.2001. заустављен је овај процес, осим за компаније чија је приватизација већ била у току.

187) Закон о приватизацији; Службени гласник Републике Србије 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 30/2010, 93/2012, 119/2012, 83/14 и 46/15.

188) Према закону, запосленима је поклањано 30% акција у случају аукцијске и 15% у случају тендерске продаје, а осталим грађанима по 15%.

189) Први талас реструктурирања започет је 2002. године, а други 2008. Овај процес још траје и представља највећи финансијски промашај државе. Компаније у реструктурирању држава је годинама субвенционисала, уз истовремену заштиту од свих поверилаца и принудне наплате њихових потраживања, а без напретка у припреми за приватизацију. Тренутно статус компаније у реструктурирању имају 153 компаније у друштвеном власништву или компаније којима је поништена приватизација. У жаргону их називају „белим слоновима“.

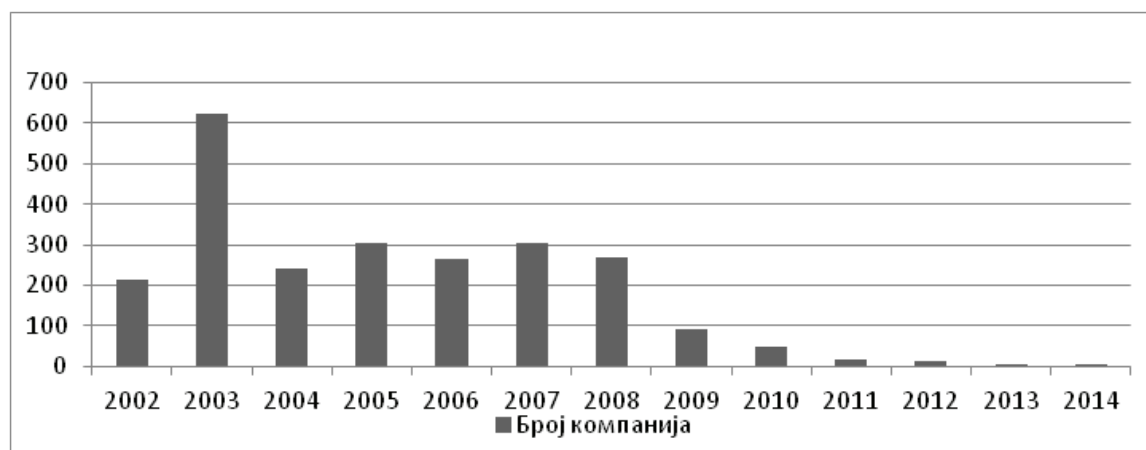
евра.¹⁹⁰ У последње четири године (2012, 2013. и 2014. година) приватизовано је укупно само 26 компанија.¹⁹¹

Најуспешнији период приватизације у Републици Србији представља период 2001–2004. године. У том периоду су приватизоване 1382 компаније,¹⁹² а основане су и друге институције које су подржавале овај процес.¹⁹³

Тек 30. априла 2002. године почела је поново, после много година, трговина акцијама компанија на Београдској берзи. Тај датум представља и историјску прекретницу у развоју тржишта капитала у Републици Србији. Обим трговања знатно је смањен с појавом светске економске кризе 2008. године. Данас се на Београдској берзи тргује акцијама сса. 900 компанија. Формирана су два берзанска индекса (*belex 15* и *belex line*).¹⁹⁴

Тржиште хартија од вредности у Републици Србији представља првенствено механизам прерасподеле својинских права, а знатно мање механизам финансирања компанија, што би у будућности требало да буде основна функција тржишта капитала.¹⁹⁵

Графикон бр. 2: Број компанија приватизованих у периоду 2002–2014. године



Извор: Графикон сачињен на основу података Министарства привреде и Агенције за приватизацију

190) Николић, Иван: *Приватизација у Србији – између еуфорије и разочарања*, Саветовање научног друштва економиста Србије, Београд, 2012.

191) Званични подаци од Агенције за приватизацију, које је аутор овог рада добио на писмени захтев.

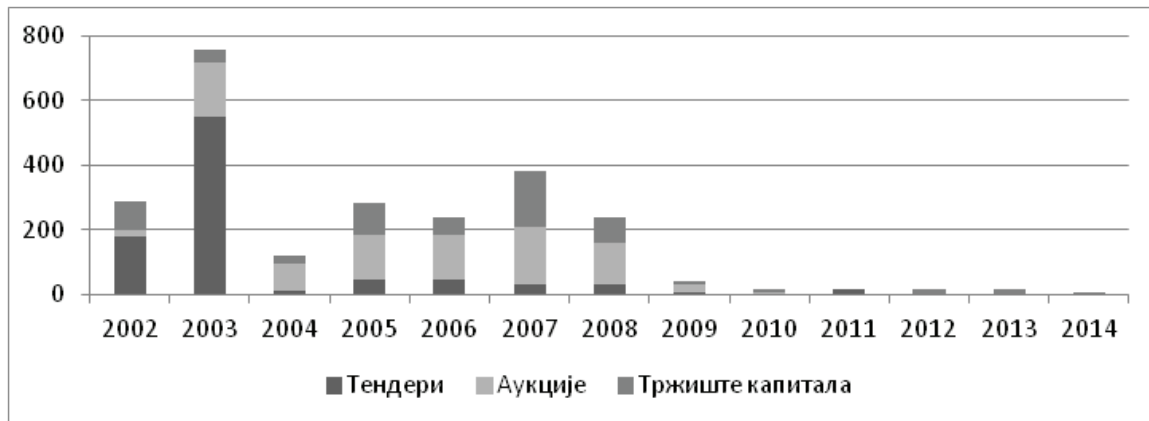
192) Мијаговић, Бошко и други: *Четири године транзиције у Србији*, ЦЛДС, 2005, стр. 183–204.

193) Агенција за приватизацију почела је с радом у јуну 2001. године, а Акцијски фонд у јануару 2002.

194) <http://www.belex.rs>

195) Грачанац, Александар: *Корпоративно управљање у процесу приватизације*, Пословна економија, Год.3, Бр.1, 2009, стр. 117-123.

Графикон бр. 3: Приход од продаје компанија (милиона €) у периоду 2002–2014.



Извор: Иван Николић: *Приватизација у Србији – између еуфорије и разочарања*, Саветовање научног друштва економиста Србије, Београд, 2012; за 2012, 2013. и 2014. годину подаци добијени од Агенције за приватизацију

Изменама и допунама поменутих закона који стварају правни и институционални оквир за приватизацију компанија (закон о приватизацији до сада је мењан девет пута) отклањани су недостаци и препреке у процесу приватизације. Тако је изменама и допунама ових закона из 2005. године нпр., дато право Агенцији за приватизацију да може да стопира процес приватизације с компанијом која не поштује одредбе приватизационог уговора. Усвојена је допуна закона који омогућава отпис дуговања компаније према држави, да би била привлачнија за куповину. Предвиђене су санкције за директоре који не желе да потпишу проспекат компаније, тј. постављање на листинг берзе.

Циљ приватизације је, између осталог, унапређење ефикасности пословања компанија. Ефикасност ће бити повећана првенствено променом понашања менаџера и запослених у компанијама. Познато је да је понашање људи условљено пре свега њиховим ставовима и вредностима. Према томе, до трајне промене понашања менаџмента и запослених може доћи само уколико се претходно промени њихов вредносни систем. Да ли је приватизација утицала на промене вредности и ставова менаџера и запослених у компанијама у Републици Србији? Ако је одговор потврдан, онда се ставови радника и менаџера у приватизованим компанијама морају разликовати од ставова њихових колега у компанијама с претежно друштвеним власништвом.

Ове вредности детерминисане су првенствено националном културом. Национална култура представља „ментално програмирање: образац мишљења, осећања и деловања које свака особа стекне у детињству и затим примењује кроз читав живот“.¹⁹⁶ Од вредности националних култура које врше утицај на менаџмент, Хофстед (Hofstede) је издвојио четири најважније:

196) Hofstede, Geert: *Cultures nad Organizations: Software of the Mind*, McGraw-Hill, New York, 1997.

- Дистанца моћи (енгл. *power distance*). Представља појаву у којој мање моћни чланови институција и друштва прихватају неједнаку дистрибуцију моћи као природно и пожељно стање ствари. У заједницама и културама с високом дистанцом моћи, неједнака дистрибуција моћи природна је и оправдана с аспекта интереса читавог друштва. У супротном случају, тежи се смањивању разлика и једнакој дистрибуцији моћи.
- Избегавање неизвесности (енгл. *uncertainty avoidance*). Показује степен до кога се припадници културе осећају угроженим, у условима неизвесности и различитости. У културама с високим степеном избегавања неизвесности, људи имају нижи степен толеранције према неизвесним ситуацијама, променама, ризику, новинама. То практично значи, имплицирано на менаџере, склоност ка високој формализацији и специјализацији и смањеној флексибилности и иновативности.
- Индивидуализам/колективизам (енгл. *individualism/collectivism*). Колективизам подразумева чвршћу социјалну структуру у којој сваки појединац очекује да заједница брине о њему, а он (појединац) заузврат исказује пуну лојалност заједници. Индивидуализам се односи на слабу социјалну структуру у којој је сваки појединац одговоран за своју судбину.
- Мушко-женске вредности у култури (енгл. *masculinity/femininity*). У „мушким“ националним културама доминирају особине које се везују за мушки пол, попут агресивности, контроле и стицања материјалних добара. То су „чинити“ (*doing*) културе у којима се нечија вредност доказује делима и стицањем добара. „Женске“ националне културе пропагирају „женске“ вредности, као што су међуљудски односи, квалитет живота, баланс, хармонија. То су „бити“ (*being*) културе, у којима се вредност људи доказује самим њиховим постојањем.

Српска национална култура сачињена је од комбинације високе дистанце моћи, високог избегавања неизвесности, колективизма и женских вредности и дијаметрално се разликује од националних култура развијених земаља запада.¹⁹⁷ Транзиција наше привреде и друштва на путу ка изградњи модерне тржишне економије мора тежити конвергенцији с културама развијених земаља.

Процес приватизације компанија у Републици Србији није завршен. На приватизацију чека још 526 компанија. Овај процес мора бити окончан до краја 2015. године.

197) Церовић, Божидар и др.: *Ефекти приватизације у Србији: Прелиминарни резултати*, Економски анали, тематски број, Економски факултет у Београду, 2003, стр. 55–66.

Изузетак је седамнаест компанија од посебног значаја, за које је рок за приватизацију продужен до краја 2016. године.¹⁹⁸

Наравно, компаније које нису приватизоване по правилу су лошијег квалитета од оних приватизованих. С друге стране, постоје државне компаније које још нису спремне за приватизацију. Углавном се ради о великим системима, који морају да се припреме за продају раздвајањем у више независних компанија. Постоје и компаније које држава, из стратешких разлога, неће ни понудити на продају (војна индустрија и сл.).

Ако се критички осврнемо на приватизацију компанија у Републици Србији, која с прекидима траје више од двадесет пет година, можемо констатовати да овај процес траје предуго, те да су резултати приватизације врло лоши. Прво је било потребно створити добар законодавни, институционални и правни оквир за трансформацију власништва и увођење система корпоративног управљања, па тек онда интензивирати процес приватизације. Скромни резултати процеса приватизације одраз су и урође-ног и наслеђеног система вредности, који фаворизује егалитаризам и колективизам, а који је доминирао и у процесу приватизације.¹⁹⁹ Можемо рећи да је приватизација компанија у Републици Србији озбиљно покренута тек 2001. године. Наша држава је у овај процес ушла међу последњима, када се у обзир узму државе Југоисточне Европе и Балкана. Пропуштена је изузетна прилика да се анализом позитивних и негативних искустава процеса приватизације у земљама у окружењу, извуку поуке и сачини за наше економско окружење најприхватљивији модел приватизације, који ће онемогућити злоупотребе и који ће привући озбиљне инвеститоре из земље и иностранства. Приватизација је донела само прераспodelу имовине и економске моћи. Она је била сама себи циљ, па је спровођена без обзира на последице. Главни циљ је био буџетски приход, а не раст производње, запослености, извоза, а сходно томе и раст животног стандарда грађана Републике Србије. Потпуно је занемарена чињеница да приватизација није само економски, већ и социјално-политички процес.²⁰⁰ Правила корпоративног управљања данас се у Републици Србији свode на борбу две групе акционара: већинског (спољног) и мањинских (запослених) за остваривање својих циљева.²⁰¹

„Све добре приватизације личе једна на другу, а свака неуспешна приватизација лоша је на свој начин.“²⁰²

198) То су следеће компаније:ПКБ корпорација, ФАМ, ФАП, Хип Петрохемија, Ресавица, Јумко, Трајал корпорација, Галеника, Политика а.д., Икарбус, РТБ Бор, Холдинг фабрика каблова Јагодина, ППТ и четири њене зависне компаније (ППТ ТМО, ППТ Сервоуправљачи, ППТ кочна техника, ППТ Заптивке).

199) Бабић, Верица: *Развој механизма корпоративног управљања у постприватизационом периоду*, саветовање Изазови трансформације у реалном и финансијском сектору Србије, Ниш, 2000, стр. 159.

200) Социјално-економски савет: *Ефекти приватизације у Србији*, Београд 2012, стр. 85.

201) Беговић, Борис и др: *Корпоративно управљање:пет година касније*, ЦЛДС, 2008, стр. 177.

202) Радуловић, Бранко, Стефан Драгутиновић: *Студија Случаја: Приватизација у Србији*, Налед, 2014, стр. 16.

Непостојање или недореченост закона и институција резултирало је корупцијом. Инвеститори су куповали компаније, па исисавали капитал користећи мањкавости закона, и свесно изазивали раскид уговора с Агенцијом за приватизацију. Многи инвеститори су компаније куповали само због земљишта на којем се налазе поједине њихове некретнине. Након тога су, користећи рупе у законима, на том земљишту градили пословне или стамбене објекте, чијом су продајом зарађивали огроман новац, јер нису плаћали накнаду за пренамену земљишта. Наравно, пре тога би намерно угасили производњу и натерали већину радника да сами дају отказе.

Република Србија данас има велики број оваквих компанија које су потпуно обезвређене, али с огромним дуговима према добављачима и радницима, које нико не жели да купи. Ове компаније тренутно углавном имају статус компанија у реструктурирању. За велики проценат њих биће покренут поступак стечаја и ликвидације.²⁰³

Чест случај је и приватизација друштвене имовине настале национализацијом приватне својине након Другог светског рата. Данас се јављају потомци власника, који по новом закону о реституцији имају право на повраћај имовине, а у неким случајевима и на одштету.

Број радника у компанијама које су биле предмет приватизације смањен је са 680.000 (2002. године) на мање од 270.000 (2011. године).²⁰⁴

Број радника се смањивао из два разлога. Опште је позната чињеница да је продуктивност по раднику мерена бруто приходом компаније сведеним на једног радника у компанијама у Републици Србији пре приватизације била врло ниска. То је био јасан показатељ вишка запослених и застарелости технологије у овим компанијама. Инвеститори у компанијама које су приватизоване и у којима су испоштовани сви чланови приватизационог уговора, уложили су новац у куповину нове опреме и развој нових технологија. Самим тим се створио додатни вишак запослених, који су отпуштани уз новчане накнаде, договорене поменутиим уговором, а који је произашао из договора са синдикатима.

Други разлог гомилања вишка радника јесу неуспешне приватизације, у којима је употребљив капитал из компанија исисаван, приватизација поништавана, а радници отпуштани мимо договора и уговора, због гашења производног процеса и неликвидности компаније. Тако се велики број радника нашао на улици, без средстава за живот.

Синдикати углавном нису учествовали у процесима приватизације својих компанија из два разлога:

203) Ова појава се назива „реструктурирање компанија у некретнину“, јер је продаја имовине резултат лоше вођеног процеса реструктурирања.

204) Иван Николић: *Приватизација у Србији – између еуфорије и разочарања*, Саветовање научног друштва економиста Србије, Београд, 2012, стр. 12.

- незаинтересованости представника синдиката за поменути процес:
- намерно неукључивање представника синдиката у процес приватизације од стране руководства компаније, а често у договору с будућим и потенцијалним купцима.

Радници се у све већој мери запошљавају на одређено време, смањују се њихова права, а повећавају обавезе. Сукобљавају се синдикати унутар компанија, што за резултат има смањени обим заштите појединца-радника.

Данас имамо ситуацију с много већом понудом од потражње за радним местима, и стопу незапослености већу од 20%. Истовремено смо сведоци великог одлива квалификованог кадра, који траје таман колико и сам процес приватизације. Резултат је хроничан недостатак квалификоване радне снаге, која је и покретач напретка и развоја сваке државе.

У протеклих двадесет пет година, колико траје процес приватизације, потрошено је превише енергије и новца на спровођење и окончање овог процеса, а истовремено је занемарен развој новог приватног сектора, тј. стварања амбијента и подстицаја за отварање нових приватних компанија, које по правилу дају боље резултате од приватизованих.

Наравно, оваква слика економског стања одражава се даље на све сфере живота, почев од квалитета живљења, наталитета, морталитета, као и здравља комплетне нације.

Да слика процеса приватизације у Републици Србији не буде сроз црна побригана су се ретке приватизоване компаније које су успеле да сачувају бренд и унапреде производњу, као и да учине позитиван помак на пољу примене добре праксе корпоративног управљања. Неке од тих компанија су: Алфа плам Врање, Апатинска пивара Апатин, Банини Кикинда, Бамби Пожаревац, Енергопројект Београд, Клас Београд, Млекопродукт Зрењанин, Пивара Челарево, Синтелон Бачка Паланка, Сојапротеин Бечеј, Сокоштарк Београд, Тигар Пирот, Звезда Хелиос Горњи Милановац и друге (укупно педесетак компанија).

6.3. Правни оквир корпоративног управљања у РС

Поред поменутог закона о приватизацији, донетог 2001. године, који је поставио темеље акционарским друштвима у Републици Србији, важно је напоменути још седам закона имплементираних у периоду 2004–2009. године, који чине скелет правног оквира корпоративног управљања у Републици Србији.

Табела бр. 3: Закони повезани с корпоративним управљањем

| Р.Бр. | Назив закона | Службени гласник СРЈ/РС Бр. | Сврха закона |
|-------|---|---|---|
| 1 | Закон о предузећима | 29, 33/1996 29/1997 59/1998 74/1999 36/2002 | Регулише оснивање и рад компанија |
| 2 | Закон о привредним друштвима | 125/2004 26/2011. | Прописи и норме везани за оснивање, управљање и правни положај привредних друштава |
| 3 | Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената | 47/2006 | Регулише рад тржишта финансијских инструмената |
| 4 | Закон о преузимању | 46/2006 | Регулише правила преузимања акционарских друштава |
| 5 | Закон о рачуноводству и ревизији | 46/2006 111/2009 99/2011 | Правила и прописи о рачуноводству и ревизији |
| 6 | Закон о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације | 123/2007 | Регулише поделу бесплатних акција грађанима |
| 7 | Закон о стечају | 104/2009 99/2011 71/2012 | Регулише под којим условима се отвара стечајни поступак, као и саму процедуру стечаја |

Извор: Аутор

Поред горе наведених закона, врло је битан и правилник о пословању, о листингу и тарифама Београдске берзе, као једине институције у земљи која регулише берзанско пословање.

Као што је видљиво из табеле, први савезни закон (закон који је имао важност на територији Савезне Републике Југославије) о предузећима донесен је 1996. године. Дотад је већ формиран одређен број мешовитих и приватних компанија, а након првог таласа приватизације (1989–1992. године).

Закон о привредним друштвима, донесен 2004. и 2011. године, примењује се на све привредне субјекте у Републици Србији. Представља модеран и свеобухватан скуп прописа који регулишу оснивање, рад и ликвидацију привредних друштава у Републици Србији. По том закону, дозвољене су четири правне форме друштва:²⁰⁵

- Ортакчко друштво;
- Командитно друштво;
- Друштво с ограниченом одговорношћу;
- Акционарско друштво.

Према закону о привредним друштвима, свако акционарско друштво мора да има свој конститутивни (оснивачки) акт у форми одлуке или уговора, зависно од броја оснивача. Оно мора имати и свој статут, који садржи обавезне елементе, а истовремено оснивачу даје слободу да одређена питања везана за правила функционисања друштва уреди по свом нахођењу.²⁰⁶ Члан 198. овог закона регулише начин управљања друштвом, које може бити једнодомно или дводомно. Код једнодомног друштва органе друштва чине скупштина акционара и одбор директора, а код дводомног система још и надзорни одбор.

Закон о тржишту хартија од вредности регулише правила издавања хартија од вредности за правна лица, трговања њима и организовања тржишта за трговање финансијским инструментима. Овим законом постављају се и правила организације и надлежности Комисије за хартије од вредности, као и Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности.²⁰⁷

Законом о преузимању акционарских друштава регулишу се услови и поступак преузимања акционарских друштава, чије је седиште на територији Републике Србије, као и права и обавезе учесника у овом поступку и надзор над спровођењем поступка преузимања.²⁰⁸

Законом о рачуноводству и ревизији уређује се начин вођења пословних књига, признавање и процењивање имовине и обавеза, прихода и расхода, састављање, приказивање, достављање, обелодањивање и обрада годишњих финансијских извештаја, услови и начин ревизије финансијских извештаја и интерна ревизија.²⁰⁹

Законом о стечају уређују се услови и начин покретања и спровођења стечаја над правним лицима. Стечај може да се спроведе банкротством и реорганизацијом.²¹⁰

205) Закон о привредним друштвима; Службени гласник Републике Србије, бр. 26/2011, члан 8.

206) Закон о привредним друштвима; Службени гласник Републике Србије бр. 26/2011, члан 8.

207) Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената; Службени гласник Републике Србије бр. 47/2006, члан 1.

208) Закон о преузимању привредних друштава; Службени гласник Републике Србије бр. 46/2006, члан 1.

209) Закон о рачуноводству и ревизији; Службени гласник Републике Србије бр. 46/2006, члан 1.

210) Закон о стечају; Службени гласник Републике Србије бр.104/2009, члан 1.

Република Србија, односно Народна скупштина и Влада, учинила је огроман помак у последњих десет година, када је у питању правна регулатива корпоративног управљања. Друго је питање колико се и на који начин у пракси ова правила користе, спроводе и поштују. О томе ће бити више речи у поглављу у којем ће се анализирати резултати истраживања–анкете о степену имплементације корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији.

Важну улогу у поспешивању употребе елемената добре праксе корпоративног управљања има и Кодекс корпоративног управљања, о којем је било речи у ранијим поглављима.

Закључак је да правни оквир корпоративног управљања садржи елементе законодавства, регулације, саморегулације и прихватања позитивних искустава пословне праксе. У којој мери ће се комбиновати горе наведени елементи зависи од традиције, пословне културе и геополитичких утицаја. Овај оквир треба стално модификовати и прилагођавати актуелним условима пословања и стању привреде Републике Србије.

6.4. Институционални оквир корпоративног управљања РС

Нема развоја корпоративног управљања без јаких институција у држави. Све институције укључене у процес имплементације корпоративног управљања морају да делују заједно. У наставку ће бити наведене оне најважније, без којих је немогуће замислити систем корпоративног управљања.

Влада Републике Србије, као врховни извршни орган у држави, треба да утре пут и да да подршку реформама у корпоративном управљању. Влада треба да предузима мере за унапређење и подстицање развоја компанија и имплементације добре праксе корпоративног управљања у српске компаније. Влада је уједно и главни гарант заштите власничких права и интереса, као и приватне својине. Она треба подстицајним мерама да стимулише компаније на активности које су у интересу државе, да ствара пословни амбијент који ће убрзати процедуре за уговарање нових послова и поспешити извоз, да води праведну и избалансирану пореску политику. Задатак јој је и да стимулише стране инвеститоре да улажу у нашу земљу, да отварају нова радна места. С аспекта корпоративног управљања, заштита права свих акционара један је од главних задатака владе. Министарства у Влади Републике Србије директно одговорна за подршку имплементацији добре праксе корпоративног управљања у српске компаније су министарства финансија, привреде и правде.

Централна институција тржишта капитала је берза. На берзи се тргује финансијским инструментима, тј. акцијама и другим хартијама од вредности. Овај посао у Србији обавља Београдска берза. Она је организационо и технички оспособљена да, употребом одговарајућег информационог система, омогући истовремено и равноправно трговање свим овлашћеним учесницима (брокери и брокерске куће), као и

да омогући једнак приступ информацијама о финансијским инструментима који су предмет трговине свим потенцијалним купцима и продавцима.²¹¹ Београдска берза правилником о пословању и листингу прописује правила и услове за котацију хартија од вредности на листингу берзе. Берза мора да буде независан орган, што значи да не сме да се бави трговином акцијама нити давањем савета својим клијентима о исплативости куповине или продаје акција појединих компанија.²¹²

Комисија за хартије од вредности је регулаторни орган задужен за уређење, надзирање и унапређење финансијског тржишта. За свој рад одговара Народној скупштини. Главне функције комисије су:

- Издаје дозволе за обављање брокерских послова и надзире њихов рад;
- Даје дозволе за рад инвестиционим фондовима;
- Води евиденцију издатих решења којима се уређује пословање инвестиционих фондова;
- Доноси подзаконске акте за спровођење закона о тржишту хартија од вредности;
- Прати трендове на тржишту хартија од вредности и отклања поремећаје;
- У случају привредних преступа, подноси пријаве против починилаца;
- Додељује идентификационе бројеве хартијама од вредности;
- Сарађује с међународним организацијама.

Комисија за хартије од вредности има мандат да, уколико је неопходно, изда налог берзи да измени поједина правила и прописе.

Табела бр. 4: Институције у Србији повезане с корпоративним управљањем²¹³

| Судови | |
|-------------------------------------|--|
| Привредни судови у Републици Србији | www.portal.sud.rs |
| Привредни апелациони суд | www.pa.sud.rs |
| Врховни касациони суд | www.vk.sud.rs |
| Управни суд | www.up.sud.rs |
| ИНСТИТУЦИЈЕ ЈАВНОГ СЕКТОРА | |
| Народна скупштина Републике Србије | www.parlament.gov.rs |
| Влада Републике Србије | www.srbija.gov.rs |
| Министарство правде | www.mpravde.gov.rs |
| Министарство финансија | www.mfin.gov.rs |

211) Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Службени гласник Републике Србије бр. 47/06, члан 99.

212) *Ibid.*, члан 117, 118 и 119.

213) При Привредној комори Србије организовани су спољнотрговинска арбитража и суд части.

| | |
|---|------------------------------|
| Министарство привреде | www.privreda.gov.rs |
| Агенција за привредне регистре | www.apr.gov.rs |
| Агенција за приватизацију | www.priv.rs |
| Агенција за лиценцирање стечајних управника | www.alsu.gov.rs |
| Народна банка Србије | www.nbs.rs |
| Службени гласник Републике Србије | www.slglasnik.com |
| Привредна комора Србије | www.pks.rs |
| ИНСТИТУЦИЈЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА | |
| Комисија за хартије од вредности | www.sec.gov.rs |
| Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности | www.crhov.rs |
| Београдска берза | www.belex.rs |
| НЕВЛАДИНЕ ОРГАНИЗАЦИЈЕ | |
| Удружење правника Србије | www.udruzenjpravnika.com |
| Удружење правника у привреди Србије | www.pravniciuprivredi.org.rs |
| МЕЂУНАРОДНЕ ОРГАНИЗАЦИЈЕ | |
| Форум за глобално корпоративно управљање (GCGF) | www.gcgf.org |
| Међународна финансијска корпорација (IFC) | www.ifc.org |
| Организација за економску сарадњу и развој (OECD) | www.oecd.org |
| Светска банка | www.worldbank.org |
| УНИВЕРЗИТЕТИ | |
| Правни факултет Београд | www.ius.bg.ac.rs |
| Економски факултет Београд | www.ekof.bg.ac.rs |

Извор: Orton, Oliver, Beatrice Meyer and Gordana Dostanić:
Korporativno upravljanje, priručnik,
International Finance Corporation, Beograd, 2011, стр. 28–29.

Поред у табели наведених институција, постоје још неке институције које нису врховне, тј. немају кровни карактер, али су врло битне у систему корпоративног управљања.

Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената регулисани су и услови под којима могу да послују појединци и правна лица који се баве препродајом акција у своје име или за клијента. Ако се хартије препродају ради стварања разлике у цени (марже), онда се лица која то раде називају дилери. Ако лица хартије препродају другим физичким и правним лицима и за то наплаћују провизију, онда се таква лица називају брокерима. Брокерске куће у Републици Србији морају бити организоване као акционарска друштва и своју делатност морају организовати у складу са законом.²¹⁴ Брокерско-дилерске куће могу организовати следеће послове:²¹⁵

214) Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Службени гласник Републике Србије бр. 47/06, члан 123.

215) *Ibid.*, члан 124.

- Посредовање, куповина и продаја хартија од вредности и других финансијских инструмената у своје име а за рачун налогодавца, односно у име и за рачун налогодавца (брокерски послови);
- Куповина и продаја хартија од вредности и других финансијских инструмената у своје име и за свој рачун, ради остваривања разлике у цени (дилерски послови);
- Обавезна куповина и продаја хартија од вредности и других финансијских инструмената у своје име и за свој рачун по цени коју унапред објављује брокерско-дилерско друштво (послови маркет-мејкера);
- Управљање хартијама од вредности и другим финансијским инструментима у име и за рачун налогодавца (послови портфолио менаџера);
- Организовање издавања хартија од вредности и других финансијских инструмената без обавезе откупа непродатих хартија од вредности, односно организовање укључивања хартија од вредности на организовано тржиште (послови агента емисије);
- Организовање издавања хартија од вредности и других финансијских инструмената с обавезом њиховог откупа од издаваоца ради даље продаје, или с обавезом откупа од издаваоца непродатих хартија од вредности (послови покровитеља емисије);
- Пружање саветодавних услуга у вези с пословањем хартија од вредности и других финансијских инструмената (послови инвестиционог саветника).

Правно лице које није добило дозволу за обављање делатности брокерско-дилерског друштва не може користити у правном промету назив „брокерско-дилерско друштво“, „брокер“, „инвестициони саветник“ или „портфолио менаџер“.²¹⁶

Делатност инвестиционих саветника на појединим финансијским тржиштима регулисана је посебним законима.²¹⁷ Обичај је да се саветници специјализују за одређену врсту финансијских инструмената, као што су обвезнице, акције малих компанија и слично.

У последњих двадесет година, велики значај за развој корпоративног управљања и тржишта капитала у свету имају и институционални инвеститори. Институционални инвеститори су финансијске институције које прикупљају финансијска средства од појединачних улагача, инвестирају на тржишту капитала, а онда профит деле с тим истим малим инвеститорима. Да би привукли нове улагаче, смишљају разне облике инвестиционих могућности, сами емитују хартије од вредности и друге финансијске инструменте. Најзаступљенији облици организовања

216) *Ibid.*, члан 143.

217) У САД рад инвестиционих саветника регулисан је законом “Investment Advisers Act of 1940”.

институционалних инвеститора јесу пензијски фондови, инвестициони фондови и осигуравајућа друштва.

6.5. Пресек стања корпоративног управљања у РС

Правила добре праксе корпоративног управљања која су данас у примени у развијеном свету настала су еволуцијом кроз столећа, унапређењем постојећих решења и исправљањем уочених грешака и недостатака. Корпоративно управљање у Србији је у повоју и нема јако упориште у пословној пракси. На институционалном и правном оквиру корпоративног управљања учињено је много, али се касни на пољу примене ових законских прописа, нарочито на пољу ефикасне примене права, а ту кључну улогу имају пословна и судска пракса. Потребна је стална едукација приватног и јавног сектора, а посебно корпоративних менаџера и судија. Тако ће се у српским компанијама ефикасније управљати и олакшаће се и појефтинити приступ капиталу.

Када је корпоративизација јавних компанија у питању, велики посао је тек пред нама, јер ове, по правилу велике компаније битно утичу на бруто национални доходак наше земље.

У компанијама у којима држава и даље фигурише као сувласник управљање и контрола су отежани. Заштита мањинских акционара је недовољна. Лошим администрацијом и недовољном припремом скупштине акционара ограничавају се права мањинских акционара (касно позивање или непозивање на скупштину, онемогућавање гласања поштом или преко заступника).

Транспарентност је посебно слаба тачка акционарских друштава у Републици Србији. Власници и јавност обично су слабо обавештени о пословању компаније, светски утемељени критеријуми финансијског извештавања ретко се примењују, механизам ревизије се не схвата и не примењује на прави начин.

Политика и даље знатно утиче на пословање компанија.

Корупција је велики проблем у компанијама и државним институцијама у Републици Србији. Када су у питању компаније, корумпирани менаџери намерно доносе одлуке неповољне за компанију, а све зарад сопствене материјалне користи. Руководство компаније корупцијом намерно изазива великвидност и несолвентност, а онда организује алокацију ресурса у новоформиране компаније.²¹⁸

Потребно је разрешити проблем компанија у реструктурирању, и напослетку довршити започети процес приватизације компанија. Где се ми тренутно налазимо према виђењу светски признатих институција, кад је реч о заштити инвеститора и имплементацији корпоративног управљања, најбоље говоре подаци из табеле која следи (податке из табеле формирали су стручњаци ЕБРД-а – Европске банке за обнову и развој).

218) Беговић, Борис и други: *Унапређење корпоративног управљања*, ЦЛДС, 2003, стр. 122.

Табела бр. 5: Индекс степена заштите инвеститора и имплементације корпоративног управљања (100–USA)

| Црна Гора | Словенија | БЈР Македонија | Албанија | Хрватска | БиХ | Р. Србија |
|-----------|-----------|----------------|----------|----------|------|-----------|
| 71 | 68 | 67 | 57,7 | 53,6 | 52,6 | 47,7 |

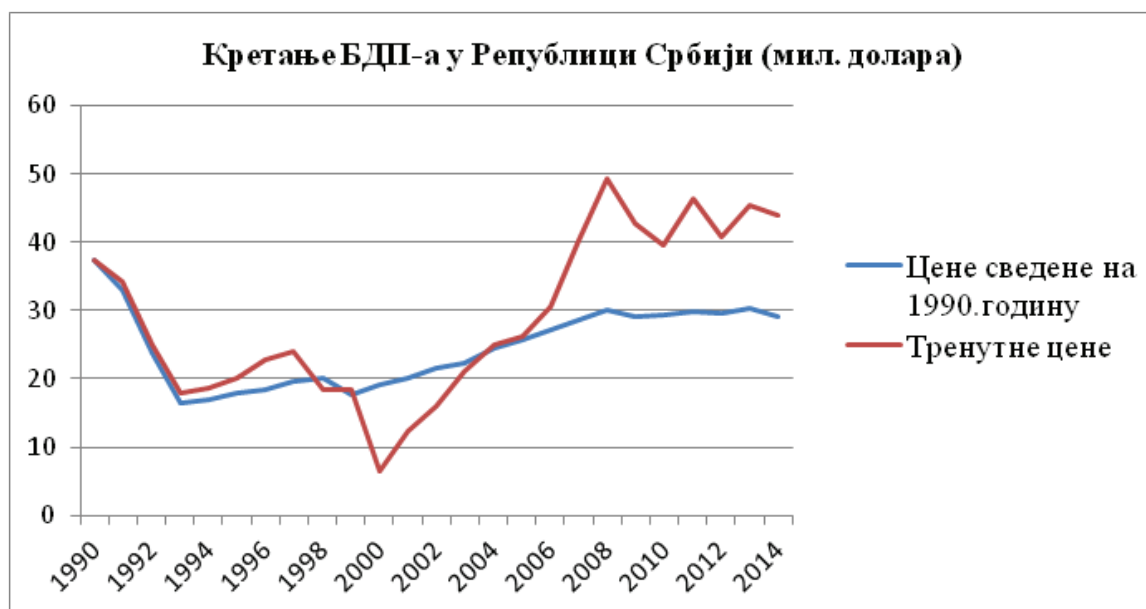
Извор: *EBRD Transition Report 2014*, стр. 79. (www.ebrd.com)

7. Корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Републици Србији (РС)

7.1. Важност корпоративног управљања за грађевинске компаније у РС

Грађевинска индустрија бивше Југославије (СФРЈ) била је врло јака и развијена. Поред пројеката у земљи, југословенска, па тако и српска оператива изводиле су обимне радове и ван граница наше земље, на свим континентима. Након распада Југославије, грађанског рата,²¹⁹ санкција међународне економске заједнице²²⁰ и бомбардовања Републике Србије од стране НАТО-а,²²¹ српска привреда је скоро потпуно уништена. Из графикона у прилогу, који приказује кретање бруто националног дохотка Републике Србије од 1991. до 2014. године, то се јасно види.

Графикон бр. 4: Кретање БДП-а у Републици Србији у периоду 1991–2014.



Извор: <http://www.kushnirs.org>

219) Социјалистичка Федеративна Република Југославија распала се 1991. године, када је и почео грађански рат на просторима Републике Хрватске и Републике Босне и Херцеговине, који је трајао све до 1995. године.

220) Санкције Међународне економске заједнице су биле на снази од 30. 05.1992. до 22. 11. 1995.

221) Бомбардовање је трајало од 24.03.1999. до 10.06.1999. године.

С распадом државне заједнице, за српске грађевинске компаније тржиште се нагло смањило. Увођење санкција онемогућило је извођење радова ван граница земље.²²² Српска грађевинска оператива постала је предимензионирана за мало тржиште Србије. Стране грађевинске компаније у Србији потисују српске компаније. Од октобарских промена 2000. године, стране донације и кредити/ кредитори намећу услове за учешће на међународним тендерима који формално елиминишу српске грађевинаре. На тендерима за пројекте који се финансирају из страних кредита прописују се услови о укупном годишњем приходу, референтним објектима, гаранцијском потенцијалу и расположивој опреми и кадру, које домаћа оператива не може да испуни. Држава је обезбеђивала новац за велике инфраструктурне објекте тако што је дозвољавала страним инвеститорима да у уговоре убаце клаузулу да се извођење посла препусти грађевинским компанијама државе инвеститора. Њихове грађевинске компаније узимале би онда наше грађевинске компаније као подизвођаче, по ценама знатно нижим од уговорених.

Грађевинске компаније у Републици Србији поделиле су судбину српске привреде. Пошто су углавном основане 50-их и 60-их година прошлог века, биле су у државном власништву и функционисале у социјалистичком самоуправном систему, њихова приватизација пратила је већ поменут редослед догађаја од 1989. године до данас.

Приватизација је покренута по законима о условима и поступку промене друштвене својине из 1991. године и закону о својинској трансформацији из 1997. године. Пошто су оба закона била конципирана на принципима инсајдерске приватизације, власници дела основног капитала компанија постали су запослени, пензионери, осигурана лица и држава. Деведесетих година прошлог века скоро нико у Србији није на прави начин схватао принципе приватне својине и акционарства. Тржиште капитала није постојало, компаније су до обртних средстава долазиле задуживањем код банака. Мали акционари (запослени и пензионери) углавном су се распитивали како могу да уновче своје акције. Полако и стидљиво почели су да се формирају органи који чине скелет корпоративног управљања: скупштине акционара, управни одбори, а касније одбори директора.

Корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Србији које примењују овај облик управљања постаје све значајније. Процес имплементације корпоративног управљања тече споро због слабе развијености тржишта капитала и премало страних инвеститора. Светска економска криза, која је захватила и нашу земљу 2008. године, додатно је успорила напредак на овом пољу. Због неразвијености тржишта капитала, грађевинске компаније ретко се одлучују на финансирање емисијом додатних акција,

222) Поједине српске грађевинске компаније отварале су своје филијале у иностранству и преко њих изводиле радове ван граница земље. Постојала је реална опасност да буде откривено да су филијале повезане с матичном компанијом. Велики проблем је био уношење новца у Србију, потребног за текуће пословање. Трансакциони трошкови оваквог начина пословања били су велики, што је додатно компликовало ионако веома сложену економску ситуацију.

што ће показати и анкета у истраживању степена имплементације добре праксе корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији.²²³ Због тога су главни вид финансирања грађевинских компанија и даље кредити пословних банака. Наравно, цена овако прибављених средстава засигурно је већа од трансакционих трошкова које би компанија имала у случају емисије додатних акција.

На пољу ефикасности и ефективности дефинитивно се примећује огромна разлика међу грађевинским компанијама у нашој земљи. Компаније у којима се, у већој или мањој мери, примењују принципи корпоративног управљања далеко су боље организоване и имају бољи учинак, од компанија у чијем су систему управљања и даље присутни рецидиви социјалистичког самоуправног система из времена СФРЈ. Страни, а у последње време и домаћи инвеститори приликом анализе потенцијалних улагања у компаније обавезно у обзир узимају и степен примене принципа корпоративног управљања. Пракса је показала да су инвеститори увек спремни више да плате акције компанија с корпоративним начином пословања. Самим тим, такве компаније имају већу вредност на тржишту. Поједине грађевинске компаније у Републици Србији и иностранству изводе радове²²⁴ на пројектима које финансирају светске финансијске институције,²²⁵ за те инвеститоре је систем управљања компанијом веома битан, као један од кључних аргумената за или против одлуке о улагању и склапању уговора.

7.2. Концепт приватизације и власничка структура

Приватизација грађевинских компанија у Републици Србији текла је упоредо с приватизацијом компанија у другим гранама привреде. Радило се углавном о великим друштвеним компанијама, с великом имовином и великим бројем запослених. Инсајдерска приватизација по савезном закону из 1989. године, као и по републичком закону из 1991. године, није донела знатне промене. Необавезност поменутих закона додатно је разводњила и успорила процес приватизације, тј. претварање друштвене својине у друге облике својине. Ретки запослени су увиђали погодности приватизације и стварања тржишта капитала. Идеја државе била је приватизација докапитализацијом. Идејни творци система приватизације предвиђали су да ће овај концепт управљање учинити ефикаснијим. Задржан је стари начин управљања, утемељен на социјалистичком систему и радничком самоуправљању. Резултат је био трансформисање власништва дела грађевинских компанија из друштвеног у мешовито. Није повећана ефикасност пословања компанија, нити је приступ капиталу постао јефтинији.

223) На питање бр. 26 из анкете, које се односи на додатну емисију акција, више од 90% анкетираних одговорило је да њихове компаније нису вршиле емисију додатних акција.

224) У иностранству радове изводе грађевинске компаније Енергопројект, Планум, Путеви Ужице, Хидротехника.

225) EBRD – European Bank for Reconstruction and Development; WB – World Bank; EIB – European Investment Bank.

Други талас приватизације покренут је на основама републичког закона о својинској трансформацији. Радницима и свим осталим осигураним лицима подељене су бесплатне акције, и то 400 DEM²²⁶ за сваку годину стажа. Закон је дефинисао да се највише 60% вредности капитала компаније може поделити у виду бесплатних акција. Део капитала (10%) пренесен је пензијском фонду, а остатак нераспоређеног капитала Акцијском фонду. Резултат је било дисперзовано власништво над грађевинским компанијама у виду радничког акционарства.²²⁷ Опет се ништа суштински није променило.

Сва три закона о промени облика својине имала су много мањкавости и створила су плодно тле за манипулацију и корупцију. Компаније су и даље, и поред стидљивог формирања првих органа корпоративног управљања (управни и надзорни одбори), пословале по старим принципима.

После петооктобарских промена 2000. године, процес приватизације се знатно убрзава. Промењен је концепт, тако да је предност дата куповини, у односу на бесплатну поделу имовине. Идеја је била да се фаворизују улагачи који ће постати већински власници и пословање компанија учинити ефикаснијим. Закон није предвиђао проверу порекла новца којим се купују компаније, као ни претежну делатност купца.²²⁸ Власници без искуства у грађевинској бранши нису могли да се снађу у новој улози. Ако погледамо процес приватизације из ове перспективе, закључујемо да нови власници нису куповали грађевинске компаније из жеље да наставе с истом делатношћу и позитивно утичу на њихов раст, већ да би искористили „рупе“ у законима, исисали здрав капитал, а онда се повукли и намерно изазвали стечај и ликвидацију.

С развојем тржишта капитала на територији Републике Србије, стварају се услови да започне трговина акцијама компанија. Многи мали акционари продају своје акције на берзи. Структура власништва компанија се мења. Власништво се постепено укрупњава до те мере да агенцијски проблем сукоба интереса малог и великог акционара у многим грађевинским компанијама постаје врло изражен. Ово се негативно одразило на степен и успешност имплементације корпоративног управљања у грађевинске компаније, јер би се најбољи ефекти приватизације постигли с умереном концентрацијом власништва.²²⁹

226) DEM – валута Западне Немачке, као и Уједињене Немачке, у периоду од 1990. до 2002. године. Све трансакције у Републици Србији у то време везиване су за ову валуту.

227) Радници нису имали ни основна знања о акционарству, корпоративном управљању и тржишту капитала. Једини циљ свих запослених углавном је био продаја акција и краткорочна добит.

228) Чести су били случајеви куповине имовине грађевинских компанија новцем сумњивог порекла, као и куповине од улагача који се не баве грађевинском делатношћу. Ово је знатно ослабило ефекат приватизације и раст приватизованих компанија.

229) Бабић, Верица, Јелена Николић: *Утицај структуре власништва на перформансе корпорација: поређење тржишних и транзиционих економија*, Јанићијевић Небојша, Стипе Ловрета (едитори): *Нови методи менаџмента и маркетинга у подизању конкурентности српске привреде*, Економски факултет, Београд и Нови Сад, 2011, стр. 81–83.

Ако пак анализирамо грађевинске компаније основане као акционарска друштва, ту се појављује друга врста проблема.²³⁰ Након почетне котације на Београдској берзи, ове компаније су мењале правну форму и повлачиле акције с берзе. Сврха је углавном била заштита од непријатељског преузимања, а и смањење трансакционих трошкова. Наиме, тржиште капитала у Србији слабо је развијено и практично ниједна грађевинска компанија у Србији није извршила емисију акција и промену номиналне вредности акција, и тако обезбедила капитал потребан за инвестиције и улагање у нове технологије. Други разлог је незнање и ниска корпоративна култура власника оваквих компанија. Они тржиште капитала виде као потенцијалног непријатеља који ради против њиховог интереса, и чији је крајњи циљ одузимање компанија првобитним власницима.

Други велики проблем оваквих компанија јесте наглашено мешање власништва и управљања, тј. контроле. Наиме, власници постављају одбор директора и менаџмент који управља компанијом, али они и даље имају кључну улогу и доносе све стратешке одлуке, без обзира на често неслагање менаџмента. Менаџмент углавном има само процедуралну улогу, што директно утиче на сузбијање добре праксе корпоративног управљања.

Већински власници оваквих компанија теже да постану власници свих 100% капитала компаније, како би остварили апсолутну власт и моћ.

7.3. Приступ и претпоставке истраживања нивоа имплементације корпоративног управљања у грађевинским компанијама у РС

У овој докторској дисертацији тестирају се једна општа и три посебне хипотезе које се односе на узрочно-последичну везу између степена имплементације корпоративног управљања у грађевинским компанијама и успешности ових компанија, у Републици Србији.

У ту сврху, формирана је анкета која садржи 147 питања, подељених у пет области, како следи:

- Опште информације о компанији (40 питања);
- Прихватање добре праксе у корпоративном управљању (19 питања);
- Добра пракса у раду управних одбора/одбора директора²³¹ (32 питања);
- Права акционара (29 питања);
- Обелодањивање информација и транспарентност (27 питања).

230) Ове компаније су основане после 1991, односно 1997. године.

231) Иако је новим законом о привредним друштвима, од 01.07.2012, брише термин „управни одбор“ (чл. 326 уређује органе друштва) и замењује термином „одбор директора“, у анкети сам употребљавао термин „управни одбор/одбор директора“, зато што сам приметио да, због ниског нивоа корпоративне културе у неким компанијама, термин „одбор директора“ још није заживео.

Поглавља анкете формирана су уз коришћење Принципа ОЕСД-а о корпоративном управљању.²³²

Садржај ове анкете дат је у прилогу бр. 1. Анкета је урађена у апликацији Survey Monkey, што је корисницима олакшало попуњавање тражених података, а и накнадну анализу добијених резултата. Уз анкету је увек слато и пропратно писмо, у којем се објашњава сврха анкете, и дају основни подаци о аутору. Све анкете су послате имејлом на адресе анкетара.

Анкетом су обухваћене све грађевинске компаније чији се подаци налазе на листингу Београдске берзе,²³³ без обзира на метод трговања. Ради се укупно о 72 компаније. Од овог броја, акцијама 28 компанија више се не тргује на берзи, из два разлога:

- Стечај (14 компанија);
- Промена правне форме друштва (14 компанија).

Табела бр. 6: Списак грађевинских компанија с листинга Београдске берзе

| Р. бр. | Пословно име компаније/седиште | Статус | Анкета | Напомена |
|--------|-------------------------------------|---|--------|---------------------------------------|
| 1 | Драгиша Брашован Трудбеник, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Одбијена сарадња после више контаката |
| 2 | Думача, Шабац | Д.о.о. (променило форму из отвореног акционарског друштва 21.01.2009) | | |
| 3 | Енергопројект Холдинг, Београд | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 4 | Енергопројект Нискоградња, Београд | Акционарско друштво (променило форму из јавног акционарског друштва 25.06.2014) | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 5 | Енергопројект Опрема, Београд | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 6 | Енергопројект Високоградња, Београд | Акционарско друштво (променило форму из јавног акционарског друштва 30.12.2014) | Да | Анкета попуњена после више контаката |

232) Питања у анкети сачињена су по узору на анкету Београдске берзе и приручника *Corporate governance scorecard*, издатог од IFC (International Finance Corporation) 2014. године, као и Scorecarda корпоративног управљања у Србији, који су заједно сачинили стручњаци IFC-а, Београдске берзе и Комисије за хартије од вредности.

233) <http://www.belex.rs>

| | | | | |
|----|---|---------------------------------------|----|--------------------------------------|
| 7 | Геосонда финансирање, Београд | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 8 | ГП 7. јул, Бачки Петровац | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 9 | ГП Мостоградња, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 10 | ГП Нови Аутопут, Београд | Стечај (хартија искључена 13.02.2009) | | |
| 11 | ГП Златибор градња, Београд | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 12 | Градитељ Холдинг, Београд | Стечај (хартија искључена 22.02.2011) | | |
| 13 | Градња Кладово, Кладово | Стечај (хартија искључена 08.09.2008) | | |
| 14 | Градња Љубовија, Љубовија | Стечај (хартија искључена 23.08.2012) | | |
| 15 | Грађевинар, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 16 | Грађевинар Лучани, Лучани | Стечај (хартија искључена 18.02.2015) | | |
| 17 | Грађевинар Ниш, Ниш | Стечај (хартија искључена 04.11.2013) | | |
| 18 | Грађевинар Нови Кнежевац, Нови Кнежевац | Стечај (хартија искључена 23.05.2012) | | |
| 19 | Грађевинско предузеће Планум, Београд | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 20 | Градитељ, Кикинда | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после првог контакта |
| 21 | Градња Београд, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 22 | Градња Димитровград, Димитровград | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 23 | Хидроградња и ерозија, Пожаревац | Стечај (хартија искључена 24.07.2015) | | |
| 24 | Хидрограђевинар Сремска Митровица, СМ | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после првог контакта |

| | | | | |
|----|---------------------------------------|--|----|---------------------------------------|
| 25 | Хидроградња Вршац, Вршац | Јавно акционарско друштво | Не | Одбијена сарадња после више контаката |
| 26 | Хидротехника Београд, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 27 | Хидротехника Београдградња, Београд | Стечај (хартија искључена 16.04.2007) | | |
| 28 | Хидротехника хидроенергетика, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Одбијена сарадња после више контаката |
| 29 | Јадран, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Одбијена сарадња после више контаката |
| 30 | Јединство Севојно, Севојно | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 31 | Јужна Морава у рестр., Ниш | Јавно акционарско друштво (од 26.08.2015. у стечају) | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 32 | Колинг, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 33 | Комград, Суботица | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 34 | Комграп, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Одбијена сарадња после више контаката |
| 35 | Крушевацпут, Крушевац | Акционарско друштво (променило форму из отвореног акционарског друштва 11.12.2008) | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 36 | Магистрала, Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 37 | Нискоградња, Ниш | Д.о.о. (променило форму из јавног акционарског друштва 10.07.2012) | | |
| 38 | Нискоградња Чачак пут, Чачак | Стечај (хартија искључена 28.05.2010) | | |
| 39 | Нискоградња Пирот, Пирот | Стечај (хартија искључена 07.09.2015) | | |
| 40 | Нискоградња Смедерево, Смедерево | Јавно акционарско друштво | Не | Одбијена сарадња после више контаката |
| 41 | Нови Пазар пут, Нови Пазар | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |

| | | | | |
|----|---|---|----|---------------------------------------|
| 42 | Обнова Ада, Ада | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 43 | Партизански Пут у рестр., Београд | Д.о.о. (променило форму из јавног акционарског друштва 17.10.2012) | | |
| 44 | Пут Јагодина, Јагодина | Д.о.о. (променило форму из отвореног акционарског друштва 17.10.2007) | | |
| 45 | Пут Зајечар, Зајечар | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после првог контакта |
| 46 | Путар Зета, Београд | Д.о.о. (променило форму из отвореног акционарског друштва 20.04.2011.) | | |
| 47 | Путеви Чачак, Чачак | Јавно акционарско друштво | Не | Одбијена сарадња после више контаката |
| 48 | Путеви Ивањица, Ивањица | Д.о.о. (променило форму из отвореног акционарског друштва 16.01.2007) | | |
| 49 | Путеви Пожега, Пожега | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 50 | Путеви Сремска Митровица, СМ | Јавно акционарско друштво | Не | Одбијена сарадња после више контаката |
| 51 | Путеви Ужице, Ужице | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после другог контакта |
| 52 | Предузеће за путеве Београд у рестр., Београд | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 53 | Предузеће за путеве Крагујевац, Крагујевац | Стечај (хартија искључена 24.02.2012) | | |
| 54 | Предузеће за путеве Нискоградња, Трстеник | Д.о.о. (променило форму из отвореног акционарског друштва 30.04.2009) | | |
| 55 | Предузеће за путеве Ниш - TRACE, Ниш | Акционарско друштво (променило форму из отвореног акционарског друштва 23.07.2008.) | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 56 | Предузеће за путеве Пожаревац, Пожаревац | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после првог контакта |

| | | | | |
|----|--|---|----|---------------------------------------|
| 57 | Предузеће за путеве Врање, Врање | Стечај (хартија искључена 08.05.2012) | | |
| 58 | Предузеће за путеве Зајечар, Зајечар | Д.о.о. (променило форму из јавног акционарског друштва 23.07.2015) | | |
| 59 | Србијааутопут, Београд | Д.о.о. (променило форму из отвореног акционарског друштва 01.04.2009) | | |
| 60 | Сремпут, Рума | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 61 | Тамнавапут, Уб | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после другог контакта |
| 62 | Ваљево пут, Ваљево | Стечај (хартија искључена 11.08.2015) | | |
| 63 | Водопривреда, Смедеревска Паланка | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 64 | Водопривреда Пожаревац | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 65 | Војводинапут Бачкапут Нови Сад, Нови Сад | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 66 | Војводинапут Панчево, Панчево | Јавно акционарско друштво | Не | Одбијена сарадња после више контаката |
| 67 | Војводинапут Суботица, Суботица | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 68 | Војводинапут Зрењанин, Зрењанин | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после првог контакта |
| 69 | ЗГОП Нови Сад, Нови Сад | Јавно акционарско друштво | Да | Анкета попуњена после више контаката |
| 70 | ЖГП ГП Београд, Београд | Д.о.о. (променило форму из јавног акционарског друштва 12.08.2014) | | |
| 71 | Зидар ГП Бечеј, Бечеј | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |
| 72 | Зидар ГП Сурдулица, Сурдулица | Јавно акционарско друштво | Не | Није било могуће успоставити контакт |

Извор: Аутор

Истраживање је рађено у периоду 26.08–26.11.2015. године. Анкетиране грађевинске компаније послују у правној форми јавног акционарског друштва, или акционарског друштва чијим се акцијама не тргује на регулисаном тржишту.

Од четрнаест компанија које су промениле правну форму, десет грађевинских компанија променило је правну форму пословања у друштво с ограниченом одговорношћу у периоду од 2007. до 2015. године.²³⁴ Компаније мењају правну форму јер немају даљи интерес да се њеним акцијама тргује на регулисаном тржишту.²³⁵

У периоду од 2008. до 2014. године, још четири грађевинске компаније промениле су правну форму пословања из отвореног/јавног акционарског друштва у затворено акционарско друштво,²³⁶ тј. акционарско друштво чијим се акцијама не тргује на регулисаном тржишту.²³⁷ Један од разлога повлачења акција јесте спречавање непријатељског преузимања. Већински власници немају никаквог интереса да отворено тргују својим акцијама, али су истовремено суочени с опасношћу од промене структуре власништва, тј. од непријатељског преузимања. Логичан потез је повлачење акција са регулисаног тржишта хартија од вредности.

Преосталих четрнаест компанија чије су се акције котирале на Београдској берзи прогласило је стечај у поменутом периоду.²³⁸ Акције ових грађевинских компанија аутоматски су искључене из трговања на Београдској берзи.

Према томе, истраживање је физички спроведено на 48 компанија.

Компаније изабране за анкету контактиране су телефоном.²³⁹ У наредној табели изнесен је преглед резултата и степена успешности успостављених контаката.

234) То су следеће грађевинске компаније: Думача Шабац, Нискоградња Ниш, Партизански пут Београд, Пут Јагодина, Путар Зета, Путеви Ивањица, Предузеће за путеве Нискоградња Трстеник, Предузеће за путеве Зајечар, Србија-аутопут Београд и ЖПП ГП Београд.

235) Акције компанија које се котирају на Београдској берзи подељене су у четири групе: Prime, Standard, Open Market и МТП (Мултилатерална трговачка платформа). Прве три групе акција спадају у регулисано тржиште.

236) Пре доношења новог закона о привредним друштвима, оваква акционарска друштва су се звала затворена акционарска друштва. Због неразвијености тржишта капитала, шпекулативним радњама могуће је оборити цену акције и тако постати власник дела капитала. Да би задржале постојећу структуру власништва, компаније повлаче своје акције са берзе.

237) То су следеће компаније: Енергопројект Нискоградња Београд, Енергопројект Високоградња Београд, Крушевацпут Крушевац и Предузеће за путеве Ниш – Трасе из Ниша.

238) То су следеће грађевинске компаније: ГП Нови аутопут Београд, Грађевинар Лучани, Грађевинар Ниш, Грађевинар Нови Кнежевац, Градитељ холдинг Београд, Градња Кладово, Градња Љубовија, Хидроградња и ерозија Пожаревац, Хидротехника Београдградња, Нискоградња Чачак пут, Нискоградња Пирот, Предузеће за путеве Крагујевац (откупљено из стечаја – купац Боро Кечић д.о.о.), Предузеће за путеве Врање (откупљено из стечаја – купац Трасе Бугарска и Ваљево пут).

239) Име контакт особе и број телефона пронађен је у Информатору Београдске Берзе. Пре трагом података на сајту Београдске берзе установио сам да секторска класификација компанија није добро урађена. Наиме, у групи Ф (грађевинарство) има доста компанија које не обављају ову делатност. Грађевинских компанија има и у другим секторима.

Табела бр. 7: Анализа успешности контаката остварених с грађевинским компанијама које су планиране за анкетање

| Резултат оствареног контакта | Број контаката | Процент успешности (%) |
|---|-------------------|------------------------|
| Послана попуњена анкета после првог контакта | 5 | 11 |
| Послана попуњена анкета после другог контакта | 2 | 4 |
| Послана попуњена анкета после више контаката | 19 ²⁴⁰ | 40 |
| Одбијена сарадња после више контаката | 8 | 16 |
| Није било могуће успоставити контакт | 14 | 29 |
| Укупан број успешних контаката | 26 | 54 |
| Укупан број неуспешних контаката | 22 | 46 |
| Укупан број компанија које су планиране за анкетање | 48 | |

Извор: Аутор

Већ кроз телефонску комуникацију с анкетираним компанијама стечена је делимична слика о стању корпоративног управљања. У појединим случајевима било је потребно вишеминутно објашњавање сврхе анкете и термина „корпоративно управљање“. То само додатно потврђује резултат који је показала и анкета о ниском степу имплементације добре праксе корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији.

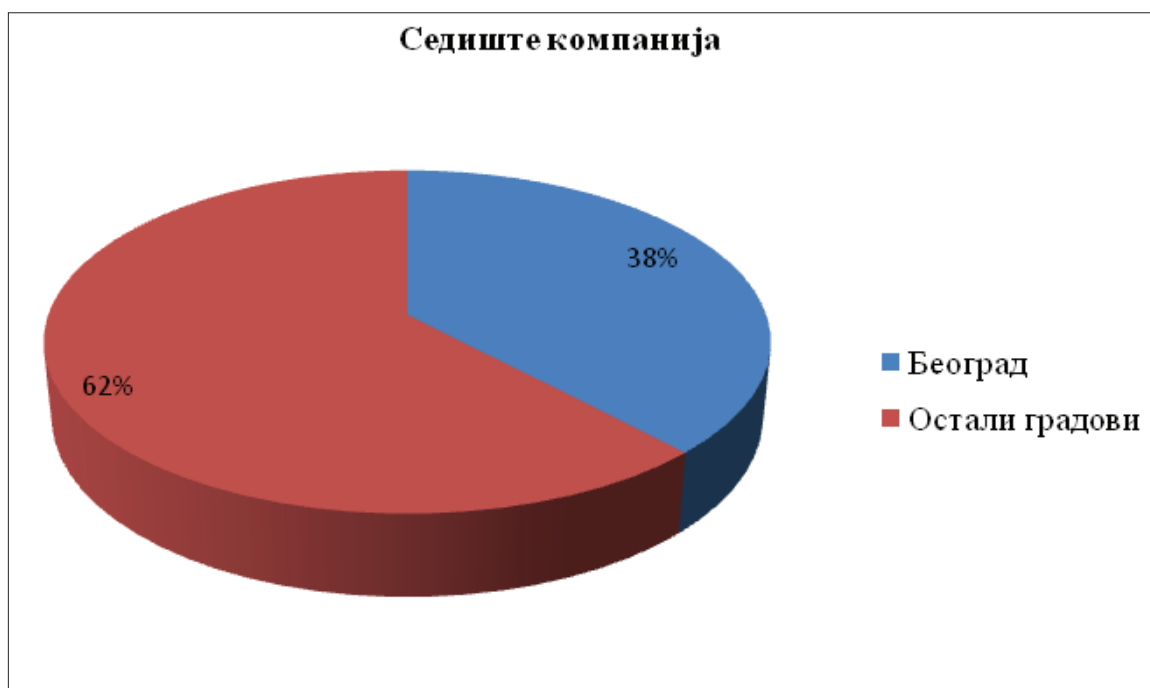
240) Од компаније ГП Планум добио сам одговор на анкету из два дела, који представљају једну целицу, тако да сам практично добио укупно двадесет одговора после више контаката.

7.4. Анализа анкете по општим обележјима

Функција анкетираних лица у 69 % случајева била је једна од функција попуњених анкетом. Интересантно је да је у већини случајева анкету попунило лице из правног, финансијског или сектора маркетинга, а у малом броју случајева чланови одбора директора или надзорних одбора. У 61% случајева анкету је попунило лице које обавља функцију шефа рачуноводства или директора финансијског сектора.

Од 48 анкетираних компанија, 18 компанија има седиште у Београду, што представља 38% укупног узорка. Овај проценат указује на неравномерну развијеност и привредну активност на територији државе.

Слика бр. 8: Место седишта анкетираних компанија



Извор: Аутор

54% анкетираних компанија бави се пословима нискоградње, 7% пословима високоградње, 4% пословима високоградње и нискоградње, 19% пословима изградње хидротехничких објеката, и по 4% пословима дубоког фундаирања, изградње и реконструкције пруга и завршним радовима и индустријским објектима. Једна компанија (4%) послује као холдинг.²⁴¹

241) Ради се о компанији Енергопројект. У саставу Енергопројект холдинга послује девет компанија, како следи: Нискоградња, Високоградња, Опрема, Хидроинжењеринг, Ентел, Урбанизам и архитектура, Индустрија, Енергодата, Гарант.

Слика бр. 9: Делатност анкетираних компанија



Извор: Аутор

Највећи проценат компанија (88%) основан је до 1991. године.²⁴² То значи да су скоро све компаније које су одговориле на анкету прошле кроз цео процес приватизације у Републици Србији, започет 1989–1991. године и који још увек траје. Велика акционарска друштва са 250 и више запослених чине 42% узорка, а друштва која запошљавају 25 или мање радника чине 4% укупног узорка. Највећу групу (19%) чине компаније с бројем радника у распону од 151 до 250. Наравно, анкета је показала да углавном сва велика акционарска друштва, са више од 250 запослених, имају седиште у Београду.

Само 8% анкетираних компанија основано је као акционарско друштво, 69% су након приватизације реорганизоване у акционарска друштва, а 23% су постала акционарска друштва у реорганизацији.

242) Само је Златибор Градња основана 2001. године, ПЗП Ниш-Трасе основан 2014. године, али је компанија ПЗП Ниш основана 1962. године, када и све остале путарске компаније на територији Републике Србије и Војпут Суботица (основана 1999. године).

Слика бр. 10: Начин стицања правне форме акционарског друштва анкетираних компанија



Извор: Аутор

Грађевинске компаније које су од оснивања у приватном власништву углавном имају до пет власника и немају превише интереса да обелодањују податке који су тражени овом анкетом. У таквим компанијама је ниво корпоративне културе најнижи, и углавном власници и управљају компанијама. Да је проценат оваквих компанија у анкети био већи, укупна слика корпоративног управљања била би далеко гора.

На питање број 8, о разлогу коришћења правне форме акционарског друштва, 68% одговора указивало је на законске оквире, 25% компанија одлучило се за ову правну форму због спремности за формирање акционарског капитала емисијом акција, а 7% анкетираних је као одговор навело спремност за увећање капитала емитовањем акција. Резултати дају потврду у ранијем тексту изложеној тези о инсистирању државе на приватизацији због приватизације. Приватизација је углавном наметнута, а разлог приватизације није био економске природе за приватизоване компаније. Ова чињеница је даље утицала на развој тржишта капитала и степен имплементације корпоративног управљања у грађевинске компаније у Републици Србији.

На питање „која правна форма компаније је најбоља за вашу компанију“, највише одговора је било за јавно акционарско друштво (50%), нешто мање за друштво с ограниченом одговорношћу (35%), а 15 % за акционарско друштво чијим се акцијама не тргује на регулисаном тржишту.

До десет власника има 16% компанија, а 32% их има преко 500 акционара. Овај податак не даје праву слику структуре власништва грађевинских компанија у Србији

јер су, због незаинтересованости, ниског нивоа корпоративне културе, али и због политике појединих компанија да податке из анкете не дају на увид јавности,²⁴³ изостали одговори изворно приватних компанија, тј. компанија које по правилу имају мали број већинских власника (1–5). Зато слободно можемо рећи да долази до постепене концентрације власништва приватних компанија у Републици Србији, па тако и компанија које се баве грађевинском делатношћу.

У власничкој структури доминирају запослени и пензионери (35%), и то углавном у компанијама које су основане пре 2000. године и које су приватизоване по закону из 1991. или 1997. године. Следи менаџмент 25%, држава 20% и институционални инвеститори 20%.

Породична, рођачка или партнерска повезаност акционара који држе контролни пакет акција постоји у 17% случајева, а у 83% случајева имаоци контролног пакета акција нису у партнерској или рођачкој вези. У том смислу, у 92% случајева чланови породице имаоца контролног пакета акција не учествују у управљању компанијом. Овакви резултати последица су малог учешћа изворно приватних компанија у анкети.

У 15% случајева анкетирана компанија је чланица холдинг компаније, у 23% случајева је зависна компанија, у 16% случајева представља матичну компанију, а у 46% случајева није чланица групе компанија.

Одговори на питање бр. 21, које се односи на укврштено акционарство, показују да је овај елемент јапанског модела корпоративног управљања, који примењују и неке скандинавске земље, у нашој земљи слабо заступљен, бар када је реч о грађевинским компанијама. У више од 64% случајева повезана правна лица не улазе у узајамно власништво.

Компаније су углавном издавале обичне акције (98%), тако да преференцијалне акције и обвезнице практично нису ни издаване. И овај податак доказује низак степен развијености тржишта капитала.

Само 69% компанија дало је одговор на питање о броју емитованих акција. Од компанија које су дале одговор 61% њих има више од 80.000 акција у промету. Ово је доказ да је транспарентност пословања још увек углавном непознат појам за менаџмент грађевинских компанија.

Деведесет један посто компанија није емитовао додатне акције. Компаније које су издавале акције углавном су то чиниле у сврху исплаћивања дивиденди или нераспооређене добити преко акција. Из овог податка се такође види да у Србији тржиште капитала практично не функционише.

Регистар власничких права повезан је с државом у више од 59% случајева, а независан је у 41% случајева.

243) Такав је сулучај био с компанијама Путеви Чачак и Војводинапут Панчево, компанијама у власништву аустријске компаније Strabag.

Више од 95% испитаних грађевинских компанија котира се на Београдској берзи, а остатак на ванберзанском тржишту. Ниједна компанија се не котира и не планира у будућности да се котира на некој од светских берзи. Ово је јасан индикатор нивоа корпоративног управљања. Да би компанија задовољила услове за котаџију на некој од светских берзи (Лондон, Франкфурт, Токио, Њујорк), мора да испоштује, између осталог, строга правила корпоративног начина управљања.

Поражавајући су и одговори на питање о обиму трговине акцијама. Акцијама 71% компанија није се трговало у 2014. години. Овај застрашујући податак опет показује да је тржиште капитала практично мртво.

Слика бр. 11: Трговање акцијама анкетираних компанија у 2014. години



Извор: Аутор

У 92% случајева није било откупа акција од акционара у протекле три године.

У 96% случајева оснивачки капитал анкетираних компанија није увећаван у протекле три године. Овај податак практично значи стагнацију.

Што се тиче пријема страних инвестиција, ситуација је поражавајућа. У 92% случајева није било пријема страних инвестиција. То је доказ да наше грађевинске компаније више нису интересантне страним инвеститорима. Ово практично значи да је перспектива компанија веома лоша. Компаније су до свежег капитала потребног за инвестиције долазиле искључиво кредитима пословних банака, на шта указује анализа одговора на питање бр. 36 из анкете.

Више од половине компанија (67%) не очекује инвестиције у следеће три године.

Инвестиције се не планирају јер ће интерни токови готовине бити довољни (50%), нема атрактивних пројеката за потенцијалне инвеститоре (42%), или нема потражње за финансирањем (8%).

Менаџмент и власници нису спремни на емитовање акција да се не би нарушила власничка структура у 47% случајева, а у 16% случајева испитаници сматрају да улагање у основни капитал није атрактивно за инвеститоре. 11% испитаника сматра да је емитовање акција скупље од задуживања код пословних банака.

7.5. Прихватање добре праксе у корпоративном управљању

Овај део анкете недвосмислено је показао да је степен примене добре праксе корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији врло низак, уз свега неколико светлих примера.²⁴⁴

Од представника компанија који су попунили анкету, њих 58% није упознато с принципима ОЕСД-а. То указује на сталну потребу за едукацијом и образовањем нових њуди из области корпоративног управљања.

Слика бр. 12: Упућеност у принципе ОЕСД-а испитаника



Извор: Аутор

Неки од елемената добре праксе корпоративног управљања увршћени су у статут компаније код малог броја испитаних компанија. У највећем проценту (83%) увршћене су процедуре за сазивање и одржавање годишње скупштине акционара. Занимљиво је да је било само 4% одговора о прописима везаним за забрану или ограничење продаје акција. Мали проценат одговора (13%) био је и за правила и процедуре које третирају мале акционаре у случају непријатељског преузимања, а у 17% случајева заокружен је

244) Компанија Енергопројект најдаље је одмакла у примени добре праксе корпоративног управљања. Потврда је котирање њених акција на Prime сегменту Београдске берзе од 19. 07.2007. године. Од ове компаније добијена је и најквалитетније попуњена анкета.

и одговор који подразумева да су статутом компаније обухваћене неопходне квалификације које треба да задовоље потенцијални чланови надзорног одбора.

Упитани која су то три циља која компанија треба да оствари кроз имплементацију система корпоративног управљања, највише одговора (62%) било је за унапређење економичности пословања, затим за привлачење инвестиција (35%) и по 27% за олакшан приступ тржиштима капитала у Републици Србији и иностранству, за побољшање репутације компаније и за заштиту права свих заинтересованих страна. Само по 4% одговора било је за ефикасније обелодањивање информација и већу транспарентност рада одбора директора и надзорног одбора. Анализом одговора на ово питање долазимо до закључка да је испитаницима, који уједно представљају и менаџмент компаније, углавном јасно које су предности и благодети увођења система корпоративног управљања, али да је проблем имплементација. Исто тако, из одговора можемо закључити да је нашим компанијама транспарентност извештавања углавном небитна, иако у свету представља једну од најважнијих карика у ланцу доброг корпоративног управљања. Транспарентно пословање представља један од највећих проблема српских компанија уопште, и један од главних негативних аргумената када страни инвеститори доносе одлуку да ли да инвестирају у наше компаније. Опција да корпоративно управљање не доноси нову вредност добила је 4% одговора.

Анкета је показала да 77% компанија нема припремљен план унапређења корпоративног управљања одобрен од одбора директора или надзорног одбора. Како напредовати на пољу имплементације корпоративног управљања без сталног планирања нових активности?

Слика бр. 13: Постојање плана унапређења корпоративног управљања у анкетираним компанијама



Извор: Аутор

Ситуација је једнако лоша кад је инкорпорираност принципа корпоративног управљања у интерна акта друштва у питању. У 73% случајева ови принципи нису инкорпорирани у интерна акта анкетираних друштава.

У 35% случајева компаније у својим годишњим извештајима не објављују усклађеност пословања с принципима корпоративног управљања, односно не дају објашњења уколико одступају од принципа. Ово се директно коси с препорукама из кодекса корпоративног управљања и принципом „примени или објасни“.

Примена међународних стандарда финансијског извештавања (55%), увођење система интерне контроле (41%) и увођење функције интерне ревизије (36%) мере су које компаније намеравају да предузму у наредном периоду у циљу унапређења корпоративног управљања.

Од докумената који прате имплементацију корпоративног управљања у грађевинске компаније, а које су оне увеле или намеравају да уведу у наредној години, највише одговора (77%) било је за основна акта за скупштину акционара, затим регулисање система интерне ревизије (50%) и основна акта која регулишу одбор директора и кодекс пословне етике (по 41% одговора). Највећи број испитаника (42%) мисли да је менаџмент компаније задужен за припрему ових докумената и аката, а 25% сматра да је припрема ових аката посао надзорног одбора.

Када су основне препреке за имплементацију добре праксе корпоративног управљања у питању, ситуација је следећа: 52% анкетираних као главну препреку наводи недостатак информација и знања, а 48% као главног кривца наводи неефикасне прописе о привредним друштвима у Републици Србији. Занимљиво је да је чак 17% одговора било да се трошењем ресурса на корпоративно управљање не остварују никакве вредности. Сматра се и да је закон о привредним друштвима Републике Србије модеран и добар закон и да није проблем у њему. Проблем је у ниском степену имплементације закона, тј. у слабој информисаности и упућености менаџера у одредбе овог закона.

Занимљиве су и оцене статуса корпоративног управљања у испитаним компанијама. 41% испитаних дало је оцене 4 или 5 (највише оцене), а 59% оцене 1, 2 или 3. Мислимо да је реална оцена између 2 и 3, а да је велики број испитаника ово питање схватио лично. Наиме, лица која су попуњавала анкету морала су да буду упозната са стањем корпоративног управљања у компанији, што значи и да су била укључена у имплементацију целог система. То практично значи да сами себи и свом раду додељују слабу оцену. То је био пресудан разлог што су оцене релативно високе.

Исправност горе наведене тврдње показује и одговор на следеће питање, у којем је потребно оценити статус корпоративног управљања у грађевинским компанијама/ акционарским друштвима у Републици Србији. Нико од испитаних није дао оцену 4 или 5, што значи да стање није задовољавајуће. Ова два питања намерно су постављена једно за другим, да би се упоредили резултати.

Са статусом прописа у вези с праксом корпоративног управљања у Републици Србији ситуација је слична. Више од 91% испитаних доделило је оцене 1, 2 или 3. Ове оцене све говоре и одговарају стварном стању ствари. Анкетирани представници компанија дали су коректне одговоре на ова питања.

Одговори на питање бр. 54 веома су занимљиви. Када је од анкетираних лица затражено да оцене квалитет прописа из области корпоративног управљања, по разним аспектима, анкета је показала да су испитаници најмање задовољни квалитетом прописа из области решавања привредних спорова, јер је 95% испитаних дало оцену три или мање од три. Сви смо свесни чињенице да је стање у нашем судству генерално веома лоше. Судови су спори и неефикасни. Слична је и ситуација кад су корпоративни спорови посреди. Недостатак судске праксе, недовољно бројан квалификован кадар, мањкавост законске регулативе и инфраструктурни проблеми заједно дају резултат из анкете. Промена набоље на овом плану тежак је и мукотрпан процес.

Ко надзире финансије у компанијама? Анкета каже да је то у 50% случајева менаџмент, а у 32% случајева комисија за ревизију.

У 60% случајева трансакције између повезаних лица одобрава менаџмент, а тек у 20% случајева скупштина акционара. У истом проценту ове трансакције одобрава надзорни одбор, у компанијама које имају дводомни систем корпоративног управљања.

На питање о ангажованости консултанта за корпоративно управљање, више од 96% одговора је негативно. Компаније које су ангажовале консултанта за корпоративно управљање затражиле су помоћ око послова припреме и одржавања скупштине акционара, око припреме и усклађивања основних аката с постојећим прописима и око израде годишњих извештаја о раду компаније.

Највише испитаника (63%) било би заинтересовано за обуку или консултације из области оцене праксе корпоративног управљања и заштите права акционара (35%).

7.6. Добра пракса у раду одбора директора

Одбор директора стратешки руководи компанијом и надзире рад свих извршних директора.

Дводомни систем корпоративног управљања има 37% компанија, а једнодомни 63%. Код холдинг компанија углавном је заступљен принцип да холдинг има дводомни, а зависне компаније једнодомни систем управљања. Мислим да би у грађевинским компанијама у нашој земљи требало више инсистирати на дводомном систему корпоративног управљања, због боље контроле и надзора одбора директора.

Слика бр. 14: Модел корпоративног управљања у анкетираним компанијама



Извор: Аутор

Просечан број чланова одбора директора је 4,7. Просечна старост чланова одбора директора је 48,7 година. Жене су заступљене у одборима директора 20%. Просечан број независних чланова одбора директора је 1,3. Просечно трајање седнице одбора директора је 1,35 сати. Подаци показују да је број чланова одбора директора релативно мали, у односу на светску праксу. Заступљеност жена је мала, као и заступљеност независних чланова (28% у односу на просечан број чланова одбора директора). Седнице одбора директора трају релативно кратко, што указује на површност, пре него на ефикасност рада одбора.

Одбор директора бирају акционари у 59% случајева, а директори у 41% случајева. Ни у једној анкетираној компанији чланове одбора директора не бирају запослени.

У 78% случајева испитаници су одговорили да је устаљена пракса у њиховим компанијама да независни директори, тј. независни чланови надзорног одбора, имају обавезу да обавештавају компанију и акционаре о свим променама које могу утицати на њихов статус у погледу независности.

Рад одбора директора регулисан је у 74% анкетираних компанија. У 50% компанија не постоји документ који регулише сукоб интереса између чланова одбора директора и компаније, односно њених акционара.

Одговори на питања о регулисању рада одбора директора пословником, начин решавања могућих сукоба између акционара и директора, као и праћење статуса независности независних чланова одбора директора и надзорног одбора јасно указују на низак ниво транспарентности у раду компанија.

У одборима директора најбројнији су чланови који заступају интересе великих акционара и лица повезаних с великим акционарима, а најмање је чланова који заступају интересе државе. Овај податак показује да се држава полако повлачи из власништва над компанијама продајом свог удела на тржишту.

У 54% компанија које су одговориле на анкету, неки од чланова одбора директора уједно су и акционари компаније, а у 4% компанија сви чланови одбора директора су и акционари компаније. У 42% случајева ниједан од чланова одбора директора није акционар компаније. Овај податак се коси с устаљеном праксом да су чланови одбора директора светских компанија углавном и акционари, јер тако имају већи интерес да раде у корист компаније. У неким државама је законска обавеза да чланови одбора директора буду и акционари.

У 68% случајева поједини чланови одбора директора запослени су у компанији, у 27% случајева су сви чланови одбора запослени у компанији, а 5% компанија има одборе у којима ниједан члан није стално запослен у компанији.

Само 22% компанија склапа уговоре с независним члановима одбора директора. Овај податак указује на чињеницу да независни чланови одбора директора још немају јасно дефинисану одговорност и овлашћења у компанијама.

У 38% случајева члан одбора директора једне компаније истовремено обавља дужности члана надзорног одбора неке друге компаније. У нашој држави је чест случај да појединци учествују у раду неколико одбора директора, а поготову надзорних одбора. Поставља се питање њиховог учинка и способности да активно учествују у раду свих ових органа. Ранијих година је овај проценат био још већи, али како су накнаде за ове функције постепено смањиване, тако се смањивао и број менаџера који суделују у раду више одбора.

У 33% случајева директор обавља и функцију председника одбора директора. Овај резултат изненађује и утиче позитивно на контролу моћи директора, који су до јуче имали велики утицај на руковођење компанијом.

Слика бр. 15: Раздвојеност функција директора и председника одбора



Извор: Аутор

Одбор директора просечно се састаје једном месечно (у 47% анкетираних друштава).

У 38% случајева чланови одбора директора материјал за седнице добијају до недељу дана пред седницу. Оно што забрињава је податак да у 17% анкетираних компанија чланови одбора директора материјал за седнице добијају на седници одбора.

Члановима одбора директора пре седница се достављају следећи материјали: записници с последње седнице у 90% случајева, дневни ред за текућу седницу у 81% случајева, финансијски извештаји за претходни период у 62% случајева. Нацрти одлука за усвајање достављају се у 52% случајева, а детаљна објашњења појединих тачака дневног реда у 43% случајева.

У 55% случајева одбор директора није оцењивао свој рад у протекле две године.

У 92% случајева надлежности одбора директора и надзорног одбора регулисане су актима компаније.

Накнаде члановима одбора директора исплаћују се у 50% компанија које су доставиле одговор на анкету.

У 63% случајева скупштина акционара усвојила је транспарентну и јавно доступну политику награђивања чланова одбора друштва.

Оно што није добро и коси се с добром праксом корпоративног управљања у свету јесте фиксна накнада члановима одбора у 73% случајева. Дакле, само мали број компанија везује висину награде члановима одбора за резултате (приходи, профит, учинак, проценат долазности на седнице).

Награђивање чланова одбора директора у великим светским компанијама прецизан је и детаљно регулисан правилницима. Углавном се ради о варијабилним наградама које зависе од успешности пословања компаније. Ова питања обрађују специјално за то формиране комисије. У нашој земљи је ово посебно шкакљиво питање. Врло је тешко правилно оценити рад менаџера у првим годинама након приватизације, када се у великом броју случајева, компаније консолидују и не постижу завидне резултате, што не мора да значи да менаџмент не улаже довољно труда и не постиже резултате на неким пољима, односно да их не треба наградити. Са аспекта акционара, рентабилност је најважнији аспект успешности пословања. Рентабилност, тј. профитабилност резултат је и циљ целокупног пословања једне компаније, и посебно је битан показатељ код оцењивања квалитета пословања менаџерског тима. Теоријски, рентабилност је начело према коме је потребно остварити најбоље резултате с најмање уложених средстава.²⁴⁵

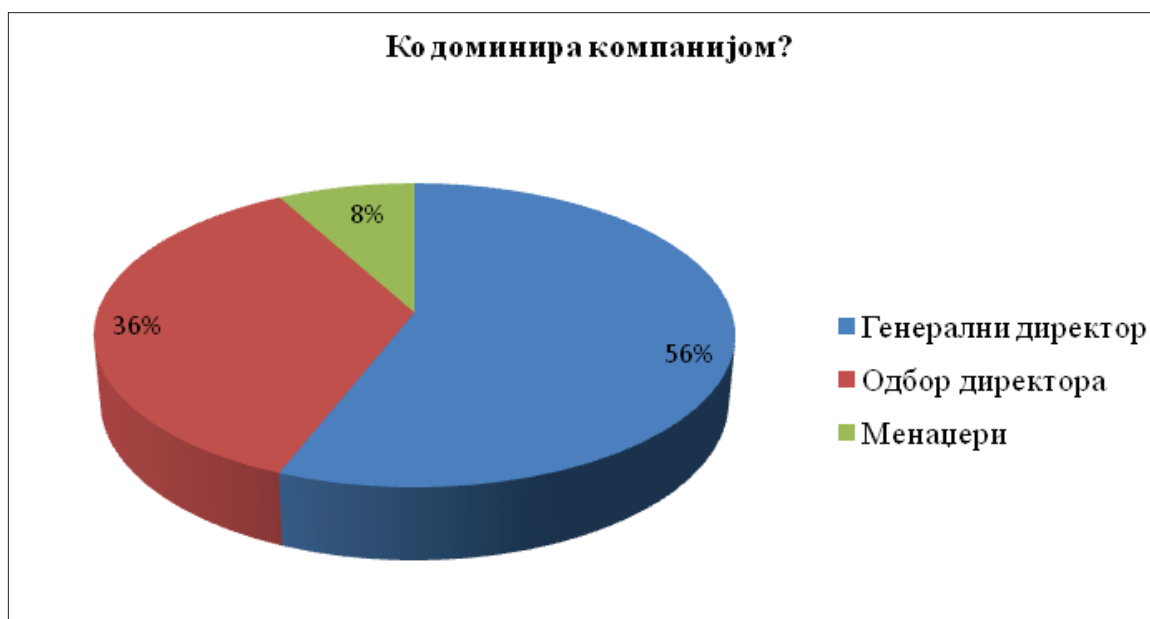
Охрабрује податак из анкете који говори о телима које одбори директора формирају, а који се баве важним питањима везаним за корпоративни начин управљања компанијама. У највећем проценту (71%) формирају се комисије за ревизију, следе

245) Буквић, Рајко: *Корпоративно управљање и перформансе предузећа: Квантитативна анализа зависности на примеру Србије*, Зборник радова више пословне школе у Новом Саду, 2003, стр. 134.

комисије за стратешко планирање и финансије (29%) и комисија за корпоративно управљање (24%).

У 56% случајева компанијама доминирају генерални директори, у 36% случајева одбори директора, а у 8% случајева лица под уговором (менаџери). Доминација генералних директора у привредном окружењу какво је наше (мислим на Републику Србију) није пожељно јер отвара могућности малверзација, корупције, тј. рада против интереса акционара.

Слика бр. 16: Ко заправо доминира компанијом?



Извор: Аутор

У највећем броју анкетираних компанија органе управљања сачињавају скупштина акционара, одбор директора и директор.

Међу испитаницима, 64% одговорило је да одбор директора често усваја предлоге генералног директора, а 32% испитаних изјаснило се да одбор директора увек усваја предлоге генералног директора. Још један доказ доминације генералног директора у грађевинским компанијама у Републици Србији.

Изненађује одговор на питање бр. 85, које се односи на утицај политике на избор менаџера, пословну политику компаније, приватизацију, инвестиције и организациони облик компаније. Већина испитаника одговорила је негативно и то у проценту 80–90%. Мислим да је овде ситуација слична као и код питања бр. 51. Испитаници нису имали храбрости да признају да политика има великог утицаја на привредни живот, па тако и на грађевинске компаније. Опште је позната чињеница да је у нашој земљи уплитање политике у привредна збивања врло честа, па могли бисмо рећи и уобичајена појава. Ово је посебно изражено у компанијама у којима држава има удео у власништву.

Што се тиче фреквенције достављања извештаја одбора директора надзорном одбору, највећи број одговора био је да се извештаји шаљу најмање једном годишње, а нешто мањи број испитаника је тврдио да се извештаји шаљу једном месечно. Писмено извештавање доминира у односу на усмено.

На питање да ли се спроводи процес евалуације извршних директора од стране неизвршних директора у одбору директора, тј. надзорног одбора у дводомним системима управљања, одговор је био негативан у 81% случајева.

Заступање компаније је, према анкети, већински у надлежности менаџмента (83%), избор и смена председника надзорног одбора у ингеренцији је скупштине акционара у 82% случајева, избор и смена чланова надзорног одбора такође (89%), усвајање одлуке о накнадама за председавајућег и чланове надзорног одбора задат је скупштине акционара (81%). О избору, именовању и смени председника одбора директора одлучује скупштина акционара (81% одговора). Избор, именовање и смена чланова одбора директора такође је у надлежности скупштине у 86% случајева. Скупштина усваја и одлуке о накнадама за председника и чланове одбора директора у 74% случајева. Исти случај је и када је реч о усвајању аката који регулишу рад компаније (54% одговора). Када је реч о усвајању аката изузев оних која се одnose на управљачка тела, 57% испитаника је одговорило да је за тај посао задужен одбор директора. У 52% случајева одбор директора је одговоран и за усвајање смерница за развој компаније. За израду планова пословања компаније задужен је менаџмент (59%), а за усвајање годишњих буџета одбор директора (42%). Одбор директора подноси скупштини годишње извештаје (65%), и предлаже расподелу добити (50%). Скупштина акционара бира и разрешава генералног директора у 45% случајева, а у 41% случајева то ради одбор директора. Већи део испитаника (64%) сматра да одбор директора треба да даје смернице о пословној политици генералном директору. Ивестиционе одлуке у 54% компанија доноси одбор директора, а у 23% компанија овај посао обавља менаџмент или скупштина акционара.

Да ли су конфликти интереса чланова одбора директора и надзорних одбора регулисани актима друштва и налажу ли правила да се у случају постојања конфликта интереса поједини чланови уздрже од гласања? У 80% случајева акти компанија налажу изјашњавање чланова одбора о сукобу интереса пре активности гласања, а у 60% случајева правилима која регулишу ова питања дефинисани су и случајеви уздржавања од гласања.

Међутим, у пракси се само у 4% случајева десило уздржавање од гласања из горе наведеног разлога. Овај пример најбоље показује један од наших највећих проблема. Законски прописи постоје, али се не примењују стриктно, или се често крше.

Трансакције с повезаним правним лицима (нпр. компанијама у власништву чланова одбора директора или значајних акционара) регулисане су статутом или правилником само у 42% случајева.

7.7. Права акционара

Сви акционари морају да имају иста права. Основна права акционара односе се на учешће у раду скупштине, право на информисање о свим релевантним аспектима пословања компаније, право на партиципирање у добити компаније, право да региструју и пренесу своје акције, право на ефикасну заштиту у случају повреде њихових права (деривативна тужба и сл.).

Што се тиче овлашћења за обављање појединих функција у компанији, анкета је дала занимљиве резултате. По 33% одговора на питање ко одобрава трансакције које не прелазе 1/4 вредности активе компаније било је за надзорни одбор и менаџмент. За трансакције чија вредност прелази 1/2 вредности активе компаније овлашћена је и о њима одлучује скупштина акционара (сва. 78%). Када је реч о емисији акција, скоро сви испитаници су одговорили да је она у надлежности скупштине акционара (91% одговора). Исти случај је и са емисијом осталих хартија од вредности. Скупштина је надлежна и мора да да свој пристанак и за избор спољног ревизора (64%). Више од 44% одговора за надлежност за активност усвајања одредби уговора са спољним ревизором и припадајућег хонорара опет је припала скупштини. Читавих 92% одговора сугерише да је за активност усвајања годишњег извештаја и годишњег финансијског извештаја овлашћена скупштина. Исто важи и за покретање ванредних ревизија (68%), као и за усвајање обавештења и расподеле дивиденди (88%). Када је реализација и одржавање система интерне контроле у питању, испитаници нису били једногласни: 29% одговора било је да је надлежан надзорни одбор, 25% одбор директора и скупштина акционара и 21% менаџмент. Слична је и расподела одговора на питање ко има овлашћење за реализацију и одржавање система управљања ризиком (29% надзорни одбор, 19% одбор директора и скупштина акционара и 33% менаџмент).

Акционари се обавештавају о терминима седница скупштине акционара преко веб странице компаније (81% одговора), преко штампе (38%) или електронском поштом (23%).

Сви анкетирани су позитивно одговорили на питање да ли позив за седницу скупштине акционара садржи све прописане елементе и обавештења, укључујући и податке о дану акционара, с подацима о правима акционара на учешће у раду скупштине и предлагање дневног реда, те роковима за њихово коришћење, као и општом процедура за гласање преко пуномоћника, гласање у одсуству или електронским путем.

Информација о седници прослеђује се Београдској берзи одмах по објављивању у 92% случајева, а у сврху објављивања на сајту берзе.

У 88% случајева материјали за седницу доступни су на интернет страници компаније.

Ситуација је обећавајућа и кад се анализирају одговори на питање о достављању позива на седнице. Код 81% компанија позиви се достављају 21–45 дана пре дана одржавања седнице.

Најзаступљеније информације у материјалима за седнице су: дневни ред (96%), материјали везани за дневни ред (81%) и годишњи и финансијски извештаји (по 77%).

У 52% случајева дневни ред се допуњава у току скупштине.

У 53% случајева извештај о резултатима скупштине акционара и усвојеним одлукама објављује се пре завршетка скупштине акционара.

Одговори на питања бр. 101, 102 и 103, везана за дивиденде, дају поражавајуће резултате. Само је пет компанија, од 26 које су одговориле на анкету, исплаћивала дивиденде у последње три године (2012, 2013, 2014).²⁴⁶ Компанија Енергопројект Холдинг је 2002. године исплатила дивиденде у акцијама. Укупан износи дивиденди представљали су 0,5–11% износа укупне нето добити за ту фискалну годину. На исплату се у просеку чекало од 15 до 180 дана. Ови резултати указују на два проблема. Први је неликвидност, тј. пословање с губитком углавном свих анкетираних грађевинских компанија, што даје јасну слику о стању у грађевинској индустрији у последње три године.²⁴⁷ Други проблем је што и компаније које су за поменуте године исказале пословни добитак избегавају исплаћивање дивиденди.

Слика бр. 17: Исплата дивиденди у 2012, 2013 и 2014. години



Извор: Аутор

246) То су компаније Енергопројект Опрема, Енергопројект Холдинг, ГП Планум, ГП Златибор Градња и Јединство Севојно.

247) „Златно“ доба за српску грађевинску индустрију у периоду после 2000. године, биле су 2006, 2007. и прва половина 2008. године. С појавом светске економске кризе, прво је заустављен раст, а онда је почео стрмоглав пад активности и пословних резултата грађевинских компанија у Србији.

Анкета је показала да је гласање преко пуномоћника заступљено на заседањима скупштина акционара грађевинских компанија. Међу анкетираним, 52% је одговорило да се практикује гласање преко заступника на седницама скупштине.

Резултати су добри и кад је укупан проценат присутности акционара на седницама у питању (42% испитаних одговорило је да је присутност већа од 85%).

Ако се анализира само присутност малих акционара, добијамо поражавајући резултат. 45% испитаних је одговорило да је присутност малих акционара на седницама мања од 10%. Све ово указује на неравноправан положај малих акционара у грађевинским компанијама у Републици Србији. Слична је слика и у другим гранама привреде.

Трајање заседања скупштине акционара најчешће је од један до два сата (65% одговора). Седнице трају од четири до осам сати у 8% случајева.

Глас се најчешће подизањем руку (73% одговора) или преко гласачких кутија (19%). Само у 4% случајева глас се преко савремених средстава комуникације.

У 96% случајева резултате гласања компанија ставља на увид преко веб сајта компаније.

Редак је случај објаве релевантних докумената на сајту компаније на енглеском језику. Још један доказ о небризи за стране инвеститоре.

Ванредне скупштине акционара сазиване су у 54% случајева. Углавном је разлог био реизбор чланова надзорног одбора (56% одговора). Сазивање ванредне скупштине иницирали су велики акционари у 38% случајева, или одбори директора/надзорни одбори (по 31% одговора).

На питање који од формалних механизма постоје у вашој компанији, где су попуњени одговори механизам кумулативног гласања, блок гласање, блокирајући глас, једнак третман у погледу права гласа и права уписа акција и јасна упутства у смислу третмана акционара када дође до промене у контролној структури, анкетирани су се одлучили за једнак третман, у 85% случајева. Интересантно је да нико од испитаних није заокружио блок гласање и блокирајући глас, а кумулативно гласање добило је 15% одговора. Одговори јасно указују на низак ниво корпоративне културе и знања из области акционарства и процедура при гласању на скупштинама акционара.

Главни начин информисања акционара је преко материјала који се достављају у току скупштине акционара, слања документације поштом, постављања информација на сајт компаније и достављања информација на писмени захтев акционара.

На питање да ли је икада спроведена посебна ревизија на захтев акционара, 92% анкетираних је дало негативан одговор.

Занимљив је и одговор на питање да ли су акционари подносили жалбе против компаније комисији за хартије од вредности или суду. У 100% случајева одговор је био негативан, када је реч о подношењу жалби комисији за хартије од вредности, а 96% испитаних је одговорило да никада није подносило жалбе суду. Инструмент

деривативне тужбе још није заживео на нашим просторима. Мали проценат оних који су поднели тужбе суду учинили су то због кршења акционарских права прече куповине при емисији акција.

Ни у једној од компанија у претходној години нису издаване акције уз ограничење права акционарима на пречу куповину.

Велика већина (88%) анкетираних одговорила је потврдно на питање о доступности свих информација о потенцијалним кандидатима за места чланова одбора директора и/или надзорног одбора, с аспекта природе односа с компанијом, повезаним лицима, компанијама конкурентске делатности или главним пословним партнерима друштва.

7.8. Обелодањивање информација и транспарентност

Принцип OECD-а о обелодањивању информација и транспарентности представља највећи камен спотицања у примени у нашој земљи. Грађевинске компаније које послују у форми акционарских друштава у Републици Србији тешко прихватају ову препоруку и врло стидљиво је примењују.²⁴⁸ Међутим, у последње време приметан је помак и у овој области. Руководства компанија полако долазе до спознаје које су благодети од правовременог и тачног објављивања информација битних за пословање компаније (годишњи финансијски извештаји, власничка структура, инвестициони планови, накнаде члановима управе, трансакције међу повезаним правним лицима итд.), а све у сврху подизања вредности компаније и њене привлачности потенцијалним инвеститорима. Квалитет транспарентности и јавности пословања једне компаније одражава однос те компаније према инвеститорима.²⁴⁹

Занимљиво је да је 77% компанија одговорило да има јасно дефинисану политику и процедуре које дефинишу правила и начин доступности информација и транспарентности пословања. Одговор на ово питање је нелогичан јер пракса показује супротно.

Сви анкетирани су одговорили да достављају извештаје о пословању с извештајем спољног ревизора, у складу са законом, подзаконским актима и правилима берзе. Спољна ревизија је обавезна за велика и средња правна лица, као и за мала правна лица чије се акције котирају на берзи.²⁵⁰

Све компаније које су учествовале у анкети објављују, уз годишње извештаје (према закону о тржишту капитала, члан 50), податке о стицању сопствених акција, а сходно члану 289. Закона о привредним друштвима.

248) Разлози су поред шпекулативних радњи и недостатак корпоративне културе.

249) Ђулић, Катарина, Лидија Шешкар: *Scorecard корпоративног управљања у Србији*, Право и Привреда бр. 10/12, 2010, стр. 125.

250) Закон о рачуноводству и ревизији, Службени гласник Републике Србије бр. 46/2006, члан 37. Класификација правних лица на велика, средња и мала дата је у члану 7. закона.

Анкетом се покушало ући у дубљу анализу кад је реч о врстама информација које компаније објављују; 92% компанија објављује годишње извештаје, 100% биланс стања и биланс успеха, 85% извештај о токовима готовине, 92% извештај о променама на капиталу, 96% напомене уз финансијске извештаје, 46% ревидиране финансијске извештаје припремљене у складу с међународним рачуноводственим стандардима, 19% тромесечне извештаје, 42% извештаје о материјално битним догађајима, 35% спискове повезаних лица, 8% идентитет корисника који контролишу 1/2 капитала компаније, 8% накнаде члановима надзорног одбора на појединачној основи, 4% накнаде члановима надзорног одбора на колективној основи, 12% накнаде члановима одбора директора на појединачној основи, 8% накнаде члановима одбора директора на колективној основи, 50% статус и/или основне акте компаније, 46% организациону структуру, 35% политику и принципе корпоративног управљања. Нико од анкетираних не објављује биографске податке о члановима управе, као ни информације о инсајдерском трговању. Од испитаних, 77% њих објављује и мишљење спољног ревизора.

Разлози необјављивања информација су непостојање законске обавезе (67%) и одсуство тражње, опција за коју се одлучило 33% испитаних.

Последњим годишњим извештајем, у 33% случајева, обухваћен је и извештај председавајућег надзорног одбора, а у 21% случајева и дискусија и анализе менаџмента у вези с финансијским резултатима и неизвесношћу с којом се компанија суочава. Тржишни удео и расподела промета према најзначајнијим групама клијената садржана је у последњем годишњем извештају у 13% случајева. Власничка структура, политика и историјат исплате дивиденди садржана је у годишњем извештају у 46% случајева. Имена акционара с уделом у власништву објављује 21% анкетираних, а информацију о акцијама у власништву чланова одбора директора и надзорног одбора само 17% компанија.

Консолидоване финансијске извештаје, у случају да је компанија чланица групе компанија, објављује 80% анкетираних.

Ажурни подаци о инсајдерима компаније, с подацима о броју акција у њиховом власништву, доступни су код 56% компанија.

Потенцијални инвеститори долазе до информација о компанији, о њеном руководству, пословању и финансијској позицији на тржишту на веб сајту компаније у 73% случајева, у самој компанији (69% одговора), или из годишњих извештаја (62% одговора).

Имена стварних власника доступна су менаџменту и надзорном одбору у 6% случајева, јавности (28%), комисији за хартије од вредности (17%). Највећи проценат одговора је да компанија нема власнике који се не наводе у јавној евиденцији (78%). Из одговора је јасно да испитаници нису добро схватили питање, јер је нелогично да су имена стварних власника у већем проценту доступна јавности, него надзорном одбору.

Компаније објављују трансакције између повезаних правних лица и трансакције које прелазе 1/10 књиговодствене вредности активе компаније у 35% случајева. У 49% случајева ови подаци се не објављују.

Сви у анкети побројани извештаји (годишњи, полугодишњи, тромесечни извештаји и извештаји о променама у власничкој структури) углавном се редовно достављају Комисији за хартије од вредности и Београдској берзи.

Финансијски извештаји се припремају према међународним рачуноводственим стандардима у свим анкетираним компанијама.

У анкетираним компанијама не постоје комисије за контролу. Комисије за ревизију постоје у 50% компанија, а интерни ревизор или одељење за интерну ревизију у 69% компанија.

Програм рада интерног ревизора усваја одбор директора (46% одговора), надзорни одбор (38% одговора), комисија за ревизију или финансијски директор (по 8% одговора).

За рад одељења интерне ревизије и избор шефа одељења задужени су скупштина акционара и надзорни одбор.

Ни у једној од компанија која поседује интерног ревизора или одељење интерне ревизије извештаји ревизора се не достављају на месечном нивоу. Углавном се извештава на кварталном или годишњем нивоу, а извештаји се достављају надзорном одбору, генералном директору и одбору директора.

Питање расподеле функција/одговорности између надзорног одбора, менаџмента, комисије за ревизију, комисије за контролу, интерног и спољног ревизора, дало је следеће резултате:

- Ванредне и редовне ревизије у компанији ради спољни ревизор (55% одговора);
- Периодично финансијско извештавање ради менаџмент (74% одговора);
- Надзирање реализације финансијских и бизнис планова компаније ради менаџмент (53% одговора);
- Рачуноводствену политику уређује менаџмент (63% одговора);
- Контролу тачности књижења и проверу тачности и правовремености токова докумената ради менаџмент (62% одговора);
- Проверу да у финансијским извештајима компаније нема важнијих материјалних нетачности ради менаџмент (65% одговора);
- Трансакције с повезаним правним лицима и случајеве конфликта интереса испитује менаџмент (56% одговора);
- Периодичне финансијске извештаје припрема менаџмент (89% одговора);
- Консултације и препоруке у вези с унапређењем пословања компаније обавља менаџмент (67% одговора);

- Менаџмент и одређује одговорност, делегира овлашћења, утврђује основу за одговорност и контролу (56% одговора);
- Менаџмент утврђује контролну активност која обухвата политику и процедуре и обезбеђује примену директива (47% одговора);
- Менаџмент је задужен за промовисање интегритета и поштовање етичких правила (41% одговора);
- Менаџмент реализује процедуре и политику за систем интерне контроле и управљања ризиком (53% одговора);
- Менаџмент је задужен за реализовање корективних мера које одреде ревизори и/или надзорни органи (76% одговора);
- Менаџмент је задужен за мониторинг интерних контролних механизма, укључујући примену закона, прописа и пословне политике (59% одговора);
- Менаџмент спроводи пословну политику и процедуре (100% одговора);
- Менаџмент је задужен за успостављање ефикасног програма ревизије (41% одговора);
- Менаџмент ради периодичне оцене система интерне контроле (47% одговора);
- За усвајање система интерне контроле задужен је надзорни одбор (50% одговора);
- Надзорни одбор контролише активности руководства на отклањању слабости у материјалној контроли и потврђује адекватност тих активности (50% одговора).

Анкета је показала да је, уколико у компанији ради комисија за ревизију, председник те комисије независан (50% одговора), да је већина чланова комисије независна (40% одговора), или да је најмање један члан комисије независан (30% одговора). Најмање један члан комисије је стручњак за финансије и рачуноводство (50% одговора).

Комисија за ревизију састаје се неколико пута годишње (од 2 до 8 пута).

Последњу инспекцију комисије за ревизију иницирао је менаџмент, надзорни одбор, или је иницијатива потекла од саме комисије.

Спољни ревизор углавном је домаћа ревизорска компанија (85% одговора).

Спољног ревизора је у последње три године променило 52% компанија.

Ревизори су мењани углавном због законских прописа ротације на пет година (60% одговора), а потом због цене (30% одговора). Ревизорске компаније углавном обављају само услуге ревизије за клијенте (65% одговора), али и остале услуге (порески савети 23%, бизнис консалтинг 15% и правне услуге 4%).

Релевантне инвестиционе информације 83% компанија не објављује на енглеском језику.

Слика бр. 18: Објављивање релевантних информација на енглеском језику



Извор: Скица аутора

8. Правци развоја оптималног модела корпоративног управљања

8.1. Уводна разматрања

Ако би задатак био да сублимирамо целу анкету једном реченицом, онда можемо рећи да је закључак да је корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Републици Србији, које послују у правној форми акционарских друштава, само себи сврха. Наиме, стиче се утисак да менаџери који управљају овим компанијама у ствари не схватају или, не желе да схвате, којим то циљевима корпоративно управљање стреми.

Имамо јак законодавни оквир корпоративног управљања, који углавном нико не поштује. Све је мртво слово на папиру. Приватизовали смо компаније да би држава прикупила приход од продаје, увели смо правила корпоративног управљања да бисмо их кршили или сами себе заваравали да смо обавили добар посао. У ствари, нисмо урадили скоро ништа. Вештачки смо створили тржиште капитала које не функционише. Низак ниво корпоративне културе довео је до концентрисаног власништва над компанијама, јер мали акционари нису знали шта да раде с акцијама, која су њихова права и обавезе, па су их одмах продали, то јест уновчили. И у компанијама које имају дисперзовано власништво углавном постоји акционар који поседује контролни пакет акција. Анкета је показала да више од 50% компанија не планира инвестиције у следеће три године, углавном да би сачувале постојећу власничку структуру. У више

од 90% компанија оснивачки капитал није увећаван у последње три године. Велика већина грађевинских компаније које смо анализирали не прикупља средства на тржишту капитала повећањем вредности или емисијом нових акција, већ се и даље задужују код пословних банака. У последњих десет година ретки су случајеви пријема акција компанија на званичан листинг Београдске берзе. Компаније које послују у форми акционарских друштава углавном тргују својим акцијама на слободном берзанском тржишту, преузимајући ризик јер то раде без правне заштите државе. У истом периоду акције многих компанија трајно су повучене с листинга наше берзе, због промене правне форме у друштва с ограниченом одговорношћу, због стечаја или кршења правила пословања берзе. Због нетранспарентног пословања и недоступности информација, страни инвеститори избегавају да инвестирају у наше компаније, јер нису сигурни коме, на који начин и под којим условима дају свој новац. Несугласице и спорови су неизбежни. Врло брзо схватамо да је наше судство, које се бави корпоративним споровима још у повоју.

Улога надзорних одбора углавном је протоколарна. Одбори директора, менаџмент и чланови надзорних одбора немају реалног мотива за предузимање акција и знатније ангажовање, јер у већини случајева не примају никакву накнаду за свој рад и ангажовање, или је та накнада фиксна, што опет није добро. Следећи проблем је што чланови управе често немају уговорно дефинисане односе с компанијама, са експлицитним правима и обавезама који проистичу из њиховог положаја.

Функција интерне ревизије у компанијама схваћена је погрешно. Нико се не сматра одговорним за њено функционисање. Екстерна ревизија такође је сама себи циљ.

Дакле, спроведено истраживање нам је потврдило оно што смо већ углавном и знали. Степен имплементације добре праксе корпоративног управљања у компанијама у Србији, па тако и у грађевинским компанијама које су предмет овог рада, врло је низак. Понекад се чини да нисмо одмакли даље од почетка. Овај пут ће нас одвести до маргина економских дешавања у светској привреди. Ствари треба мењати. Шта је потребно учинити, шта је потребно променити, па да се степен имплементације корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији доведе на задовољавајући ниво?

Анализа ће бити извршена по принципима ОЕСД-а, уз освртање на још неке теме које се сматрају важним, у покушају да се формира практично применљив модел корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији, што и представља главни циљ и сврху ове докторске дисертације, као што је и наведено у поглављу 2.1. У делу текста који следи, биће изнете идеје, то јест виђење како треба организовати корпоративно управљање у компанијама из ове бранше.

Ствар је на први поглед проста. С једне стране имамо светску праксу из ове области, с традицијом дужом од 170 година, а са друге стране тренутно стање у грађевинским компанијама-акционарским друштвима у Републици Србији, сублимирано

у резултатима анкете/истраживања степена примене добре праксе корпоративног управљања у овим привредним друштвима. Без обзира на дугу традицију корпоративног начина управљања у свету, увек има простора за промене. Другим речима, тај систем не треба схватити довршеним и прихватити га у целости, јер и он има своје мане. Те мане нарочито долазе до изражаја када се у сложу функцију звану корпоративно управљање дода још неколико варијабли, које се зову култура, традиција, геополитика. Тада овај систем постаје много сложенији и захтевнији.

Треба створити модел који ће помирити и уравнотежити ова два приступа.

8.2. Ефикасан оквир корпоративног управљања и функција државе

Што се тиче основе за ефикасан оквир корпоративног управљања, тренутна ситуација у нашој земљи је задовољавајућа. Неопходно је дорадити законске прописе у делу услова, права и обавеза исплате дивиденди свим акционарима. Потребно је обезбедити инструменте да се закони и прописи поштују. Постоји велики раскорак између закона, који су углавном задовољавајући и у великој мери унифицирани с европским законима, и праксе. То је један од горућих проблема у нашој земљи, у свим сферама живота и рада, па тако и у области корпоративног управљања. Потребно је појачати контроле у компанијама и увести строге казне за непоштовање закона. Наравно, постоји пуна свест аутора о експлоатисаности претходно реченог. Сви то говоре, а стање остаје исто или се погоршава. Морамо учинити додатни напор да се вратимо на пут којим иду све развијене земље света, где се непоштовање закона и прописа строго и ефикасно кажњава. Да би државни органи могли ефикасно да прате спровођење закона и казне преступнике, морају бити опремљени за тај посао. Морају бити кадровски ојачани, морају имати сва потребна средства за рад и сву пратећу инфраструктуру, као и овлашћење од државе, тј. ауторитет за обављање ове врло важне функције. Наш закон о привредним друштвима, у свом члану 368, налаже да се уз годишње извештаје прилажу изјаве о примени кодекса корпоративног управљања и објашњења у случају одступања. Дакле, ми не поштујемо правила која смо сами донели, на нивоу компанија. Истовремено очекујемо да ће страни инвеститор уложити новац у наше компаније, тј. да ће поверовати нашим уверавањима да ћемо испоштовати све што се договоримо. Морамо се сложити да ово једноставно није логично.

Правосуђе треба опремити кадровски и инфраструктурно за вођење судских спорова из области компанијског права, то јест спорова који настају у процесу корпоративног управљања. Ово је такође један од горућих проблема у нашој земљи. Практика у овој области је безначајна, а нагомилани проблеми велики. Неопходно је увести праксу обелодањивања појединих судских случајева из области корпоративног управљања да би се скренула пажња компанијама и појединцима да ће држава истрајати у намери да заведе ред у овом сегменту друштва.

Држава мора подстицати приватни сектор на увођење система корпоративног управљања истичући његове предности, које се огледају у лакшем приступу капиталу, побољшању перформанси компанија, ефикаснијем стратегијском управљању и повећаном поверењу свих стејхолдера. Доношење и спровођење кодекса корпоративног управљања у компанијама такође морају подржати влада и институције система.

Потребно је оживети тржиште капитала. Створити услове да се поново покрене интензивно трговање акцијама, те да компаније почну да користе благодети тржишта капитала и да обезбеђују финансијска средства користећи то тржиште.

Пошто је анкета показала да већина испитаника као основну препреку унапређењу корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији види недостатак информација и знања, треба размислити о формирању независног тела (комисије или одељења за корпоративно управљање нпр.) унутар компанија или ангажовању консултаната који ће држати сталну обуку свим запосленима о овој тематици. Посебну пажњу треба посветити обуци кадра који је директно укључен у процес корпоративног управљања, као што су чланови одбора директора и надзорних одбора, интерни ревизори, председници скупштина акционара и извршни директори.

Установити праксу доношења кодекса пословне етике у компанијама. Започети имплементацију позитивних принципа пословне етике у компанијама и подржавати професионално и непристрасно понашање и коришћење допуштених средстава у надметању с конкуренцијом.

Укључити у већем обиму принципе корпоративног управљања у интерна акта друштва.

Установити тржиште менаџера и пратити њихове резултате. Успоставити праксу забране обављања функције уколико је доказана повреда фидуцијарне дужности члана одбора.

Да би се ствари покренуле набоље и систем корпоративног управљања развио у правом смислу и обиму, потребно је постепено елиминисати државу, а самим тим и политичке утицаје и притиске те врсте на рад и развој компанија. У том циљу, држава мора у периоду који је пред нама (следећих пет година) да настави да продаје своје уделе у власништву у компанијама које јој нису од стратешког значаја, те да те компаније препусти тржишту. Да је државно власништво над компанијама ефикасније од приватног, данас не бисмо причали и писали о корпоративном управљању. Паралелно с овим процесом треба најзад окончати транзициони процес.

Оно што држава може и мора да учини, а није непосредно везано за ову тему, јесте да обезбеди равноправан третман домаћих и страних грађевинских компанија на нашем тржишту. Уколико наше компаније добију више добрих послова, то ће покренути нов инвестициони циклус, у којем ће онда више средстава бити издвајано и за унапређење система корпоративног управљања. Тиме ће наше грађевинске

компаније постати много привлачније за стране инвеститоре, који ће поново почети да улажу средства у њихов развој.

8.3. Права акционара и њихов равноправан третман

Анкета је показала да треба побољшати информисаност акционара, кад је у питању правовремено добијање релевантних информација, и осигурати право акционара на учешће у добити. Учешће у добити мора бити „свето писмо“ акционарства, јер представља практично и његову сврху. Дивиденде треба исплаћивати у договореном временском периоду.

Данас је у Србији тешко иједну грађевинску компанију оптужити за неисплаћивање дивиденде. Разлог су негативни пословни резултати, због недостатка посла и лоше политике државе.²⁵¹ Међутим, и ту постоје трикови које компаније, користећи „рупе“ у законима, примењују приликом исплате дивиденди, а у циљу промене власничке структуре у корист инсајдера (запослених и менаџмента).²⁵² Промене у структури власништва над капиталом компанија треба спроводити тако да се обезбеди једнак третман свих акционара. Исто важи и за промену структуре контролних власника акција.

Акционарима треба омогућити да гласају у одсуству, преко савремених средстава комуникације.

Права малих акционара посебно су угрожена. Делимично због њихове неинформисаности и ниског нивоа знања о начину функционисања система корпоративног управљања, а делимично и због концентрације власништва. Из анкете може јасно да се види да је физичка присутност малих акционара на седницама скупштине веома мала. Чест је случај да мали акционари гласају преко пуномоћника, а пуномоћник гласа по властитом нахођењу, вођен властитим интересима, без консултације с њима. Исти је случај с малим акционарима који су управљање својим акцијама препустили банкама. Сталном едукацијом треба указивати акционарима на њихова права и дужности, и тако повећати њихово интересовање и присутност на седницама скупштине. Информисати акционаре о њиховом праву на проширење дневног реда седнице, као и праву на улагање жалбе због нерегуларног вођења скупштине и других неправилности, Комисији за хартије од вредности или суду.

У великим грађевинским компанијама треба установити одељења за однос са инвеститорима. Тако би се побољшала комуникација између власника и менаџмента и изједначили сви инвеститори. Наиме, сви знамо да су инсајдерски модели приватизације, спроведени у Републици Србији, подразумевали бесплатну поделу акција

251) Додељивање послова страним грађевинским компанијама, које онда узимају наше компаније као подизвођаче, по ниским ценама. О овоме је већ било речи.

252) О овоме је било речи у поглављу 5.6. Уместо дивиденди, део добити се дели у акцијама, али само запосленима у компанији, чиме се мења власничка структура и крше правила о равноправности свих акционара.

запосленима и појединим категоријама становништва. Чест је случај да менаџмент компанија власнике који су до акција дошли на овај начин не сматра инвеститорима. Ову праксу треба променити.

8.4. Обелодањивање података и транспарентност

Подаци о власницима акција запослним у компанији морају бити јавно доступни, као и информације које се тичу остатка структуре власништва и контролног власништва. Компанија мора да обелодањује извештаје о трансакцијама између повезаних правних лица које прелазе 1/10 књиговодствене вредности активе компаније. Извештавање по међународним финансијским стандардима мора постати пракса у свим грађевинским компанијама које послују у правној форми акционарских друштава. Јавност мора бити информисана о свим значајним догађајима везаним за корпоративни живот компаније, као и о тренутном положају компаније и њеним плановима за будућност. Комисија за хартије од вредности и Београдска берза морају појачати контролу компанија с аспекта поштовања правила о транспарентности и обелодањивању информација, и имати могућност да промене и ојачају ова правила. Акционарима се мора омогућити да лакше долазе до информација.

Треба ојачати функцију спољне ревизије и осигурати њену независност и непристрасност. Стално усавршавање стручњака из ове области мора бити императив понашања.

Висина накнаде појединих чланова одбора мора бити транспарентна и доступна јавности и акционарима.

Биографске податке чланова одбора директора и надзорног одбора треба обавезно објављивати на веб страници компаније. Власници морају знати ко управља њиховим капиталом.

8.5. Модел корпоративног управљања, функције одбора и директори

Сматра се да у акционарским друштвима у нашој земљи, па тако и у онима која се баве грађевинском делатношћу, треба уводити дводомне моделе корпоративног управљања. Надзорни одбори морају да постоје. Опште је познато да је понуда и потражња за корупцијом веома распрострањена на простору бивше Југославије, а и читавог Балкана. То је чињеница коју морамо имати на уму све време док размишљамо о томе како да створимо систем који ће штитити интересе свих заинтересованих страна, а првенствено власника капитала. Систем који ће натерати одбор директора и менаџмент да ради у интересу друштва. Треба тежити да у надзорним одборима буде бар 30–40% независних чланова. Притом услов мора бити да независни чланови одбора немају никакве везе с грађевинском делатношћу. Критеријуме независности

ваља јасно дефинисати. Претходно је неопходно детаљно проучити њихове радне биографије, евентуалну повезаност с правним лицима која сарађују с компанијом за чији се одбор кандидују итд. Пошто чланове надзорног одбора бира скупштина акционара, сви наведени подаци морају бити правовремено доступни свим акционарима с правом гласа. У надзорне одборе обавезно треба укључити и представнике радника. Надзорни одбори морају да прате рад одбора директора. Одбори директора морају редовно (једном месечно) да извештавају надзорни одбор о својим активностима и плановима. Интерна ревизија мора бити инструмент у рукама надзорног одбора којим они могу у сваком тренутку да провере тачност података из извештаја одбора директора. Чланови одељења интерне ревизије морају бити независни, са стручним знањима из области финансија и рачуноводства. Програм рада одељења интерне ревизије треба да усваја надзорни одбор. Наравно, екстерни ревизор, који је такође под контролом надзорног одбора, даје коначну оцену пословног резултата и рентабилности компаније за претходни фискални период.

Сви смо сагласни да чланови одбора директора представљају „мозак“ чији је главни задатак стратешко вођење компаније. Ефикасност рада одбора директора директно је пропорционална њеном саставу, индивидуалним карактеристикама њених чланова и процесима и интеракцијама унутар одбора.²⁵³ Неки пак аутори сматрају да је бихевиористичка динамика, спрегнута с квалитетом међусобних односа извршних и независних чланова одбора много битнија за способност одбора да квалитетно извршава своје обавезе.²⁵⁴ Оно што се сматра битним, а што према проведеном истраживању није тренутна пракса у грађевинским компанијама у Републици Србији, јесте да сви чланови одбора директора морају истовремено да буду и акционари компаније. Негативне ефекте овог предлога – који се огледају у могућности дела чланова одбора директора (извршних директора) да фалсификују пословни резултат у сврху раста цена акција и, сходно томе, прибављања личне користи – треба да осујети и спречи надзорни одбор. Исто тако треба инсистирати на уговорном односу чланова одбора директора. Ти уговори треба да регулишу сва права и обавезе, дужности и овлашћења чланова одбора. Чланови одбора директора морају да функционишу по унапред утврђеним процедурама које дефинишу начине извршавања појединих задатака, као и поље деловања чланова одбора у укупној организационој структури компаније. Колективна и појединачна одговорност одбора директора и његових чланова мора да буде јасно дефинисана.

Чланови одбора директора, по основу своје фидуцијарне дужности и независности, морају да раде у најбољем интересу компаније и да штите интересе свих акционара, па тако и мањинских. Уколико се установе неправилности, недоследност и непрофесионалност у раду чланова одбора, те чланове треба кажњавати. Одбор

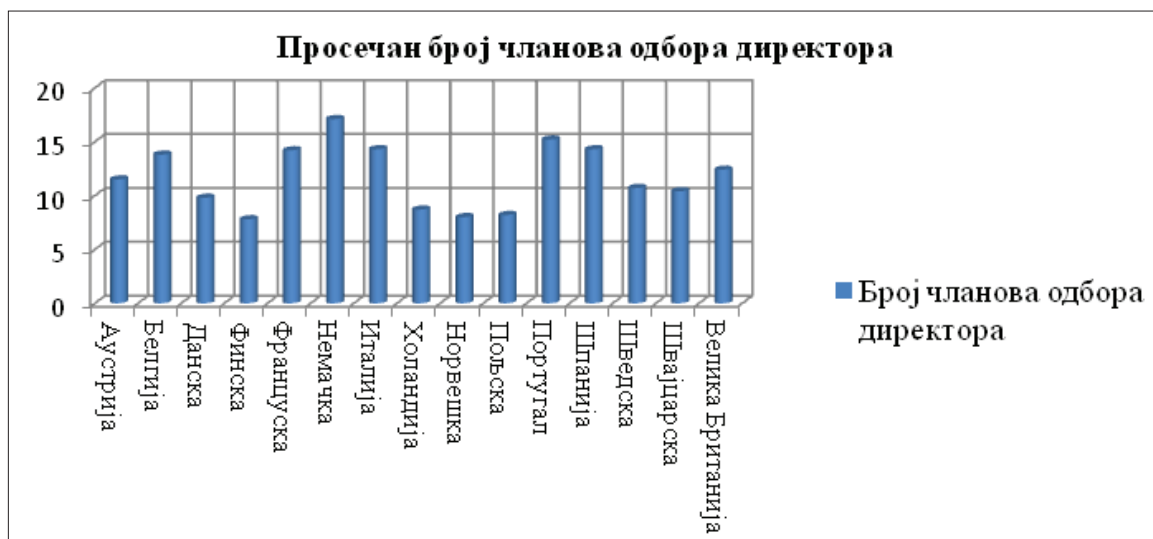
253) Babić, Verica, Jelena Nikolić, Jelena Erić: *Rethinking board roles performances: Toward integrative model*, *Economic Annals*, Vol. 56 (190), 2011, стр. 156.

254) Bailey, Bernard, Simon Peck: *Boardroom strategic decision-making style: Understanding the antecedents*, *Corporate Governance: An International Review*, 21 (2), 2013, стр. 142.

директора и надзорни одбор морају да установе сталне комисије које ће поспешити њихов рад и учинити га ефикаснијим. Међу њима, обавезно треба основати комисије за именовања, ревизију и накнаде. Сви чланови одбора морају имати приступ свим информацијама потребним за њихов несметан рад.

Број чланова одбора директора мора бити сразмеран величини компаније. Пошто грађевинске компаније имају сложену организациону структуру, одбори треба да имају одговарајући број чланова, како би добро управљали компанијама. Европска пракса показује да одбори директора имају 8–17 чланова (види графикон у наставку текста). У анкетираним грађевинским компанијама просечан број чланова одбора директора је 4,7. Број чланова треба повећати увођењем већег броја независних чланова и неизвршних директора. На тај начин ће се подићи квалитет одбора и његова способност да се ухвати у коштац са свим врстама проблема. Говорили смо о томе да сваки члан одбора са собом доноси одговарајуће контакте с другим компанијама, који ће бити од велике помоћи приликом обезбеђивања нових послова, решавања текућих проблема у пословању и прибављања финансијских средстава потребних за инвестиције, као и банкарских гаранција, врло битних у грађевинском послу због великих вредности пројеката.

Графикон бр. 5: Просечан број чланова одбора директора у европским земљама



Извор: <http://www.heidrick.com>

Када је реч о одбору директора, обавезно треба поменути институцију генералног директора и других извршних директора/менаџера. У нашем народу генерални директори представљају „богове који ходају земљом“. Моћ и утицај су храна за људски его, опијат од којег се човек тешко одвикава и опоравља. Утицај генералних директора у грађевинским компанијама у нашој земљи је веома велики, што је истраживање и показало. Велики утицај једног човека у компанији, у друштву као што је наше, врло је опасан. Овај утицај треба умањити и уравнотежити повећањем овлашћења чланова одбора директора, деловањем надзорног одбора и спречавањем

праксе да генерални директор буде уједно и председник одбора директора. Наравно, сходно одговорности коју на себе преузима, нормално је и логично да генерални директор има већа овлашћења од осталих запослених и чланова управе.

Менаџери тј. извршни директори морају имати најјачи интегритет, јер се налазе на извору збивања, тј. поседују све битне информације о тренутном стању и плановима компаније. Ова врста моћи се врло лако може злоупотребити. Да ли ће менаџери радити у интересу власника или у личном интересу зависи од много фактора. Један од најбитнијих је накнада за њихов рад. Уколико су накнаде одговарајуће у износу и обиму, тј. уколико на прави начин стимулишу менаџере на постизање још бољих резултата и професионалан и поштен приступ послу, неће бити проблема с малверзацијама и злоупотребом положаја.

Потребно је онемогућити чланове одбора директора и надзорних одбора да учествују у раду више од два одбора. У периоду 2000–2010. године, у Србији је била честа пракса да исти људи суделују у раду пет и више одбора.²⁵⁵ Практично је немогуће, без обзира на интелектуалне способности појединца, квалитетно обављати посао члана одбора директора или надзорног одбора у више од две компаније и бавити се својом основном професијом. У последњих неколико година, ова негативна пракса полако губи на интензитету, делимично и због укидања или фиксирања накнада за ове услуге.

Обавезно би било уздржавање од гласања у случају сукоба интереса чланова одбора, уз претходно изјашњавање о природи тог сукоба. Периодично треба преиспитивати свој рад и своје резултате. Само самокритични људи могу да напредују и усавршавају се. Треба увести и принцип евалуације рада извршних директора од стране неизвршних директора у одбору директора. Овај принцип унакрсне контроле и преиспитивања веома је важан и засигурно ће донети позитивне резултате у смислу повећања ефикасности пословања и избора најбољег кадра за одборе.

Фиксне накнаде или непостојање накнаде за обављање функције члана одбора директора или надзорног одбора није добра пракса. Члан одбора мора да прима накнаду за свој рад и залагање, али само под једним условом: да то залагање доноси и мерљиве резултате на краћи или дужи рок. Аутор је сагласан с примерима из света, где се висина награда за чланове одбора веже за краткорочне и дугорочне пословне резултате, као и за вредност акција.

8.6. Значај запослених у компанијама за развој корпоративног управљања

Један од главних разлога за лоше пословне резултате грађевинских компанија у Републици Србији, па тако и за низак ниво корпоративног управљања, поред

255) Суштински, идејни творци ове праксе су биле политичке партије на власти. Да би привукле стручне кадрове, са друге стране ограничене буџетима за зараде, нудиле су таквим појединцима места у одборима компанија у којима држава има удео у власништву, и на тај начин повећавали укупна примања тих људи.

објективних разлога,²⁵⁶ јесте лош однос према запосленима.²⁵⁷ Статус запослених у грађевинским компанијама у Републици Србији константно је, почев од 1991. године, деградиран и урушаван. Са изменама и допунама закона о раду, посебно у делу који се односи на радни однос на одређено време, положај радника постао је још тежи.²⁵⁸ Улагање у образовање радника практично не постоји, а и у ретким примерима где компаније улажу средства у обуку и едукацију радника, то се сматра трошком, а не инвестицијом. Углавном не постоји никаква узајамна веза између компаније и радника. Радник не осећа припадност колективу или компанији. Такав демотивисан и деморалисан радник не може да пружи много. Ко ће онда да имплементира корпоративно управљање у грађевинске компаније?

Шта чини укупну вредност једне компаније? Њене некретнине (пословне зграде, фабрике), опрема за производњу, нематеријална вредност (енгл. *goodwill*).²⁵⁹ И њени запослени. Радници представљају највећу вредност једне компаније. Да би компанија успешно употребила људски потенцијал, треба деловати у четири правца.

Треба стално инвестирати у образовање и усавршавање кадра, да би се запосленима омогућило да што ефикасније обављају своје дужности. Циљ је да се радници подстакну да постижу боље резултате и остваре свој пун потенцијал. Исто важи и за образовање и усавршавање из области корпоративног управљања. Знање које запослени доносе са собом из школских клупа више није довољно за обављање сложених активности и операција које од њих захтевају модерне компаније с корпоративним системом управљања. Савремено тржиште поставља увек нове и нове захтеве. Велике компаније у свету одавно су схватиле ову потребу. Милиони долара се улажу у образовање и обуку радника. Формирају се тренинг-центри у којима се радници и менаџери обучавају за обављање задатака из домена своје пословне праксе, уз обилато коришћење у свету доступних стручних знања из области управљања ресурсима компанија чијим се акцијама тргује на регулисаном тржишту. Образовање радника из области корпоративног управљања директно ће утицати на ефикасност компанија и пословни резултат.

Други правац деловања треба да буде укључивање радника у активности компаније. Овде треба применити позитивну праксу јапанског модела корпоративног управљања. Увести хумани капитализам који би тако добро надоместио тековине радничког самоуправљања. Питати радника за мишљење уз сталне консултације с

256) Један од објективних разлога лоших пословних резултата грађевинских компанија у Републици Србији је светска економска криза, која траје непрекидно од 2008. године.

257) Ту се мисли на све запослене, извршиоце, руководиоце и менаџере.

258) Закон о раду, Службени гласник Републике Србије бр. 24/2005, члан 37. Овај члан дефинише да радник може да има уговор о раду на одређено време 24 месеца, или до краја пројекта на којем ради.

259) Представља нематеријалну вредност, тј. разлику између тржишне вредности компаније и цене коју је купац спреман да плати, због њене успешности, перспективности и/или квалитета производа/услуга које пружа.

менаџментом. Представнике радника треба укључити у одборе, како то чине јапанске и немачке компаније. То ће сигурно допринети ефикаснијем раду компанија. Ојачати радничко акционарство. Овај вид укључивања радника у односе с компанијом јача мотивацију и преданост радника, повећава продуктивност и смањује социјалне тензије.²⁶⁰ Исто треба искористити да се повећа вредност компаније кроз приснији однос радника с компанијом и осећај припадности групи. Раднике, као једну од најважнијих група стејкхолдера компаније, треба активно укључити у процес стварања богатства, заједно с власницима. Имаоцима акција који су запослени у компанији претходно треба објаснити која су њихова права и обавезе, ризици и одговорност.

Четврти и последњи правац деловања на побољшање статуса радника и њихове интеграције у компаније односи се на подстицање њихове посвећености и преданости. Зашто је у свету чест случај да радник проведе цео радни век у једној компанији? Зато што компанија постаје део његовог живота, његова друга породица. Зато што се осећа удобно и сигурно у својој компанији. Зато што ће компанија увек стати иза њега у тешким тренуцима. Сви ови принципи одавно су исчезли из наших грађевинских компанија. Флукуација радника је велика. Потребно је време да се радник прилагоди свом радном месту, да се упозна с начином функционисања компаније, са својим правима и обавезама. Када цео тај процес прође и радник почне да даје високе резултате, напушта компанију јер није задовољан условима рада, зарадом, пажњом коју му компанија посвећује или њеном стратегијом развоја. Задовољан радник сигурно ће дати боље резултате у раду и имплементацији добре праксе корпоративног управљања. Задовољан радник неће посезати за корупцијом, бринуће о имовини компаније и бранити њене интересе.

8.7. Хијерархија, ред и дисциплина

Оно што у већини наших грађевинских компанија одавно не постоји, па чак и у онима које су основане као акционарска друштва, то је јасно дефинисана хијерархија која се поштује и примењује, као и ред и дисциплина. Неко ће се сигурно упитати какве то везе има с корпоративним начином управљања?

Ниједан систем на нашој планети у чијем раду учествује људски фактор не може да буде ефикасан уколико не постоји ред и дисциплина.²⁶¹ Грађевинске компаније, због специфичне делатности, имају врло сложену организациону структуру. Свако градилиште представља један профитни центар-компанију у малом. Грађевинске

260) *European Commission: Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, Brussels, 2011, стр. 17.

261) Најбољи пример је војска. И војска је један облик компаније. Многе компаније у бившој СФРЈ оформиле су своје системе руковођења по угледу на војску. Свака грађевинска компанија има сличности с војском, где градилишта представљају фронтове.

компаније нису производни погони оградањени жичаном оградом и капијом, унутар које све почиње и све се завршава. У грађевинским компанијама логистичка подршка пројектима-градилиштима је веома сложена. Уколико нису утврђене хијерархија и тачне процедуре и правила понашања и извршавања одређених активности, и уколико се те процедуре и хијерархија не поштују, добијамо неартикулисан систем који „живи“ само захваљујући инерцији, која се у овом случају читава кроз иницијативу појединца.

У том смислу, за увођење система корпоративног управљања веома је битна, и с њим уско повезана, имплементација међународних стандарда на пољу система менаџмента квалитета, заштите животне средине, здравља и безбедности запослених и безбедности података и информација.²⁶² Потребно је поштрирати процедуре периодичне контроле имплементације ових стандарда у компанијама, јер су у многим грађевинским компанијама ови стандарди постали сами себи сврха.²⁶³

9. Завршна разматрања

9.1. Тестирање хипотеза

У овој докторској дисертацији тестиране су једна општа и три посебне хипотезе.

➤ **Општа хипотеза:**

У савременој теорији менаџмента, корпоративно управљање је у основи добро дефинисано, али се у његовом функционисању јављају тешкоће, зависно од степена развоја одређене организације.

Спроведена анкета јасно је показала да је ефикасност и ефективност имплементације система корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији директно пропорционална степену развијености тих компанија на почетку процеса имплементације. Од способности и стручности руководиоца зависе могућност сагледавања и темпо увођења принципа на којима почива корпоративно управљање у њихове компаније. Део анкетираних компанија, оне које су у свом процесу рада имале могућности да сарађују са страним компанијама које функционишу на принципима корпоративног управљања, брже је уводио у своју организациону структуру елементе добре праксе корпоративног управљања. Исто важи и за комбиновање

262) Ово се односи на стандарде ISO 9000, ISO14000, ISO18000 и ISO27000.

263) Увођење система менаџмента у грађевинским компанијама постало је један од услова за учешће на тендерима. Компаније су платиле консултантским кућама велики новац да се напишу правила и процедуре, које нико не поштује. Испитивачи, тј. лица која врше провере имплементације ових стандарда, углавном не раде свој посао професионално и олако продужавају ове сертификате, уз евентуалне корективне мере. Још један пример деловања у корист своје штете.

елемената наше културе и традиције у овај систем. Грађевинске компаније које се баве одржавањем путне мреже (тзв. путарске компаније) у Републици Србији генерално су на много нижем нивоу по организационим способностима и способностима прихватања и увођења нових правила у односу на грађевинске компаније, које су изводиле и изводе радове и ван граница наше земље. Исти је случај и са заштитом права акционара и других поверилаца. На основу изнетог, општа хипотеза сматра се потврђеном.

➤ **Прва посебна хипотеза:**

Што се више пословање грађевинских компанија у Републици Србији заснива на принципима корпоративног управљања, утолико се ефикасније и ефективније остварују циљеви и већа је њихова конкурентност на домаћем и иностраним тржиштима.

Истраживање спроведено на узорку од двадесет шест компанија показало је да је општи ниво корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Републици Србији врло низак. Постојећи начин управљања грађевинским компанијама на дужи рок засигурно неће довести до развоја ових друштава, па је према томе неодржив. То резултати пословања јасно показују.

Међутим, ако се анкете анализирају појединачно, врло лако се долази до закључка да су пословни резултати, ефикасност и рентабилност пословања, као и конкурентност компанија на домаћем и страном тржишту директно пропорционални нивоу корпоративног управљања у тим компанијама. Један од главних индикатора доброг пословања јесте и исплата дивиденди. Исплата дивиденди за претпоставку има да је компанија у претходној фискалној години остварила позитиван пословни резултат, да је ликвидна и солвентна. То даље значи да компанија поштује једно од основних права акционара, а то је право на профит.

Само је пет компанија од свих анкетираних исплаћивало дивиденде у последње три године. Анкете тих пет компанија показале су и најбоље резултате кад је реч о степену имплементације добре праксе корпоративног управљања. Четири од њих пет послује у иностранству и изводи радове за стране инвеститоре. Акцијама већине ових компанија трговало се на регулисаном тржишту у протеклој години.

Све наведене чињенице довољно потврђују констатацију из посебне хипотезе број 1, чиме се ова хипотеза сматра потврђеном.

➤ **Друга посебна хипотеза:**

Што се више у грађевинским компанијама у Републици Србији елементи стандарда корпоративног управљања развијених земаља света буду комбиновали с елементима традиције, културе и геополитичким специфичностима, већа је могућност да се формира за Републику Србију успешан модел корпоративног управљања овим компанијама.

Друга посебна хипотеза надовезује се на прву. У пословној пракси појединих компанија, како је показало истраживање, осећају се позитивни помаци ка дефинисању модерног начина управљања. Међутим, компаративне предности наше државе, као и елементи традиције и културе комбиновани с геополитичким специфичностима, недовољно се укључују у добру светску праксу корпоративног управљања. Неке од горе наведених компанија, које се издвајају по вишем нивоу корпоративног управљања, налазе се на правом путу, формирајући тако контуре једног особеног модела који ће дати најбоље резултате у компанијама грађевинске делатности на тлу Републике Србије.

Закључак који се логично намеће јесте да је корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Републици Србији могуће унапредити комбиновањем елемената стандарда корпоративног управљања развијених земаља света с елементима традиције, културе и геополитичким специфичностима наше земље. Тако ће се формирати модел корпоративног управљања који ће бити примењив и одржив у грађевинским компанијама у Србији. Према томе, тиме се посебна хипотеза број 2 сматра потврђеном.

➤ **Трећа посебна хипотеза:**

Што је оптималнији модел корпоративног управљања, у већој мери се остварују права акционара.

Трећа посебна хипотеза представља логичан закључак. Уколико грађевинске компаније у Републици Србији буду више примењивале специфичан модел корпоративног управљања који се помиње у другој посебној хипотези, у већој мери ће бити заштићени и остварени интереси и права акционара, као и свих осталих поверилаца. Према томе, тиме је и посебна хипотеза број 3 потврђена.

9.2. Закључак

Оно што мора да нас постакне на још преданији рад јесте чињеница да грађевинске компаније у нашој земљи још увек имају кадар који може успешно да изведе и најсложеније пројекте. У томе не заостајемо много за светом. Сами себи морамо признати да увек губимо на пољу маркетинга, организације и менаџмента. Наравно, не можемо грађевинске компаније посматрати као изоловане јединице. Све су оне инкорпориране у привредни систем наше земље. Ретки су случајеви компанија које постижу врхунске резултате на светском нивоу, а послују у окружењу какво је наше. Распад земље, санкције, грађански рат, бомбардовање... Сви ови догађаји врло су негативно утицали на пословно окружење у Републици Србији.

Корпоративно управљање морамо препознати као један од алата који ће нам помоћи да се што брже вратимо на светску привредну сцену као држава, па тако и кроз компаније које ће нас у свету представљати. Општа слика корпоративног

управљања у српским грађевинским компанијама је лоша. Недостатак традиције, низак ниво корпоративне културе и лоша пракса поштовања закона и прописа главни су разлози лошег стања. Охрабрује чињеница, доказана у спроведеном истраживању, да међу грађевинским компанијама у нашој земљи постоје светли примери. У тим компанијама се поприлично одмакло с применом добре праксе корпоративног управљања. Ова акционарска друштва би, уз додатне корекције система управљања, које су у овој дисертацији предложене, врло брзо достигла светски ниво у овој области.

Наша држава, тром и инертан систем, и овде представља препреку. Подстицај развоју тржишта капитала, улагање у образовање и јачање правосуђа задаци су које не може на себе преузети ниједна компанија. То мора да реализује држава, преко својих законодавних, регулаторних и извршних органа. Исто важи и за борбу против корупције и стварање погодне климе за раст и развој наших грађевинских компанија. Држава мора да онемогући мешетаре и шпекуланте који теже да стекну личну корист, а на штету велике већине грађана. Закони и прописи морају константно да се усавшавају, да би се избегле злоупотребе.

Без великог броја конкурентних компанија, с добрим корпоративним управљањем, нема дугорочног одрживог развоја српске економије. Добро вођена компанија мора да задовољи свој главни циљ, а то је максимизација вредности за њене акционаре, истовремено послујући по принципима одрживог развоја, поштујући интересе свих заинтересованих страна.

Пропуштена је прилика да се кроз приватизацију српских компанија покрену и остали процеси који карактеришу развијено капиталистичко друштво, као што су развој тржишта капитала и акционарства. Практика је показала да је приватизација у Србији само лоше прерасподелила власнички удео. Лоше, јер су приватизоване компаније углавном завршавале у рукама власника чија намера није била да наставе и унапреде производњу, већ само једнократна лична корист. Држава мора наћи начина да обезбеди поштовање закона из области корпоративног управљања и да оштро казни оне који законе крше, и тако пошаље јасну поруку свима да ће истрајати на свом путу имплементације закона и прописа.

Потребно је уложити још много труда у образовање малих акционара, посебно оних који су акције добили бесплатно, у процесу приватизације. Практика показује да су њихова знања о акционарским правима, знања о правилима берзанског пословања, методама берзанске трговине, обавезама брокера и другим стварима везаним за ову област на веома ниском нивоу.

Формирање дводомних система и јачање улоге надзорних одбора мора бити један од најважнијих задатака будућих руководстава грађевинских компанија. Надзорни одбори морају имати стварну, а не козметичку улогу. Чланове надзорних одбора треба бирати пажљиво. То морају бити стручњаци високих моралних вредности

и људи који имају критичну количину знања и довољно пословних контаката битних за функционисање и напредак компаније.

Јачање система унутрашње контроле компанија исто је крџијално за развој корпоративног управљања у грађевинским компанијама. Независни инструмент унутрашње контроле послужиће управљачким и контролним органима компаније да ефикасно лоцирају узрок неког проблема у компанији, који може бити организационе или извршне природе, као и да помогне у његовом ефикасном отклањању.

Предмет даљег емпиријског истраживања из ове области може бити праћење неколико варијанти предложеног модела корпоративног управљања у грађевинским компанијама у Србији, те анализа резултата и успешности примене. Само систем корпоративног управљања прилагођен нашем менталитету и геополитичким карактеристикама овог дела света може да се имплементира и заживи на овим просторима. Корпоративна пракса у пословном и судском амбијенту допринеће учвршћивању темеља овог начина размишљања и управљања привредним друштвима.

Списак коришћене литературе

1. Алексић, Драгана: *Нови оквир за корпоративно управљање*, 2012; доступно на <http://www.ber.rs/documents/news/2012-03-06-novi-okvir-za-korporativno-upravljanje.pdf>.
2. Анђелић, Милена, Сандра Родић и Лидија Шешкар: *Увод у корпоративно управљање*, Београдска берза, 2005.
3. Анџић, Слободан, Далибор Крстић, Ана Опачић: *Фактори корпоративног управљања*, Одитор, бр. 2, 2011.
4. Бабић, Верица: *Развој механизма корпоративног управљања у постприватизационом периоду*, саветовање „Изазови трансформације у реалном и финансијском сектору Србије“, Ниш, 2000.
5. Бабић, Верица: *Корпоративно управљање у транзицији*, Крагујевац, 2006.
6. Babić, Verica: *Corporate governance in transition economies*, *Teme*, Vol. 34, Br. 2, 2010.
7. Бабић, В: *Кључни аспекти управљачког реструктурирања предузећа у процесу транзиције*, *Економист*, Vol. 34, Број 2, 2010.
8. Babić, Verica, Jelena Nikolić, Jelena Erić: *Rethinking board roles performances: Toward integrative model*, *Economic Annals*, Vol. 56 (190), 2011.
9. Бабић, Верица, Јелена Николић: *Утицај структуре власништва на перформансе корпорација: поређење тржишних и транзиционих економија*, Јанићијевић Небојша, Стипе Ловрета (едитори): *Нови методи менаџмента и маркетинга у подизању конкурентности српске привреде*, Економски факултет, Београд и Нови Сад, 2011.
10. Бабић, Верица, Јелена Николић: *Ефекти промена структуре власништва: искуства транзиционих економија*, Јанићијевић Небојша, Стипе Ловрета (едитори): *Конкурентност предузећа у Србији*, Економски факултет, Београд, 2013.
11. Bailey, Bernard, Simon Peck: *Boardroom strategic decision-making style: Understanding the antecedents*, *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 2013.
12. Барјактаровић-Ракочевић, Слађана, Слађана Бенковић, Снежана Кнежевић: *Корпоративно управљање у банкама у Србији*, *Management*, Vol. 16, Br. 61, 2011.
13. Baumol, William: *Business behaviour, Value and Growth*, Harcourt, Brace and World, New York, 1967.
14. Беговић, Борис и други: *Унапређење корпоративног управљања*, ЦЛДС, 2003.
15. Беговић, Борис, Бошко Мијатовић и Бошко Живковић: *Нови Модел приватизације у Србији*, ЦЛДС, 2005.
16. Беговић, Борис и други: *Корпоративно управљање: пет година касније*, ЦЛДС, 2008.
17. Berglof, Erik, Anete Pajuste: *Emerging owners, eclipsing markets? – Corporate Governance in transition*, Stockholm School of Economics, Stockholm, 2002.
18. Berle, Adolf A. Jr, Gardiner C. Means: *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1933.

19. Bezemer, Pieter, Gavin Nicholson, Amedeo Pugliese: *Inside the boardroom: exploring board member interactions*, 2013; доступно на <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/QRAM-02-2013-0005>
20. Богавац Цветковић, Наташа: *Финансијске стратегије корпорација*, Мегатренд Универзитет, Београд, 2010.
21. Brancato, Carolyn Kay, Christian Plath: *Corporate Governance Handbook*, The Conference Board Inc., New York, 2005.
22. Буквић, Рајко: *Корпоративно управљање и перформансе предузећа: Квантитативна анализа зависности на примеру Србије*, Зборник радова више пословне школе у Новом Саду, 2003.
23. Cadbury, Adrian: *Corporate Governance and Chairmanship – A Personal View*, Oxford, 2002.
24. Церовић, Божидар и др.: *Ефекти приватизације у Србији: Прелиминарни резултати*, Економски анали, тематски број, Економски факултет у Београду, 2003.
25. Clarke, Roger, Tony Mcguinness: *Economics of the Firm*, Oxford, Basil Blackwell, 1987.
26. Coase, Ronald: *The firm, the market and the law*, University of Chicago Press, 1988.
27. Coase, Ronald: *The nature of the firm*, *Economica*, Vol. 4(16), 1937.
28. Cohen, Kalman, Richard Cyert: *Theory of the firm: Resource Allocations in a market Economy*, Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall, 1965.
29. Colley, John et al.: *Corporate Governance*, McGraw-Hill Executive MBA Series, USA, 2003.
30. Commission of the European Communities: *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward*, COMM, Brussels, 2003.
31. Cyert, Richard, James March: *Bihevioral theory of the Firm*, 2nd edition, Wiley Blackwell, 1992.
32. Чолак Михалик, Марија: *Корпорационо управљање и модели корпорационог управљања*, Банкарство, Број 9–10, 2006.
33. Чупић, Милан: *Анализа стања и могућности за унапређење корпоративног управљања у Србији*, Економика предузећа, Vol. 58 (3–4), Београд, 2010.
34. Dankova, Petya: *Contemporary corporate governance: Shifting of the accents*, *Economic Annals*, Vol. 169, 2006.
35. Davies, Adrian: *Best practice in Corporate Governance: Building Reputation and sustainable success*, Ashgate Publishing Group, Abingdon GB, 2006.
36. Davis, James, David Schoorman, Lex Donaldson: *Toward a stewardship theory of management*, *The Academy of management review*, Vol. 22, No. 1, 1997.
37. Дедеић, Предраг: *Приватизација и корпоративно управљање у Србији*, *Право и привреда*, Vol. 41, Бр. 5–8, 2004.
38. Demise, Nobuyuki et al.: *Corporate Governance in Japan – From the Viewpoints of Management, Accounting, and the Market*, Springer, Tokyo, 2006.
39. Denčić-Mihajlov, Ksenija: *Corporate Governance in Serbia: An overview of recent developments*, *Economics and Organization*, Vol. 3, Br. 2, 2006.
40. De Soto, Hernando: *The other Path*, Harper & Row, New York, 1989.

41. Домановић, Виолета: *Тржишне корпоративне контроле – механизми преузимања и стратегије одбране*, у Бабић, Верица (редактор): *Корпоративно управљање у условима транзиције*, Економски факултет, Крагујевац, 2004.
42. Donaldson, Lex, James, Davis: *Stewardship theory or Agency theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, Australian Journal of Management, Vol. 16, No. 1, 1996.
43. Donaldson, Lex, Thomas, Lee Preston: *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications*, The Academy of Management Review, Vol. 20, No. 1, 1995.
44. Drees, Johannes, Pursey Heugens: *Synthesizing and extending resource depending theory: A meta-analysis*, Journal of management, Vol. 39, No. 6, 2013.
45. Ђулић, Катарина, Лидија Шешкар: *Scorecard корпоративног управљања у Србији*, Право и Привреда Бр. 10/12, 2010.
46. Ђуричин, Драган: *Излази из транзиционизма*, Економика предузећа, Vol. 56, Бр. 1/2, 2008.
47. European Commision: *Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, Brussels, 2011.
48. Fama, Eugene, Michael, Jensen: *Separation of Ownership and Control*, Journal of law and Economics, Vol. 26, 1983.
49. Fee, Edward, Charles Hadlock: *Management turnover across the corporate hierarchy*, Journal of accounting and Economics, Vol. 37, Issue 1, 2004.
50. Freeman, Edward: *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, 1984.
51. Friedman, Milton: *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago Press, Chicago, 1982.
52. Ђњатовић, Драгана: *Основи макроекономије*, Мегатренд Универзитет примењених наука, Београд, 2003.
53. Ђњатовић, Драгана: *Основи микроекономије*, Мегатренд Универзитет примењених наука, Београд, 2005.
54. Goodpaster, Kenneth: *Business ethics and stakeholder Analysis*, Business Ethics Quarterly, Vol. 1, Issue 1, 1991.
55. Грачанац, Александар: *Корпоративно управљање у процесу приватизације*, Пословна економија, Год. 3, Бр. 1, 2009.
56. Greenfield, Kent: *The failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and Progressive Possibilities*, University of Chicago Press, Chicago, 2006.
57. Hansmann, Henry B., Reinier Kraakman H.: *The end of history for Corporate Law*, Georgetown Law Journal, Vol. 89, 2003.
58. Hillman, Amy, Thomas Dalziel: *Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence Perspectives*, Academy of Management Review, Vol. 28, No. 3, 2003.
59. Hofstede, Geert: *Cultures nad Organizations: Software of the Mind*, McGraw-Hill, New York, 1997.
60. Huse, Morten: *Boards, Governance and Value Creation: The human side od Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2007.
61. Iturralde, Txomin, Amaia Maseda, Blanca Arosa: *Insiders ownership and firm performance – Empirical evidence*, International Research Journal of Finance and Economics, 67, 2011.

62. Ивковић, Драган, Владимир Кнежевић, Славко Каравидић: *Корпоративно управљање, Висока школа за пословну економију и предузетништво (ПЕП), Београд, 2014.*
63. Јанићијевић, Небојша: *Утицај организационе културе на контролу понашања у организацијама*, Економске теме, 50(3), 2012.
64. Јанићијевић, Небојша: *Утицај националне културе на мотивацију, оцену перформанси и компензацију запослених*; Јанићијевић, Небојша, Стипе Ловрета (едитори): *Конкурентност предузећа у Србији*, Економски факултет, Београд, 2013.
65. Jensen, Michael, William Meckling: *Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4, 1976.
66. Јоцовић, Мијат: *Проблем корпоративног управљања и могућа решења у теорији и пракси*, Правни живот, Број 12, 2007.
67. Јовановић, Предраг: *Анатомија корупције*, Transparency International Serbia, Beograd, 2001.
68. Каен, Fred R.: *A blueprint for corporate governance*, Amacom, 2003.
69. Капор, Предраг: *Тржиште капитала у Србији*, Мегатренд ревија, Бр. 9 (4), Београд, 2012.
70. Knudsen, Christian: *Theories of the firm, Strategic management and Leadership*, in Montgomery, Cynthia (ed.): *Resource-Based and Evolutionary Theories of the firm: Towards a Synthesis*, Kluwer Academic Publishers, Boston, Massachusetts, 1995.
71. Колаковић, Марко, Бранко Ковачевић, Борис Сисек: *Утјецај теорија предузећа на сувремене приступе организацији предузећа*, Економски преглед, 53(9–10), 2002.
72. Крстић, Јован, Милица Ђорђевић: *Интерна контрола и управљање ризиком предузећа – од традиционалног до ревидираног COSO модела*, Економске теме, Vol. 50 (2), 2012.
73. Krugman, Paul, Maurice Obstfeld: *Међународна економија – Теорија и политика*, Датастатус, Београд, 2009.
74. Лојпур, Анђелко, Милан Лакићевић: *Корпорацијско управљање у теорији и пракси приватизације*, Економски факултет Подгорица, 2009.
75. Maassen, Gregory: *An international Comparison of Corporate Governance Models*, Spencer Stuart, Elst, 2000.
76. Mallin, Christine: *Corporate Governance*, Oxford University Press, Inc., New York, 2010.
77. Marris, Robin: *A model of the „Managerial“ Enterprise*, Journal of Economics, Vol. 73, 1963.
78. Матавуљ, Љиљана: *Ефекти приватизације у Србији: Велика предузећа са већинским страним капиталом*, Академска мисао, Београд, 2008.
79. Мијатовић, Бошко и други: *Четири године транзиције у Србији*, ЦЈДС, 2005.
80. Millward, Robert, David Parker: *Public and Private Enterprise: Comparative Behaviour and Relative Efficiency*; in Robert Millward et al. (editors): *Public Sector Economics*, Longman, London, 1983.
81. Monks, Robert, Nell Minow: *Corporate Governance*, John Wiley & Sons, 2011.
82. Николић, Иван: *Приватизација у Србији – између еуфорије и разочарења*, Саветовање научног друштва економиста Србије, Београд, 2012.
83. Николић, Јелена, Јелена Ерић: *Улога и врсте управних одбора у корпоративном Управљању*, Менаџмент – часопис за теорију и праксу менаџмента, 16 (60), 2011.

84. Nikolić, Jelena, Verica Babić, Jelena Erić: *Ownership structure and corporate financial performance in Serbia: empirical evidence*, Actual Problems of Economics, 9(147), 2013.
85. *OECD Principles of Corporate Governance* – 1999 Edition.
86. *OECD Principles of Corporate Governance* – 2004 Edition.
87. Orton, Oliver, Beatrice Meyer and Gordana Dostanić: *Korporativno upravljanje, priručnik*, International Finance Corporation, Beograd, 2011.
88. Palazzo, Bettina: *Habits of the Heart in US – American and German Corporate Culture*; Zimmerli, Walther, Klaus Richter, Markus Holzinger (editors): *Corporate Ethics and Corporate Governance*, Springer, Berlin, 2007.
89. Papandreou, Andreas: *Problems in the theory of the firm, Some basic problems in the Theory of the Firm*, Haley, 1952.
90. Пауновић, Благоје: *Економика предузећа*, Економски факултет у Београду, 2000.
91. Пауновић, Благоје: *Економика предузећа – предузеће, окружење и улагања*, Економски факултет, Београд, 2013.
92. Петровић, Перо: *Могући ефекат приватизације – ефикасно управљање предузећем*, Економски анали, 2003.
93. Pfeffer, Jeffrey: *Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment*, Administrative Science Quarterly, Vol. 17. 1972.
94. Pfeffer, Jeffrey: *Beyond management and the worker: The institutional function of management*, Academy of Management Review, Vol. 1, 1976.
95. Pfeffer, Jeffrey, Gerald Salancik: *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, Stanford University Press, 1978.
96. Pfeffer, Jeffrey: *A resource dependence perspective on interorganizational relations*; in Mizruchi, Mark, Michael Schwartz (editors): *Intercorporate relations: The structural analysis of business*, Cambridge University press, Cambridge, 1987.
97. Поповић, Зоран: *Како написати и објавити научно дело*, Академска мисао, Институт за физику, Београд, 2014.
98. Porter, Michael: *Competitive Strategy*, Free Press, New York, 1980.
99. Рабреновић, Михајло: *Стратегијски менаџмент у јавном сектору*, ЈП Гласник, Београд, 2011.
100. Рабреновић, Михајло, Дарко Бјелић: *Неки аспекти стратeгијског менаџмента у јавним службама*, Правни живот, 2013; Рабреновић, Михајло, Цвијановић, Јанко, Стошић, Ивана: *Стратегије вакцинације у условима глобализације*, „Индустрија“ (у штампи), 2015.
101. Rabrenović, Mihajlo, Nemanja, Božić: *Strategic Management and Spirit of Innovation*, Правни живот, бр. 7-8, 2015.
102. Рабреновић, Михајло, Дејан Попов, Сања Стошић: *Стратегијско управљање и управљање отпадом*, Правни живот, бр. 3-4, 2015.
103. Попов, Дејан, Михајло Рабреновић: *Један поглед на проблем оптимизације у теорији потрошача*, Мегатренд ревија, 2015.
104. Раденковић-Јоцић, Драгана, Весна Секулић: *Корпоративно управљање*, Економски факултет, Ниш, 2012.

105. Радуловић, Бранко, Стефан Драгутиновић: *Студија Случаја: Приватизација у Србији*, Налед, 2014.
106. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, 1992.
107. Ricketts, Martin: *The economics of business enterprise: New approaches to the firm*, Wheateshear Books Ltd, Brighton, 1987.
108. Sethi, Prakash: *Corporate Governance: Beyond the Boardroom*, Emerald Group Publishing Ltd, Bradford, GB, 2006.
109. Simon, Herbert: *A behavioral model of rational choice*, The quarterly Journal of Economics, Vol. 69, Issue 1, 1955.
110. Simon, Herbert: *On the concept of Organizational Goal*, Administrative Science Quarterly, Vol. 9, No. 1, 1964.
111. Smith, Adam: *Wealth of nations*, Harmondsworth, Middlesex, New York USA, 1982.
112. Социјално-економски савет: *Ефекти приватизације у Србији*, Београд 2012.
113. Stability Pact – South East Europe Compact for reform, investment, integrity and growth: *White Paper on Corporate Governance in South East Europe*, 2003.
114. Стално радно тело Социјално-економског савета за економска питања: *Ефекти реструктурирања јавних и јавно-комуналних предузећа у Републици Србији*, Београд, 2012.
115. Стојановић-Алексић, Весна: *Употреба моћи и утицаја у лидерском процесу*; у тематском зборнику радова, редактори Бабић, Верица и Момчило Ђорђевић: *Карактеристике, концепти и изазови менаџмента у савременим условима пословања*, Економски факултет Крагујевац, 2013.
116. Стошић, Сања: *Приватизација у Србији*, Задужбина Андрејевић, Београд, 2008.
117. Sun, William, Stewart Jim, Pollard David: *Corporate Governance and the Global Financial Crisis: International Perspectives*, Cambridge University Press, 2011.
118. Шамић, Мидхат: *Како настаје научно дјело*, Сарајево, 1968.
119. Шошкић, Дејан: *Изазови корпоративног управљања у приватизацији*, Економски анали, тематски број, Економски факултет у Београду, 2003.
120. Tricker, Bob: *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, New York, 2009.
121. Ulrich, David, Jay Barney: *Perspectives in organization: Resource Dependence, efficiency and population*, Academy of Management Review, Vol. 9, No. 3, 1984.
122. Van den Berghe, Lutgart et al.: *Corporate governance in a globalizing world: Convergence or divergence, a European Perspective*, Kluwer Academic Publishers, Hingham MA, USA, 2002.
123. Varian, Hal: *Микроекономија – модеран приступ*, Економски факултет, Београд, 2003.
124. Васић, Јелена: *Корпоративно управљање и конкурентност привреде – искуства ЕУ и препоруке Србији*, Тржиште, новац, капитал, Бр. 4, 2009.
125. Васиљевић С. Мирко: *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет у Београду, 2007.
126. Васиљевић, Мирко: *Корпоративно управљање: Од проблема до решења*, Право и привреда, Vol. 45, Бр. 5–8, Београд, 2008.

127. Вучковић, Сања: *Основи финансија*, Мегатренд Универзитет, Београд, 2011.
128. Wallis, John, Douglass North: *Measuring the Transaction Sector in the American Economy 1870–1970*, odlomak iz publikacije *Long-Term Factors in American Economic Growth*, University of Chicago Press, 1986.
129. Wernerfelt, Birger: *A Resource based view of the firm*, Strategic Management Journal, Vol. 5, No. 2, 1984.
130. Wang, Ning: *Measuring Transaction Costs: An Incomplete Survey*, University of Chicago, 2003.
131. Williamson, Oliver: *Managerial Discretion and Business Behaviour*, The American Economic Review, Vol. 53, 1963.
132. Williamson, Oliver: *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press, New York, 1975.
133. Williamson, Oliver: *Transaction Cost Economics: How it works, where it is headed*, De Economist, Vol. 146, No. 1.
134. Зеџ, Миодраг: *Приватизација – концепти, операционализација и отворена питања*, Фокус, Квартални извештај о институционалним реформама, ЦЈДС, 2010.
135. Zinkin, John: *Challenges in implementing Corporate Governance: Whose business is it Anyway?*, John Wiley & Sons, New York, USA, 2011.
136. World Economic Forum: *The Global Competitiveness Report 2014–2015*.
137. Živković, Boško, Tatjana Ječmenica: *Developments of the Equity Market and Privatisation*; Cerović, Božidar (editor): *Privatisation in Serbia*, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, 2006.
138. Živković, Momčilo, Tatjana Dragičević Radičević: *Corporate Management During the Crisis*, International Scientific Conference, Dealing with the Global Economic Crisis by Companies and Economies, Belgrade November 27th, 2009.

Извори права

139. *Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије*, Службени гласник Републике Србије бр. 1/06.
140. *Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије*, Службени гласник Републике Србије бр. 99/2012.
141. *Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе*, 2008.
142. *Кодекс пословне етике Привредне коморе Србије*, Службени гласник РС бр. 1/2006.
143. *Правилник о пословању Београдске берзе*, 2012.
144. *Закон о друштвеном капиталу*, Службени лист СФРЈ бр. 84/89.
145. *Закон о приватизацији*, Службени гласник Републике Србије 38/2001.
146. *Закон о привредним друштвима (ЗПД)*, Службени гласник РС бр. 36/2011.
147. *Закон о раду*, Службени гласник Републике Србије Бр. 24/2005.
148. *Закон о рачуноводству и ревизији*, Службени гласник Републике Србије бр. 46/2006.

149. *Закон о својинској трансформацији*, Службени гласник Републике Србије Бр. 32/97.
150. *Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената*, Службени гласник Републике Србије Бр. 47/06.
151. *Закон о тржишту капитала*, Службени гласник Републике Србије Бр. 31/2011.
152. *Закон о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине*, Службени гласник Републике Србије Бр. 48/91.
153. *Закон о изменама и допунама закона о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине*, Службени гласник Републике Србије Бр. 51/94.

Интернет линкови

154. <http://www.belex.rs>
155. <http://www.ebrd.com>
156. <http://www.ecgi.org>
157. <http://www.ehes.org>
158. <http://www.europa.eu>
159. <http://www.gcgf.org>
160. <http://www.heidrick.com>
161. <http://www.ifc.org>
162. <http://www.iosco.org/>
163. <http://www.kushnirs.org>
164. <http://www.privreda.gov.rs>
165. <http://www.priv.rs>
166. <http://www.sec.gov.rs>
167. <http://www.oecd.org>
168. <http://sarbanes-oxley.com>
169. <https://sh.wikipedia.org>
170. <http://www.worldbank.org>
171. <http://www.wto.org>
172. <http://www.transparency.org/cpi2014/results>

ПРИЛОЗИ

Прилог бр. 1: Анкета

Анкета-Корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Републици Србији

Опште информације о компанији

1. Општи подаци

| | |
|-----------------------------------|----------------------|
| Место одржавања анкете: | <input type="text"/> |
| Датум: | <input type="text"/> |
| Време: | <input type="text"/> |
| Назив компаније: | <input type="text"/> |
| Адреса седишта компаније: | <input type="text"/> |
| Телефон: | <input type="text"/> |
| Е-маил адреса: | <input type="text"/> |
| Име лица које је попунило анкету: | <input type="text"/> |

2. Изабери из табеле функцију анкетираног лица из компаније :

- Председавајући надзорног одбора
- Члан надзорног одбора
- Председник управног одбора-одбора директора/генерални директор
- Члан управног одбора-одбора директора/заменик генералног директора
- Шеф рачуноводства/директор финансијског одељења
- Секретар надзорног одбора
- Руководилац одељења за корпоративно управљање
- Главни правни саветник

Друго (наведите):

3. Година оснивања компаније:

4. Којом врстом грађевинских радова се компанија бави?

5. Колико запослених има Ваша компанија?

- 25 или мање
- 26-50
- 51-100
- 101-150
- 151-250

Преко 250 (наведите тачан број):

6. Како је Ваша компанија стекла статус акционарског друштва?

- Основана је као акционарско друштво
- Након приватизације реорганизована је у акционарско друштво
- У реорганизацији је променила статус у акционарско друштво

7. Уколико је компанија реорганизована у акционарско друштво , наведите годину реорганизације:

8. Ако је компанија основана као акционарско друштво или је у реорганизацији променила статус у акционарско друштво,наведите разлог:

- Велики број оснивача
- Спремност за формирање акционарског капитала емитовањем акција
- Спремност за повећање акционарског капитала емитовањем акција
- Спремност за привлачење страних инвестиција у основни капитал
- Закон тако налаже

Друго(наведите):

9. Који организациони/законски облик сматрате оптималним за Вашу компанију, без обзира на услове приватизације, законске одредбе, актуелни број акционара или друге спољне факторе?

- Јавно акционарско друштво
- Затворено акционарско друштво
- Друштво са ограниченом одговорношћу

10. Наведите тачан број акционара компаније:

11. Уколико не знате тачан број акционара компаније, изаберите број из табеле:

- 3 или мање
- 4-10
- 11-20
- 21-50
- 51-100
- 101-500
- Више од 500

12. Колики проценат акција поседује менаџмент компаније?

| | |
|------------------------|----------------------|
| Обичне акције | <input type="text"/> |
| Преференцијалне акције | <input type="text"/> |
| Укупно | <input type="text"/> |

13. Колики проценат акција поседују радници/пензионери компаније?

| | |
|------------------------|----------------------|
| Обичне акције | <input type="text"/> |
| Преференцијалне акције | <input type="text"/> |
| Укупно | <input type="text"/> |

14. Колики проценат акција компаније поседују физичка лица?

| | |
|------------------------|----------------------|
| Обичне акције | <input type="text"/> |
| Преференцијалне акције | <input type="text"/> |
| Укупно | <input type="text"/> |

15. Колики проценат акција компаније поседују страни инвестициони фондови или домаће компаније?

Обичне акције

Преференцијалне акције

Укупно

16. Колики проценат акција компаније поседује држава?

Обичне акције

Преференцијалне акције

Укупно

17. У којој мери су велики акционари односно власници контролног пакета акција међусобно повезани?

- Рођаци
- Партнери у другој пословној делатности
- Не постоји конкретна веза

18. Да ли чланови породице актуелног власника контролног пакета акција учествују у раду менаџмента?

- Да
- Не

19. Да ли чланови породице актуелног власника контролног пакета акција учествују у раду надзорног одбора?

- Да
- Не

20. Да ли је Ваша компанија чланица једне од следећих група компанија?

- Холдинг
- Зависна компанија
- Матична компанија
- Није чланица групе компанија

21. Уколико је Ваша компанија чланица групе компанија, наведите у колико компанија Ваша компанија поседује контролни пакет акција (више од 50%):

- У једној компанији
- У две компаније
- У три компаније
- У четири компаније
- У ниједној компанији

22. Колико процената обичних акција је компанија емитовала, у односу на номиналну вредност свих емитованих хартија од вредности?

23. Колико процената приоритетних акција је компанија емитовала, у односу на номиналну вредност свих емитованих хартија од вредности?

24. Колико процената обвезница је компанија емитовала, у односу на номиналну вредност свих емитованих хартија од вредности?

25. Наведите следеће податке:

Укупан број емитованих акција у промету:

Номинална вредност акције (РСД):

26. Да ли је Ваша компанија емитовала додатне акције?

- Да
- Не

27. Где је регистровано право својине на акцијама које је компанија емитовала?

- Независни регистар
- Дело
- Компанија

28. Акције компаније тренутно се котирају на:

- Београдска берза
 Ванберзанско тржиште
 Међународна берза

29. Акције компаније тренутно се тргује на:

- Београдска берза
 Ванберзанско тржиште
 Међународна берза

30. У следеће три године компанија планира да понуди своје акције на:

- Београдска берза
 Ванберзанско тржиште
 Међународна берза

Друго(наведите):

31. Коликим бројем акција компаније се трговало на секундарном тржишту у 2014. години?

- Није било трговања
 мање од 1000
 1001-5000
 5001-10000
 10001-50000
 Више од 50000

32. Да ли је Ваша компанија откупљивала акције од акционара у протекле три године?

- Да
 Не

33. Ако сте одговорили потврдно на претходно питање,наведите откупну цену (РСД):

Номинална

Тржишна

34. Да ли је оснивачки капитал компаније увећан у последње три године?

- Да, подизањем номиналне вредности емитованих акција
- Да, издавањем додатних акција које су продане актуелним акционарима
- Да, емитовањем додатних акција које су изнете на тржиште
- Не, оснивачки капитал није увећаван

35. Да ли је Ваша компанија примила стране инвестиције у протеклих 5 година?

- Да
- Не

36. У ком облику је Ваша компанија примила стране инвестиције у протеклих 5 година? (више могућих одговора)

- Страна директна инвестиција у основни капитал
- Домаћа директна инвестиција у основни капитал
- Емисија акција путем јавне понуде на берзи
- Издавање обвезница
- Кредити страних финансијских институција
- Кредити домаћих финансијских институција
- Кредити међународних организација

Друго (наведите):

37. Да ли Ваша компанија очекује инвестиције у следеће три године?

- Да, започели смо разговоре са потенцијалним инвеститором
- Да, планирамо да започнемо разговоре са потенцијалним инвеститором у текућој години
- Да, планирамо да започнемо разговоре са потенцијалним инвеститором у следеће три године
- Не

38. У ком облику Ваша компанија планира да прими стране инвестиције у следеће 3 године?(више могућих одговора)

- Страна директна инвестиција у основни капитал
- Домаћа директна инвестиција у основни капитал
- Емисија акција путем јавне понуде на берзи
- Издавање обвезница
- Кредити страних финансијских институција
- Кредити домаћих финансијских институција
- Кредити међународних организација

Друго(наведите):

39. Ако компанија не планира инвестиције у следеће 3 године, који је разлог?

- Интерни токови готовине ће бити довољни
- Нема потражње за финансирањем (довољан капацитет)
- Нема атрактивних пројеката за потенцијалне инвеститоре
- Спољне инвестиције су већ договорене

Друго(наведите):

40. Ако компанија не планира да емитује акције ради привлачења инвестиција, који је разлог за то?

- Улагања у основни капитал нису атрактивна за инвеститоре
- Не желимо да мењамо власничку структуру
- Емитовање акција је прескупо у поређењу са кредитима финансијских институција
- Друго(наведите):

Анкета-Корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Републици Србији**Прихватање добре праксе у корпоративном управљању**

41. Да ли сте упознати са принципима корпоративног управљања OECD-а?

- Да
 Не

42. Статут Ваше компаније садржи приоритетну одредбу о једној од следећих ставки(више могућих одговора):

- Дистинкција између овлашћења и одговорности управног одбора-одбора директора и овлашћења и одговорности председника управног одбора
- Неопходне квалификације кандидата за чланове надзорног одбора
- Процедуре за оснивање комисија надзорног одбора
- Захтеви за избор независних директора и критеријуми независности
- Третирање мањинских акционара у случају преузимања
- Општи принципи заштите права акционара
- Процедуре за одржавање годишње скупштине акционара
- Забране или ограничења продаје акција
- Захтеви за ротацијом водећег партнера из ревизорске компаније или спољног ревизора

43. По Вашем мишљењу, која су то три циља која би Ваша компанија требала да оствари кроз имплементацију система корпоративног управљања?(изаберите највише три одговора)

- Унапређење поступка одлучивања у компанији
- Олакшан приступ тржиштима капитала у Републици Србији и иностранству
- Јефтинији основни капитал и јефтинији кредити
- Побољшање репутације компаније
- Спречавање и/или решавање привредних спорова
- Корпоративно управљање не доноси нову вредност али олакшава поштовање законских и регулаторних прописа
- Заштита права акционара
- Заштита права свих заинтересованих страна
- Подизање нивоа економичности координације између акционара компаније и управног одбора

- Већа транспарентност рада управног одбора-одбора директора и/или надзорног одбора
- Ублажавање привредних ризика
- Унапређење економичности пословања
- Ефикасније обелодањивање информација
- Привлачење инвестиција

Друго(наведите):

44. Има ли Ваша компанија припремљен план унапређења корпоративног управљања, који је одобрен од стране надзорног одбора и акционара?

- Да
- Не

45. Да ли су принципи корпоративног управљања које примењује друштво укључени у интерна акта друштва и лако доступни свим носиоцима интереса?

- Да
- Не

46. Да ли друштво, у складу са чланом 368. Закона о привредним друштвима, у својим годишњим извештајима објављује усклађеност пословања са принципима корпоративног управљања, те даје објашњење евентуалних одступања од тих принципа?

- Да
- Не

47. У смислу приоритета, које мере намеравате да предузмете у циљу унапређења корпоративног управљања у Вашој компанији? (изаберите највише 3 одговора)

- Примена Међународних стандарда финансијског извештавања
- Увођење позиције независних чланова у надзорном одбору
- Формирање комисије за ревизију
- Увођење функције корпоративног секретара
- Реализација система надокнада за чланове надзорног одбора
- Оснивање комисија надзорног одбора
- Израда и усвајање кодекса корпоративног управљања

- Тромесечно обелодањивање информација
- Обука чланова надзорног одбора о питањима у вези са корпоративним управљањем
- Ангажовање консултаната за питања корпоративног управљања
- Увођење система интерне контроле
- Увођење функције интерне ревизије

Друго(наведите):

48. Које од побројаних докумената је Ваша компанија усвојила или намерава да усвоји у следећој години? (више могућих одговора)

- Основна акта за надзорни одбор
- Основна акта за скупштину акционара
- Основна акта за управни одбор-одбор директора
- Основна акта за ревизорску комисију
- Основна акта за корпоративног секретара
- Основна акта за комисије надзорног одбора
- Основна акта о корпоративном управљању за групу компанија
- Основна акта о обелодањивању информација
- Основна акта о дивидендама
- Основна акта о интерној функцији ревизије
- Кодекс компаније о корпоративном управљању
- Кодекс пословне етике

Друго(наведите):

49. Ко је задужен за припрему докумената побројаних у претходној табели?(више могућих одговора)

- Надзорни одбор
- Комисија надзорног одбора задужена за корпоративно управљање
- Секретар надзорног одбора
- Корпоративни секретар
- Менаџмент

- Главни правни саветник (стални)
- Спољна адвокатска канцеларија (адвокат)

Друго(наведите):

50. Шта су, по Вашем мишљењу, основне препреке унапређењу корпоративног управљања у Вашој компанији? (изаберите највише три одговора)

- Недостатак информација/знања
- Недостатак квалификованих стручњака
- Повећан степен транспарентности, која прати најбољу међународну праксу корпоративног управљања, би могао да изазове значајне ризике (банкрот, аквизиција)
- Трошењем ресурса на корпоративно управљање не остварују се никакве предности
- Информације о корпоративном управљању представљају пословну тајну, а то би конкуренти могли да искористе
- Неefикасни прописи о привредним друштвима у Републици Србији

Друго(наведите):

51. Оцените следеће (на скали од 1 до 5):

| | Оцена |
|--|----------------------|
| Статус корпоративног управљања у Вашој компанији | <input type="text"/> |

52. Оцените следеће (на скали од 1 до 5):

| | Оцена |
|---|----------------------|
| Статус корпоративног управљања у грађевинским компанијама/акционарским друштвима у Републици Србији | <input type="text"/> |

53. Оцените следеће (на скали од 1 до 5):

| | Оцена |
|---|----------------------|
| Статус прописа у вези са праксом корпоративног управљања у Републици Србији | <input type="text"/> |

54. Оцените квалитет актуелних прописа по следећим аспектима (на скали 1-5)

| | Оцена |
|---|----------------------|
| Регистрација/оснивање акционарског друштва | <input type="text"/> |
| Ликвидација акционарског друштва | <input type="text"/> |
| Сазивање скупштине акционара | <input type="text"/> |
| Одржавање скупштине акционара | <input type="text"/> |
| Оснивање и организовање активности надзорног одбора | <input type="text"/> |
| Оснивање и организовање активности управног одбора-одбора директора | <input type="text"/> |
| Расподела дужности између тела компаније | <input type="text"/> |
| Контрола над финансијском и економском активношћу компаније | <input type="text"/> |
| Заштита права акционара | <input type="text"/> |
| Обелодањивање информација акционарима | <input type="text"/> |
| Обелодањивање информација другим заинтересованим лицима | <input type="text"/> |
| Емисија акција | <input type="text"/> |
| Решавање привредних спорова | <input type="text"/> |
| Оснивање комисија надзорног одбора | <input type="text"/> |

55. Које од побројаних тела је вршило функцију финансијског надзора у претходној години?

- Комисија за контролу
- Комисија за ревизију
- Интерни ревизор
- Менаџмент

Друго(наведите):

56. Које од побројаних тела одобрава трансакције између повезаних лица?

- Скупштина акционара
- Надзорни одбор
- Менаџмент

Друго(наведите):

57. Да ли је Ваша компанија ангажовала консултанта за корпоративно управљање?

- Да
- Не

58. Које аспекте делатности су обухватиле те услуге?(више могућих одговора)

- Припрема и одржавање скупштине акционара
- Припрема и усклађивање основних аката са постојећим прописима
- Припрема годишњег извештаја
- Емисија ХОВ (обвезнице и акције)
- Израда финансијске и управљачке стратегије
- Прикупљање инвестиција

Друго(наведите):

59. У којем од следећих домена би Ваша компанија била заинтересована за обуку или консултације?
(више могућих одговора)

- Ефикасан рад одбора
- Заштита права акционара
- Обелодањивање информација и транспарентност
- Припрема и ревизија статута и аката компаније
- Комплетна оцена праксе корпоративног управљања

Друго(наведите):

Анкета-Корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Републици Србији

Добра пракса у раду управних одбора-одбора директора

60. Који систем управљања је успостављен у компанији?

- Једнодомни
- Двodomни

61. Наведите следеће карактеристике управног одбора-одбора директора Ваше компаније :

Број чланова

Просечна старост
чланова

Број жена у управном
одбору-одбору
директора

Број независних чланова

Број чланова који су
запослени у компанији

Просечно трајање
седница управног
одбора-одбора
директора

Просечан број учесника
на седницама прошле
године

62. На чији предлог је изабран управни одбор-одбор директора?

- Директора
 Акционара
 Запослених

Друго(наведите)

63. Да ли су независни директори,односно независни чланови надзорног одбора обавезни да обавештавају компанију и акционаре о свим променама које могу утицати на њихов статус у погледу независности?

- Да
 Не

64. Да ли је рад управног одбора-одбора директора регулисан пословником?

- Да
 Не

65. Да ли постоји документ који регулише могућност сукоба интереса између чланова управног одбора-одбора директора и компаније,односно акционара?

- Да
 Не

66. Наведите број чланова управног одбора-одбора директора који заступају сваку од следећих група :

Велики акционари и лица
повезана са великим
акционарима

Мали акционари

Државне или регионалне
власти (нису акционари)

Запослени

Друго(наведите):

67. Да ли су поједини чланови управног одбора-одбора директора и акционари компаније?

- Да, сви
 Да, поједини
 Не

68. Да ли су чланови управног одбора-одбора директора стално запослени у компанији?

- Да, сви
 Да, поједини
 Не

69. Има ли компанија уговоре са члановима управног одбора-одбора директора?

- Са председавајућим управног одбора-одбора директора
 Са члановима управног одбора-одбора директора
 Са независним директорима

70. Да ли неки од чланова управе компаније обавља функцију члана надзорног одбора неке друге компаније?

- Да
 Не

71. Колико места у управи припада:

Неизвршним
директорима

Независним
директорима

Запосленима

72. Да ли функцију председника управног одбора-одбора директора и генералног директора обавља иста особа?

- Да
 Не

73. Колико често се управни одбор-одбор директора састаје у једној години?

- Једанпут годишње
- два-три пута годишње
- Једанпут у три месеца
- Једанпут месечно

Друго(наведите):

74. Колико времена унапред чланови управног одбора-одбора директора добијају обавештење и материјал за састанак одбора?

- На седници одбора
- Један дан пре састанка
- До недељу дана пре састанка
- Од једне до две недеље пре састанка
- Више од две недеље пре састанка
- Не постоји устаљена пракса

75. Који од следећих материјала се достављају члановима управног одбора-одбора директора за састанак управног одбора-одбора директора?(више могућих одговора)

- Записници са претходног састанка управног одбора-одбора директора
- Финансијски извештаји за претходни период
- Дневни ред за састанак управног одбора-одбора директора
- Објашњења сваке ставке на дневном реду
- Нацрти одлука за усвајање

Друго(наведите):

76. Да ли је управни одбор-одбор директора ваше компаније извршио оцену својих активности у протекле 2 године?

- Да
- Не

77. Да ли је актима компаније прецизније утврђена надлежност одбора директора, односно надзорног одбора компаније?

- Да
 Не

78. Да ли Ваша компанија исплаћује надокнаде члановима управног одбора-одбора директора?

- Да
 Не

79. Да ли је скупштина акционара усвојила транспарентну и јавно доступну политику награђивања чланова одбора друштва ?

- Да
 Не

80. Наведите са којим од наведених показатеља је повезана накнада за чланове управног одбора-одбора директора и надзорног одбора:(могуће више одговора)

- Приходи компаније
 Профит компаније
 Резултати оцене учинка
 Тржишна вредност акција
 Дефинисана месечна накнада
 Учешће на састанцима одговарајућег тела
 Додатне одговорности председавајућег или шефа одговарајућег тела
 Додатне одговорности председавајућег или шефа комисије

Друго(наведите):

81. На листи следећих комисија управног одбора-одбора директора,наведите које је Ваша компанија формирала или намерава да формира:(могуће више одговора)

- Комисија за ревизију
- Стратешко планирање и финансије
- Именовања и накнаде
- Корпоративно управљање
- Решавање спорова
- Етика

Друго(наведите):

82. Ко доминира компанијом односно ко остварује управљачку функцију у компанији?

- Генерални директор
- Управни одбор-одбор директора
- Руководеће лице под уговором(менаџер)

83. Наведите органе управљања у компанији:(могуће више одговора)

- Скупштина акционара
- Одбор директора
- Директор
- Извршни одбор директора
- Савет запослених
- Сталне комисије

Друго(наведите):

84. У којој мери управни одбор-одбор директора усваја предлоге директора?

- Увек
- Често
- Ретко

85. Да ли политика утиче на избор?(могуће више одговора)

| | Да | Не |
|-------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Менаџера | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Текуће пословне одлуке | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Приватизацију | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Организациони облик компаније | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Инвестиције | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

86. Колико често и како управни одбор-одбор директора подноси извештај надзорном одбору?

| | Писмено | Усмено |
|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Најмање једном месечно | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Најмање једном тромесечно | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Најмање једном годишње | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| На сваком састанку надзорног одбора | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

87. Да ли је успостављен и спроводи се процес евалуације рада извршних директора од стране неизвршних директора у одбору директора,односно надзорног одбора у друштвима са дводомним системом управљања?

- Да
 Не

88. Наведите која од побројаних управљачких тела :управни одбор-одбор директора(УО),менаџмент(М) и скупштина акционара(СА),имају овлашћење за вршење следећих функција:

| | УО | М | СА |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Заступање компаније | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Избор и смена председавајућег надзорног одбора | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Избор и смена чланова надзорног одбора | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

| | УО | М | СА |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Усвајање одлуке о накнадама за председавајућег и чланове надзорног одбора | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Избор/именовање и смена председника управног одбора-одбора директора | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Избор/именовање и смена чланова управног одбора-одбора директора | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Усвајање одлуке о накнадама за председника и чланове управног одбора-одбора директора | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Усвајање аката који регулишу рад тела компаније | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Усвајање аката, изузев оних која се односе на управљачка тела | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Дефинисање и усвајање приоритетних смерница за развој компаније (утврђивање стратегије) | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Израда планова пословања компаније | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Усвајање годишњих буџета компаније | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Подноси скупштини годишње извештаје | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Предлаже расподелу добити | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Поставља и разрешава директора | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Даје директору смернице о пословној политици | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Доноси инвестиционе одлуке | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

89. Да ли основна акта налажу да чланови надзорног и управног одбора-одбора директора саопштавају информације о постојању конфликта интереса и да се уздрже од гласања у том случају?

| | Да | Не |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Саопштавање | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Уздржавање од гласања | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

90. Да ли су статутот или пословником о раду управе регулисана питања везана за трансакције са повезаним правним лицима (нпр. компанијама у власништву чланова управног одбора-одбора директора или значајних акционара)?

- Да
 Не

91. Да ли је у току пословне године 2014. неки члан надзорног или управног одбора-одбора директора био уздржан у току гласања због конфликта интереса?

- Да
 Не

Анкета-Корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Републици Србији

Права акционара

92. Наведите која од побројаних управљачких тела :надзорни одбор(НО), управни одбор-одбор директора (УО), скупштина акционара (СА) или менаџмент(М) имају овлашћење за вршење следећих функција:

| | НО | УО | СА | М |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Одобравање трансакција вредности мање од 25% књиговодствене вредности активе компаније | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Одобравање трансакција вредности мање од 25%-50% књиговодствене вредности активе компаније | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

| | НО | УО | СА | М |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Одобравање трансакција вредности која прелази 50% књиговодствене вредности активе компаније | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Емисија акција | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Емисија хартија од вредности,осим акција | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Избор спољног ревизора | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Усвајање одредби уговора са спољним ревизором и припадајућег хонорара | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Усвајање годишњег извештаја и годишњих финансијских извештаја | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Покретање ванредних ревизија | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Усвајање обавештења и расподеле дивиденди | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Реализација и одржавање система интерне контроле | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Реализација и одржавање система управљања ризиком | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

93. Како се акционари обавештавају о одржавњу скупштине акционара?(више могућих одговора)

- Обавештење у штампи
- Обавештење се доставља препорученом поштом
- Обавештење у канцеларији компаније
- Обавештење се доставља директно примаоцу, који потписом потврђује пријем
- Обавештење се доставља електронском поштом
- Обавештење се поставља на web сајту компаније

Друго(наведите):

94. Да ли позив за седницу скупштине акционара садржи све прописане елементе и обавештења укључујући и податке о дану акционара са подацима о правима акционара на учешће у раду скупштине и предлагање дневног реда, те роковима за њихово коришћење, као и описом процедура за гласање преко пуномоћника, гласање у одсуству или електронским путем?

- Да
 Не

95. Да ли се позив за седницу скупштине акционара, са свим релевантним објашњењима и обавештењима одмах по упућивању акционарима достављен берзи ради објаве на регулисаном тржишту, односно МТР Belex?

- Да
 Не

96. Да ли су материјали за седницу скупштине акционара доступни путем интернет странице компаније?

- Да
 Не

97. Колико времена унапред се акционари обавештавају о одржавању скупштине акционара?

- До 7 дана пре одржавања скупштине акционара
 8-20 дана пре одржавања скупштине акционара
 21-45 дана пре одржавања скупштине акционара
 Више од 45 дана пре одржавања скупштине акционара

98. Наведите које информације се достављају акционарима у обавештењу о одржавању скупштине акционара? (више могућих одговора)

- Дневни ред скупштине акционара
 Опис сваке тачке дневног реда
 Материјали у вези са дневним редом
 Годишњи извештај
 Финансијски извештаји
 Упутства за гласање пуномоћника

Друго(наведите):

99. Која од следећих констатација је тачна?(више могућих одговора)

- Акционари предлажу тачке на дневном реду скупштине акционара
- Акционари ретко предлажу тачке на дневном реду скупштине акционара
- Акционари не предлажу тачке на дневном реду скупштине акционара
- Надзорни одбор-одбор директора припрема дневни ред за скупштину акционара
- Управни одбор-одбор директора припрема дневни ред за скупштину акционара
- Дневни ред скупштине акционара се по потреби допуњава у току скупштине

100. Како се акционари обично обавештавају о резултатима скупштине акционара?

- Извештај о резултатима скупштине акционара и усвојеним одлукама објављује се пре завршетка скупштине акционара
- Извештај о резултатима скупштине акционара и усвојеним одлукама доставља се препорученом поштом
- Извештај о резултатима скупштине акционара и усвојеним одлукама доставља се редовном поштом
- Резултати се не саопштавају акционарима

Друго(наведите):

101. Наведите износ дивиденди (РСД) објављених за фискалне године 2012-2014:

| | |
|------|----------------------|
| 2012 | <input type="text"/> |
| 2013 | <input type="text"/> |
| 2014 | <input type="text"/> |

102. Наведите у процентима (%) однос укупно подељене дивиденде у односу на укупну нето добит:

| | |
|------|----------------------|
| 2012 | <input type="text"/> |
| 2013 | <input type="text"/> |
| 2014 | <input type="text"/> |

103. Колико дана је прошло од дана објављивања дивиденди (званична објава о исплати дивиденди) до дана исплате (дан када су акционари примили дивиденде) за фискалне године 2013. И 2014.?

| | 2013 | 2014 |
|------------------|-----------------------|-----------------------|
| мање од 15 дана | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 16-60 дана | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 61-180 дана | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 181-365 дана | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Више од 365 дана | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

104. Да ли је неко од акционара гласао на скупштини акционара преко пуномоћника?

- Да
 Не

105. Колики проценат акционара је учествовао на последњој годишњој скупштини акционара?

- Мање од 50%
 50-65%
 65-75%
 75-85%
 Више од 85%

106. Колики проценат малих акционара је учествовао на последњој годишњој скупштини акционара?

- Мање од 10%
 10-20%
 20-33%
 33-66%
 Више од 66%

107. Колико дуго обично траје скупштина акционара?

- Мање од 1 сат
- 1-2 сата
- 2-4 сата
- 4-8 сати
- Више од 8 сати

108. Који од следећих механизма гласања на скупштинама акционара користи Ваша компанија?

- Гласање путем картица
- Гласање путем гласачке кутије
- Гласање подизањем руку
- Гласање у одсуству
- Преко савремених средстава комуникације

Друго(наведите):

109. На који начин компанија ставља резултате скупштине акционара на увид јавности?(више могућих одговора)

- Обавештење у медијима
- Обавештење на веб сајту компаније
- Преко филијала,представништва или подружница

Друго(наведите):

110. Да ли се и који материјали,одлуке и остала релевантна документа везана за скупштину друштва,израђују и објављују на енглеском језику?

111. Да ли је Ваша компанија сазивала ванредну скупштину акционара у протекле две године?

- Да
- Не

112. Који је био разлог за сазивање последње ванредне скупштине акционара?

- Допуна статута
- Емитовање нових акција
- Дневни ред скупштине акционара није испунио очекивања акционара
- Реизбор надзорног одбора и/или менаџмента управног одбора-одбора директора
- Сагласност на посебне уговоре

Друго(наведите):

113. Која од наведених група је иницирала одржавање ванредне скупштине акционара у протекле две године?(више могућих одговора)

- Надзорни одбор
- Управни одбор-одбор директора
- Председник државе (као акционар)
- Државни орган
- Велики акционари
- Мали акционари

Друго(наведите):

114. Који од наведених формалних механизма постоји у Вашој компанији?(више могућих одговора)

- Кумулативно гласање
- Блок гласање
- Блокирајући глас
- Једнак третман у погледу права гласа и права уписа акција
- Јасна упутства у смислу третмана акционара када дође до промене у контролној структури

Друго(наведите):

115. Наведите како акционари добијају следеће информације?

| | Финансијски извештаји | Резултати пословања | Имена великих акционара | Имена руководиоца | Статут, основна акта |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Материјали им се достављају у току скупштине акционара | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| У пакету материјала за акционаре на скупштини акционара | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Обавештења у штампи | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Достављају се по захтеву | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Поштом | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Постављају се на web сајт компаније | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

Друго(наведите):

116. Да ли је икада спроведена посебна ревизија на захтев акционара?

- Да
 Не

117. Јесу ли акционари Ваше компаније поднели формалне жалбе против компаније неком од побројаних тела у последње 2 године?

| | Да | Не |
|----------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Комисија за хартије од вредности | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Суд | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

118. Ако сте на претходно питање одговорили потврдно ,наведите шта је била основа за жалбу?
(више могућих одговора)

- Кршење акционарских права прече куповине при емисији акција
- Нарушавање права акционара да тргују акцијама компаније без одобрења других акционара или руководилица
- Изостанак сазивања скупштине акционара
- Неплаћање дивиденди
- Забрана акционарима да присуствују скупштини акционара
- Незаконита одлука скупштине акционара
- Кршење гласачких права
- Закаснило обавештење о одржавању скупштине акционара
- Неодговарајуће вођење списка акционара компаније
- Обелодањивање недовољних информација

Друго(наведите):

119. Да ли је друштво у претходној години издавало акције уз ограничење права акционарима на пречу куповину нових емисија акција друштва?

- Да
- Не

120. Да ли су код избора чланова управе друштва скупштини на располагању свеобухватне информације о предложеним кандидатима,а посебно информације о постојању и природи односа са компанијом ,повезаним лицима компаније,компанијама конкурентске делатности и главним пословним партнерима друштва?

- Да
- Не

Анкета-Корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Републици Србији**Обелодањивање информација и транспарентност**

121. Да ли компанија има јасно дефинисану и јавно доступну политику извештавања која дефинише принципе, правила и процедуре извештавања акционара, надлежних органа, јавности и свих интересних група?

Да

Не

122. Да ли друштво објављује извештаје о пословању са извештајем спољног ревизора у складу са законом, подзаконским актима и правилима берзе?

Да

Не

123. Да ли извештаји о пословању друштва садрже све елементе прописане законом, а посебно елементе прописане чланом 289. ЗПД(Закон о привредним друштвима) и чланом 50. ЗТК(Закон о тржишту капитала)?

Да

Не

124. Које од наведених информација објављује Ваша компанија?(више могућих одговора)

- Годишњи извештај
- Биланс стања
- Биланс успеха
- Извештај о токовима готовине
- Извештај о променама на капиталу
- Напомене уз финансијске извештаје
- Ревидирани финансијски извештаји припремљени у складу са Међународним стандардима финансијског извештавања
- Тромесечни извештаји
- Извештаји о материјално значајним догађајима
- Списак повезаних лица
- Идентитет корисника који контролишу (преко 50%) акционара
- Идентитет корисника који блокира акционаре (поседује 1/3 обичних акција плус 1 глас)
- Идентитет свих акционара – корисника
- Накнаде члановима надзорног одбора на појединачној основи
- Накнаде члановима надзорног одбора на колективној основи
- Накнаде члановима управног одбора-одбора директора на појединачној основи
- Накнаде члановима управног одбора-одбора директора на колективној основи
- Статус и/или основни акти компаније
- Организациона структура
- Политика и принципи корпоративног управљања
- Биографске информације о члановима надзорног одбора
- Биографске информације о члановима управног одбора-одбора директора
- Информације о инсајдерском трговању
- Мишљење спољног ревизора

125. Ако изостаје обелодањивање информација,шта спречава Вашу компанију да обелодањује те информације? (више могућих одговора)

- Без законске обавезе
- Нема економску вредност
- Не постоји тражња
- Недостатак средстава
- Страх од реперкусија од стране регулаторних тела

Друго(наведите):

126. Да ли последњи годишњи извештај обухвата следеће информације?(више могућих одговора)

- Извештај председавајућег надзорног одбора
- Дискусије и анализе менаџмента у вези са финансијским резултатима и неизвесношћу са којом се компанија суочава
- Тржишни удео и расподела промета према најзначајнијим групама клијената
- Власничка структура,политика исплате дивиденди и историјат исплате дивиденди
- Политика и принципи корпоративног управљања
- Еколошка и социјална одрживост
- Извештаји комисије за ревизију
- Мишљење спољног ревизора
- Ревидирани финансијски извештаји,укључујући напомене уз финансијске извештаје
- Циљеви и стратегије компаније
- Имена акционара-корисника и износ акција које поседују
- Биографске информације о члановима надзорног одбора и менаџмента
- Износ накнаде члановима надзорног одбора
- Акције у власништву чланова надзорног и управног одбора-одбора директора

127. Ако је Ваша компанија чланица групе компанија(било зависна или матична компанија),да ли се редовно припремају консолидовани финансијски извештаји?

- Да
- Не

128. Да ли су јавно доступни ажурни подаци о инсајдерима компаније са подацима о броју акција у њиховом власништву?

- Да
 Не

129. Како да потенцијални инвеститор дође до информација о руководству, пословању и финансијској позицији компаније?(више могућих одговора)

- Објављен годишњи извештај
 Тромесечни извештаји
 Web сајт компаније
 У компанији, по захтеву

Друго(наведите):

130. Ако компанија има (стварне) власнике, чија имена се не наводе у релевантној јавној евиденцији, да ли се имена крајњих власника саопштавају следећим корисницима?(више могућих одговора)

- Јавност
 Надзорни одбор
 Менаџмент
 Државна комисија за хартије од вредности и/или Београдска берза
 Компанија има (стварне) власнике, чија имена се не наводе у релевантној јавној евиденцији. Међутим, компанија не саопштава њихов стварни идентитет
 Компанија нема (стварне) власнике, чија имена се не наводе у релевантној јавној евиденцији

131. Да ли Ваша компанија обелодањује трансакције између повезаних лица и трансакције које обухватају више од 10% књиговодствене вредности активе компаније?

- Да, обе врсте трансакција
 Да, али само трансакције између повезаних лица
 Да, али само трансакције које прелазе 10% књиговодствене вредности активе
 Не

132. Наведите који од побројаних извештаја компанија доставља државној комисији за хартије од вредности (КХОВ) и Београдској берзи (ББ):(више могућих одговора)

| | КХОВ | ББ |
|---|--------------------------|--------------------------|
| Годишњи извештај | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Полугодишњи извештај | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Тромесечни извештаји | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Извештаји о променама у власничкој структури, које подразумевају преко 10% обичних акција компаније | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

Друго(наведите):

133. Да ли Ваша компанија припрема финансијске извештаје у складу са Међународним стандардима финансијског извештавања (тј. Међународним рачуноводственим стандардима)?

- Да
- Не

134. Која од побројаних тела постоје у Вашој компанији?(више могућих одговора)

- Комисија за контролу
- Комисија за ревизију
- Интерни ревизор/одељење за интерну ревизију

Друго(наведите):

135. Ко усваја програм рада интерног ревизора/одељења интерне ревизије?

- Надзорни одбор
- Комисија за ревизију
- Председник управног одбора-одбора директора
- Управни одбор-одбор директора
- Финансијски директор/шеф рачуноводства

Друго(наведите):

136. Које управљачко тело компаније надзире рад интерног ревизора/одељења интерне ревизије и именује руководиоца одељења?(више могућих одговора)

| | Надзире | Именује |
|------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Скупштина акционара | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Надзорни одбор | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Менаџмент | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Комисија за контролу | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Комисија за ревизију | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Нема интерног ревизора | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

Друго(наведите):

| | НО | М | КР | КК | ИР | СР | Не постоји таква функција/одговорност |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------------------------|
| Успоставља ефикасан програм ревизије | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Периодичне оцене система интерне контроле | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Усваја систем интерне контроле | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Контролише активности руководства на отклањању слабости у материјалној контроли и потврђује адекватност тих активности | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

139. Ако у Вашој компанији ради комисија за ревизију, која од наведених констатација је тачна? (више могућих одговора)

- Комисија за ревизију има више од 3 члана
- Председник комисије за ревизију је независан
- Најмање један члан комисије за ревизију је независан
- Већина чланова комисије за ревизију је независна
- Најмање један члан комисије за ревизију је стручњак за финансије и рачуноводство
- Већина чланова комисије за ревизију су стручњаци за финансије и рачуноводство
- Већина чланова комисије за ревизију су запослени у компанији
- Ниједна од понуђених

140. Ако у Вашој компанији ради комисија за контролу, која од наведених констатација је тачна? (више могућих одговора)

- Комисија за контролу има више од 3 члана
- Председник комисије за контролу је независан
- Најмање један члан комисије за контролу је независан
- Већина чланова комисије за контролу је независна
- Најмање један члан комисије за контролу је стручњак за финансије и рачуноводство
- Већина чланова комисије за контролу су стручњаци за финансије и рачуноводство
- Већина чланова комисије за контролу су запослени у компанији
- Ниједна од понуђених

141. Колико често се састаје комисија за контролу и/или комисија за ревизију?

| | Комисија за контролу | Комисија за ревизију |
|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Једном годишње | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 2-3 пута годишње | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 4 пута годишње | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 5-8 пута годишње | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Више од 8 пута годишње | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

142. Ко је иницирао последњу инспекцију комисије за контролу и/или комисије за ревизију?

| | Комисија за контролу | Комисија за ревизију |
|---|-----------------------|-----------------------|
| Комисија за контролу и/или комисија за ревизију | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Скупштина акционара | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Надзорни одбор | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Менаџмент | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Акционари који укупно поседују више од 10% обичних акција | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

Друго(наведите):

143. Наведите која од побројаних одредница најбоље описује Вашег спољног ревизора:

- Међународна ревизорска фирма
- Домаћа ревизорска фирма
- Индивидуални ревизор

144. Да ли је Ваша компанија променила спољног ревизора у претходне 3 године?

- Да
- Не

145. Ако је компанија променила спољног ревизора у претходне три године, наведите разлог промене. (више могућих одговора)

- Незадовољавајући квалитет рада
- Промењени су законски захтеви у погледу спољне ревизије
- Због цене
- Услед конфликта интереса

Друго (наведите):

146. Које још услуге, поред ревизије, спољни ревизор пружа Вашој компанији? (више могућих одговора)

- Порески савети
- Бизнис консалтинг
- Правне услуге
- Компанија не добија друге услуге

Друго (наведите):

147. Да ли се све релевантне инвестиционе информације објављују и на енглеском језику?

- Да
- Не

Прилог бр. 2: Табеле, слике, графикони

| | |
|---|---------|
| Табела бр. 1: Кратка историја корпоративног управљања | 21-23 |
| Табела бр. 2: Анализа карактеристика модела корпоративног управљања | 74-75 |
| Табела бр. 3: Закони повезани с корпоративним управљањем | 107 |
| Табела бр. 4: Институције у Србији повезане с корпоративним управљањем | 110-111 |
| Табела бр. 5: Индекс степена заштите инвеститора и имплементације корпоративног управљања (100-USA) | 114 |
| Табела бр. 6: Списак грађевинских компанија с листинга Београдске берзе | 119-123 |
| Табела бр. 7: Анализа успешности контаката остварених с грађевинским компанијама планираним за анкетирање | 125 |
| Слика бр. 1: Подручја обухватања корпоративног управљања и менаџмента | 24 |
| Слика бр. 2: Судеоници у процесу корпоративног управљања | 24 |
| Слика бр. 3: Дванаест стубова конкурентности привреде | 28 |
| Слика бр. 4: Сливовни приказ класичног инпут-аутпут модела компаније | 52 |
| Слика бр. 5: Сливовни приказ модела заинтересованих страна | 53 |
| Слика бр. 6: Једнодомни модел корпоративног управљања | 68 |
| Слика бр. 7: Дводомни модел корпоративног управљања | 70 |
| Слика бр. 8: Место седишта анкетираних компанија | 126 |
| Слика бр. 9: Делатност анкетираних компанија | 127 |
| Слика бр. 10: Начин стицања правне форме акционарског друштва анкетираних компанија | 128 |
| Слика бр. 11: Трговање акцијама анкетираних компанија у 2014. години | 130 |
| Слика бр. 12: Упућеност у принципе ОЕСД-а испитаника | 131 |
| Слика бр. 13: Постојање плана унапређења корпоративног управљања у анкетираним компанијама | 132 |
| Слика бр. 14: Модел корпоративног управљања у анкетираним компанијама | 135 |
| Слика бр. 15: Раздвојеност функција директора и председника одбора | 136 |
| Слика бр. 16: Ко заправо доминира компанијом? | 138 |
| Слика бр. 17: Исплата дивиденди у 2012, 2013. и 2014. години | 141 |
| Слика бр. 18: Објављивање релевантних информација на енглеском језику | 147 |
| Графикон бр. 1: Заступљеност модела корпоративног управљања | 76 |
| Графикон бр. 2: Број компанија приватизованих у периоду 2002–2014. године | 101 |
| Графикон бр. 3: Приход од продаје компанија (милиона €) у периоду 2002–2014. | 102 |
| Графикон бр. 4: Кретање БДП-а у Републици Србији у периоду 1991–2014. | 114 |
| Графикон бр. 5: Просечан број чланова одбора директора у европским земљама | 154 |

