



Centar za liberalno-demokratske studije

Center for Liberal-Democratic Studies

Projekt

KORPORATIVNO U PRAVLJANJE: PET GODINA KASNIJE

nota br. 2

STANJE U SRBIJI

juli 2008.

## STANJE U SRBIJI

U Srbiji stanje korporativnog upravljanja nije za pohvalu i srpska privreda i dalje zaostaje za drugim, posebno razvijenim zemljama. Uzroka tome je više.

Prvo, još uvek nije privatizovan priličan broj preduzeća, među kojima su velika državna preduzeća i ona društvena ili mešovita koja su veliki gubitaši. U njihovom funkcionisanju, i pored normativnih inovacija, i dalje suštinski preovladavaju stari socijalističko-samoupravni mehanizmi upravljanja, zasnovani na društvenoj/državnoj svojini i snažnom političkom uplivu: direktor je najvažniji činilac, i pored normativnih rešenja o dominaciji upravnih odbora i skupština, i od njega zavise sve važne odluke; politički faktori izvan preduzeća se i dalje veoma mešaju u strateške odluke, makar u postavljanje direktora; i dalje postoji meko budžetsko ograničenje, oslonjeno na državne subvencije, odsustvo stečaja itd; transparentnost procedura je niska, pa su i prekršaji procedura česti (često na nečiji račun), ali i obično prolaze bez sankcija; isplata zarada zaposlenima najčešće je i dalje osnovni motiv poslovanja, kao u samoupravnim vremenima (ipak, nešto ostane i za menadžment, kao nekada) i slično.

Drugo, ni privatizovana/odnosno privatna preduzeća nisu oslobođena problema korporativnog upravljanja. Naime, bitno unapređenje očekivano je, s pravom, od privatizacije i prelaska preduzeća iz ruku partijskih činovnika u ruke privatnih vlasnika, koji svakako imaju daleko više podsticaja da dobro rade i unapređuju poslovanje firme. Ipak, privatizacija nije sama po sebi dovoljan lek. Ona donosi unapređenje upravljanja, što jasno pokazuje postprivatizaciono iskustvo u Srbiji, ali se i kod preduzeća u privatnom vlasništvu mogu javiti, i javljaju se ne samo u Srbiji nego i u drugim zemljama, slabosti koje ograničavaju kvalitet korporativnog upravljanja. Pomenimo principal-agent i principal-principal probleme.

Treće, ne u svemu dobro reformisana privredna regulativa, koja u zakonski okvir funkcionisanja preduzeća ponekada šalje loše podsticaje. Zakon o privrednim društvima je donet pred kraj 2004. godine i on na moderan način reguliše korporativno upravljanje. Ipak, i pored pohvala, nisu sva u njemu data rešenja najsrećnija, tako da za dalje unapređenje svakako ima mesta. Još više, njegove odredbe nisu ni mogle da u kratkom roku potpuno promene sistem korporativnog upravljanja u Srbiji, za šta je potrebno više vremena. Zatim, neki drugi zakoni nisu dovoljno dobri, kao Zakon o tržištu hartija od vrednosti u nekim odredbama, a potrebno je unapređenje berzanskih pravila (uslovi kotiranja) i slično. Drugim rečima, potrebno je dalje unapređenje regulativne i više vremena da postojeća regulativa donese potrebno poboljšanje korporativnog upravljanja.

Četvrto, postoje slabosti u radu nadležnih državnih organa i sudstva. Institucije u Srbiji, i one najvažnije, nisu dovoljno snažne i efikasne da obave svoj deo poslova i obezbede podsticajan, valjano regulisan ambijent i, pre svega, da obezbede izvršenje valjanih pravila ponašanja, o čemu će još biti govora.

Ipak, stvari postepeno napreduju. Privatizacija se u Srbiji primiče kraju, pa će neefikasno društveno vlasništvo potpuno nestati u dogledno vreme. A privatizacija državnog vlasništva u manjem broju velikih preduzeća započeta je. Opšta orijentacija na prodaju društvenog i državnog kapitala strateškom vlasniku usloвила je, o čemu će biti više reči, i tip postprivatizacione vlasničke strukture za duže vreme u korist većinskog vlasništva. Iz toga proizilazi i osnovni problem korporativnog upravljanja u Srbiji u narednom periodu: to nije anglosaksonski problem principal-agent, već principal-principal, sa svim regulatornim i funkcionalnim posledicama.

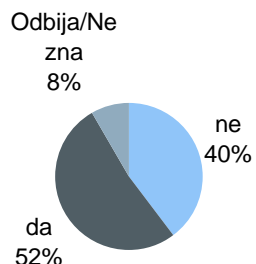
Osnovna regulaciona rešenja za korporativno upravljanje uvek daju zakoni o privrednim društvima (kompanijama, trgovačkim društvima, preduzećima itd). Srpski Zakon o privrednim društvima, usvojen u skupštini u novembru 2004. godine, predstavlja bitno unapređenje prema do tada važećem Zakonu o preduzećima iz 1996. godine. Moderniji je, precizniji i donosi bolja rešenja. Posebna vrлина je što je fleksibilan, pa mnoge odredbe važe po default principu, tj. ukoliko se osnivačkim aktom drugačije ne odredi.

### Rezultati ankete o korporativnom upravljanju

Za potrebe ovog istraživanja urađena anketa o korporativnom upravljanju u Srbiji. Uzorak je činilo 214 akcionarskih društava. Odabrana su samo akcionarska društva stoga što se prvenstveno kod njih javljaju problemi korporativnog upravljanja, a na osnovu odvojenosti vlasništva od upravljanja, ali i zato što ona predstavljaju dominantan deo ekonomije Srbije ne samo po prometu, već i po broju.

Najvažniji rezultati ove ankete o korporativnom upravljanju ukazuju na osnovne procese u korporativnom sektoru i osnovne odlike korporativnog upravljanja u Srbiji:

- U Srbiji je korporativna struktura najvećim delom, i za sada, određena zakonom o privatizaciji kako po tipu firmi, tako i po vlasničkoj strukturi; jer, vrlo je mali broj novih, autohtono nastalih akcionarskih društava,
- dominantan oblik firme je otvoreno akcionarsko društvo, nastalo po obavezi da se sva bivša društvena preduzeća pretvore tokom privatizacije u otvorena akcionarska društva; tek je manji broj ovih društava završio proces zatvaranja, tj. prešao iz otvorenih u zatvorena akcionarskih društava ili u društva sa ograničenom odgovornošću,
- po strukturi vlasništva – dominira klasičan i u drugim zemljama donekle zastareo oblik akcionarskog društva u kome postoji većinsko vlasništvo nekog pravnog ili fizičkog lica; naime, na pitanje o tome postoje li vlasnici običnih akcija u društvu sa preko 66,7% akcija, dobijen je sledeći odgovor:



- Znači, najmanje u 52% akcionarskih društava postoji vlasnik koji poseduje više od dve trećine akcija, odnosno vlasništva. Na pitanje ima li vlasnika običnih akcija koji poseduje između 50 i 66,7% običnih akcija dobijen je odgovor da takvih ima u 11% firmi, što znači da u 63% akcionarskih društava u Srbiji postoji većinski vlasnik. Pored toga, u 19% društava postoje vlasnici sa 25 do 50% akcija itd; znači, u Srbiji postoji znatna koncentracija vlasništva,
- osnovni problem korporativnog upravljanja stoga nije odnos principala i agenta pri disperziranom vlasništvu, kao u anglosaksonskom svetu i drugde, jer u srpskim akcionarskim društvima postoji jasan većinski vlasnik koji lako postavlja i kontroliše menadžment,
- većim problemom se može smatrati odnos većinskog i manjinskog vlasnika, jer onaj prvi ima i motiva i mogućnosti, usled nezrelosti i samog akcionarstva i sudskog sistema, da ekspropriše one druge; takvi slučajevi postoje, mada nije izvesno koliko su rašireni,
- glavni činilac korporativnog upravljanja u Srbiji je upravni odbor, a ne menadžment; ovo stoga što većinski vlasnik kontrolu nad firmom ostvaruje preko upravnog odbora koga lako postavlja, dok je direktor obično tehničko lice koje sprovodi odluke,
- konflikt interesa kod rukovodećih ljudi akcionarskih društava dosta je raširen, kako sa znanjem i odobrenjem organa društva, tako i bez,
- akcionarska društva se previše ne trude da informišu javnost i potencijalne investitore o sopstvenim performansama; uzrok tome verovatno se može naći u vrlo maloj orijentaciji na pribavljanje kapitala kroz emitovanje novih akcija,
- upravljači firmama u Srbiji svesni su slabosti korporativnog upravljanja – manje u sopstvenoj nego u drugim firmama.

#### Koncentracija vlasništva tokom 2004-2008. godine

Tokom poslednjih godina došlo je do koncentracije vlasništva u srpskim akcionarskim društvima. Ta se koncentracija ispoljila kroz kretanje više indikatora: broja računa pojedinih kategorija vlasnika (fizičkih lica, institucionalnih investitora itd), zatim vrednost kapitala ovih kategorija, broj njihovih kupoprodajnih naloga na Beogradskoj

berzi i tako dalje. Razlozi koncentracije su brojni. Prvi je slaba zaštita svojinskih prava u Srbiji, odnosno česta ekproprijacija malih akcionara od strane kontrolnog, odnosno menadžmenta. Drugi je prirodan proces prelaska akcija iz ruku zaposlenih u ruke investitora. Treći je pokušaj većinskih vlasnika da 'zatvore' društvo, odnosno da pretvore akcionarsko društvo u društvo sa ograničenom odgovornošću, koje je jednostavnije za upravljanje.

Takvi procesi prete da dovedu do nestanka akcionarskih društava i berze, budući da se društva sa ograničenom odgovornošću ne kotiraju na berzi.