

УНАПРЕЂЕЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА



Центар за либерално-демократске студије

Борис Беговић и Бошко Мијатовић (редактори)
УНАПРЕЂЕЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Издавач

Центар за либерално-демократске студије

За издавача

Зоран Вацић

Ликовни уредник

Зоран М. Благојевић

Штампа

Гораграф, Београд

Тираж

1000 примерака

ISBN 86-83557-16-2

2003.

CIP – Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

005.22(497.11)

УНАПРЕЂЕЊЕ корпоративног управљања / Борис Беговић ... [и др.]
– Београд : Центар за либерално-демократске студије, 2003 (Београд :
Гораграф). – 179 стр. : граф. прикази, табеле ; 24 см.

Тираж 1000. – Стр. 7: Предговор / Борис Беговић, Бошко Мијатовић. –
Напомене и библиографске референце уз текст.

ISBN 86-8355-16-2

1. Беговић Борис

а) Предузећа – Управљање – Србија

COBISS.SR-ID 106501388

УНАПРЕЂЕЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Борис Беговић
Рајко Буквић
Бошко Живковић
Бошко Мијатовић
Драгор Хибер

*Овај пројекат финансирао је
Center for International Private Enterprise*

Садржај

Предговор 7

УВОД

1. О корпоративном управљању 11

СТАЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У СРБИЈИ

2. Корпоративно управљање у Србији: анкета 29
3. Утицај корпоративног управљања на перформансе предузећа 47
4. Транзиција у Србији 61
5. Нормативни систем корпоративног управљања 67
6. Финансијска регулација и управљање предузећима 85
7. Правни оквир пословања предузећа 101
8. Антимонополска политика и корпоративно управљање 115
9. Корупција и корпоративно управљање 119

СТРАТЕГИЈА УНАПРЕЂЕЊА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

10. Основи стратегије 125
11. Унапређење регулације управљања предузећем 135
12. Унапређење финансијске регулације 147
13. Унапређење правног оквира пословања предузећа 161
14. Унапређење конкуренције 167
15. Борба против корупције 169

АНЕКС

Принципи корпоративног управљања ОЕЦД-а 175

Предговор

Тема квалитета корпоративног управљања шири се светом. За нас у Србији, то је стара тема под новим називом. После деценија неуспешних експеримената са различитим типовима управљања предузећима у државној и друштвеној својини и из тога проистеклих скупих економских неуспеха, показало се да је време да се Србија врати на утабане стазе приватне својине и класичног управљања приватним предузећима.

Да је проблем управљања предузећима дубок и ургентан очевидно је и голим оком: предузећа су у Србији пречесто лоше вођена и праве губитке, а о конкурентности на светским тржиштима на основу доброг менаџмента тешко да може бити говора. Важан део транзиције стога би требало да буде комплекс мера усмерених на унапређење корпоративног управљања.

Сам прелазак на приватну својину као темељ економског живота, укључујући и приватизацију, неће аутоматски обезбедити добро управљање предузећима. Јер, и приватна привреда пати од проблема недовољно доброг корпоративног управљања. Наиме, проблем односа принципала и агента је универзалан, а лекови никада нису савршени. Ипак, регулатива се у свету усавршава, успешнији методи управљања потискују мање успешне, а и поједине кризе дају допринос разумевању постојећих слабости и унапређењу управљања.

Ова студија представља први шири рад на тему корпоративног управљања у Србији у време транзиције. Њена сврха је да пружи институционалну анализу узрока слабости у управљању предузећима и да сугерише широк и конзистентан спектар реформских мера. Аутори се надају да ће пружити допринос разумевању проблема и начина унапређења управљања предузећима, укључујући и реформе које би требало да уследе.

Београд, 12. април 2003.

*Борис Бејовић
Бошко Мијатовић*

УВОД

I О Корпоративном управљању

УВОД

Корпоративно управљање, тј. управљање предузећима је последњих година у целом свету врло атрактивно и динамично подручје, како истраживања,¹ тако и промена законодавстава, пратеће регулације, интерних корпорацијских правила и обичаја. Аналитичари се баве испитивањем узорка слабости које се појављују у процесу одлучивања у корпорацијама и трагањем за могућим побољшањима, а у многим земљама се законодавство и регулација мењају како би се обезбедило боље пословање привреде. И саме корпорације мењају интерна правила по којима функционишу, користећи, како своја, тако и богата туђа искуства.

Садашња популарност теме квалитета корпоративног управљања потиче из више разлога. Први је талас приватизације у целом свету, не само у земљама у транзицији, који је на дневни ред поново поставио питање како на најбољи начин организовати пословање и, посебно, одлучивање у приватизованим предузећима. Други је талас интеграција (спајања и припајања, односно преузимања) корпорација током 1980-их у САД и 1990-их у Европи, односно глобалних интеграција (интернационалних и интерконтиненталних) крајем XX века, који је показао да су многе корпорације биле „успаване”, односно недовољно добро вођене, па су тако постале плен акције непријатељског преузимања (*hostile takeovers*). Трећи је битно повећање важности институционалних инвеститора, а посебно пензијских фондова, током последњих деценија, што је донекле променило и функционисање и перцепцију управљања корпорацијама. Четврти је глобализација светског тржишта капитала, укључујући и његову дерегулацију, а посебно у Европи. И пети је низ криза или скандала у којима се показало слабо корпоративно управљање, као што су азијска криза из 1997. године, руска из 1998. године и најновији банкрот и скандали у САД током 2001. и 2002. године.

Изазови који у Србији стоје пред корпоративним управљањем нарочито су озбиљни. Србија свакако заостаје у квалитету управљања предузећима за другим, посебно развијеним земљама.

1 Најновији преглед литературе је М. Becht, P. Bolton, A. Röell – *Corporate Governance and Control*, NBER, WP 9371, December 2002

Узроци томе су како слаба законодавна и пратећа регулација, тако и историјско наслеђе, пре свега оно из доба самоуправног социјализма, које је оставило дубоке трагове у схватањима и навикама људи који су запослени или су били запослени у друштвеном или државном сектору.

Током деценија у којима је владао самоуправни социјализам квалитет управљања предузећима био је врло низак, јер друштвена својина, практично по дефиницији, није обезбеђивала разуман регулациони оквир и добре подстицаје за ваљано управљање предузећима. Стално мешање политике (државе и Партије) у послове предузећа само је додатно погоршавало стање ствари, иако је често вршено са идејом исправљања уочених институционалних и интерних слабости.

Сигурно је да не постоји један најбољи модел управљања предузећима кога би сви требало да преузму. Начини на који су предузећа уређена и на који функционишу зависи не само од закона и остале регулативе, већ и од оних чије су власништво и од очекивања оних којима служе на било који од начина. Тако се начин управљања предузећем разликује чак и унутар једне јурисдикције, и унутар једног типа својине, и унутар једног сектора једне привреде. Ипак су се, глобално посматрано, издвојила три модела управљања корпорацијама у свету. Први је англосаксонски (САД и Велика Британија), други немачки и трећи јапански, сваки са својим различитим врлинама, али и недостацима.

ПРОБЛЕМ

Проблем корпоративног управљања, у уобичајеном значењу тог појма, не јавља се у сваком предузећу, већ се може појавити у онима у којима постоји одвојеност својине од управљања. У модерним привредама све фирме могу бити подељене у две групе. Прву чине фирме којима управља власник или неколико њих. Најчешће се ради о мањим, претежно породичним предузећима. Другу групу чине предузећа, обично корпорације, којима власници не управљају, већ то чине професионални менаџери. Тек се у случају предузећа из ове друге групе појављују проблеми корпоративног управљања о којима ће овде бити речи, док предузећа из прве групе имају повољну конфигурацију – власници управљају фирмом и тешкоће стандардно дефинисаног корпоративног управљања се ту суштински не јављају.

Како описати главни проблем корпоративног управљања? Ево најопштијег питања: зашто инвеститори (првенствено власници, али и кредитори) поверавају сопствени новац неком другом – предузетнику или менаџеру? Шта им даје наду – који су то механизми обезбеђења – да ће не само остварити принос, него и повратити главницу? Другачије речено, зашто предузетници или менаџери ипак обично раде у корист инвеститора, а не украду или

не упропасте поверени им новац? (А крађа се може извести на различите начине: од непосредне крађе и превелике зараде, преко „уграђивања” разних врста до ниских трансферних цена и продаје имовине у корист сопствене или „пријатељске” фирме.)

Овај проблем се у економској теорији стандардно разматра као тзв. агенцијски проблем: постоје две личности – принципал и агент – и питање је како да принципал обезбеди да његов агент ради у његову, принципалову корист, а не у сопствену, агентову корист. Проблем је генералан, на пример како да држава обезбеди да порезник или судија раде у општем, а не у сопственом интересу. У нашем случају принципал је власник (или више њих) фирме, док је агент менаџер (или предузетник) који оперативно управља предузећем-корпорацијом. И опет, питање је који су то механизми који обезбеђују да менаџери (или предузетници) ипак обично раде у корист власника (или кредитора), а не потпуно у своју корист и на рачун инвеститора.

Од успеха у решавању агенцијског проблема зависи да ли ће се власници новца уопште решити да га инвестирају у привредна предузећа или неће, а, опет, од те одлуке зависи економски напредак. Из чињенице да се у зрелим тржишним економијама огромне суме новца ипак сливају у корпорацијски сектор може се закључити да је агенцијски проблем углавном решен на задовољавајући начин и да инвеститори верују да постоји разумно висока вероватноћа да менаџери раде у корист предузећа и, самим тим, у корист власника. Ипак, то не значи да је проблем управљања корпорацијана савршено решен нити да не постоји могућност даљег унапређења садашњих решења.

Два очевидна, али и незадовољавајућа решења агенцијског проблема су 1) перманентан и свеобухватан надзор принципала над агентом и 2) прецизан, свеобухватан уговор између принципала и агента. Међутим, у случају оба решења јављају се озбиљни, нерешиви проблеми. Прво, принципал није у стању да у довољној мери надзире рад агента, јер постоји асиметрија информација. Наиме, агент више зна о релевантним стварима од принципала, тј. менаџер зна више од власника, зато што је професионалац и зато што је далеко ближи пословању корпорације од удаљеног власника. Власник баш зато и ангажује менаџера зато што овај други зна више. А вишак информација код агента онемогућава добар надзор принципала над агентом. Друго, није могуће формулисати свеобухватан уговор којим ће бити предвиђене све могуће будуће ситуације у којима се може наћи менаџер током вођења корпорације и начини на које би он требало да се понаша у тим ситуацијама, па, самим тим, остаје широко поље за његову дискрецију, ван уговора. А уговором непрецизирана дискреција на страни агента опет нас враћа на старо питање – зашто би он радио у корист принципала?

Али, да ли је и зашто добро са становишта економске ефикасности да агент обезбеди принос принципалу, односно да ради у

интересу принципала? Другим речима, питање је да ли је добро да менаџер ради на максимизацији вредности предузећа, односно имовине власника, или би боље било да се определи за неку другу циљну функцију. Одговор на прво питање је ДА. Економска ефикасност се максимизује онда када предузећа раде најефикасније, а то је онда када је циљна функција класично максимизовање профита, односно вредности фирме, односно онда када агент ради у корист принципала. Уколико менаџер максимизује неку другу циљну функцију, на пример сопствене бенефиције или најбржи раст укупног прихода фирме или запосленост у фирми или нешто четврто, резултат ће бити инфериорна економска ефикасност и зато очигледно незадовољавајуће решење са становишта корпоративног управљања.

Делимично повезано с овим је и питање које би конституенце (интересне групе) требало да имају важну улогу у корпоративном управљању. Да ли су то само власници-акционари, или и кредитори, запослени, добављачи и други? У многим текстовима, посебно из сфере економске есејистике, данас је модерно свим групама придавати важност и сугерисати респектовање и њихових интереса приликом разматрања унапређења корпоративног управљања. Али, у овој студији ће бити заступано гледиште да је добро корпоративно управљање потребно засновати на респектовању интереса власника и на њиховом утицају на пословање фирме, односно на менаџере. Два су основна разлога за овакав став. Прво, већ поменута веза између економске ефикасности и интереса власника. Друго, чињеница да су интереси власника најмање заштићени међу интересима поменутих конституенци. На пример, интереси запослених не могу бити озбиљно угрожени лошим управљањем зато што се исплата плата одвија у кратким роковима и дуг према запосленима никада не може бити велики. А у тој ситуацији запослени могу да напусте предузеће без знатнијих губитака. Или, сви повериоци, било да су кредитори или добављачи, поседују снажно средство заштите потраживања које проистиче из стечајног законодавства – могу увек да корпорацију, онда када су им угрожени интереси, односно када им она не исплаћује дугове, отерају у стечај и наплате се из стечајне масе. Једина група која не поседује такву или сличну заштиту су власници. Њихово право у стечају долази последње и наплаћују се тек када су остали потражиоци намирени (стога се често и називају резидуланим повериоцима). Једино је њихова веза са фирмом отворена, тј. заснована на неодређено време и без нумерички спецификованог потраживања. А степен заштите интереса мора бити обрнуто сразмеран контроли (управљању): што је заштита мања то право управљања мора бити веће, и обрнуто. У противном, тј. уколико би нека страна сносила практично сав ризик, а да не би имала право управљања, тада би та организација била неефикасна и изгубила се (не би преживела) током времена, јер нико не би прихватио ту неповољну позицију.

Интересантно је и следеће питање: да ли је уопште потребна било каква регулација корпоративног управљања (законска, берзанска итд) или ће слободно тржиште, економистима толико драго, само од себе дотерати ствари у ред? Наиме, свеобухватан тржишни приступ сугерише да ће у дугом року конкуренција на тржишту производа и услуга присилити фирме да минимизују трошкове, што значи и да усвоје правила, међу осталима и управљања корпорацијама, која ће им омогућити да прибављају екстерно финансирање по најнижој цени. На тај начин би се тржиште побринуло о управљању корпорацијама. Поред тога, конкуренција на тржишту радне снаге, односно тржишту менаџера, ствара подстицаје менаџерима да ефикасно воде предузеће.

Иако је тржиште суштински најјачи познати механизам подстицања економске ефикасности, питање је да ли оно само може решити проблем корпоративног управљања. У теоријским моделима фактори производње нису специфични, односно нису везани за одређену производњу, већ су универзални и могу се кретати између грана и сектора производње без додатних трошкова. Такво поједностављење сасвим одговара посматрању у дугом року. Међутим, у стварности и у краћем року производни капитал је специфичан и везан за одређену производњу и не може се уопште или се не може лако и без посебних трошкова пребацити у другу врсту производње. Таква везаност капитала за садашњу производњу чини важним постојећи начин управљања фирмом – уколико он није добар, доћи ће до економске штете, а услед немогућности тренутне релокације капитала у друге намене.

Агенцијски проблем још више компликује то што је власништво над корпорацијама често врло распршено, тј. постоји велики број ситних власника једне корпорације. Када би постојао један власник корпорације, он би ипак био у стању да лакше изађе на крај са менаџером него хиљаде и хиљаде ситних власника који, појединачно посматрано, немају ни интереса ни могућности да надзире менаџмент. Један власник ситног удела у својини над корпорацијом нема интереса да надзире менаџмент зато што би трошкови ове активности били за њега превисоки, а нема ни могућности утицаја на понашање менаџера зато што је његов удео у власништву занемарљив. Стога је за ситног власника природна позиција слепог путника (*free rider*), у којој он очекује од других власника одговарајући, позитиван утицај на менаџмент у правцу ефикасности, од кога би и он сам профитирао без труда и трошка. А пошто је власништво дисперзирано, то се сви власници понашају на исти начин – пасивно ишчекују да посао обави неко други и, да не постоје лекови за проблем, власници би остали без икаквог утицаја на менаџмент. Насупрот томе, сви они имају јасан интерес да менаџмент буде контролисан, а питање је како обезбедити потребну колективну акцију индивидуално незаинтересованих ситних власника.

Позабавимо се и претходним питањем: зашто је својина над корпорацијама често толико дисперзирана? Постоје најмање три важна разлога: прво, зато што је имовина (богатство) многих појединаца мала у поређењу са величином инвестиција, односно са вредношћу фирми; друго, зато што појединци који поседују довољну имовину и који могу стећи веће уделе у својини над корпорацијом често мисле да је за њих боље да диверзификују ризик инвестирајући мање износе на више места; и треће, ради бриге о ликвидности сопствене имовине, власник може избегавати веће уделе пошто их је понекад теже продати.

Последица евентуалног неуспеха да се реши проблем доброг управљања предузећем је свакако нижа економска ефикасност, праћена слабијим финансијским резултатима фирме. Али, у питању је и само постојање корпорацијског сектора, који се неће ни појавити у једној привреди уколико не постоје довољно јаки механизми контроле власника (инвеститора) над менаџерима. А сектор корпорација донео је незабележени економски напредак богатом делу света у последњих век и више.

МОГУЋА РЕШЕЊА

Решавање поменутих проблема у управљању корпорацијама обично се тражи на девет подручја, односно кроз девет механизма који га могу ублажити. То су:

1. ослонац на тежњу менаџера да стекну и очувају сопствену пословну репутацију,
2. усклађивање интереса менаџмента са интересом корпорације и њених власника кроз подстицајне шеме награђивања менаџера,
3. делегирање контроле над менаџментом управном одбору,
4. јасно дефинисање фидуцијарне дужности менаџера према корпорацији, праћене тужбама пред судовима када је менаџер прекрши,
5. делимична концентрација својине и контроле у рукама једног или пар већих инвеститора, чиме се ублажава проблем који доноси дисперзија власништва,
6. тржиште капитала,
7. непријатељско преузимање фирме (*hostile takeovers*)
8. борба за заступничке гласове на скупштини акционара (*proxy voting contests*), где долази до привремене концентрације власништва или гласова када је то потребно,
9. заштита мањинских акционара.

Већина ових механизма ослања се на непосредну регулацију функционисања корпорација, док неки нису непосредно везани за корпорације (репутација, тржиште капитала).

Пре него што пређемо да детаљнију анализу ових метода, покушаћемо да изнесемо основни избор који стоји пред регулаторима:

како регулисати велике активне акционаре, а да се добије најбоља равнотежа између менаџерске дискреције и заштитне малих акционара. О чему се ради? Најдиректнији пут решавања проблема корпоративног управљања јесте подстицање појаве крупних активних власника, који би могли да контролишу менаџмент у сопственом и интересу других, мањих акционара. Међутим, ово ствара могућност да се договором пар крупних акционара и менаџмента иза сцене угрозе интереси малих акционара. Стога је потребна заштита малих акционара. А то значи ограничавање улоге крупних акционара, што опет води нежељеном ширењу дискреције менаџмента. Различите земље дале су различит одговор на овакве дилеме (*trade-offs*). Једне нагласак стављају на заштиту малих акционара кроз ограничавање улоге великих, док друге дају предност јачој контроли менаџмента од стране великих акционара.

Репутација менаџера

Може се веровати да ће менаџер ипак радити у корист фирме и њених власника, а не у сопствену корист, ради стицања и одржавања добре сопствене репутације. Она повећава његову цену на тржишту менаџера и омогућава му привлачење новог капитала, било кроз емисију нових акција, било кроз задуживање. Без добре репутације, нико му неће поверити капитал. А стицање репутације се постиже добрим перформансама фирме и поштовањем свих обавеза према инвеститорима.

Проблем са репутационим моделом је тај што, уколико није праћен осталим механизмима, менаџер може проценити да му је исплативије да води фирму у сопственом интересу него да стиче репутацију. Добит на првој страни може бити већа од губитка на другој. А тада ослонац на репутациони мотив менаџера доноси неминовни неуспех.

Награђивање менаџера

Пошто основни проблем код управљања корпорацијама проистиче из различитих интереса власника и менаџера, један од начина његовог решавања може бити покушај да се ти интереси доведу у склад успостављањем таквог система награђивања менаџера који ће га подстицати да ради у интересу власника.

Често се систем награђивања менаџера састоји из три компоненте. Прва је основна плата у фиксном износу. Друга је део који одражава краткорочне перформансе фирме и заснован је на рачуноводственом профиту. И трећа компонента би требало да одражава дугорочне перформансе и везује се за будућу вредност фирме (тј. тржишну цену акција); реализује се кроз опције за куповину акција (*stock options*), што значи право менаџера да у тачно одређеном будућем времену купи акције дате фирме по

унапред одређеној и непроменљивој цени; другим речима, што је виша тржишна цена акција фирме у тренутку доспевања права менаџера на куповину акција, то је већа његова зарада. Пакет може обухватати и друга права, на пример пензијска или на отпремнину приликом отказа.

Тешкоће са формулисањем пакета награђивања менаџера су двоструке. Прво, не постоје јасна и директна правила о томе како структурирати разне бенефиције – од тога које укључити у пакет, а које не, до тога које параметре одабрати. А и менаџери се међусобно разликују, па онај систем који одговара једном не одговара другом. Друго, постоји ризик манипулација од стране менаџера, а у циљу обезбеђења претераних награда за његов рад. На пример, он може искористити чињеницу да је управни одбор, који се обично бави питањем награђивања, слабо мотивисан, односно под његовом контролом. Или, може да искриви рачуноводствене резултате фирме (као у скорашњим америчким скандалима). Или, може да искористи своју бољу информисаност и уговори корекцију система награђивања непосредно пре неког важног и њему познатог догађаја и слично.

Систем награђивања менаџера, дакле, може да их подстакне да раде у интересу власника, али не може представљати савршено решење за проблем корпоративног управљања.

Управни одбор

Следећи начин за унапређење корпоративног управљања је установљавање управног одбора (одбора директора), а на основу права власника да одлучују о најважнијим стварима фирме. Управни одбор би требало да води фирму и надзире рад менаџера. Поред тога, управни одбор често врши друге важне послове, као што су избор менаџера и његово награђивање и одлучивање о питањима као што су издавање акција и друге промене у капиталу фирме, велике инвестиције итд. Дobar управни одбор заиста може да унапреди пословање предузећа, као што лош може оставити фирму на милост и немилост бескрупулозних или недовољно способних менаџера.

Први проблем са идеално замишљеном улогом управног одбора доноси већ његов избор. Уколико гласање поштом није дозвољено, онда је готово сигурно да већина ситних акционара неће гласати, јер им је превише скупо да се лично појаве на седници скупштине. Са друге стране, менаџмент има сваки интерес да у управни одбор буду изабрани „његови” људи или, бар, људи који му неће правити проблеме. А уколико је својина над предузећем дисперзована, прилика за утицај на избор управног одбора од стране менаџмента има доста. Прво је питање да ли ће гласање уопште бити одржано на регуларан начин или ће менаџмент применити одавно познате технике, као што су необавештавање или прекасно обавештавање акционара о седници скупштине,

непризнавање права гласа због наводно спорних техникалија, погрешно бројање гласова и слично. Затим долазе технике утицаја менаџмента на присутне акционаре, обично засноване на маркетингу и прикривању правих информација. У предузећима у којима су запослени важни акционари, могуће је користити разне методе њиховог застрашивања.

Иако је по номиналним функцијама моћна институција, често рад управног одбора није довољно ефикасан, што су потврдила емпиријска истраживања. Узроци томе су различити. Прво, менаџмент често овладава (*capture*) управним одбором, било утицајем на гласање на скупштини акционара, било касније. Затим, чланови управног одбора обично радије прихватају саветодавну улогу од надзорне и управне, што је за њих угоднији приступ, вероватно повезано са њиховом обично малом финансијском заинтересованошћу за резултате пословања фирме. На крају, менаџмент практично увек има боље информације од чланова управног одбора, па они не успевају да му ефикасно парирају и када то желе.

Да би се побољшало функционисање управних одбора, у више земаља прописано је да извршан број чланова морају бити независне личности, дакле запослени ван предузећа. Претпоставка оваквог решења је уверење да ће независне личности боље заступати интересе акционара него они који зависе на било који начин од предузећа (и менаџмента) у коме су чланови управног одбора. Међутим, проблеми су очевидни: они који нису запослени у фирми најчешће имају знатно мање информација о њеном пословању него што је потребно за успешан рад; затим, они који немају финансијског интереса у фирми нису ни посебно заинтересовани за њене резултате. На крају, овај приступ се показује непотребним у фирми у којој постоје крупни власници, јер су ови други тада максимално заинтересовани за резултате пословања.

Свеопште искуство са управним одборима као механизмом пресудног утицаја акционара на менаџере није најповољније: показује се да су одбори често неактивни (инертни) и да се евентуално јаче ангажују тек онда када фирма западне у велике тешкоће. А тада је обично касно. Модерне корпорације углавном воде менаџери, а не управни одбори.

Фидуцијарна обавеза менаџера

Следећи покушај решења проблема корпоративног управљања је обавеза менаџера да буде лојалан предузећу и акционарима, односно да делује у њиховом најбољем интересу. Та је обавеза обично записана у законима о предузећу. Идеја је, наравно, да се менаџери подстакну на добар и поштен рад под претњом тужбе пред судом за несавестан или намерно штетан рад.

Процена квалитета пословних одлука менаџмента, међутим, најчешће је врло сложена ствар и тешко се доказује пред судом, па они, чак и у развијеним земљама, избегавају да се упусте у ове

оцене. Са друге стране, непосредан рад менаџера у сопствену корист санкционише се законима и обично кажњава пред судовима. То су законске или статутарне одредбе које забрањују непосредну крађу, претерану зараду, издавање хартија од вредности себи и рођацима итд.

Правна заштита инвеститора, заснована на обавези управе да буде лојална фирми и да поштено ради у интересу акционара, врло је развијена у англо-саксонским земљама, док је у Европи знатно мање раширена. Овде домирају крупни акционари као главни инструмент доброг корпоративног управљања.

У англосаксонском свету акционарима стоји на располагању згодан систем: тзв. *class action* тужба против корпорације, где једна тужба обухвата све оне који су погођени неком акцијом (тако се за појединце смањују трошкови судовања). Основ за судску акцију акционара против менаџмента је тзв. деривативна тужба, где тужиоци нападају акцију менаџмента у име корпорације, као њени власници. Зависно од ситуације, тужба може или да заустави извршење неке одлуке или да донесе пресуду о накнади штете по већ извршеној одлуци.

Крупни акционари

Најнепосреднији начин за решавање проблема корпоративног управљања је укрупњавање власништва у рукама једног или мањег броја акционара. Тада се, уместо широко дисперзираних ситних власника који немају ни интереса ни могућности да надзиру менаџмент и усмеравају пословање фирме, појављују појединци (или институционални инвеститори) која имају и могућност и интерес (због знатног власништва) да се озбиљно баве компанијом. Наравно, њихов положај, утицај и ефекти акција зависе и од величине њиховог удела: уколико је тек релативно велики, а знатно мањи од 50%, њима предстоји перманентна борба за контролу над корпорацијом (стварање коалиција, борба на скупштини итд), док је далеко повољнији положај акционара који поседује преко 50% власништва, пошто он тада самостално одлучује о свим релеватним питањима – од избора управног одбора надаље.

Шта утиче на то да ли ће се појавити крупни власник? Инвеститори имају *trade-off* између тежње да, путем крупног улога, утичу на пословање фирме и надзиру менаџере, што им доноси и добит и трошкове, и тежње да смање ризик улагања кроз диверзификацију улагања на више предузећа, а што их подстиче да смање улог у једној фирми. Економска анализа је показала да ће доминирати мотив диверзификације портфеља уколико је секундарно тржиште акција довољно ликвидно. Другим речима, просечан инвеститор ће радије продати акције датог предузећа уколико је незадовољан управом и њеним радом него што ће било покушати да се бори на скупштини, било да повећа улог и тако лакше утиче на послове компаније. Сходно томе, у земљама са најликвиднијим

тржиштима капитала (САД, Велика Британија) дисперзија власништва је највећа, а крупних инвеститора је мало. У Европи је развијеност тржишта капитала и, самим тим, и ликвидност мања, па још увек, и поред пораста дисперзије, постоје бројни крупни акционари. У земљама у развоју ликвидност тржишта капитала је ниска, па и крупно власништво доминира. Свакако, конфигурацији власништва доприноси и ниво корпоративног управљања (а посебно с обзиром на квалитет правног система) – уколико је у једној земљи оно на вишем нивоу, онда је и дисперзија својине већа, јер инвеститори имају поверења у фирме и лакше улажу новац у корпорацијски сектор. И обрнуто.

Нужна претпоставка овог механизма корпоративног управљања је ваљано респектовање, или по потреби судска заштита, гласачких права, како менаџери не би били у стању да манипулишу гласањем на скупштини.

Основни утицај крупних акционара испољава се преко избора менаџмента. И емпиријска истраживања показују да су промене менаџмента знатно чешће у фирмама у којима постоје крупни акционари него у фирмама без њих. Затим следи утицај на стратешке одлуке и слично. У основи, постојање крупнијег власништва чини управни одбор независнијим у односу на менаџера. Крупни власник, дакле, има интереса да надзире рад менаџера и он то чини. Има и могућност утицаја на збивања у компанији и он утиче. Стога у предузећима са крупним акционарима слаб менаџмент раније дође у проблеме него у компанијама са дисперзираним власништвом, па бива и смењен. Крупни акционари могу бити и банке, а њихова улога може бити позитивна уколико су саме добро вођене, као у Немачкој.

Три су озбиљна питања са крупним власништвом као средством решавања проблема корпоративног управљања. Прво је поменута преференција власника ка диверзификацији и ослонцу на продају акција на тржишту капитала уместо на мониторинг менаџера. Друго је могућност брзог преузимања фирме (концентрације власништва). Треће је заштита мањинских акционара од могућег себичног деловања крупних акционара и/или менаџера, односно питање да ли крупни акционари више доприносе кроз добар мониторинг менаџера или одмажу кроз злоупотребу положаја?

Тржиште капитала

Тржиште капитала (берза) с разлогом се сматра дисциплинирајућим средством понашања менаџера. Јер, тржишна цена акција формира се на основу свих расположивих информација о предузећу, па тако неминовно одражава успешност пословања фирме, али и менаџера и његовог руковођења фирмом.

Када менаџер лоше води фирму, сигурно је да ће цена акција опадати, пошто информације о све слабијим перформансама фирме подстичу постојеће акционаре да се реше својих акција и

потраже боље инвестиције. На тај начин власници предузећа практично гласају о квалитету менаџмента, односно изражавају му поверење или неповерење купопродајом акција. Знатно опадање цена акција представља озбиљан сигнал управном одбору и скупштини акционара да је потребно преиспитати пословну стратегију, али, још више, квалитет менаџмента компаније.

Проблем са снажним ослоном на тржиште капитала као инструментом корпоративног управљања је тешкоћа у раздвајању одговорности менаџера од општих неповољних тржишних кретања за слабије резултате фирме. Менаџери се увек позивају на ово друго, често с правом. Поред тога, и овде постоји асиметрија информација – менаџери знају више о фирми и њеном пословању него тржиште, па макар било и оно са најразвијенијим обавезним откривањем (*disclosure*) информација о пословању (америчко тржиште) – те зато ни берзанска цена акција не мора увек бити прави израз вредности фирме, односно њеног пословања. Општије посматрано, питање је информационог квалитета цена акција на секундарном тржишту, тј. успешности тржишта да одреди праву цену за акције једне фирме. Ове и сличне тешкоће чине да ни тржиште капитала не успева да обезбеди довољно добро корпоративно управљање.

Преузимање фирме

Следеће средство дисциплиновања менаџера је тзв. непријатељско преузимање фирме (*hostile takeover*). Изводи се на следећи начин: ловац на слабе фирме уочава да је цена акција једног предузећа ниска, тј. нижа од могуће, а због лошег рада менаџмента; он стога даје понуду власницима да откупи њихове акције по вишој цени него што је тржишна; када успе да оствари власничку контролу, он мења менаџмент, поставља бољи, и цена акција расте; зарађују и он и преостали (стари) власници акција.

Овде, дакле, имамо брзометно укрупњавање власништва над фирмом, чији је узрок слаб рад постојећег менаџмента. То укрупњавање доноси позитивне последице на корпоративно управљање, јер води отпуштању постојећег менаџмента и довођењу бољег. Штавише, чак и постојање латентне претње непријатељског преузимања наводи менаџере на бољи рад, како им оно не би дошло отказ, а тиме и уништење пословне репутације.

Ипак, постоје ствари које доводе у питање ефикасност решавања проблема корпоративног управљања путем непријатељског преузимања. Прво, то је скуп подухват, па је могућ само када се ради о знатној потцењености вредности неке фирме. У цену преузимања иду трошкови ангажовања великих сума новца из којих се исплаћују акционари, као и потреба да се акционарима понуди цена која је знатно изнад тржишне како би пристали да продају своје акције. Јер, они имају мотив да задрже акције (не продају их ловцу) и сачекају позитиван исход преузимања, а у нади да ће

акције тада још више вредети. Друго, преузимање подразумева развијено тржиште новца, на коме ловац на слабе фирме може да нађе и ангажује велике своте у циљу преузимања. Треће, управном одбору и менаџменту стоје на располагању различите технике одбране од непријатељског преузимања,² што се, наравно, врши на рачун имовине акционара. И четврто, ради се о политички осетљивом питању, па менаџерски лобији успевају да изборе законске рестрикције. Тако је завршен талас преузимања у САД из 1980-тих година, а слично је реаговала немачка влада после скорошњег преузимања Манесмана од стране британског Водафона.

Заступничко гласање

Једна од варијаната привременог укрупњавања власништва је сте борба заинтересованих за гласове на скупштини акционара. Наиме, у ситуацији распршености власништва (акција) заинтересовани појединац или институција, а без обзира да ли поседује нешто већи удео у својини или не, може покушати да окупи око себе ситне акционаре и да на тај начин постане значајнији чинилац одлучивања унутар компаније него што би био само на основу сопственог власништва. Пошто ситни власници обично ни не долазе на седнице скупштине акционара, тежиште борбе за гласове преноси се у претходну фазу – у фазу прикупљања пуномоћја за заступање ситних акционара на седници скупштине предузећа.

Проблем са борбом за заступничке гласове ситних акционара као претњом управи предузећа је у томе што је она обично неуспешна. Ситни акционари су најчешће скептични према њима непознатим појединцима или институционалним инвеститорима који им траже подршку, па обично или никоме не поверавају свој глас или га дају менаџменту. Нешто су боље среће, на пример, банке у Немачкој, које успевају да обезбеде и гласове ситних акционара, али се то не може узети као правило. Борбе за гласове су обично занимљиве, али су ретке и не дају посебан допринос корпоративном управљању.

Заштита мањинских власника

Видели смо да је укрупњавање власништва најдиректнији начин решавања агенцијског проблема у фирмама, односно проблема корпоративног управљања. И није пресудно важно да ли се укрупњавање врши концентрацијом акција, непријатељским преузимањем фирме или концентрацијом гласова на скупштини.

Поред начелног добитка на плану корпоративног управљања, концентрација власништва доноси и опасност експропријације

2 Захтев за квалификованом већином, већом од 50% гласова, временски померен мандат чланова управног одбора, забрана понуде са две цене акција, „отровна пилула” итд.

малих акционара акцијама крупних власника, било самих, било у договору са менаџерима. Технике су бројне и могу бити и баналне и врло софистициране. Та је опасност посебно изражена у земљама у транзицији, где су и правна и ванправна (тржиште капитала, банке) ограничења акција управе компаније скромна. А пракса нарушавања интереса ситних „спољних” акционара законито води смањеном интересовању за улагања у компанијски сектор.

Да би мали акционари били заштићени од евентуалних злоупотреба крупних акционара, могуће је законом о предузећима или статутом компаније предвидети различита правила која би требало да смање ризик експропријације спољног власника: право ситних власника да сазову састанак скупштине акционара, метод „једна обична акција, један глас” на скупштини, кумулативни метод гласања за управни одбор, посебно оштра правила одобравања трансакција код којих крупни власници или менаџери имају конфликт интереса, обавезан откуп акција ситних акционара код реорганизација или преузимања контроле од стране крупног акционара и слично.

Док, са једне стране, заштита малих акционара смањује ризик злоупотреба и повећава сигурност улагања, а тиме и доводи до повећања спољног финансирања компанијског сектора, постоје и, са друге стране, трошкови те заштите. Она може угрозити једнакост свих акционара, односно демократско начело „једна акција један глас”; она затим може донети малтретирање већине од стране мањине која није у праву; на крају, она може спречити повољан развој догађаја – на пример, непријатељско преузимање због непотребне обавезе откупа акција преосталих малих акционара.

* * *

Истраживања из области управљања предузећем, али и практична искуства, показују да не постоји савршено решење проблема. Ниједан од поменутих модела сам за себе не обезбеђује добро управљање фирмама, па се њихова комбинација јавља као практичан излаз. И заиста, велике приватне инвестиције у корпоративни сектор показују да поверење инвеститора у квалитет корпоративног управљања постоји, додуше уз повремена велика разочарења.

У различитим земљама су различити и системи корпоративног управљања. У САД и Великој Британији власништво је дисперзирано, главну реч има извршни директор, а ослонац корпоративног управљања је јака правна заштита инвеститора, уз максимално информационо откривање и утицај тржишта капитала. У Европи, Јапану и земљама у развоју и транзицији је нешто другачије: ослонац је више на крупним инвеститорима, укључујући и банке. Академски економисти снажно подржавају непријатељско преузимање (као Александар пред Гордијевим

чвором) и критикују то што су му многе значајне државе озако-
ниле препреке, донекле штитећи постојећи менаџмент.

У ширем смислу, области корпоративног управљања припадају
и неке друге, овде непоменуте области, као што су информационо
откривање (*disclosure*), антимонополско законодавство, стечај, из-
вршење уговора, корупција, судство итд. О томе ће бити речи у
одељцима о Србији.

СТАЊЕ
КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА
У СРБИЈИ

II Корпоративно управљање у Србији: анкета

За оцену општег стања корпоративног управљања и разумевања основних механизма функционисања предузећа у Србији неопходна је, на првом месту, емпиријска грађа која се једино може прибавити анкетом. Стога је за потребе ове студије извршено анкетно истраживање у 101 предузећу током новембра и децембра 2002. године.

Анкетни упитник садржао је 72 питања, подељених у четири области: основни подаци о предузећу, власништво, управљање предузећем и транспарентност. Две особине предузећа од највишег значаја за начин функционисања и квалитет управљања су статус предузећа и тип својине над њим.

Структура предузећа по статусу била је следећа: 31 друштвено предузеће, 41 акционарско друштво, 24 друштва са ограниченом одговорношћу и 5 ортачких или командитних друштава. По својини, структура је следећа: 31 предузеће са искључиво друштвеним капиталом, 27 мешовитих са доминацијом друштвеног капитала, 6 мештовитих са доминацијом приватног капитала, 30 са искључиво приватним капиталом од оснивања и 6 са искључиво приватним капиталом после приватизације.

На анкетна питања одговарали су: председник управног одбора 35, члан управног одбора 27, директор предузећа 12, председник скупштине акционара 4, власник 4 и други 21.

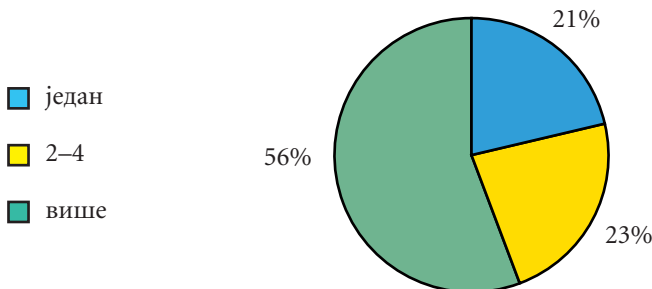
ВЛАСНИШТВО

Основни циљ сваке компаније јесте или би требало да буде пословање у интересу свих власника, односно увећање вредности имовине власника. Достизање тог циља зависи од већег броја чинилаца, међу којима су и структура својине у предузећу, трансфербилност својине и заштита мањинских власника итд.

Број власника, тј. концентрација власништва, од које у знатној мери зависи начин, па и квалитет корпоративног управљања, приказан је за наш узорак на следећем графикону.

Видимо да је у већини предузећа својина дисперзирана на пет и више власника (56%), а затим следе предузећа са два до четири

Број власника



власника (23%) и са једним власником (21%).¹ Међу приватним власницима доминирају запослени (у 53% предузећа) и директори (у 25% предузећа). Ови резултати су последица различитих својинских односа у две групе предузећа – мешовитим и приватним. У мешовитим предузећима дисперзија је велика и запослени убедљиво доминирају међу акционарима, будући да су она настала кроз приватизацију друштвених предузећа по бившем закону о приватизацији, а по моделу инсајдерског радничког акционарства. У приватним предузећима дисперзија својине је знатно мања, а власници су претежно директори и једним делом запослени (друштва са ограниченом одговорношћу и ортачка друштва).

Акције су готово искључиво обичне, са правом гласа. Само у једном предузећу постоје и приоритетне (привилеговане) акције. Такво стање последица је спорости досадашње транзиције у Србији, типа доскорашње приватизације (инсајдерска, кроз обичне акције) и суштинске неразвијености акционарства.

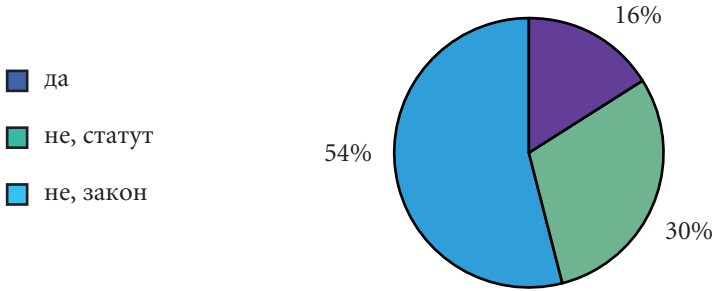
Трансферабилност својине је најчешће ограничена, како показује следећи графикон. Део разлога лежи у карактеру друштава са ограниченом одговорношћу, где и по закону и по сврси овог облика предузећа код продаје власништва од стране једног деоничара предност имају остали, део у законодавству о приватизацији, које ограничава промет акција из приватизације по старом моделу, а део проистиче из свесне одлуке да се смањи цена акција како би оне лакше биле откупљене од стране менаџмента.

Промет власништва је врло низак у Србији, а један од разлога је његова администрација: само у 8% предузећа власницима су издате штампане акције, у 50% им је дата писмена потврда о својини, док у 42% немају никакав писмени доказ да су власници.

Такође, у 43% предузећа постоји књига власника/акционара, у 30% акције су регистроване у државном централном регистру, док чак у 26% предузећа није урађено ни једно ни друго. Постојећи акционари немају предност при куповини акција у 54% предузећа, а имају је у 46%. На берзи се котирају акције само 4 предузећа из узорка.

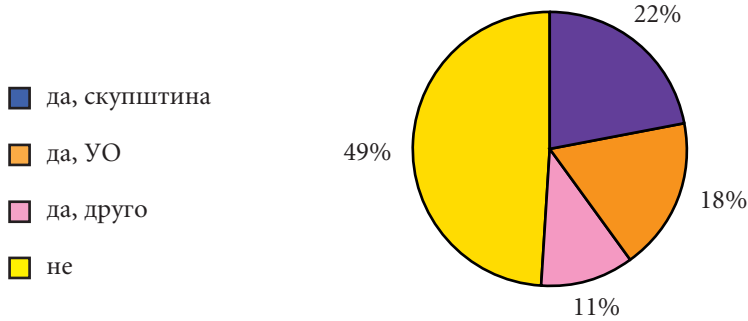
¹ Ови и други проценти у тексту рачунати су без одговора „Не знам” или непопуњено.

Слобода трансфера власништва?



Заштита мањинских власника постоји у важећем Закону о предузећима, а изгледа нешто мање у животу. Према оцени једне половине анкетираних, у њиховом предузећу нема заштите мањинских власника.

Заштита мањинских власника?



У 22% предузећа мањински акционари могу да сазову скупштину, док у 18% имају право на представника у управном одбору. У преосталих 11% постоје други облици заштите.

УПРАВЉАЊЕ ПРЕДУЗЕЋЕМ

Постојање појединих органа управљања у предузећима приказано је у табели 1.

У свим предузећима постоји директор, што је у складу са Законом о предузећима и другом законодавству, а и у традицији управљања предузећима у Србији. Управни одбор, скупштина предузећа и надзорни одбор постоје у преко две трећине предузећа. Управни одбор постоји у свим друштвеним и мешовитим предузећима, што им је и законска обавеза, и у 51% приватних (не постоји у мањим предузећима). Скупштина постоји у свим мешовитим предузећима, што је нужно, пошто су она организована као акционарска друштва, у 90% друштвених, осим оних која су мала, и тек у 30% приватних, такође због доминације мањих предузећа

Табела 1.
Органи управљања у предузећима

	да, у %
скупштина	71
управни одбор	82
директор	100
надзорни одбор	67
извршни одбор директора	12
савет запослених	7
сталне комисије/одбори	29
остало	6

која не морају да имају скупштину. Надзорни одбор постоји у 90% друштвених и мешовитих предузећа (по Закону о предузећима не морају га имати фирме са мање од 100 запослених) и у само 24% приватних фирми.

Класично питање из области корпоративног управљања је: „Ко доминира фирмом, власник, управни одбор или директор?”. У предузећима у Србији дистрибуција моћи унутар предузећа приказана је у следећој табели:

Табела 2.
„Ко остварује контролу над предузећем?”

	у %
запослени	7
власник/власници	25
друга фирма	2
управни одбор	47
директор	9
скупштина	4
нико	5

Из анкете произилази да управни одбор доминира одлучивањем у једној половини предузећа, што је врло добар резултат са становишта теорије корпоративног управљања. Још бољи је доминантан утицај власника у једној четвртини предузећа, мада се ту најчешће ради о мањим приватним фирмама. Улога директора је скромна, јер, по анкети, тек у сваком једанаестом предузећу он има главну реч.

Осећај писца ових редова је нешто другачији: предузећима у Србији, посебно друштвеним и мешовитим, ипак доминирају директори, док управни одбори имају секундарну улогу и обично су

контролисани од стране директора. Томе у прилог могу се навести одговори на једно друго питање:

Табела 3.
„У којој мери управни одбор усваја предлоге директора?“

	у %
практично увек	31
често	65
ретко	0
УО обично разматра предлоге чланова УО	4

Значи, у 96% предузећа управни одбори увек или често прихватају предлог директора, што сведочи о његовом утицају на одлучивање унутар предузећа. Насупрот томе, само у 4% предузећа уобичајена је пракса да управни одбори одлучују на предлог својих чланова. Ипак, утисак ублажава чињеница да у две трећине предузећа предлог директора не бива увек прихваћен, што сведочи да у њима директор нема апсолутну контролу.

У Србији је током претходних деценија утицај политичких структура (партијских комитета и моћних појединаца) изван предузећа био велик и често доминантан. Стога је од интереса видети какав је тај утицај данас, две године после демократских промена.

Табела 4.
„Да ли је политика (утицајни појединци, политичке странке, органи власти итд) утицала у новије доба на:“

	да, у %
избор менаџмента	5
текуће пословне одлуке	9
приватизацију	21
организациони облик предузећа	5
инвестиције	3

Очигледно је да је непосредан утицај политике на функционисање привреде битно смањен током последњих година. Док је раније избор практично сваког директора био условљен политичком сагласношћу, или је чак директор био наметнут од стране политичких фактора, сада је тек у сваком двадесетом предузећу било таквог утицаја. Или, док је током претходних деценија свака номинално аутономна одлука о спајању или припајању предузећа била политички диктирана (наметнута), сада их је само 5%. Ипак, ни сада утицај политике није елиминисан. И ови релативно ниски

проценти ипак говоре да се неекономски чиниоци и даље, мада далеко мање него раније, мешају у пословање привреде.

Уочљиво је и да је утицај политике врло висок код приватизације. Ефективно, проценат је далеко виши од наведених 21%, стога што је тек део предузећа ушао у процес приватизације, а део, она приватна, ни не могу бити подложна таквом утицају пошто не могу бити приватизована. Са друге стране, Закон о приватизацији даје држави право иницијације приватизације сваког предузећа, тако да државни органи утичу на процес, како формално, тако и неформално (стварањем листа предузећа за убрзану приватизацију итд).

СКУПШТИНА

Скупштина власника требало би да буде место где сви власници врше одређене, најважније послове у интересу предузећа и свом сопственом, као што су разматрање пословне политике и финансијских резултата, избор управног одбора, одлучивање о статусу предузећа и слично. Стога је од највеће важности за квалитет корпоративног управљања да скупштина буде ваљано организована и да слободно врши свој посао.

Већ код првог питање – ко има право да учествује у раду скупштине? – јављају се ограничења: чак у 41% предузећа не могу сви власници да присуствују скупштини и гласају, већ је за то потребна квалификација у броју акција (величини удела). На тај начин су многи власници онемогућени да врше своју власничку функцију.²

Позив за скупштину друштва упућује се појединачно сваком власнику у 78% предузећа, док се у 21% то чини интерним информисањем унутар предузећа (огласне табле и слично) будући да су сви власници запослени у том предузећу.

Позив за скупштину друштва упућује се доста касно: у 52% предузећа у року краћем од 10 дана пре дана одржавања скупштине, у 44% у року између 10 и 30 дана и у 4% у року дужем од 30 дана. У 67% предузећа дневни ред упућен унапред власницима био је детаљан, док је у 33% био оквиран.

Све последње скупштине друштва одржане су у месту седишта предузећа, па с те стране није било покушаја манипулације.

Питање о надлежностима скупштине предузећа дало је следеће резултате:

2 На пример, писац ових редова поседује акције у једном београдском предузећу, у коме постоји и већински акционар са око 85% акција, док су остале у својини великог броја људи (углавном запослених у фирми); ипак, статутом предузећа одређено је да скупштини могу присуствовати само власници и заступници власника уколико поседују/представљају најмање 1% акција; резултат тога је, суштински, да скупштину чини један акционар.

Табела 5.
„Да ли скупштина ради следеће послове?“

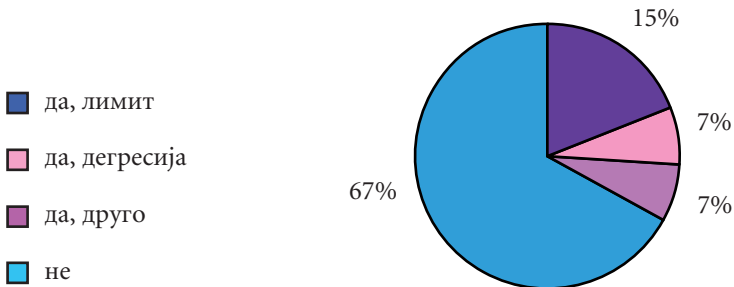
	да, у %
утврђује пословну политику	73
усваја годишње обрачуне и извештаје о пословању	93
одлучује о расподели годишње добити и покрићу губитака	93
бира чланове управног и надзорног одбора и ревизора	93
одлучује о емисији нових акција	72
одлучује о спајању, припајању или ликвидацији предузећа	85

Интересантно је да ниједна скупштина предузећа не ради све поменуте послове у свим фирмама, иако је сваки од њих изричито надлежност скупштине према Закону о предузећима. У више од девет десетина предузећа скупштина усваја годишње извештаје, одлучује о расподели добити и бира чланове управног одбора, у шест седмина одлучује о статусним стварима предузећа и у три четвртине утврђује пословну политику (ма шта то значило) и одлучује о издавању нових акција/удела.

Важно питање рада сваке скупштине и могућности власника са малим бројем акција или малим улогом да испољи своју вољу је право да гласају у одсуству, било преко заступника који ће га заступати на скупштини предузећа, било поштом. Стање са правом на гласање у одсуству није стандардно у Србији, и поред одредби Закона о предузећима који то право императивно предвиђају: у 52% предузећа власници немају право на овај тип гласања, у 17% предузећа имају право на гласање преко заступника, а у 30% на гласање поштом. У 85% случајева заступстава, заступник је други акционар истог предузећа (искључујући директоре).

Следеће питање односило се на „демократију” у скупштини, односно тицало се права гласања власника по модерном начелу „једна акција један глас”.

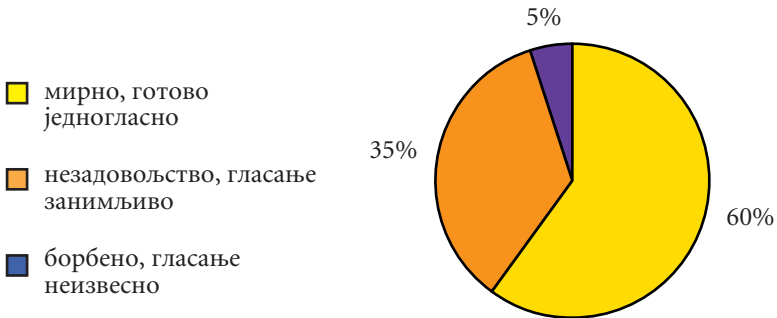
Ограничење правила „једна акција један глас”



У две трећине предузећа сви акционари су у једнаком положају, без обзира на величину пакета у њиховом поседу, док у једној трећини предузећа постоје рестрикције које имају за сврху ограничење гласачких права власника већих пакета акција. Чак у једној петици предузећа постоји максимални број гласова које власник може да поседује, а у сваком четрнаестом предузећу прописана је дегресија, тј. свака додатна акција доноси све мањи број гласова.

Скупштине предузећа у Србији су углавном мирне и пролазе без већих трзавица (60%). Следећих 35% је занимљивије, али без стварне неизвесности. Тек је 5% последњих скупштина предузећа било борбено, са неизвесним исходом. Такви исходи указују да су постојећа руководства предузећа доста стабилна и да њихов положај обично није угрожен акцијом чланова скупштине предузећа.

Карактер последње скупштине



УПРАВНИ ОДБОР

Управни одбори су, као представник власника, у већем делу савременог света основни орган управљања предузећима. Његова основна одговорност је обезбеђење дугорочне профитабилности предузећа и надзор над менаџментом. У највећем броју земаља управни одбор је надлежан за усвајање пословне стратегије и постављање, отпуштање и награђивање менаџмента. У ствари, његов посао је да штити интересе фирме и њених власника пред свима који би могли да га угрозе, па тиме и менаџмента. У Србији постоји нешто другачије решење по коме управни одбор „дели” власт са директором, а по Закону о предузећима.

Управни одбор у предузећима у Србији ради послове који су уобичајени за управне одборе генерално, како је приказано у следећој табели.

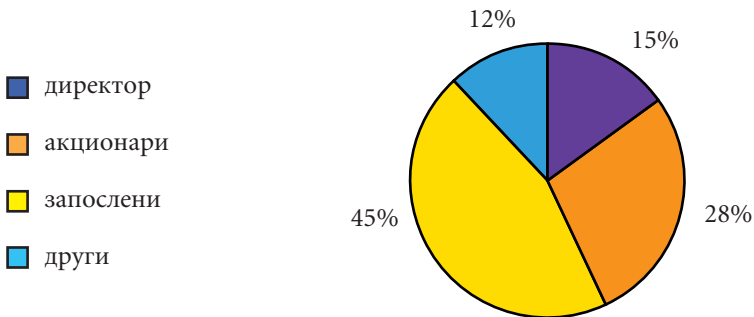
Као и скупштине, тако и управни одбори не обављају у свим предузећима овлашћења која им је поверио Закон о предузећима (све из табеле 6). Ипак, проценти су високи и може се закључити да управни одбори највећим делом врше послове из своје законске надлежности.

Табела 6.
„Да ли управни одбор ради следеће послове?“

	да, у %
подноси скупштини годишње извештаје	85
предлаже расподелу добити	82
поставља и разрешава директора	96
даје директору смернице о пословној политици	96
доноси инвестиционе одлуке	91

Један од покушаја утврђивања положаја управног одбора јесте испитивање на чији је предлог он изабран у садашњем саставу, пошто се може претпоставити да дугује лојалност предлагачу, односно да ће штитити његове интересе.

На чији је предлог изабран управни одбор?



У готово половини предузећа предлагачи садашњих чланова управног одбора за кандидате су запослени, што је природно имајући на уму да две трећине нашег узорка чине предузећа која уопште немају приватног капитала или га имају тек једним делом. На предлог већинских акционара изабран је управни одбор у нешто више од једне четвртине предузећа, а на предлог директора тек у 15%. Овај последњи податак сугерише да управни одбори ипак углавном нису везани за директора, мада је могуће да је у неким предузећима предлог директора формално на скупштини изнео неко други, посебно из круга запослених.

У 53% предузећа сви чланови управног одбора су запослени у том предузећу, док у 47% постоје чланови који су запослени ван предузећа. Значи, у једној половини предузећа постоје и спољни, тзв. независни чланови управног одбора. О пожељности укључења у управне одборе појединаца који нису запослени у предузећу води се жива дискусија у стручним круговима, јер, са једне стране, они ни на који формалан начин не зависе од менаџмента и могу

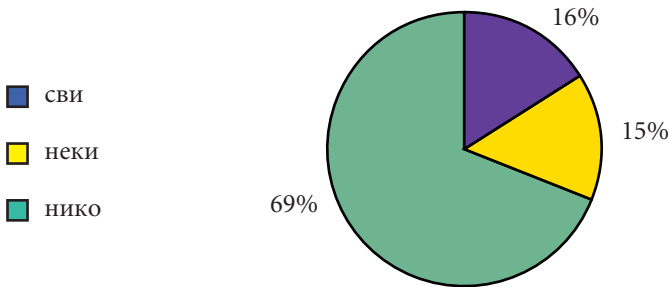
да допринесу раду управног одбора независним ставом, док, са друге стране, они могу да буду мање заинтересовани за судбину предузећа баш зато што у њему немају ни финансијских ни других интереса.

Састанци управних одбора се релативно често одржавају: преко 15 пута годишње у 29% предузећа, 10 до 15 пута у 48% предузећа и мање од 10 пута у 23% предузећа.

Да би чланови управног одбора могли да успешно раде, свакако је нужно да располажу свим потребним информацијама о предузећу. Међутим, на питање „да ли чланови управног одбора имају неограничен приступ свим информацијама и документима”, показало се да у 10% предузећа то није случај. Ту, очигледно, директори или власници сматрају да постоје пословне информације које чланови управног одбора не треба да знају.

У свету су развијене различите технике награђивања чланова управних одбора не би ли кроз подстицајну шему они били подстакнути на најбољи могући рад у интересу компаније. Међутим, у Србији је ситуација знатно другачија.

Зарада чланова управног одбора



У великој већини предузећа, чак преко две трећине, ниједан члан управног одбора не прима никакву накнаду за тај посао. Од преосталих предузећа, у једној половини само поједини чланови примају неки облик накнаде, а у другој половини сви. Изгледа да у већини предузећа још увек живи старо самоуправно схватање да је бити члан радничког савета за појединца част која се не наплаћује. Занимљиво је и да овакав однос постоји подједнако у сва три типа предузећа по својинском облику, тако да бесплатно ангажовање у управном одбору доминира и у потпуно приватним предузећима.

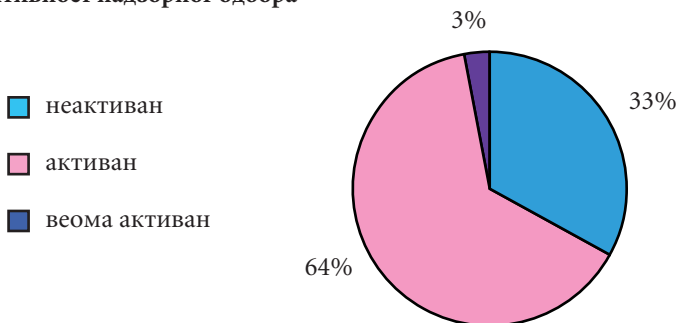
НАДЗОРНИ ОДБОР

По Закону о предузећима, надзорни одбор морају имати сва предузећа чији број запослених прелази 100, што значи сва предузећа осим оних мањих. У нашем узорку постоји у 67% предузећа,

с тим да је доста ретка појава међу приватним предузећима, која су обично мања по величини од друштвених и мешовитих.

Надзорни одбор обично ради класичне послове: врши надзор над законитошћу рада предузећа (97%) и контролише финансијске извештаје (94%).

Активност надзорног одбора



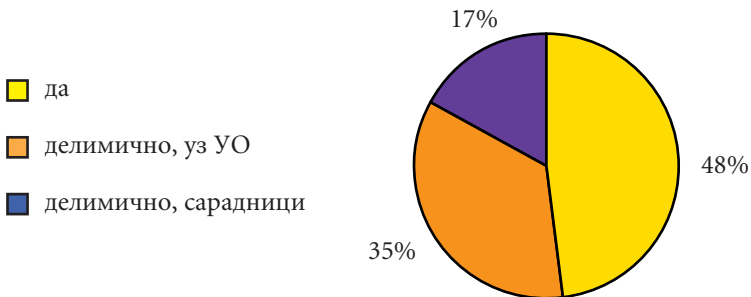
Степен активности надзорних одбора није посебно висок: чак у једној трећини предузећа надзорни одбор практично не ради, док је само у 5% веома активан. У осталим предузећима је његова активност осредња. Овакав налаз, праћен и анегдотском евиденцијом и увидом писца ових редова, у одређеној мери потврђује тенденцију, уочену и у другим земљама, да надзорни одбори не играју важнију улогу у животу предузећа, већ да обично формално обављају посао надзорника над исправношћу рада органа управе.

ДИРЕКТОР

У традицији је српског предузећа да одлучујућу улогу у вођењу послова игра директор. Тако је било у време социјализма, када је раднички савет, иако номинално најважнији орган, био декорација реалном односу снага у предузећу. То је подстицано од стране политичких чинилаца, којима је било у интересу да имају једног лојалног појединца са потпуном контролом над животом предузећа, него да се ослањају на колективне органе неизвесног састава. И постојећи Закон о предузећима даје директору важнију улогу него што је уобичајено у компанијским законима развијених земаља. Док је тамо стандардно да управни одбор буде и главна и једина „власт” у предузећу, бар номинално, и да је овлашћен да другима, па и менаџменту, пренесе неке од својих надлежности, по нашем закону директор је засебан орган са овлашћењима која произилазе из самог закона. Тиме је директору у Србији обезбеђен јачи положај него што је уобичајено. Додуше, и овде директора по закону бира управни одбор, који му и плату одређује.

На питање „да ли директор самостално води текуће послове предузећа”, добијени су одговори који су приказани на следећем графикону:

Самосталност директора



У једној половини предузећа директор је самосталан, док је у преосталима његова улога у вођењу текућих послова ограничена или управним одбором или сарадницима који и сами поседују одређену самосталност.

Промена лошег директора јесте или би требало да буде начин за унапређење корпоративног управљања и пословања предузећа. Разлози за одлазак претходног директора дати су у следећој табели:

Табела 7.
„Шта се догодило са претходним директором?”

	у %
истекао мандат, није опет конкурисао	15
сам отишао из предузећа	26
пензионисам или умро	18
смењен	42

Знатан број бивших директора је смењен – више од две петине. Ипак, у овај број не улазе само они који су смењени због неуспешности, већ и они који су смењени због изразите припадности претходном, Милошевићевом режиму, тј. из политичких разлога.

Садашњи директор радио је до постављења у истом предузећу у 88% случајева, а само у 12% ван предузећа. Овај резултат указује на доминацију инсајдерског приступа, односно на ослонац на познате људе унутар предузећа.

Начин формирања зараде директора дат је у следећој табели.

Чак у више од половине предузећа директор прима фиксну плату, тј. његова зарада ни на који начин не зависи од резултата пословања предузећа. То је, можда, угодна позиција за директора,

Табела 8.
Како је плаћен директор?

	у %
фиксна плата	54
фиксни део + бонус	35
само бонус	4
остало	6

али она не може бити подстицајна за његов напоран рад. У једној трећини предузећа налазимо класичан концепт награђивања главног извршног менаџера, а то је комбинација фиксне плате и дела који зависи од резултата пословања фирме. У мањем броју предузећа постоји и наглашено подстицајан метод награђивања, где зарада искључиво зависи од пословања, па директори у пуној мери деле ризик са фирмом.

КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСА И ПОВЕЗАНА ЛИЦА

Члан управе предузећа може себи прибавити недозвољену корист на разне начине, а један од њих је доношење одлуке у пословима предузећа која има директне последице по његове приватне интересе који су независни од предузећа (конфликт интереса).

Ниједна анкета, свакако, не може установити релевентне околности и ефекте конфликта интереса, али је наша пружила индицију да конфликт интереса постоји у српским предузећима.

У 9% предузећа бар један члан управе (члан управног или надзорног одбора или директор) запослен је или је власник другог предузећа из исте делатности. Наравно, такав положај није аутоматски илегалан или непожељан, али он, уколико надзор над понашањем тог члана управе није довољан, може резултирати злоупотребом положаја ради остваривања сопствене зараде.

Још су веће могућности манипулације и недозвољене зараде када члан управе предузећа има сопствене пословне односе са фирмом независне од места члана управе, као што су трговачки или финансијски. У Србији такав пословни однос није реткост: чланови управе имају пословне односе са својим предузећем у 13% фирми, од чега три четвртине са знањем управног одбора.

ТРАНСПАРЕНТНОСТ

Транспарентност и откривање информација су један од централних стубова у пракси корпоративног управљања и функционисања тржишта капитала. Без доступности поузданих и упоредивих информација на редовној основи, власници неће бити у

стању да процене квалитет управе компаније, па ни да утичу на њен рад или замену бољом екипом. Такође, без транспарентности и откривања информација инвеститори не могу бити у стању да процене компанијске перформансе и донесу разумну одлуку о различитим инвестиционим могућностима. То онда доноси вишу цену капитала (расте премија на ризик) и мање ефикасну алокацију ресурса. Штавише, ефикасан и детаљан информациони систем обезбеђује управном одбору и менаџерима оруђе које им омогућује да ефикасније управљају компанијом.

Табела 9.

„Како се чланови скупштине обавештавају о раду предузећа, рачуноводственим и пословним извештајина?“

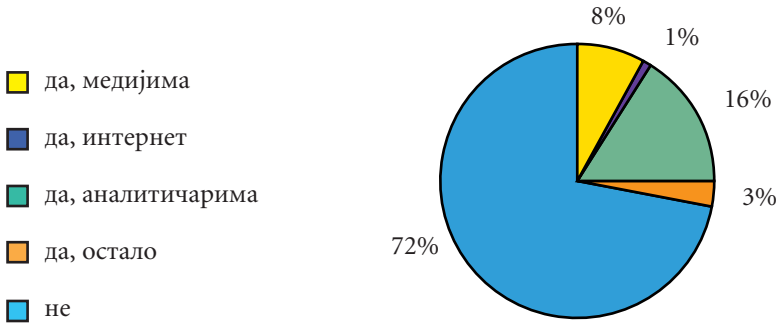
	у %
сваки члан добије писане материјале	18
преко огласне табле у предузећу	14
личним увидом у управи	4
на скупштини предузећа	52
преко штампе	8
не обавештавају се	4

Стање са информисаношћу чланова скупштина (било власника, било запослених у друштвеним предузећима) врло је лоше. Тек у 18% предузећа чланови скупштине добијају унапред, пре седнице скупштине, писане материјале и имају прилику да их анализирају и активно учествују у раду скупштине. У више од половине предузећа чланови скупштине буду информисани на самој скупштини, што значи укратко и усмено од стране менаџмента. У сваком двадесет петом предузећу члан скупштине може да се обавести, уколико жели, личним увидом у управи предузећа, док у сваком седмом предузећу интерна огласна табла за информисање запослених је средство обавештавања и интерних акционара. А у сваком двадесет петом предузећу чланови скупштине се уопште не обавештавају о резултатима пословања! Такав начин информисања у предузећима у Србији свакако представља метод маргинализације акционара и других чланова скупштине предузећа и уопште не даје допринос информисаности и транспарентности пословања.

Ништа боље није ни са обавештавањем јавности о финансијским и пословним резултатима, а тиме и потенцијалних инвеститора.

Готово три четвртине предузећа уопште не информише ни медије, ни економске аналитичаре у пословним новинама и часописима, нити своје извештаје ставља на сопствени сајт на Интернету, већ се само задовољавају законском обавезом о достављању

Достављање извештаја



завршног рачуна раније ЗОП-у, а сада Управи прихода. Код преосталих предузећа доминира контакт са медијима, а само једно предузеће објављује извештаје на свом интернет сајту.

Сопствени сајт на Интернету има 60% предузећа, али се углавном користи као медијум за информисање купаца и рекламу, а не и за обавештавање власника и пословног света о финансијским и пословним резултатима, како је то уобичајено у развијеним земљама.

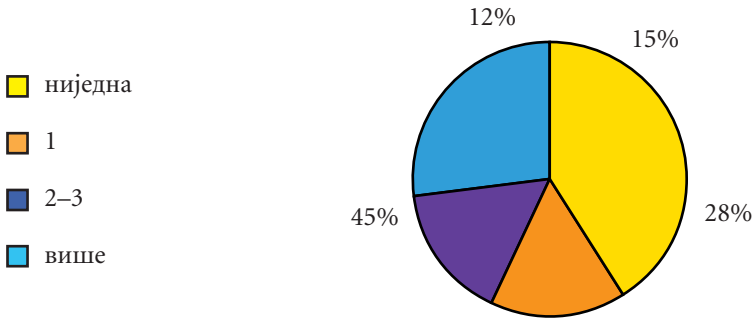
Нешто је повољнија ситуација са достављањем појединачних пословних информација медијима – то чини 59% предузећа, мада и овде готово половина ретко. Чак 41% то не чини никада.

Шта обухвата годишњи пословни извештај о предузећу који се подноси скупштини? Поред општих информација, садржи највећа дуговања и потраживања (у 81% предузећа), затим пословне циљеве и стратегију (63%), процену пословне климе и пословних ризика (58%), најважније судске спорове (58%), основне власничке односе (41%) и начин награђивања директора (14%). Из овог прегледа може се закључити да су годишњи извештаји углавном сиромашни подацима, јер би природно било да сви садрже све поменуте компоненте. Очигледно је и да се начин награђивања директора крије као велика пословна тајна.

И метод писања финансијских извештаја и методологија на коју се они ослањају углавном не задовољавају међународне стандарде извештавања. И заиста, тек у једној трећини предузећа (34%) тврде да примењују међународне рачуноводствене стандарде (*IAS*), док се остали искључиво ослањају на домаћи закон о рачуноводству. Слично томе, тек у 23% предузећа изјављују да при писању извештаја користе међународне стандарде финансијског извештавања (*IFRS*).

Ревизија (одитовање) финансијских књига постоји да би финансијски извештаји били што веродостојнији. У Србији је то релативно нова пракса: за велика и јавна предузећа ревизија је обавезна од 1997. године, а за средња предузећа од 2003. године. Међутим, познато је да многа предузећа, и поред законске обавезе, нису користила ревизорске услуге током претходних година.

Број ревизија



Тек нешто више од једне четвртине предузећа у Србији практично редовно одитује своје финансијске књиге, па су њихови финансијски извештаји релативно поуздани. Остала предузећа или то не чине (две петине) или врше ревизију повремено, што доводи у сумњу квалитет њихових финансијских извештаја. Последњи ревизорски извештај садржао је „озбиљније негативне оцене о начину на који се води књиговодство” у 5% предузећа.

ЗАКЉУЧЦИ

Слика о корпоративном управљању у Србији на основу анкете извршене за потребе ове студије није повољна, што је и очекиван закључак.

У полуприватизованом мешовитом сектору својина је дисперзирана, што власницима отежава контролу над предузећем. Трансферабилност својине је ограничена њеним лошим администрирањем. Заштита мањинских власника је недовољна, иако је по Закону о предузећима широка. Акционарима се ограничава право учешћа и гласања на скупштини статутарним одредбама о минимуму акција или лимиту броја гласова, али се и лошим администрирањем скупштине отежава присуство оних који на то имају права (не шаљу се позиви, касно обавештавање о седници, онемогућавање гласања поштом и путем заступника итд). У складу с тим, скупштине предузећа су обично мирне и незанимљиве. Управни одбори не контролишу предузеће у потпуности, било зато што је закон дао засебна овлашћења директорима, било зато што се директори у неким предузећима показују јачим од управног одбора. Добро функционисање управних одбора омета и чињница да у две трећине предузећа ниједан члан не прима никакву накнаду за тај ангажман. Надзорни одбори нису посебно активни. Директори се боре са управним одборима за пресудан утицај на послове предузећа. Најчешће су награђени фиксном платом. Потенцијални конфликт интереса присутан је у предузећима. Транспарентност је посебно слаба тачка корпоративног

управљања у Србији: чланови скупштине и јавност су слабо обавештени о пословању предузећа, међународни рачуноводствени стандарди и стандарди финансијског извештавања се ретко примењују, а ревизије књиговодствених исказа се често не врше ни када закон то налаже. Утицај политике на послове привреде је смањен, али и даље постоји.

Неповољно стање корпоративног управљања у Србији тражи хитне, али и добро конципиране реформе, како би предузећа могла да постану добро вођена и конкурентна на домаћем и страном тржишту. Та реформа подразумева промену Закона о предузећима, финансијских закона и друге регулације, али и друге промене које нису легислативног типа – од наставка и завршетка приватизације, преко јачања конкурентности на тржишту и формулисања и усвајања кодекса доброг управљања до битног јачања владавине права.

III Утицај корпоративног управљања на перформансе предузећа

УВОД

Рентабилност предузећа представља са становишта власника предузећа, односно акционара, најважнији показатељ успешности пословања предузећа. Рентабилност, односно профитабилност је резултат и циљ целокупног пословања предузећа, а посебно је значајна код оцењивања управљачке функције, односно код оцењивања пословања менаџерског слоја. У теоријском смислу рентабилност је начело према коме је потребно остварити највеће резултате с најмање уложених средстава.¹ Рентабилност, односно профитабилност је показатељ финансијске успешности или ефикасности рада произвођача (предузећа, предузетника) којим се утврђује у којој мери предузеће успева да продајом својих производа и услуга надокнади средства утрошена у производњу тих производа, тј. услуга, односно у којој мери остварује нормалну (проширену) репродукцију самог предузећа. Остваривањем проширене репродукције обезбеђује се раст предузећа, односно раст капитала, а то представља најважнији дугорочни циљ предузећа, тј. његовог пословања.

Као што је из претходног јасно, овај раст предузећа, односно капитала предузећа остварује се постизањем одговарајућег приноса на укупна улагања (активу) предузећа или на укупну нето имовину (*equity*, капитал) предузећа, одакле следи и један од основних принципа исказивања рентабилности пословања предузећа, а то је однос између остварених резултата (принос) и уложених средстава (актива, односно капитал) предузећа. Наравно, и једна и друга страна овог односа може се изразити на различите начине, тако да је у математичком смислу могуће компоновати већи број показатеља рентабилности, који у бројчаном облику исказују остварену рентабилност, односно профитабилност предузећа. Наравно, ови показатељи у исто време омогућавају и остваривање других функција које имају менаџери, али и не само они у пословању предузећа – управљање, планирање, информисање итд. У сваком случају, битно је да се остварена (или планирана) рентабилност може квантитативно

1 Сам термин рентабилност изведен је од латинске речи *reddere*, што значи вратити.

исказивати, а на основу тога затим вршити одређене анализе, предвиђања и сл. Обично се у анализама (финансијски извештаји и сл.) показатељи профитабилности, односно рентабилности израчунавају и приказују као последња група финансијских показатеља, што је својеврсна потврда њиховог сводног (синтетичког) карактера у односу на остале показатеље (финансијског) пословања предузећа.

Избор конкретних показатеља којима се изражава рентабилност зависи у првом реду од циља који се тим показатељима жели постићи, а тај циљ (или ти циљеви) одражава пре свега визуру онога, или оних који спроводе одговарајућу анализу, предвиђање или пак остварују неку другу функцију у предузећу. Свакако да ће (или да могу) изабрати другачије показатеље менаџери који подносе извештаје власницима предузећа, где ће акценат бити на тзв. индивидуалној рентабилности, а другачије ако је потребно оцијенити тзв. друштвену рентабилност. С друге стране, могуће је разликовати показатеље рентабилности и ако се пође од базе од које се врши обрачун, па се тако ови показатељи класификују на показатеље рентабилности (просечно) коришћене имовине и показатеље рентабилности укупног прихода. Најзад, природа саме делатности предузећа (нпр. да ли је у питању производно или трговачко предузеће) свакако ће утицати на избор и конструкцију показатеља рентабилности.

У оквиру ове групе показатеља могуће је конструисати и користити већи број мера. Уобичајено је да се профитабилност, тј. рентабилност изражава као однос оствареног профита и коришћених средстава, што и представља рентабилност у изворном значењу. Међутим, полазећи од ове уопштене дефиниције може се доћи до великог броја коефицијената, од којих сваки има одређене аналитичке вредности. Најчешће се користе показатељи који изражавају бруто или нето профитну стопу

$$(1) \text{ бис} = \frac{\text{бруто добити}}{\text{укупна средства}},$$

односно

$$(2) \text{ нис} = \frac{\text{добити после опорезивања}}{\text{укупна средства}},$$

који су познати још и као бруто и нето рентабилност укупних средстава.

Поред ова два коефицијента као значајни показатељи профитабилности користе се и бруто, односно нето маржа профита (у односу на приход):

$$(3) \text{ бми} = \frac{\text{бруто добити}}{\text{приходи}},$$

и

$$(4) \text{ нми} = \frac{\text{добити после ойорезивања}}{\text{приходи}}.$$

Сваки од управо наведених показатеља има одређену аналитичку вредност, и може се користити за истраживање различитих аспеката финансијског пословања предузећа. Међутим, без обзира о којем показатељу је реч, њихове израчунате вредности саме за себе најчешће не говоре много, односно нису саме за себе довољно информативне. Њихове аналитичке вредности долазе до изражаја тек у случају поређења са одговарајућим, мање или више подесно одабраним, реперима. У оквиру самог предузећа, таква поређења су могућа динамички посматрано, дакле ако се пореде одговарајући коефицијенти с вредностима из претходне, или више претходних година. Такође, од значаја је и поређење са планираним вредностима коефицијената, наравно, уколико предузеће практикује овакво планирање. Међутим, чак и у тим случајевима, право значење коефицијенти добијају тек ако се пореде са величинама одговарајућих показатеља у другим предузећима. Предузећа која су од значаја за таква поређења су, пре свега, сродна предузећа, то значи предузећа из исте групације, односно гране, посебно предузећа која јесу или могу бити конкуренти. Од посебне користи при томе могу бити и неке емпиријски верификоване вредности ових коефицијената, односно неки прихваћени стандарди, што је честа пракса у тржишним привредама.

Наравно, горе наведени примери показатеља рентабилности, односно профитабилности могу бити изражени у више варијанти, у зависности од тога на какав начин се изражавају, односно обрачунавају величине у бројиоцу, односно имениоцу наведених формула. При томе, за ове вредности најчешће се узимају одређене величине које су већ дефинисане у билансима предузећа (завршни рачуни), што у значајној мери олакшава њихов обрачун и исказивање, а наравно и саму интерпретацију.

Иако је са становишта власника капитала логично да се у аналитичким итд. сагледавањима предност да показатељима рентабилности у односу на коришћена средства, дакле показатељима типа (1) или (2) према горе наведеним формулама, свако комплексније сагледавање овог аспекта пословања предузећа не би смело да пренебрегне и обрачун односно интерпретацију показатеља рентабилности типа (3), односно (4), тако да се код исказивања и анализирања рентабилности најчешће обрачунава већи број показатеља и једног и другог типа, а њихова интерпретација даје довољно простора за свестрано сагледавање разних аспеката пословања предузећа, односно остваривања различитих функција које има и само предузеће и разни његови органи, поред осталог и управљачки органи.

РЕНТАБИЛНОСТ ПОСМАТРАНИХ ПРЕДУЗЕЋА

У анализама које следе ми смо, тако, формирали једну веома широку листу показатеља рентабилности, односно профитабилности посматраних предузећа, која садржи укупно 19 ових показатеља, и то и једног и другог горе наведеног типа. Преглед ових показатеља дат је у табели бр. 1. Као што се види, у горњем делу табеле обухваћени су показатељи типа (3), односно (4) из напред изложених формула, док доњи део табеле обухвата показатеље типа (1), односно (2). Потребно је истаћи да код тумачења показатеља под редним бројевима 1) и 2) треба бити опрезан, пошто је први показатељ дефинисан инверзно, док је други карактеристичан преваходно за трговинска предузећа, док се код производних предузећа, где такође може имати одређену аналитичку вредност, показује врло често неупотребљивим због лоше састављених биланса.² Наравно, овај проблем излази ван оквира нашег рада, будући да не постоје могућности да се изврши корекција посматраних билансних позиција, што се у неким другим ситуацијама може учинити. Због тога се као елегантно решење намеће једноставно одстрањивање овог показатеља из даље анализе, што би за неке прецизније анализе и било пожељно учинити. Наравно, преостали показатељи представљају довољно велик и заокружен скуп коефицијената рентабилности, тако да изостанак једног или неколико њих и не би представљао велики проблем.

У даљем тексту и табелама ови показатељи биће, једноставности ради, означени симболима X_1 до X_{19} .

Иако се због природе посматраног проблема (изражавања, односно анализе рентабилности) можда може очекивати да одабрани показатељи показују међусобну значајну корелираност, то у случају овог узорка није био случај (видети табелу бр. 2). Пирсонови парни коефицијенти корелације, приказани у овој табели, показују да је висока корелација између показатеља присутна у малом броју случајева, тачније у свега 20 случајева, при чему смо као високу корелацију узели све вредности коефицијената корелације веће од 0,7 што свакако не представља високо постављен

2 Врло је чест, наиме, случај да се у билансима не прави разлика између прихода од продаје робе и прихода од продаје производа и услуга, тако да се и једа и друга врста прихода књижи на једној од ове две позиције, што онда чини овај показатељ неупотребљивим – он се или не може обрачунати (уколико се сви приходи воде као приходи од продаје производа и услуга), или је значајно прецењен, односно нереалан (уколико се ове две групе прихода неадекватно разграничавају). Тако се у нашем узорку за 14 предузећа овај показатељ није могао обрачунати, будући да је у билансима на тој позицији (приходи од продаје робе стајала 0), док је код 25 предузећа вредност показатеља била негативна, што би ако би показатељ био тачно обрачунат (односно, обрачунат на основу тачних података) био нонсенс, који би значајно да предузеће купује робу (или је узима у компензацију) а затим на њеној продаји остварује губитак! Да су одговарајући подаци нетачни у значајном броју случајева говори и чињеница да је код 7 предузећа вредност овог показатеља износила – 100, што би значило да предузеће ништа од купљене робе (или робе добијене у компензацију) током целе године није продало!

Табела 1.
Преглед показатеља рентабилности посматраних предузећа

р. бр.	назив показатеља
1	финансијски расходи у односу на пословни добитак
2	остварена разлика у цени продате робе
3	стопа бруто резултата у приходу од продаје
4	стопа резултата по основу продате робе
5	стопа резултата по основу продаје производа и услуга
6	стопа контрибуционог резултата у приходу од продаје
7	стопа пословног резултата у приходу од продаје
8	стопа расхода финансирања у приходу од продаје
9	стопа редовног добитка у приходу од продаје
10	стопа добитка на укупну имовину у приходу од продаје
11	стопа добитка (губитка) пре пореза у приходу од продаје
12	стопа добитка после пореза у приходу од продаје
13	оперативна стопа приноса
14	стопа приноса на укупну имовину
15	стопа приноса на укупну активу
16	стопа пословног приноса на пословну имовину
17	стопа нето приноса пре пореза на пословну активу
18	стопа нето приноса после пореза на пословну активу
19	стопа нето приноса (после пореза) на сопствени капитал (умањен за губитак)

критеријум. То су, сходно томе, следећи коефицијенти корелације: $r_{3,6}=0,835$; $r_{7,9}=0,949$; $r_{10,11}=0,883$; $r_{10,12}=0,884$; $r_{11,12}=0,991$; $r_{13,14}=0,751$; $r_{13,15}=0,723$; $r_{14,15}=0,879$; $r_{13,16}=0,999$; $r_{14,16}=0,756$; $r_{15,16}=0,725$; $r_{13,17}=0,749$; $r_{14,17}=0,939$; $r_{15,17}=0,804$; $r_{16,17}=0,757$; $r_{13,18}=0,744$; $r_{14,18}=0,941$; $r_{15,18}=0,794$; $r_{16,18}=0,753$; $r_{17,18}=0,997$. При томе, као што се види у табели, одређени број показатеља има међусобно негативну корелацију, што се не односи само на први показатељ, који је како је већ наглашено инверзно дефинисан. Као што се види, нешто јаче корелационе везе постоје у групи показатеља који се дефинишу као рентабилност (или профитабилност) на уложена средства, с изузетком последњег посматраног показатеља, одакле се може закључити да је очигледно значајан утицај који на укупне резултате пословања у датом узорку показују исказани губици предузећа.³

3 У целом узорку учешће кумулираних губитака у капиталу предузећа било је 18,6% (!), наравно с великим разликама између појединих предузећа, при чему је код одређеног броја предузећа износ губитака и по неколико пута премашивао вредност капитала (код једног од посматраних предузећа чак 4,5 пута). Укупно, број предузећа у узорку који је имао исказане губитке био је 56, односно око 56%.

Релативно висока корелираност у оквиру ове групе коефицијената могао би да представља на неки начин показатељ уједначеног односа посматраних предузећа према профитабилности имовине, односно улагања. Наравно, овај превише слободан закључак, ипак, захтева претходну и детаљну проверу, тако да је превише рано сматрати га у овом моменту чак и као хипотезу.

Поред глобалне вредности посматраних показатеља профитабилности, односно рентабилности свакако да од аналитичког значаја могу бити и њихове вредности унутар скупа према неком од одабраних критеријума. Ми смо се у даљој анализи определили да посматрамо ове вредности према критеријумима облика својине у предузећу и величине предузећа.

У наредној табели приказани су најпре обрачунати коефицијенти рентабилности у изабраном узорку у односу на облик својине. Ради могућности поређења дати су и коефицијенти за цео узорак. На овом нивоу анализе задржани су сви напред дефинисани показатељи рентабилности.

Резултати приказани у табели 3 више су него илустративни. Одрама падају у очи значајне разлике између три велике групе (друштвена, приватна и мешовита предузећа), као и у односу на цео узорак. Пошто су све три овако кумулиране групе подједнаке по заступљености (33,3%, 31,3% и 35,3% од укупног броја предузећа, респективно), може се закључити да су резултати у значајној мери релевантни, иако се тренутно не узимају у обзир и друге карактеристике у оквиру сваке од ових група предузећа (величина предузећа, делатност и др.).

Као што се у табели може видети, далеко су најнеповољнији показатељи у групи предузећа с друштвеном својином, и они се уз свега пар изузетака крећу у зони негативног рентабилитета, што значи да су ова предузећа оптерећена губицима, због чега послују (крајње) нерентабилно. Група предузећа с мешовитом својином има значајно боље вредности показатеља рентабилности у односу на друштвена предузећа, и чак боље у односу на просек (односно, на цео узорак). Док се у целом узорку, наиме, смењују позитивне и негативне стопе рентабилитета, код предузећа у мешовитој својини преовлађују ипак позитивне стопе, премда њихове апсолутне величине нису посебно изражене, и наравно значајно су ниже него код треће групе предузећа – код приватних предузећа. Наравно, приватна предузећа су далеко најпрофитабилнији део нашег узорка, при чему је нарочито значајно истаћи веома високе (за наше прилике) вредности коефицијената из друге групе, наиме коефицијената профитабилности у односу на имовину, односно капитал. Јасно је, међутим, да у овом случају велики утицај могу да имају делатности у којима су предузећа ангажована, односно које обављају, а с друге стране не би се смела пренебрегнути ни реалност биланса код приватних (наравно, ни код свих осталих) предузећа, а која када су у питању показатељи имовине управо код њих често нису адекватна.

Табела 3. Показатељи рентабилности у узорку према облику својине

показатељ рентабилности		облик својине			
р. број	назив	друштвена	приватна	мешовита	сва
1	финансијски расходи у односу на пословни добитак	-3112,4	103,9	138,3	208,1
2	остварена разлика у цени продате робе	-10,0	1,7	15,8	12,5
3	стопа бруто резултата у приходу од продаје	54,8	36,2	56,3	55,2
4	стопа резултата по основу продате робе	-11,1	1,7	13,6	11,1
5	стопа резултата по основу продаје производа и услуга	58,1	56,5	79,2	73,6
6	стопа контрибуционог резултата у приходу од продаје	39,5	23,1	37,0	36,8
7	стопа пословног резултата у приходу од продаје	-0,3	1,9	2,8	2,2
8	стопа расхода финансирања у приходу од продаје	-6,2	-0,6	-2,3	-2,9
9	стопа редовног добитка у приходу од продаје	-6,4	1,3	0,5	-0,6
10	стопа добитка на укупну имовину у приходу од продаје	2,0	7,9	1,5	1,9
11	стопа добитка пре пореза у приходу од продаје	-2,9	7,7	-0,2	-0,3
12	стопа добитка после пореза у приходу од продаје	-2,9	7,4	-0,3	-0,4
13	оперативна стопа приноса	-0,2	2,9	1,7	1,4
14	стопа приноса на укупну имовину	1,3	11,2	0,9	1,1
15	стопа приноса на укупну активу	1,0	8,5	0,8	1,0
16	стопа пословног приноса на пословну имовину	-0,2	2,7	1,6	1,3
17	стопа нето приноса пре пореза на пословну активу	-1,8	10,9	-0,1	-0,2
18	стопа нето приноса после пореза на пословну активу	-1,8	10,5	-0,2	-0,2
19	стопа нето приноса (после пореза) на сопствени капитал (умањен за губитак)	-3,2	26,4	-0,2	-0,3

У наредној табели дати су компаративни подаци из завршних рачуна за 2001. годину за све три овако формиране групе предузећа (друштвена, приватна и мешовита), односно такође и за цео посматрани узорак. Ови подаци показују да је група приватних предузећа са далеко најмањим капиталом, односно пословном активом, остварила најмањи кумулирани и најмањи текући губитак, уз добитак који је био већи него код групе друштвених предузећа, али да је добитак, односно нето добитак групе мешовитих предузећа ипак био у апсолутном износу највећи. Наравно, група мешовитих предузећа имала је далеко највећу ангажовану пословну активу, односно далеко највећи капитал, тако да су стога напред размотрени показатељи рентабилности ове групе предузећа знатно слабији него код групе приватних предузећа.

Табела 4.

Одабрани пословни показатељи из завршних рачуна предузећа из узорка по својини за 2001. годину – у хиљадама динара

р. бр.	позиција	друштвени	приватни	мешовити	сви
1	пословна актива	28821227	3863066	139632052	172316345
2	капитал	17993364	2218876	109389263	129601503
3	кумулирани губитак	4405892	804080	18850551	24060523
4	добитак	81681	282993	748919	1113593
5	текући губитак	463633	12992	846789	1322213
6	нето добитак	76337	276975	671384	1024696
7	текући нето губитак	463633	16490	846819	1326942

Поред структуре узорка у односу на својински облик и резултата (показатеља рентабилности) по одговарајућим сегментима, од значаја је и структура узорка према величини предузећа. Ови резултати приказани су у наредној табели (табела 5). Као што се може видети у овој табели, најбоље резултате остварила су мала предузећа – код њих су по правилу показатељи рентабилности, односно профитабилности највећи, односно најповољнији и такође готово по правилу повољнији него просек, односно узорак у целини. На изванредан начин овај глобални резултат се могао и очекивати, с обзиром да мала предузећа по правилу располажу малим капиталом, односно малом имовином а да као што се то више пута потврдило у ранијим анализама остварују (релативно) најповољније резултате пословања већ дуги низ година. Што се тиче друга два сегмента нашег узорка (средњих и великих предузећа) добијени резултати могу се у одређеној мери оценити као изненађујући. Показало се, наиме, да велика предузећа имају, односно да су остварила повољније резултате и да су знатно ближа просеку него што је то случај са средњим предузећима, а да се код неколико показатеља чак приближавају и малим предузећима, односно да су и боља од њих.

Табела 5. Показатељи рентабилности у узорку према величини предузећа

показатељ рентабилности		величина предузећа			
р. број	назив	мала	средња	велика	сва
1	финансијски расходи у односу на пословни добитак	220,3	-267,8	191,6	208,1
2	остварена разлика у цени продате робе	46,8	-6,0	13,4	12,5
3	стопа бруто резултата у приходу од продаје	36,4	42,5	55,9	55,2
4	стопа резултата по основу продате робе	31,9	-6,4	11,8	11,1
5	стопа резултата по основу продаје производа и услуга	45,6	68,2	74,0	73,6
6	стопа контрибуционог резултата у приходу од продаје	23,0	28,3	37,3	36,8
7	стопа пословног резултата у приходу од продаје	-2,5	-1,4	2,5	2,2
8	стопа расхода финансирања у приходу од продаје	-3,3	-0,2	-3,0	-2,9
9	стопа редовног добитка у приходу од продаје	-5,8	-1,6	-0,5	-0,6
10	стопа добитка на укупну имовину у приходу од продаје	3,0	-1,1	2,0	1,9
11	стопа добитка пре пореза у приходу од продаје	1,1	-1,1	-0,2	-0,3
12	стопа добитка после пореза у приходу од продаје	0,4	-1,2	-0,4	-0,4
13	оперативна стопа приноса	-3,0	-1,6	1,5	1,4
14	стопа приноса на укупну имовину	3,5	-1,2	1,2	1,1
15	стопа приноса на укупну активу	3,1	-1,0	1,0	1,0
16	стопа пословног приноса на пословну имовину	-2,9	-1,5	1,4	1,3
17	стопа нето приноса пре пореза на пословну активу	1,3	-1,2	-0,1	-0,2
18	стопа нето приноса после пореза на пословну активу	0,4	-1,4	-0,2	-0,2
19	стопа нето приноса (после пореза) на сопствени капитал (умањен за губитак)	1,4	-2,2	-0,3	-0,3

Табела 6.

Одабрани пословни показатељи из завршних рачуна предузећа из узорка по величини за 2001. годину – у хиљадама динара

р. бр.	позиција	мала	средња	велика	сви
1	пословна актива	913197	3863066	139632052	172316345
2	капитал	322958	2218876	109389263	129601503
3	кумулирани губитак	104310	804080	18850551	24060523
4	добитак	22494	55096	1036003	1113593
5	текући губитак	18295	12992	846789	1322213
6	нето добитак	20854	49062	954780	1024696
7	текући нето губитак	18295	91498	1217149	1326942

Преглед основних резултата пословања за сва три сегмента нашег узорка у односу на величину предузећа, као и за узорак у целини приказан је у табели 6, аналогно табели 4 у односу на својину.

СИСТЕМ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА И ПЕРФОРМАНСЕ

У наставку текста приказана је анализа везе између система корпоративног управљања у предузећима обухваћеним нашем анкетом и њихових пословних перформанси.

За оцену квалитета система корпоративног управљања искоришћена је анкета урађена за потребе ове студије. Сваки одговор из анкете о појединим одликама система корпоративног управљања је бодован, а збир бодова за свако предузеће представља синтетички израз квалитета система корпоративног управљања у њему. Наравно, систем бодовања је арбитрарни и зависи од вредносног система онога ко бодује, пошто објективан метод не постоји. У нашем случају, три основне групе питања добиле су следеће учешће у укупној маси бодова: права акционара 35%, органи управљања 45% и транспарентност 20%. Затим је тако оцењен ниво квалитета система управљања стављен у везу са финансијским показатељима предузећа како би био оцењен утицај прве на другу варијаблу.

Ако се пође од оцене система управљања добијене на основу питања из анкете за предузећа обухваћена узорком, поставља се питање зависности рентабилности, односно профитабилности пословања од овде размотрених својинских односа (облика својине) и од величине предузећа, као и од на описани начин добијене оцене квалитета система управљања предузећима. Најобичнији показатељи ове зависности, дати једноставним коефицијентима корелације, показују низак, односно релативно низак степен те зависности. Ако оцењени квалитет управљања означимо симболом X_{20} , облик својине као X_{21} , а величину предузећа са X_{22} , дакле ако ове ознаке уведемо као симболе за нове променљиве величине,

онда се ови коефицијенти корелације у односу на неколико важнијих показатеља профитабилности могу видети у табели 7.

Табела 7

Корелације показатеља профитабилности у односу на квалитет система управљања и својину и величину предузећа

редни број	променљиве	ознака коефицијента корелације	вредност коефицијента корелације	значајност коефицијената корелације
1	X ₁ X ₂₀	r _{1,20}	0,059	0,564
2	X ₂ X ₂₀	r _{2,20}	-0,017	0,868
3	X ₃ X ₂₀	r _{3,20}	0,074	0,465
4	X ₄ X ₂₀	r _{4,20}	-0,138	0,174
5	X ₅ X ₂₀	r _{5,20}	-0,175	0,084
6	X ₆ X ₂₀	r _{6,20}	0,056	0,585
7	X ₇ X ₂₀	r _{7,20}	0,376	0,000
8	X ₈ X ₂₀	r _{8,20}	0,104	0,305
9	X ₉ X ₂₀	r _{9,20}	0,358	0,000
10	X ₁₀ X ₂₀	r _{10,20}	0,360	0,000
11	X ₁₁ X ₂₀	r _{11,20}	0,398	0,000
12	X ₁₂ X ₂₀	r _{12,20}	0,407	0,000
13	X ₁₃ X ₂₀	r _{13,20}	0,544	0,000
14	X ₁₄ X ₂₀	r _{14,20}	0,451	0,000
15	X ₁₅ X ₂₀	r _{15,20}	0,378	0,000
16	X ₁₆ X ₂₀	r _{16,20}	0,547	0,000
17	X ₁₇ X ₂₀	r _{17,20}	0,508	0,000
18	X ₁₈ X ₂₀	r _{18,20}	0,503	0,000
19	X ₁₉ X ₂₀	r _{19,20}	0,713	0,000
20	X ₂₁ X ₂₀	r _{21,20}	0,029	0,772
21	X ₂₂ X ₂₀	r _{22,20}	0,209	0,038

Као што се види из ове табеле, вредности парних коефицијената корелације између показатеља рентабилности, односно профитабилности (укључујући и променљиве које означавају својински облик и величину предузећа) и променљиве која представља квалитет управљања по правилу су ниске или чак и апсолутно безначајне. Њихове вредности се крећу од (ниско) негативних величина код другог, четвртог и петог коефицијента, преко ниско позитивних код првих дванаест коефицијента (укључујући и поменуте негативне), до средње високих коефицијената из друге велике групе коефицијената (коефицијенти типа 1 и 2 из почетне њихове класификације), где се вредности коефицијената крећу око односно нешто изнад 0,5. Вредности коефицијената корелације између ове променљиве и променљивих које означавају својински облик и величину предузећа такође су ниске. Најзад, у табели се може

видети да се по својој величини издваја једино коефицијент корелације с редним бројем 19 ($r_{19,20}=0,713$), чија вредност строго посматрано није посебно велика, али ипак одскаче у односу на све остале коефицијенте. Његова релативно висока вредност, као и све друге посматране вредности израчунатих коефицијената корелације показује да између квалитета управљања у предузећу и профитабилности постоји релативно добра корелација само када се профитабилност посматра у односу на капитал предузећа (капитал у нето износу, дакле капитал умањен за остварени губитак). Овај резултат, наравно, има одређену логику, а сама вредност коефицијента која је у питању (0,713 што је, у сваком случају, само релативно добро) показује да ова веза, иако и није нарочито изражена, ипак постоји, односно да није занемарљива. Повољно за анализу је и то што је и априорно – по свом карактеру – индикатор рентабилности у односу на капитал предузећа бољи од осталих поменутих, јер нас баш интересује веза између система корпоративног управљања и капитала предузећа.

Горњу констатацију о вези умерене снаге између система корпоративног управљања и рентабилности по капиталу потврђује и регресиона анализа, извршена кроз једноставни регресиони модел

$$(5) \quad X_{19} = C + a_{20} X_{20}$$

који је дао следећи резултат:

$$(6) \quad X_{19} = -8,921 + 0,529 X_{20}$$

(10,005) (0,000)

са вредностима t-статистике одговарајућих коефицијената исказаним у заградама испод њих. Значајно је да је коефицијент уз променљиву X_{20} статистички високо сигнификантан, али се ипак цела регресиона веза може сматрати само за релативно успешну, будући да је вредност коефицијента детерминације $R^2=0,508$. Оваква вредност коефицијента детерминације показује да веза између профитабилности предузећа и квалитета управљања постоји и да ни у ком случају није занемарљива.

Покушаји да се овај резултат побољша укључивањем нових променљивих у модел имали су само делимичног успеха. Тако, када су у модел (5) укључене нове две променљиве – облик својине и величина предузећа (према горе већ извршеној подели), које су означене симболима X_{21} и X_{22}

$$(7) \quad X_{19} = C + a_{20} X_{20} + a_{21} X_{21} + a_{22} X_{22}$$

вредност коефицијента детерминације повећана је на $R^2=0,521$, а добијени резултати представљени су следећом једначином:

$$(8) \quad X_{19} = -30,800 + 0,512 X_{20} - 2,441 X_{21} + 12,445 X_{22}$$

$$(0,127) \quad (0,000) \quad (0,629) \quad (0,110)$$

при чему вредности t-статистика ових нових коефицијената нису посебно повољне, и означавају ниво сигнификантности за „облик својине” од 62,9 и за „величину предузећа” од 11,0. Док је овај други ниво сигнификантности донекле прихватљив, код променљиве „облик својине” то се никако не би могло рећи, тако да је у наредном кораку одређена регресиона веза уз искључење променљиве везане с обликом својине:

$$(9) \quad X_{19} = C + a_{20} X_{20} + a_{22} X_{22}$$

која је дала следећи резултат:

$$(10) \quad X_{19} = -35,068 + 0,512 X_{20} + 11,758 X_{22}$$

$$(0,053) \quad (0,000) \quad (0,123)$$

с вредношћу коефицијента детерминације од $R^2=0,520$ и високо статистички сигнификантном вредношћу коефицијента уз променљиву „квалитет система управљања” а релативно сигнификантном вредношћу коефицијента уз променљиву „величина предузећа” (12,3). Ова последња веза, дата изразом (10) може се, према томе, сматрати за доста успешно оцењени модел, и показује релативно добро оцењену зависност рентабилности, односно профитабилности предузећа од корпоративног управљања и величине предузећа.

Добијени резултати, дати изразима (6), пре свега, а затим и (8) и (10), показују постојање релативно јаке везе између профитабилности и квалитета система корпоративног управљања у оквиру посматраног узорка. Наравно, неопходно је овај резултат посматрати као оријентациони, а постојање одговарајуће везе у којој се као зависна променљива појављује стопа профитабилности у односу на капитал предузећа указује на добру усмереност корпоративног управљања – на његову усмерење ка очувању, односно оплођивању капитала. Овај резултат, с друге стране, упућује на потребу да се у будућем периоду конципирају и спроведу мере чији би циљ био унапређивање система корпоративног управљања, и то нарочито имајући у виду разлике у успешности пословања, односно профитабилности у појединим напред издвојеним сегментима предузећа у односу на својински облик и величину предузећа. Резултати добијени у овом истраживању сигурно могу да представљају одређени путоказ у том правцу.

IV Транзиција у Србији

Пошто корпоративно управљање у предузећима зависи од више чинилаца, међу којима се налазе и основни привредносистемски закони, то је његово унапређење свакако условљено транзиционим променама у Србији, њиховим правцем, динамиком и остваривањем у стварном животу.

ПРВИ ТАЛАС

Транзиција ка тржишној економији два пута је покренута у Србији. Први пут у 1989. години, у време комунистичког поретка у СФР Југославији. Основне компоненте тог првог таласа биле су макроекономска стабилизација, реформа самоуправног система (Закон о предузећима) и делимична приватизација (закон о приватизацији). Политичке тензије у земљи довеле су до њеног распада 1991, ратова и економског колапса у Србији, па тиме и колапса првог таласа транзиције. Транзиција је битно назадовала, а систем који је тако настао био је необична комбинација социјалистичких и капиталистичких елемената, са снажном влашћу која је покушавала политички да преживи све кризе и своје политичке неуспехе успостављајући готово потпуну контролу над економским животом. Контролисала га је, али неуспешно, нарочито на плану економске ефикасности.

При крају овог периода, у 2000. години, Србија је поседовала многе институције стандардне тржишне привреде: законе о предузећима, заштити својине, приватизацији, стечају, берзама, хартијама од вредности, страним улагањима, порезима, антимонополско законодавство, закон о рачуноводству и слично. Једини значајнији изузеци били су непостојање формалног тржишта девиза и радне снаге. Постојале су и институције које су формално једнаке онима у тржишним привредама – самостална предузећа, централна банка и остале (пословне) банке, берзе, бесцаринске зоне, судови, арбитраже, коморе, синдикати итд. Улазак у посао новим предузећима, односно предузетницима био је знатним делом слободан (барем начелно посматрано); постојала је слобода поседовања и продаје имовине; конкуренција економских актера била је призната. И поред тога, економски систем није био тржишан у стандардном смислу. Закони су обично били лоши и често

се нису примењивали, а држава и дневна (партијска) политика преузеле су неформалним и незаконитим путем улогу свемоћног арбитра који одлучујуће утиче на економске токове.

Застој, а затим и поништавање транзиције учинили су да Србији у наслеђе остану готово сви негативни механизми функционисања привреде из претходног раздобља и да се додају нови: доминација неефикасне друштвене и државне својине; дискриминација приватног сектора; доминација политике над привредом; социјална политика се водила у привреди, односно предузећима, што је доносило губитке и финансијску недисциплину; злоупотребљавани су полиција и правосудни систем, што је довело до широке криминализације друштва и корупције; тржиште је сведено на тржиште робе, док су тржишта новца, девиза, капитала и радне снаге практично постала полулегална, а њихове цене обично административно одређиване; приватизација је била спора и неодлучна, а изабрани модел је стварао дисперзовано власништво интерних деоничара, стечајно законодавство није примењивано на већа предузећа; неплаћање пореза било је уобичајено, а исто тако нередовно је било плаћање добављачима, нарочито јавним (државним) предузећима, попут нередовног плаћања електричне енергије и гаса; административна дистрибуција девиза по повлашћеном курсу и кредита из примарне емисије фаворитима по повлашћеним условима била је правило; и доминирала је концепција затворене привреде (увозне супституције), уз бројне и нетранспарентне баријере увозу; финансијским односима владали су дужници, а не повериоци и слично. Очигледно је да су номинално успостављене тржишне институције представљале љуштuru без садржаја.

ДРУГИ ТАЛАС

У 2001. години започет је нови, други талас транзиције у Србији, овог пута под демократски изабраном влашћу чија је централна тачка политичког програма транзиција ка либерално-демократском поретку.

Битне реформе изведене су за последње две године на више подручја. Спољноекономски односи битно су либерализовани, па је земља изашла из изолације и почела да се укључује у светску економску интеграцију; квантитативна (нецаринска) ограничења спољној трговини су готово потпуно укинута, а царинска заштита домаћих произвођача сведена у умерене границе; ипак девизно тржиште није потпуно либерализовано, као ни капиталне трансакције са иностранством. Порески закони су побољшани, иако пореска реформа није завршена; још увек није превладао концепт неутралне пореске политике. Радни односи су битно либерализовани, иако и даље садрже уступке синдикатима и предвиђају сложене процедуре; социјална политика је углавном протерана из

предузећа, где је вођена деценијама, и пренета на државу, где јој је и место. Финансијско законодавство битно је унапређено, мада су и банкарски систем (после ликвидације државних банака) и берза још увек у повоју, а старо неповерење према финансијским институцијама и даље је знатно. Антимонополско законодавство је застарело и практично се не примењује, мада је нацрт новог закона припремљен.¹ Борба против корупције је покренута, уз много политичке буке, али је њено спровођење прилично млако и без већих резултата; извесно смањење корупције у појединим државним службама (попут, на пример, царинске администрације) пре је последица акција појединаца него систематске државне политике. Све су то тек почетни кораци и још доста посла има да се учини, како на законодавном плану, тако, још више, на плану спровођења закона и судовања.

Закон о предузећима до сада није промењен, већ је на важности стари, из 1996. године. Тај закон представљао је једним делом корак у добром правцу, од рудиментарног, претерано флексибилног и често немуштог закона о предузећима из 1989. године ка потпунијем и строжем концепту регулације предузећа. Са друге стране, тај закон је носио печат времена у коме је настао, са свим неповољним ефектима компромиса са друштвеном својином и тадашњим политичким потребама. Закон о предузећима из 1996. унапредио је регулативу предузећа, али недовољно за савремену и све сложенију тржишну привреду. Ипак, започет је рад на новом закону и фебруара 2003. године формирана је радна група са задатком да припреми нацрт закона, а очекује се да би нови закон могао бити усвојен до краја ове године.

Закон о приватизацији усвојен је јуна 2001. године, као један од темељних транзиционих закона. Он је изузетно важан за корпоративно управљање, јер од карактера својинских односа насталих током приватизације друштвеног и државног сектора зависи и начин управљања и однос снага у приватизованим предузећима, која ће и даље да чине главнину српске привреде. Основна црта приватизације у Србији је њена заснованост на методу продаје, и то продаје 70% друштвеног, односно државног капитала предузећа; остатак се бесплатно расподељује запосленима и/или свим грађанима Србије. Овакав концепт настао је из уверења да би за будуће добро корпоративно управљање приватизованим предузећима најбоље било да се контролни својински пакет прода једном крупном инвеститору. Јер, он тада има и могућности и интереса да се озбиљно бави квалитетом управљања и да успешно контролише менаџмент у корист перформанси предузећа.² И заиста, појединачним инвеститорима или конзорцијумима инвеститора продаје се 70% капитала, а предузећа се трансформишу у акционарска друштва.

1 За концепт новог закона, видети *Нова антимонополска политика: предлог решења*, ЦДДС, 2003

2 Видети *Нови модел приватизације у Србији*, ЦДДС, 2000

Будући да се често ради о малим предузећима, врло је вероватно да ће она временом напустити тај статус и претворити се у друштва са ограниченом одговорношћу, што више одговара њиховој величини. До краја марта 2003. године приватизовано је 528 предузећа, с тим да приватизација добија на темпу како време пролази: тако је у првом кварталу 2003. приватизовано чак 236 предузећа, што даје основе за процену да би овај посао могао највећим делом бити завршен до краја 2004. године.³

Важећи закон о стечају потиче из „старог времена”, али не спада међу најслабије законе из привредне области. Већи проблем била је политика његовог (не)спровођења, пошто предузећа нису одлазила у стечај ни онда када су јасно била несолвентна. Нацрт новог закона је припремљен на основу компаративних искустава и налази се на јавној расправи. Решења тог закона се могу окарактерисати као повољна, будући да се убрзава процес ликвидације предузећа, чиме ће се убрзати активирање „заробљених” ресурса тих предузећа, пре свега реалног капитала (имовине). Може се очекивати да ће нови закон бити усвојен у другој половини 2003. године.

Законодавство из области рачуноводства и ревизије унапређено је последњих година, али има места за даља побољшања, посебно у области примене међународних рачуноводствених стандарда (IAS) и међународних стандарда финансијског извештавања (IFRS).

Уочава се и проблем недовољног нивоа нових инвестиција (*greenfield investments*), како оних страних (у веће погоне, односно предузећа), тако и домаћих приватних инвестиција (мала и средња предузећа). Релативно низак ниво страних инвестиција може се, између осталог, тумачити високим ризиком земље. Значајану компоненту тог ризика чине политички ризици, на које се релативно мало може утицати на кратак рок. Ипак, одређени помаци на том плану забележени су у првој половини 2003. године, делом и као последица политичког расплета после атентата на премијера Ђинђића. Проблем је, међутим, у томе, што, с једне стране, наведени помаци представљају тек почетне кораке на плану умањења политичких ризика, а, са друге стране, долази до повећања ризика услед губљења јасне реформске стратегије. То се нарочито односи на законодавну реформу, тако да још увек нису донесени неки од основних закона који омогућавају нормално функционисање тржишне привреде, попут, на пример, закона о концесијама, закона о залози, закона о хипотеци, као и савременог закона о извршном поступку.

Низак ниво домаћих инвестиција може се, између осталог, објаснити и значајним баријерама уласку нових предузећа, између осталог и услед оскудности капитала и његове високе цене. Поред

3 М. Цветковић – *Актуелни тренутиак приватизације у Србији*, зборник *Стратегија реформи*, ЦЛДС, 2003 (у штампи)

тога, велики проблеми произилазе из неразјашњеног статуса градског земљишта, односно немогућности успостављања приватне својине над њиме.

Недостатак нових инвестиција има неповољне ефекте на стопу привредног раста, тако да споро расте друштвени производ, а нарочито споро расте запосленост. Поред тога, недостатак нових инвестиција има неповољне ефекте на проблем корпоративног управљања у српској привреди у целини. Наиме, предузећа настала новим инвестицијама у највећој мери су предузећа са концентрованим власништвом, тј. са јасно израженим доминантним власником, чиме се превазилази добар део проблема корпоративног управљања. Стране директне инвестиције су најчешће инвестиције стратешких инвеститора, који су и једини власници новог предузећа, док су нове домаће инвестиције углавном оне у мала и средња предузећа, тј. инвестиције једног или малог броја власника капитала.

Транзиција у Србији је започета и учињени су битни први кораци. Међутим, то је тек почетак дугог пута и преостало је још доста да се учини, знато више него што је постигнуто до сада.

V Нормативни систем корпоративног управљања

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ У ПОЗИТИВНОМ ПРАВУ СРБИЈЕ

Историјат, окружење и извори

Важећи систем предузећа и управљања предузећем настао је у српском (југословенском) праву специфичним развојем, и избором решења код специфичних дилема, тако да претпостављене специфичности не само да су утицале на његову садашњу садржину, већ могу имати утицаја и на избор стратегије реформи.

У тзв. систему друштвене својине и самоуправљања формирао је предузеће као релативно самостални правни и економски субјект, и по том обележју налик на предузеће у тржишној привреди. Самоуправљање, као самоодлучивање у друштвеном предузећу, формално га је одвојило од државе, рађајући систем управљања чију привидну садржину дефинише сам назив и који као историјски овде не треба објашњавати ни коментарисати, изузев констатације да је његов остатак снажна тежња за партиципативним управљањем, која је нашла места у сада важећим решењима.

Друштвена својина, као идеолошки концепт, резултирала је формалним одсуством власничког управљања (изузев тенденцијом да се реализује као групна својина запослених) и посебним мотивационим системом у доношењу управљачких одлука (интерес запослених, а не предузећа), створивши тако и концепт менаџмента који нема преседана када је верификација успешности у питању.

Суочена са изазовом неопходних реформи, тј. транзицијом, политичка елита, као и део економске и правне мисли, покушала је да упоредно присутне концепте приватизације и стварања тржишних привредних субјеката, јасне власничке атрибуције и структуре супституише идејом о корпоратизацији, трансформацији друштвених предузећа у облике инкорпорисаних трговинских друштва какви постоје у тржишним привредама, не мењајући њихову суштину.

Ова идеја одлагања транзиције снажно је обојила први закон којим је после II светског рата и „социјалистичке” револуције кодификовано компанијско право, Закон о предузећима из 1989. године. С једне стране, овај закон уноси неке радикалне новине, најпре

саму могућност формирања приватног предузећа (предузећа са дефинисаним приватним власницима), али уз, и у структури закона након, друштвених, мешовитих, уговорних. Закон дефинише и имовину предузећа и обриси корпоративног управљања.

Ипак, главна идеја закона је саображавање социјалистичког предузећа познатим типовима (узалудно настојање, уосталом), а не формирање правих трговинских друштава, којима се тек стиљиво отвара простор.

Важећи Закон о предузећима из 1996. иде значајан корак даље, што показује већ његова структура, јер након заједничких одредби, правила и начела која би требало да важе за све типове предузећа, полази од уобичајених типова предузећа, разликујући друштва лица и друштва капитала, регулишући тек иза њих, као посебне типове, друштвено предузеће и јавно предузеће. Закон је иначе рађен по континенталним (европским) узорима, највише француском. Утолико, ради се о закону који се може анализирати поређењем са компанијским прописима у земљама тржишне привреде.

Ипак, настојање да се једним законом обухвате и „невласничка” (друштвена и јавна) и предузећа са дефинисаним власницима, довело је до извесних концесија, недоследности, па и нејасноћа, које у збиру представљају препреку, на страни правно-економског оквира, транзицијоним процесима, укључив и улазак страног капитала у српску привреду.

Чак и више него код (основног) Закона о предузећима, утицај правно-економског миљеа видљив је код других закона који регулишу или су од утицаја на статус компанија и управљање, на пример код стечајног и извршног. Због тога је и у анализи и пројектовању праваца реформи нужно имати у виду и ове законе.

Савремено компанијско право је код нас почело да се развија, или боље речно да настаје, пре једва више од деценије, важећи закон је усвојен уз отпоре пре седам година, а главни период примене био је период санкција, искривљеног и сивог тржишта, рата. То је морало утицати на квалитет формирања установа које су на основу закона требало да буду формиране, на корпоративну и судску праксу.

У том светлу треба прихватати и резултате емпиријског истраживања о примени компанијског права које је саставни део ове студије. И поред тога, ти резултати дају јасне индикаторе о слабостима установа корпоративног управљања о којима ће даље бити речи.

Типови предузећа и управљање у позитивном праву

Закон о предузећима разликује друштва лица (ортачко друштво, командитно друштво) и друштва капитала (друштво са ограниченом одговорношћу, акционарско друштво), регулишући посебно друштвено предузеће и јавно предузеће. Закон у

заједничким одредбама стидљево спомиње и предузетника, не разрађујући га.

Централно питање савременог компанијског права је однос власника и управе. Ово питање се, наравно, посебно поставља код друштава капитала. Код друштава лица, управљачка и власничка функција су практично спојене. Друштво са ограниченом одговорношћу садржи у себи елементе друштва лица, па је поменуто питање посебно важно за акционарска друштва. У друштвеним и јавним предузећима власничка функција је преобразена, оваква предузећа су у нестајању, друштвена, кроз процес приватизације, а за јавна се може очекивати да ће по форми бити потпуно саображена друштвима капитала.

Ову логику следио је и Закон о предузећима, када је основне механизме управљања поставио у заједничким одредбама закона. Основни модел је у суштини модел који важи за акционарско друштво.

Ова природна техника има и своју слабу страну. Основни модел је „пун” модел, модел целовите структуре органа управљања друштвом и њихових односа. Могућност одступања је интегрисана у сам модел, пре свега кроз редуцирање постављене шеме, тако да се модел може свести на власника–оснивача који супституише све управљачке функције у једноперсоналном друштву са ограниченом одговоношћу.

Касније ћемо тврдити да је аутономија воље власника у постављању система управљања пожељна (док неоправдано не угрожава статус мањинског власника), али овако постављена техника регулисања сугерише да је „пуна” структура органа предвиђена за велико акционарско друштво, иначе превише сложена и не саввим јасна, нешто пожељно, оптимално, а да су могућа редуцирња ствар практичности.

У ситуацији када нема организационих искустава ни праксе, избор пожељних модела за конкретно друштво због тога може бити искривљен, што показује и емпиријско истраживање, по коме се многи органи из предвиђене шеме нису потврдили, односно по коме готово увек један орган – а да то није непосредно власник – доминира.

У анализи ће се ипак поћи од ове шеме.

Управљање друштвом (предузећем) у позитивном праву – структура

Закон о предузећима (члан 60) дефинише органе предузећа, разликујући:

- скупштину, као орган власника,
- управни одбор, као орган управљања,
- директора, као орган пословођења, и
- надзорни одбор, као орган надзора.

Пошто сам закон управни одбор и директора одређује као управу, може се, с обзиром на место органа у систему, направити разлика између управљачких функција и надлежности које власници врше директно, легитимишући се својим власничким правом (на акције, код акционарског друштва, или уделе, код друштва са ограниченом одговорношћу), и оних које, мада природно извиру из власничког права, власници врше индиректно, преко управе. Ово је, уосталом као и свуда, кључно разликовање за анализу стања корпоративног управљања у законодавству и пракси Србије. Формирани органи, управа, али делом и власнички органи, макар да њихово формирање непосредно или посредно зависи од воље власника, добијају свој релативно самосталан правни изглед и правни живот и питање организовања управљачке функције је питање форми и квалитета интеракција између власника и управе, поред односа између (унутар) власника, а све уз неопходност поштовања и заштите интереса савесних трећих лица.

Надзорни одбор такође извире из скупштине, као и управни, има специфичну надзорну функцију. На овом месту је довољно рећи да се у пракси није нарочито потврдило.

Шема органа дата у члану 60. Закона о предузећима је основни облик организације управљања друштвом у важећем праву. Она је изведена из форме акционарског друштва и није обавезна у свим облицима друштава. Разлике могу постојати и наслонем на друге околности, пре свега број запослених, тако што обавеза формирања појединих органа наступа када број запослених пређе законом прописани цензус (за управни одбор и надзорни одбор цензус је 100).

Различитости могу постојати ширењем директног управљања власника, тако што ће они непосредно имати овлашћења управног одбора. Ни надзорни одбор није обавезан за све типове предузећа, односно околности. Разлике могу постојати и у конципирању појединих органа, њихових надлежности, начина одлучивања, међусобних односа.

Последње разлике одређене су оснивачким и организационим актима друштва и представљају својеврстан израз власничког статуса, па их треба начелно одредити.

Власничка права при оснивању друштва и управљање друштвом

Важећи Закон о предузећима је на трагу оних који садрже релативно еластична правила о организацији и процедури управљања трговинским друштвом, препуштајући да одређена питања буду уређена унутрашњим актима друштва, односно допуштајући да та акта поједина питања регулишу одступајући од редовног режима.

У низу других ситуација закон препушта или оставља могућност друштву да унутрашњим актима разради, конкретизује или

прецизира поједина питања везана за управљање. Ту посебно спада прецизирање процедура и на неке од тих ситуација ће бити укључено у даљем тексту. Овде се има у виду принципијелна аутономија у уређивању појединих правила корпорацијског управљања. (Одмах треба рећи да је у питању сасвим условна подела. Тако, на пример, поједине могућности постоје само ако их статут предвиди, на пример гласање поштом, и то је тешко сврстати у једну или другу врсту.)

Законодавац се при томе служи различитим техникама диспозитивног нормирања: правим или пуним диспозитивним нормама, допуштајући, дакле, да се предвиди другачији режим, или пак остављајући избор између две или неколико могућности, или обавезујући (будуће) друштво да неко питање уреди, или дајући му могућност да неко питање уреди.

Најважније од ових могућности резервисане су за два акта: акт о оснивању друштва и статут друштва. Закон о предузећима и Закон о упису у судски регистар, насупрот ранијих прописа и решења која су најраширенија у континенталном праву, прихвата англосаксонски систем два конститутивна акта, односно обавезу да статут, поред оснивачког акта, постоји у моменту регистрације.

С обзиром да оба акта морају постојати у моменту настанка друштва, да му претходе, ради се о актима воље власника–оснивача. (Ови појмови, када је реч о ова два акта у облику у коме постоје у тренутку оснивања, нису идентични, бар не код свих врста друштва. Код акционарског друштва које се оснива системом проспекта, јавног позива на упис акција, само су поједини – најмање два власника акција, они који оснивају друштво и упућују позив – оснивачи, а остали су акционари. То значи да само они закључују уговор о оснивању друштва.) Код једноперсоналних друштава то је акт о оснивању, једностран изјава воље, код осталих уговор. Статут који мора постојати у тренутку регистрације такође је акт воље оснивача–власника, јер до оснивања не постоје органи друштва. Другачије је само код сукцесивног оснивања акционарског друштва, где се први статут доноси на оснивачкој скупштини.

У последњем случају, сходно општем правилу о начину одлучивања оснивачке скупштине, статут се усваја већином гласова по основу уплаћених акција са правом гласа (члан 215. Закона о предузећима), па принцип већинског власничког одлучивања има уплива на дефинисање аутономних правила о управљању друштвом, мада није апсолутан. Статут не може противуречити оснивачком акту и акционари се морају кретати у оквирима тог акта и проспекта. Од проспекта могу одступити само једногласном одлуком.

У свим другим случајевима, с обзиром да је уговор о оснивању, истина по дејствима специфична, врста уговора, да настаје консензусом, сагласношћу воља, утицај власника–оснивача на избор правила о управљању друштвом, у границама закона, је једнак и потпун;

правно посматрано, без консензуса нема уговора о оснивању и статута. То важи и за оснивачки статут, уз горе описани изузетак.

Када је о оснивачком акту реч, правна логика каже да је овакав однос сталан. Уговор се не може изменити једнострано, ни (било каквом) већином страна код вишестраног уговора, ни већином лица на једној од страна. То исто важи и за уговор о оснивању предузећа. Овај уговор није могуће ни раскинути попут других; раскид је, с обзиром на статусна дејства овог уговора, заоденут у форму ликвидације друштва.

Ипак, ствари стоје нешто другачије. Не само да оснивачи могу да уговоре начин промене уговора, кроз органе друштва, него се промене прихваћеног режима могу посредно остварити променама статута, које одговарајућом већином, а не консензусом, усвајају органи предузећа.

Релативна еластичност и аутономија спадају у боље стране решења Закона о предузећима, када је реч о корпоративном управљању, и већ на самом почетку анализе је могуће рећи да су могли бити и шире постављени.

„ДИРЕКТНО” УПРАВЉАЊЕ ОД СТРАНЕ ВЛАСНИКА

Непосредно управљање

Код појединих типова привредних друштава није обавезно формирање свих органа предвиђених описаном шемом. Скупштина није обавезна код друштава са ограниченом одговорношћу, а по правилу је нема код једноперсоналних друштава. Као што је речено, управни и надзорни одбор су обавезни ако друштво има више од 100 запослених.

Када се, на основу оснивачког акта и статута, ови органи не формирају, њихове надлежности обављају власници непосредно.

Скупштина као орган власника

Састав скупштине и врсте акција, односно посебан положај уделничара

Скупштина је власнички орган акционарског друштва, а друштва са ограниченом одговорношћу ако је то предвиђено уговором о оснивању друштва (члан 365. став 1. Закона о предузећима).

Скупштину акционарског друштва чине сви власници акција са правом гласа (мада је могућа и специјална скупштина, коју чине власници приоритетних акција без права гласа, која одлучује о питањима која се односе на смањење привилегија које те акције носе). Скупштину друштва са ограниченом одговорношћу чине сви уделничари. С обзиром да акције у нашем прву не морају бити уплаћене одједном, отворено је питање, и са гледишта позитивних

прописа компанијског права постоји правна празнина, у односу на постојање и обим права гласа акционара који нису до краја уплатили акције. Коментатори, имајући у виду и аналогију са Законом о хартијама од вредности, сматрају да је оправдана примена принципа сразмерног права гласа, тј. да акционар има право гласа сразмерно оствареној уплати, под условом да је извршена минимална уплата предвиђена законом.

Принцип једна акција–један глас („зобрањено је издавање акција које би уз исти номинални износ давале различит број гласова” – члан 221, ст. 2. Закона) трпи изузетке у српском праву, с обзиром на врсте акција. Без права одлучивања, па тиме и чланства у скупштини су приоритетне акције без права гласа. Прихваћена је, дакле, класична могућност да посебна права у односу на дивиденду буду компензирана одсуством права гласа.

Власник приоритетне акције може стећи право гласа ако му приоритетна дивиденда није уредно, у потпуности исплаћена две године од рока утврђеног статутом друштва; оваква акција ће се привремено претворити у акцију са правом гласа – док дивиденда не буде исплаћена. (Ово се односи на ситуацију када друштво није исплатило приоритетне дивиденде свим акционарима ове врсте; неисплаћивање неком акционару је свар облигационог односа тог акционара и друштва, а не статуса акција). Закон не предвиђа нарочити поступак овог привременог претварања, из чега произилази да скупштина само констатује декларативним актом да је дошло до промене права акционара, а да промена наступа *ex lege*.

Могуће је и трајно претварање приоритетних акција у редовне са правом гласа, одлуком скупштине акционарског друштва. Губитак приоритетних права на дивиденду тада се (обрнуто логици настанка, односно постојања ових права) компензира стицањем права на управљање. За пуноважност ове конверзије скупштинска одлука, међутим, није довољна. Потребна је и сагласност (већине) приоритетних акционара, остварена одлуком специјалне скупштине.

У српској акционарској пракси, код акционарских друштава која настају у процесу приватизације државног капитала, користи се и врста акција која иначе није посебно предвиђена законом. То је тзв. златна акција, која у суштини представља право вета државе – без обзира на број преосталих акција – код неких стратешких одлука, на пример промене делатности друштва (тако на пример, у случају Телеком Србија а.д.).

Принцип да право на управљање (глас) одговара власништву (једна акција – један глас), код друштва са ограниченом одговорношћу, утицајем персоналних елемента код овог типа друштва, само је диспозитивне природе.

Прво, као што постоје приоритетне акције без права гласа, могући су и приоритетни удели без права гласа.

Друго, уговором о оснивању односно статутом, може се одредити колики улог даје право на један глас, па се аргументом *a contrario* може замислити да уделничар са уделом мањим од утврђеног

остаје без гласа. (До тога може доћи након оснивања друштва, на пример наслеђивањем делова удела.)

Треће, уговором о оснивању односно статутом може се прописати да поједини чланови (или члан) имају више гласова од величине (процента) удела, односно може им се ограничити право гласа, без обзира на величину удела. (Одредба није сасвим јасна: да ли ограничити значи не и искључити? Регистрациони судови су прихватили статуте по којима је, на пример, наследник стицао удео без права гласа).

Делокруг (надлежност), сазивање и дневни ред

Делокруг односно надлежност скупштине генерално је одређена чланом 61. Закона о предузећима, а посебна правила, укључујући обе врсте диспозитивних норми код одговарајућих типова друштва.

У члану 61. је предвиђено да скупштина доноси статут (што је тачно само за оснивачку скупштину акционарског друштва, али не, када се ради о првом статуту, у другим случајевима, јер статут, као што је напред описано, мора постојати пре регистрације, дакле оснивања друштва, а скупштине као органа до оснивања нема), као и да одлучује о стратешким питањима из пословања друштва: утврђује пословну политику, усваја годишње обрачуне и извештаје, одлучује о расподели годишње добити и покрићу губитака. Скупштина такође одлучује о статусним променама, променама облика и престанку друштва. Најзад, скупштина бира управни и надзорни одбор.

Скупштина није потпуно самостална у неким од ових надлежности: код одлуке о расподели добити односно покрићу губитака, као и код усвајања годишњег обрачуна и извештаја о пословању мора прибавити мишљење Надзорног одбора односно ревизора ако овог нема.

Скупштини акционарског друштва поверено је и одлучивање о промени права везаних за поједине класе и врсте акција (али уз сагласност специјалне скупштине) и остваривању захтева акционарског друштва према члановима управе, надзорног одбора или акционарима за накнаду штете настале при оснивању или у току пословања акционарског друштва. (О овим тужбама биће речи касније). Скупштина друштва са ограниченом одговорношћу такође одлучује (и) о питањима накнаде штете, као и о допунским уплатама улога и њиховом враћању и деоби и престанку удела.

Седнице скупштине акционарског друштва сазивају се најмање једном годишње; по природи ствари то је седница посвећена годишњим обрачунима и расподели добити.

Седницу скупштине по правилу сазива управни одбор. Акционари имају, прво, право иницијативе за сазивање скупштине. Акционари који имају или представљају најмање једну десетину основног капитала (статутом је могуће предвидети нижи, али не и

виши цензус) могу захтевати од управног одбора да сазове скупштину. Иницијатива мора бити образложена (али управни одбор нема право да процењује целисходност разлога) и мора садржати назнаку питања о коме треба расправљати. (Језичким тумачењем закона произилази да подносиоци иницијативе не морају да уз иницијативу приложе предлог одлуке, као што је то обавезан управни одбор код редовног сазива.) Ако управни одбор не сазове скупштину у року од 15 дана од пријема писмене иницијативе, могу је сазвати акционари који су носиоци иницијативе.

Право сазива скупштине, ако је управни одбор не сазове у року од 15 дана, стиче и надзорни одбор, који уместо мањинског акционара може утицати и на дневни ред седнице скупштине.

Дневни ред, наиме, утврђује онај ко седницу сазива. (Закон, иначе нејасно писан, говори у неутралном облику: дневни ред се утврђује.) Дневни ред се објављује заједно са сазивом, на начин утврђен статутом. Мањинском акционару, уз исти цензус као и код сазивања седнице, даје се право да захтева да се поједино питање уврсти у дневни ред, уз иста правила, само је рок осам дана.

Сваки акционар може и да писмено постави питање у вези са дневним редом, на које је управа дужна да одговори.

Закон садржи и детаљна правила о начину сазивања скупштине (јавни позив најмање 21 дан пре сазивања, писмени позив акционарима са акцијима на име, онима који су депоновали акције у друштву, заступницима акционара или удружењима акционара који су остварили право гласања у име акционара или су затражили обавештење о сазиву).

Одлучивање: кворум, јуномоћство, уговори о гласању, већина

Редовни кворум за одржавање Скупштине акционара је половина укупног броја гласова. Али је за поновљену седницу, када сазив није успео због недостатка кворума, довољно и више од трећине гласова. Правило је диспозитивне природе и статутом је могуће предвидети и другачији кворум за поновљену седницу. (И трећина је висок кворум за поновљени сазив; учешће у управљању је право, а не обавеза акционара, и он га може не вршити на свој ризик. Парализа рада најважнијег органа друштва је много штетнија од умањеног кворума.)

Потребна већина за доношење одлука различито је утврђена за различите одлуке:

- за промену статута тражи се половина од укупног броја акција са правом гласа, али се статутом може предвидети другачија већина;
- трочетвртинска већина, али рачунато од присутних гласова, потребна је за одлуке које се односе на промене основног капитала друштва, избор или опозив чланова управног одбора, надзорног одбора, ревизора, ликвидатора, промени облика и ликвидацији, расподела добити. Правило је диспозитивне

природе, и нарочито за неке одлуке није сасвим практично. Код подељених гласова, на пример, тешко је обезбедити овако квалификовану већину за избор чланова управног одбора, а није ни нужно, ако мањински акционари имају одговарајућу заштиту;

- за сва друга питања потребна је проста већина присутних или друга већина одређена статутом.

Када је о кворуму и већини реч, требало би прецизније регулисати питања утврђивање кворума, односно могућег броја акција, нарочито код акција на доносиоца, и с обзиром на трансфер акција непосредно пре скупштине.

Закон садржи правила о давању пуномоћја за учешће односно гласање на скупштини, које важи за цео дневни ред или само поједине тачке. Уређено је и питања повезивања акционара, кроз уговор о гласању.

„ИНДИРЕКТНО” УПРАВЉАЊЕ: УПРАВА И НАДЗОРНИ ОДБОР

Управни одбор

Састав, избор и ојозив чланова, мандај

Управни одбор мора постојати у акционарским друштвима и друштвима са ограниченом одговорношћу која имају преко 100 запослених. У мањим друштвима, оснивачким актом или статутом се одређује ко ће обављати послове из надлежности управног одбора. Код једноперсоналних друштава, по природи ствари, делокруг управног одбора (као и директора) најчешће задржава власник, у осталим случајевима је могуће поставити питање да ли статут те функције „сели” ка власницима или менаџменту; природно је прво решење.

И правила о саставу управног одбора већином су диспозитивне природе. Закон предвиђа да Управни одбор мора имати најмање 3 члана, дајући пуну слободу друштву да чланове бира из редова акционара (уделничара), запослених или трећих лица; у том погледу не постоје ни рестрикције ни обавезна врста чланства (на пример, обавезан проценат аутсајдера). Из овог произилази да законодавац сугерише професионалан критеријум за избор чланова. Овоме у прилог говори и одредба о примањима чланова, која треба да буду у сразмери са задацима чланова и финансијским стањем друштва. (Одредба би могла да послужи као основ за пробој, али није познато да је у пракси коришћена у том смислу.)

Закон, међутим, познаје сразмерно развијена правила о неспојивости својстава односно конкурентској клаузули: исто лице може бити члан управног одбора у највише три предузећа која не обављају исту делатност, председник само у једном, а не може бити не само члан управе, него ни запослен у предузећу исте или

сродне делатности. Ограничења постоје у и односу зависно-матично предузеће (члан 68. Закона).

И одредбе о зарадама и одредбе о ограничењу делују као реликт тзв. друштвене привреде и тешко их је ставити у контекст тржишног предузећа, које по дефиницији има управу одговорну власнику, и стимулисану.

Чланове управног одбора бира скупштина квалификованом већином (видети напред), увек са одређеним мандатом, који не може бити дужи од 5 година, уз могућност поновног избора, и препуштање правила статуту. Опозив се врши на исти начин као и избор, дакле сразмерно лако, под условима утврђеним статутом, али је предвиђена могућност захтева за накнаду штете, ако је члан управног одбора опозван без основаног разлога, и ако је то предвиђено уговором.

Правила о мандату и опозиву делују сувише круто. Власници морају имати могућност да се увек изјашњавају о управи, у крајњој линији изражавајући свој став о успешности компаније у пословној години. Члановима управе је довољно обезбедити уговорну заштиту за случај необразложеног односно неоправданог престанка или непродужетка функције, тако да је то предмет претходног споразумевања.

Мада, дакле, избором и могућношћу опозива управни одбор извире из скупштине односно власника, изабрани управни одбор има самосталност док мандат(и) трају.

Закон предвиђа осигурање функционисања управног одбора између две седнице скупштине. Ако неком члану управног одбора мандат из било ког разлога престане, замениће га заменик, који може бити биран ако је статутом друштва то предвиђено, или је дата могућност кооптирања, до трећине чланова, ако заменици нису предвиђени. Непоходно је на овај начин супституисати вољу власника, како би се обезбедио несметан рад Управног одбора.

Делокруї (надлежност)

Надлежност управног одбора одређена је у Закону о предузећима за све типове друштва (члан 62.) врло широко. Управни одбор је централни орган који у име власника води пословање друштва, самостално између две седнице скупштине, у неку руку у сличној релацији као влада према парламенту. (Друго је питање што у подели надлежности са директором, нарочито у пракси која је настала по Закону о предузећима, управни одбор често нема овакву функцију, већ се приближава надзорном.)

И управни одбор има нормативну надлежност, у односу на скупштину много ужу, и негативно одређену: он доноси оне опште акте које не доноси скупштина.

Управни одбор је, даље, специфичан извршни орган скупштине. Он не само да (редовно) сазива скупштину, већ и припрема све одлуке и извршава их. У оквиру ове надлежности, управни

одбор припрема годишње обрачуне, а сам усваја периодичне, припрема годишње рачуноводствене исказе, извештаје о пословању, предлаже расподелу добити.

Управни одбор и бира и разрешава директора и даје му смернице.

У његовим рукама су и одлуке о трајној пословној сарадњи, као и инвестиционе одлуке (последње је факултативно овлашћење и статутом може бити одређено другачије).

Управни одбор доноси и одлуке о оснивању нових предузећа, као и о располагању сопственим акцијама друштва, ако статутом није другачије одређено.

У пракси, чини се да надлежност управног одбора није избалансирана и прецизно омеђена на обе стране, скупштину и директора. С једне, управном одбору би било могуће дати више стратешких надлежности, ако постоје опште смернице скупштине, како би се обезбедила ефикасност и одговорност, с друге, у пракси он често није оперативан орган у правом смислу (није одбор директора), већ стратешки усмерава директора.

Одлучивање: кворум, ѿласање (већина), савесности у раду, накнада члановима

Закон је управни одбор замислио као строго колегијалан орган, који дела и доноси одлуке у кворуму који чини надполовична већина чланова и већином гласова. Статутом се може предвидети другачији кворум и другачија већина. У пракси то је квалификована већина за поједине одлуке или квалификовани кворум, најчешће да би се обезбедило учешће мањинских акционара.

Ван пленума (седнице) управни одбор може, ако је то статутом предвиђено, одлучивати писменим, телеграфским или сличним изјашњавањем, али само ако се томе не противи ни један члан – на овај начин је одлуке могуће доносити само консензусом.

Закон предвиђа и да управни одбор може поједне послове из свог делокруга поверити председнику управног одбора или директору, уз неограничену могућност опозива.

Чланови управног одбора дужни су да поступају у интересу друштва и с пажњом доброг привредника. (Ово важи за све чланове управе.) Као и сваки стандард, и овај се може оспоравати као недовољно прецизан, да је могуће изразити на други начин, као и предвидети нека посебна правила (обавеза тражења професионалног савета, поверење у професионални савет и слично). Битно је да и овако формулисан, стандард има две нужне компоненте: поступање у претпостављеном интересу друштва, а не, на пример, неког од акционара, самог члана управног одбора или повезаног лица. Овome треба да послуже и клаузуле о искључењу права гласа, али и претерано постављена конкурентска клаузула.

Члановима управног одбора може статутом бити одређена стимулативна накнада, која мора бити у сразмери са задацима

чланова (а не резултатима) и финансијском стању друштва. Ове одредбе нису најсрећније формулисане и вуку утицај ранијих времена.

Директор и извршни одбор директора

Избор, мандати, разрешење

По Закону о предузећима, директор је обавезан орган, део управе.

Директора поставља и разрешава управни одбор (односно орган који врши овлашћења управног одбора ако он није формиран). Статутом се може предвидети и именовање извршног одбора директора, који је дефинисан као помоћни и извршни орган директора и у коме, до једне трећине чланова, могу бити и чланови управног одбора.

Директор се бира на време одређено статутом, које не може бити дуже од 5 година, уз могућност поновног избора. Управни одбор може опозвати директора по истом постуку по коме га је и изабрао.

И за директора су предвиђена ограничења која се односе на већу матично – зависно друштво.

Овлашћења и ограничења

Директор организује и води пословање друштва и заступа друштво.

Законом о предузећима је предвиђено да предузеће заступа директор, и друга лица одређена оснивачким актом односно статутом, као и да се оснивачким актом односно статутом може ограничити овлашћење на закључење одређених послова или обављање других правних радњи, као и да то овлашћење може бити условљено сагласношћу органа управљања. Ова ограничења, као и име лица овлашћеног на заступање, односно престанак права на заступање – а у њему се кондензују све управљачке одлуке – уписују се у регистар. Нејасна је, међутим, одредба по којој ограничења овлашћења на заступање предвиђена оснивачким актом или статутом немају правна дејства према трећим лицима. Смисао регистрације је да та овлашћења морају бити позната и трећим лицима, па се на прекорачење овлашћења односно закључење правног посла без сагласности морају применити општа правила облигационог права.

На овом месту, у односу на концепцију директора коју је прихватио Закон о предузећима, могуће је поставити питање: зашто је именовање директора обавезно, када га управни одбор увек може опозвати (разрешити) и када може поверити поједине послове председнику, а овлашћење на заступање може статутом бити поверено и другим лицима?

Поништење аката управе, одговорност управе и судска заштита мањинских акционара

У низу инструмената заштите мањинских акционара – право сазивања скупштине, право стављања допуне дневног реда, (факултативно) право на избор у управу, право на обавештавање и истрагу итд – Закон о предузећима предвиђа и заштиту против незаконитих одлука органа друштва и у случају претрпљене штете. Покретање поступака за овакву заштиту, поред (мањинских) акционара, може бити и на друштву, појединим органима друштва и повериоцима.

Тренд заштите мањинских власника, прихваћен и у Закону о предузећима, у неку руку замагљује суштину и вишезначност питања судске заштите у случајевима незаконитог и/или штетног понашања чланова или органа друштва. Заштита мањинских акционара је део система заштите, и као такву је треба посматрати.

Закон, прво, предвиђа правна средства против незаконите одлуке органа предузећа.

Превентивна заштита против незаконитих одлука које имају карактер општег акта (било ког) органа друштва је на директору; он је дужан да обустави примену таквог акта, да обавести орган који га је донео о томе. Органу је остављен рок од 30 дана да акт усклади са законом, у противном се покреће поступак за оцену законитости код надлежног државног органа.

Друго, скупштина акционара може покренути пред надлежним судом поступак против сваке одлуке органа предузећа коју сматра незаконитом. (Логично је да скупштина најпре покуша да исходује помену таквог акта без суда.) Активно је легитимисано, дакле, само друштво, у име кога тужбу подноси скупштина.

У овом случају закон предвиђа и деривативну тужбу, коју уместо друштва које је пасивно, које одбија да реагује на одлуку која се сматра незаконитом, могу да подигну субјекти који имају правни интерес, а то су по закону: (1) управни и надзорни одбор (по логици ствари то ће пре свега бити против незаконитих одлука скупштине, односно када је управни одбор остао у мањини у предлогу скупштини, а није било, с обзиром на различите квалификоване већине, потребне већине да буде смењен), (2) мањински акционари, уз десет процената основног капитала (статутом је могуће предвидети мањи цензус), и (3) повериоци друштва, ако њихово потраживање прелази десет процената основног капитала.

Деривативна тужба је супсидијерна и може се поднети само ако су заинтересовани тужиоци покушали да исходују тужбу од стране друштва подношењем захтева скупштини да покрене тужбу, и ако она то не учини у року од 30 дана. (Деривативна тужба предвиђена је и у неким посебним ситуацијама, на пример ако друштво не утужи акционара који није у целини уплатио акцију.)

Треће, ако је применом одлуке органа друштва акционару (уделничару) непосредно причињена штета, акционар има право

на индивидуалну тужбу против друштва. У суштини, и индивидуална тужба је облик мањинске заштите, али за разлику од претходне, класичне деривативне, коју подижу акционари који су остали у мањини против незаконите одлуке тражећи њено поништење, овде је потребно и да је причињена конкретна штета и тужба гласи на накнаду те штете.

Пасивно је легитимисано друштво, али је по нашем закону (члан 77, став 2. Закона о предузећима), могуће поднети тужбу против чланова управе, који су одлуку донели намерно или с грубом непажњом. (Ако решење има логику, јер у оваквој ситуацији друштво има право регреса против члана управе, о чему у следећој тачки, његово правно обликовање је нејасно: из текста закона произилази да се оштећени има право избора, чиме се долази до тужбе која ће бити описана у наредној тачки.)

Четврто, закон предвиђа и тужбу друштва против чланова управе који су донели одлуку којом је причињена штета друштву. Ради се заправо о тужби која може имати два тужбена захтева: за накнаду штете и за поништење одлуке којом је штета нанета, или поништење правног посла којим је штета причењена. Услов за други тужбени захтев, за поништење одлуке односно посла (закон не говори о тужбеном захтеву, већ о могућности суда да тако одлучи, али без захтева би се радило о *plus petitio*), је да се тиме неће угрозити права трећих лица.

Услов за одговорност члана управе је да је штета проузрокована, у вршењу овлашћења, намерно или грубом непажњом. Чланови управе који су учествовали у проузроковању штете одговарају за штету солидарно, а скупштина акционара их не може ослободити обавезе на накнаду штете, нити је дозвољено статутом условити подизање тужбе мишљењем или одобрењем скупштине.

Пето, предвиђена је и деривативна тужба за претходну ситуацију, дакле за накнаду штете против члана управе и повезано поништење одлуке или посла.

И овде право на деривативну тужбу имају мањински власници са најмање једном десетином и повериоци чије потраживање прелази десетину капитала. Закон предвиђа да тужбу могу поднети и управни и надзорни одбор, што подразумева да је тужени директор или извршни одбор директора, а позната је и могућност да тужбу подигну они чланови колегијалног органа управе који су у мањини.

На први поглед овако постављен систем заштите делује целовито, покрива већину могућих ситуација. Могло би се поставити питање да ли су неке могућности сувишне, на пример деривативна тужба поверилаца, којима је ван стечаја на располагању Паулијанска тужба, а у стечају побијање дужникових правних радњи у последњих годину дана. Пажљивија анализа показује да је Паулијанску тужбу могуће подићи само против трећег лица, саговорника друштва–дужника, да би се отклонила правна дејства посла, док се тужба акционара, коју може да подигне и поверилац, односно

деривативна тужба, подноси против друштва – дужника односно управе, мада она може бити корисна.

Али, анализа показује, посматрано с друге стране, одређене слабости у начину на који су правно уређене тужбе у Закону о предузећима. Тако је могуће поставити питање чему право повериоца да покрене деривативну тужбу против незаконитих одлука органа друштва ако му истовремено њима није причињена штета, а за ова случај је предвиђена тужба притив чланова управе (чија је солвентност у начелу мања од солвентности друштва), па ће суд поводом те тужбе, без да су њоме обухваћени друштво и трећи–саоуговорник, па чак по језичком тумачењу закона и без да је постављен захтев те садржине, поништити уговор који су у име друштва овлашћени чланови управе закључили са трећим.

Правила о тужбама у закону о предузећима треба претрести и поставити јасније, пошавши од активно и пасивно легитимисаних субјеката, а не дефинисања ситуација (незаконита одлука, и незаконита одлука којом је причињена штета), иза којих се могу крити различите правно-интересне позиције.

Надзорни одбор

Положај и састав

Специфичан је положај надзорног одбора. Закон о предузећима је прихватио, како сматрају његови коментатори, варијанту француског, једнодомни систем органа, док га други квалификују као мешовит, који разликује управни одбор и директора односно (евентуално, и) извршни одбор директора, и надзорни одбор (опет не као увек обавезан). И мада је шема теоријски мање више јасна, и мада се као учињен избор може бранити (као, уосталом, и свака друга) убедљивим аргументима, пракса по свему судећи, прво, није потврдила неопходност и виталност овако постављеног надзорног одбора; то показују и резултати емпиријског истраживања учињеног у оквирима овог пројекта. У сваком случају, оваква шема не само да као посебно питање отвара однос надзорног одбора и управе, с обзиром да обоје извиру из „скупштине”, него и, с друге стране, издвајање надзорне функције и раздвајањем управне и пословодне функције, отвара или мултипликује питање односа унутар управе (управног одбора и директора), усложњава га када се на основу статута образује и извршни одбор директора, па и да је посебну боју односу између управног одбора и скупштине.

Надзорни одбор се састоји од намање три члана, из реда акционара или лица изван друштва (уз учешће представника запослених).

Делокруг и одлучивање

За разлику од управног одбора, који управља друштвом, надзорни одбор има као општу функцију контролу законитости рада

управе. У складу са овом функцијом, надзорни одбор прегледа периодичне и годишње обрачуне, утврђује да ли су пословне књиге вођене у складу са законом, извештава о рачуноводствним исказима, даје мишљење о предлозима за расподелу добити, разматра извештаје ревизора.

Ради оставења ових функција, чланови надзорног одбора могу присуствовати седницама скупштине и учествовати у расправи, изузетно сазивати скупштину, подизати тужбе против незаконитих одлука.

Контролну функцију надзорни одбор врши у случајевима предвиђеним законом и статутом, по сопственој иницијативи или на писмени образложени захтев акционара који располажу најмање десетином акција.

ОПШТА ОЦЕНА ПРАВИЛА ЗАКОНА О ПРЕДУЗЕЋИМА О УПРАВЉАЊУ

1. Овај сумарни преглед правила о корпоративном управљању по Закону о предузећима допушта, уместо закључка, следеће оцене:

- идући за узорима, закон је прихватио сувише сложен, па и крут систем. Редуковање броја органа могуће је само код појединих типова предузећа, односно код мањих предузећа, са испод 100 запослених;
- поједини органи, пре свега надзорни одбор, дефинитивно се нису потврдили у пракси;
- предвиђањем управе коју чине управни одбор и директор у доброј мери се ствара конфузија између ова два органа. „Јак” директор потискује управни одбор ка улози коју има надзорни. Управни одбор се тешко остварује као одбор директора, тело које управља компанијом;
- правила о неспојивости функција су престога, правила о наградама недовољно стимулативна;
- правно-технички, систем је изражен врло компликовано, а његово инкорпорисање у укупан правни систем (на пример, код тужби, код заступања) није учињено довољно прецизно;
- постоје бројна ограничења тамо где их не мора бити, а нема их довољно тамо где би требало да постоје, на пример код трансакција са повезаним лицима;
- систем унутаркомпанијског информисања, који је предуслов за власничко одлучивање, није довољно прецизан.

Све су ово разлози, а могло би се у детаље набројати још много сличних, да се предлог о брзој ревизији закона мора сматрати хитним.

VI Финансијска регулација и управљање предузећима

УВОД: ЗНАЧАЈ ПРОБЛЕМА

Заштита власника акција од експропријације или умањења стандардних права је проблем који постоји од када постоји екстерно финансирање капитала предузећа. Драматизација овог проблема јавља се регуларно у ситуацијама када се изводе реформе базичних закона. Данас је ова тема веома актуелна у професионалној јавности. Интензивне расправе о корпоративној контроли и квалитету основног законодавства покренуле су институционалне реформе у транзицији, али и Азијска криза. У оба случаја је после периода брзе експанзије акционарских друштава и тржишта акција дошло до колапса великих компанија и колапса националних финансијских тржишта. Овај поремећај је довео до масивних валутних криза и глобалног поремећаја у светској привреди. Афера „Енрон” у САД отворила је питања квалитета управљања јавним компанијама (отвореним акционарским друштвима) и у развијеним привредама.

*Shleifer i Vishny*¹ генерализују серију налаза о квалитету корпоративне контроле и заштити права власника акција редефиницијом традиционалне *Berle-Means* принципал-агент теорије. Уместо искључивог утемељења проблема корпоративног управљања на релацији власници-менаџери, ови аутори доказују да је конфликт интереса лоциран и на релацији између екстерних и интерних власника. У овој редефиницији традиционалне теорије унутрашњи власници су у стратешкој коалицији са менаџментом. Појам унутрашњих власника или инсајдера означава тврдо језгро власника који не морају имати апсолутну већину у скупштини акционара. Њихова доминантна позиција је или резултат еволуције компаније од затворене према отвореној, односно јавној или резултат стицања под повољнијим условима. Насупрот њима су спољашњи власници који акције купују на отвореним (јавним) финансијским тржиштима и који немају контролу над компанијом.

Доминација инсајдера се остварује директно или индиректно. Директна контрола инсајдерских власника се може релативно лако

1 A. Shleifer, R. Vishny – *Survey of Corporate Governance*, Journal of Finance, No. 2, 1997

регистровати уколико постоји минимум отворености у пословању јавних корпорација. Индиректна, али једнако ефикасна инсајдерска контрола се остварује преко нестандардне или вишестепене власничке структуре. Wolferson² описује механизам којим инсајдерски власници отвореног акционарског друштва настоје, у условима ниског нивоа заштите инвеститора, да задржи контролу над компанијом чак и када су у њен развој уложили мање од екстерних власника. Класични механизам је емитовање акција са ограниченим власничким правима. Друга форма прикривене концентрације је формирање пирамидалних структура – холдинга са два или више нивоа, који омогућава унутрашњем власнику да, и без поседовања већине капитала, контролише укупну пирамидалну структуру, јер куповина једне јединице те структуре захтева инвестирање у целу пирамиду. Пирамидалне схеме омогућавају и контролу *cash flow*-а компаније из целе структуре без поседовање већинског пакета у строгом смислу. Трећа могућа форма концентрације власништва у корист инсајдера у овим условима јесте унакрсно власништво (*cross-shareholding*). Најчешће форме експропријације су ускраћивање дивидендног приноса, манипулације ценама акција компаније и прекомерно задуживања. (Компанија Енрон је типичан пример пирамидалне структуре са драстичним угрожавањем екстерних инвеститора.)

ТРОУГАО: ЗАШТИТА ПРАВА АКЦИОНАРА, ЕФИКАСНОСТ УПРАВЉАЊА ПРЕДУЗЕЋЕМ И ЕФИКАСНОСТ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА

Однос између квалитета корпоративног управљања и нивоа заштите својинских права није једноставан и једнозначан. У стварности постоји триангуларна веза: квалитет управљања корпорацијама – ниво заштите права власника акција – ефикасност финансијског тржишта. Најзначајније релације у овом троуглу су следеће.

Низак ниво заштите власника и диверсификована (без концентрације на једног доминантног власника) својинска структура су нелогична и нестабилна комбинација. У пракси постоји висока зависност степена дисперзије власништва и нивоа заштите власника. Смањивање нивоа заштите инвеститора, изазива убрзану концентрацију власништва.

Низак ниво заштите инвеститора (т.ј. власника акција) је један од основних генератора тзв. систематског ризика и, последично, дегенерације финансијског тржишта. Следи: низак ниво заштите инвеститора изазива инхерентно потцењивање хартија на берзи. У екстремним случајевима ниска заштита власника акција изазива кризе финансијских тржишта (случај азијске кризе.) Надаље: ниска заштита инвеститора изазива и деформацију и/или редукцију основних функција финансијских тржишта. У условима

2 D. Wolferson – *A Theory of Piramidal Structure*, Working paper, Harvard University, 1999

екстремно ниске заштите инвеститора тржиште се од механизма екстерног финансирања раста компанија претвара у инструмент редистрибуције априори (законом) генерисаних својинских права (случај руског тржишта).

Законодавство и подзаконска регулација која уређује финансијска тржишта има значајан утицај на квалитет управљања отвореним акционарским друштвима. Иако тај утицај није толико значајан као утицај законодавства о предузећима, извесно је да стабилност, ефикасност и квалитет корпоративне контроле у акционарским друштвима чијим се хартијама јавно тргује зависи од односа у претходно описаном троуглу. Због тога Међународна организација комисија за хартије од вредности³ (IOSCO), сматра да ефикасна регулација финансијског тржишта треба да испуњава три базична циља са следећом хијерархијом: заштиту инвеститора, обезбеђење фер и транспарентних тржишта и смањивање систематских ризика. Заштита инвеститора је, у основи, изједначавање права власника акције са правима власника капитала у било којој другој форми организације предузећа. Фер и транспарентно тржиште јесте тржиште које јавно, ефикасно и са ниским трошковима открива цену акције. Систематски ризика јесте ризик који се не може уклонити јер је својствен свим акцијама којима се тргује на датом тржишту. Његово смањивање директно утиче на повећање општег нивоа вредности акција.

ОСНОВНИ НАЛАЗИ

Низак ниво ефикасности управљања у предузећима са друштвеном и државном својином је одавно уочен и детаљно анализиран проблем. Приватизација тих предузећа отвара питање о побољшању корпоративне контроле у њима. Прелиминарно се може тврдити да се проблем корпоративне контроле у начелу не поставља у случајевима када се приватизација изводи продајом фирме, а не продајом акција. Друга важна дистинкција јесте начин продаје акција. Ако је продаја реализована на отвореном тржишту и по тржишним ценама (јавна понуда) проблем корпоративне контроле се може отворити у начелу, а не у сваком појединачном случају. Ову тврдњу доказују масивне приватизације током 1970-тих и 80-тих година у западној Европи. Класични ИПО је по правилу резултирао и класичном корпоративном контролом. (Типичан случај ове врсте је Британски телеком.)

Проблем корпоративне контроле и стабилности предузећа на радикалан начин се отвара у условима масовне приватизације. Прелиминарно се може тврдити да ни један од до сада познатих случајева масовне приватизације није решио овај проблем. При

3 International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, September, 1998

томе је инсајдерска приватизација, у односу на „грађанску” приватизацију, генерално мање ефикасан начин успостављања корпоративног управљања. У Србији је посебан проблем је створила процедура принудног претварања предузећа из моновласничке (друштвене и државне) својинске структуре у, макар формално, отворена акционарска друштва. Пошто се „отварање” предузећа изводило силом закона, а не логиком нормалне еволуције предузећа и интереса иницијалног власника догодио се апсурд: у скупу формално отворених акционарских друштва налазе се и предузећа која по својим базичним особинама не могу бити јавне корпорације (мала и средња предузећа). Други важан проблем успостављања ефикасног корпоративног управљања била је комбинација инсајдерског и „грађанског” принципа дистрибуције акција у Закону о својинској трансформацији из 1997. године. Показало се да екстерни власници (пензионери, запослени у јавним службама и другим предузећима) немају значајан утицај на одлучивање у предузећу. Иако у Закону о предузећима постоји низ одредби о заштити мањинских акционара, оне нису практично употребљиве. Штавише, њихова права се могу релативно лако експроприсати ускраћивањем дивиденде и њеном расподелом кроз плате запослених.⁴ Други моћан механизам експропријације јесте разводњавање капитала. Према садашњем закону већинска одлука је могућа са нешто преко 37% укупног броја акција. Ова дефиниција цензуса за већинско одлучивање омогућава тврдом језгру унутрашњих власника да у кратком року миноризују екстерне власнике. Дакле, највећи део проблема управљања предузећима смештен је у групи предузећа која су делимично или потпуно приватизована по закону из 1997. године. Број предузећа која су на тај начин приватизована је врло значајан. Њихово учешће у привреди Србије је још значајније, јер су то вероватно најбоља предузећа. Овом проблему, обзиром на његову раширеност и дубину поремећаја, треба у реформи регулативе посветити посебну пажњу.

Регулаторни услови под којима је извршено принудно отварање (основно финансијско и корпоративно законодавство, рачуноводствена и ревизорска пракса, одсуство секундарног промета), величина предузећа и њихова ефикасност не задовољавају услове из стандардне дефиниције појма „добра инвестициона алтернатива”. (Под појмом „добра инвестициона алтернатива” подразумева се акција са оптималном комбинацијом приноса и ризика, односно хартија са високим рејтингом.) Консеквентно, ризик акција таквих предузећа је екстремно висок, а принос на капитал екстремно низак.⁵

4 И судска пракса је подржала такву врсту дискриминације. Постоји тумачење и на њему заснована пракса да акционари који су запослени у акционарском друштву имају предност при расподели добити.

5 Налаз из анкете: 51,4% предузећа не исплаћује дивиденду.

Укупни ризик акција које су произведене великим и необичним ИПО је једним делом детерминисан окружењем (систематски ризик), а другим делом особинама самих предузећа. (Необичност, односно нестандардизованост овог масовног јавног пласмана јесте у чињеници да је цена тих акција била ефективно блиска нули, а критеријуми њихове дистрибуције претежно социјални или политички.) Код већине акција таквих предузећа се региструје дубока информациона асиметрија⁶ и, консеквентно, висока неизвесност у процењивању будућих приноса и вредности акције.⁷ Предузећа објективно не могу да испуне минималне стандарде отварања и извештавања и након отварања. Покушаји да се на тржишту открију цене таквих акција довели су до појаве „затрпавања” берзи хартијама са високим ризицима и ниским приносима.

Дилема – да ли су ова предузећа јавне или „квази јавне” компаније – има за последицу и питање да ли је акција коју „производи” свака форма масовна инсајдерска приватизација стандардна акција или „квази акција”.⁸ Радна хипотеза: у овом тренутку је скуп права које имају власници „приватизационе акције” неке врсте комбинација старих самоуправних права (расподела доходака, очување радних места) и класичних корпоративних права (права на принос, права на управљање и права на искључење трећег). Скуп ограничења која власника „приватизационе акције” доводе у инфериорну позицију у односу на власника стандардне (обичне) акције може се поделити на два подскупа:

- први је непознавање вредности и, чак, основних особина акције. Тај скуп проблема би се у стандардној терминологији могао назвати „дубока информациона асиметрија”. Власник такве акције нема способност, без коришћења инсајдерских информација, да процени вредност своје имовине. Порекло овог проблема је лоцирано доминантно у самој генези ове акције, законодавству које уређује област рачуноводства и обавезу јавног извештавања отвореног акционарског друштва. Квалитет рачуноводственог система, који се тек недавно донетим законом формално усклађује са Међународним рачуноводственим стандардима, није давао могућност да се из књиговодства предузећа, било којим од стандардних метода израчуна стварна (тзв. интринстична) вредност. Додатно продубљивање

6 Академски компликован појам информационе асиметрије може се једноставно интерпретирати као неједнака доступност информација битних за одлучивање о куповини и продаји акција. По природи ствари емитент акције а посебно његов менаџмент поседује више информација о особинама дате акције од екстерног власника.

7 Код великог броја питања анкетирани нису знали одговоре на нека фундаментална питања. Пример: питање 11: 89,1% испитаних не зна да ли је цена остварена у промету на берзи фер или не.

8 Ову дилему драматизују резултати анкете: на питање о пословима које обавља управни одбор 89% анкетираних је одговорило да управни одбор доноси инвестиционе одлуке. У 32% случајева скупштина не одлучује о емисији нових акција.

информационе асиметрије изазива одсуство прецизних обавеза отвореног акционарског друштва да своје власнике редовно снабдева коректним рачуноводственим информацијама;

- други скуп проблема је везан за елементарну сигурност власничких права. Садашњи власници су изложени ризицима који су већи од ризика стандардних власника акција. Кључни, абнормални ризици су: губитак радног места и из њега изведен ризик губитка минималног (егзистенцијалног) дохотка. Друга група ризика везана је за статусне дефиниције акционарских друштава: права и начин коришћења и заштите тих права. Главни ризици из ове групе су ризик разводњавања капитала и ризик непријатељског преузимања. Ако је власник акције, примера ради, заинтересован доминантно за очување радног места и повећање текућег дохотка он ће природно тежити продаји акције. Ова склоност власника деформише понуду у смеру њеног повећања независно од особина те акције. Цена такве акције пада. Потребни ресурси за формирање контролног пакета су мањи. Вероватноћа промене доминантног власника се, дакле, повећава.

ОСНОВНИ НЕДОСТАЦИ И ДИЛЕМЕ ФИНАНСИЈСКЕ РЕГУЛАТИВЕ

Постоје отворена питања о фундаменталним решењима акционарства у Србији, која су тема дискусије и у другим земљама.⁹ Прво, да ли да акције имају номиналну вредност или да буду без ње. У традицији је европског права да номинална вредност постоји, као израз вредности основног капитала, али англосаксонско искуство, са једне, и техничка једноставност, са друге стране, сугеришу могућност коришћења акција без номиналне вредности. Таква пракса се шири и у европским земљама. Друго и повезано с тим, питање је и да ли је уопште потребно да постоји појам „основног капитала”, као производа броја акција и њихове номиналне вредности, када је очевидно да је та вредност најчешће виртуелна, односно да нема никакве везе са тржишном или пореском вредношћу акција и вредношћу самог предузећа. Треће, питање је и да ли да се и даље задржи могућност постепене уплате акција („делимично уплаћене акције”), пошто се тиме дерогира и идеја основног капитала, или је боље законом предвидети обавезу потпуне уплате, а будуће намере за повећањем капитала изразити кроз појам ауторизованог капитала, који је виши него постојећи.

У постојећем Закону о предузећима постоје озбиљне рестрикције куповине сопствених акција од стране самог предузећа, посебно одредба да је акције могуће купити само из строго одређених разлога, као што су спречавање „знатне штете за друштво” и

9 На пример, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, European Commission, 4 November 2002

потреба за акцијама како би се понудиле на откуп запосленима и другима. Тиме су се желеле онемогућити потенцијалне манипулације технологијом откупа сопствених акција, али је постигнут и нежељен циљ, а то је укидање слободе предузећа да у сопственом интересу купи акције, било ради одржања или повећања њихове цене, било ради стварања капиталног добитка за акционаре, било да их укључи у пакет награђивања менаџера. Стога је потребно преиспитати ово рестриктивно решење и, најмање, ублажити га.

У нормалним околностима отворено акционарско друштво (*public company*) је дужно да о свом финансијском и правном положају и пословању извештава јавност, национално регулаторно тело (комисију за ХОВ), организовано тржиште (берзу или ОТЦ) и брокерско-дилерска друштва преко којих се његове акције уводе у јавни промет. Ова обавеза се реализује не само објављивањем стандардног проспектуса него и одитованог годишњег извештаја. Надаље следи обавеза редовног и правовременог извештавања о свим пословним догађајима који утичу или би могли значајније да утичу на цену акције. У нашим условима ова обавеза не постоји. Огроман број акција које су у промету није „опремљен” минималним информацијама. Проспектус, и када се прави ради приватизације, често није довољно информативан, пошто се не примењују уобичајени стандарди за проспектусе, већ се инсистира на брзини приватизације. Одитовање годишњих извештаја је предвиђено одговарајућим законом, али још увек није постало уобичајена пракса у Србији тако да остаје сумња у квалитет књига и биланса предузећа. Већина предузећа, како је показала анкета спроведена за потребе овог пројекта, не обавештава јавност ни о најважнијим пословним догађајима. Проблем доноси и непостојање квалитетних аналитичких и логистичких институција и ресурса (рејтинг агенција, инвестиционих аналитичара итд) које би анализирале расположиве информације о предузећима и стављале их на располагање заинтересованима. На тај начин власници и потенцијални инвеститори остају прикрађени за релевантне информације о емитенту и његовим хартијама.

Рачуноводствени третман акције код нас је оптерећен серијом неуспешних реформи рачуноводственог система. Реформе рачуноводственог система нису имали за циљ коректно откривање вредности капитала предузећа. Честе промене законодавства и подзаконских аката о рачуноводству изазвале су неконзистентност временских серија рачуноводствених података. Захтеви тачности и поузданости информација које садржи проспектус нису могли бити остварени. Надаље, механизам ревалоризације вредности акције потпуно је одвојио њену номиналну вредност од биланса стања и биланса успеха емитента. (Ове деформације су се драстично показале на случају акција које је емитовао банкарски сектор.) Ако се има у виду чињеница да је у процесу приватизације емитовано неколико различитих серија акција у пракси постоји својеврсна збрка око њихове номиналне, књиговодствене и

стварне вредности. Важећи закон о рачуноводству разликује основни капитал од резерви. Новим законским решењима проблем се препушта примени међународних рачуноводствених стандарда. Отворено је и питање: који је концепт капитала у нашим условима пожељан – основни или ауторизовани.

Регулација тзв. отварања предузећа¹⁰ је недовољна и неефикасна. Доказ: највећи део акција које су емитоване и регулисане процедуром отварања у банкарском сектору је обезвређен. Проспектус, рачуноводствени и одиторски извештаји из којих је генерисан нису задовољавали минималне стандарде заштите власника акција. Још теже последице за будуће функционисање акционарства и финансијског тржишта има чињеница да су акције које су емитовале предузећа пуштене у промет и без минималних информација о особинама емитента. Ова чињеница јесте врло погодна основа за манипулацију ценама тих акција у смислу њиховог смањивања. Елементарна законитост да имовина која је оптерећена неизвесношћу има мању цену од активе чија је вредност у будућности извесна или приближно извесна се на нашем тржишту користи као подстицај убрзања концентрације власништва у рукама оних који поседују поуздане информације о особинама тих акција. (У великом броју случајева ту природну привилегију користе менаџмент и повезана лица.) Законодавство које уређује област емитовања и јавног трговања акцијама носи највећи део одговорности за проблем врло дубоке информационе асиметрије на финансијском тржишту Србије. Досадашњи закони из ове области готово да и нису третирали овај проблем на стандардни начин. Проспект и његов јавни извод су више били реклама него истинита информација о квалитету хартије која се емитује. Проблем је нешто умањен подзаконском регулативном. Код акција које су емитовале предузећа остао је отворен проблем хомогенизације акција које су емитоване по различитим законима о приватизацији. Ново законодавство о финансијским тржиштима усваја модерни концепт отварања предузећа. Кључни практични допринос овог законодавства се односи на профил и садржај проспектуса и других јавно доступних информација. Основна слабост новог закона јесте што одговорност за тачност информација које прате јавни пласман лоцира изван емитента: на ауторе проспектуса.

У садашњој регулацији није уређена процедура пласмана акција иницијалном јавном понудом (ИПО). Овом процедуром предузеће износи своје акције на јавну продају. Та процедура треба доведе до повећања капитала предузећа без оштећења јавног интереса. Због тога регулација ове процедуре тражи координисано уређивање и у законодавству о ХОВ, у законодавству о рачуноводству и законодавству о предузећима. Ново законодавство о финансијским тржиштима разликује јавни од других облика

10 Реч је о поступку којим предузеће први пут износи своје акције у промет, приватни или јавни.

примарног пласмана акција, али садржи решења која је не могу спровести у пракси (сврха проспектуса, одговорност за проспектус). При том је приватни пласман дефинисан спорадично и рестриктивно. У околностима када су сва друштвена предузећа приудом закона отворена, ово решење је изразито рестриктивно и може довести до колапса домаћег примарног тржишта. Наравно, други екстремум би био да се подрегулацијом приватног пласмана омогући масовно оштећење својинских права акционара.

Посебна група проблема у регулацији финансијског тржишта Србије односи се на његову ефикасност у најширем смислу овог појма. Потреба да се регулатива у овом сектору реформише произилази из правилности да јавна корпорација показује значајно нижу ефикасност на ниско ефикасном у односу на високоефикасно тржиште. Притисак ризика промене цене акције и капитална добит/губитак који те промене генерише за екстерног власника генерално повећавају интензитет и квалитет власничке контроле јавне корпорације. Имајући у виду чињеницу да се „приватизационе акције” промећу и на формалним и на неформалним тржиштима (адвокатске канцеларије, брокерске фирме, па чак и кафане) могућа је радна хипотеза да национално тржиште генерално потцењује „приватизациону акцију”. Аргументи у корист ове хипотезе су следећи: цену акција није могуће коректно открити из односа појединачне понуде и појединачне тражње. (То је разлог настанка аукционог тржишта на коме се цена активе открива из агрегиране понуде и агрегиране тражње.) Други аргумент: ниска заштита власничких права инхерентно смањује тражњу и повећава понуду ових акција, нарочито из сегмента власника који немају значајан утицај на одлучивање. Коначно: ова појава, са истом врстом узрочника се региструје у готово свим привредама у транзицији. У том смислу се ова група финансијских тржишта може сматрати ниско ефикасним у смислу *E. Fama*.¹¹ Да би се ова појава, у дугом року, уклонила потребно је формулисати скуп стандардних регулаторних правила која се односе на организацију јавних тржишта (берза *versus* ОТП), процедуру откривања цене, процедуру клиринга и салдирања и процедуру регистравања власничких права.

Масовно инкорпорисање свих друштвених предузећа изведено претходним правном режимом отвориће серију проблема у будућем функционисању ових предузећа и финансијског тржишта. Реалистично је претпоставити да ће велики број малих и средњих предузећа у будућности променити власничку структуру и, консеквентно, правну форму. Може се очекивати масовна „реверзна” еволуција акционарских друштава у друштва с ограниченом одговорношћу или у ортачка друштва. Иако ова врста еволуције може појачати корпоративну контролу и последично ефикасност тих

11 Класична дефиниција појма ефикасног тржишта дата је у: Eugene F. Fama – *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, May 1970, стр. 384-417

предузећа, она у себи садржи ризик масовног оштећења власничких права. Једно од тих оштећења је садржано већ и у самој појави. Удели у друштву са ограниченом одговорношћу су по правилу неликвидни или ниско ликвидни у секундарном промету. Ако се доказном сматра тврдња да неликвидност смањује вредност неке финансијске активе, при *ceteris paribus*, власници акција трпе штету код ове конверзије. Наравно, евентуално будуће повећање ефикасности предузећа може тај губитак надокнадити. Неопходно је, ипак, уредити ову процедуру, ради избегавања масивног кршење власничких права. Нови Закон о тржишту ХОВ познаје само дефиниције отвореног и затвореног друштва. Имплицитно, закон преферира постојање само отворених друштава, што је у садашњим околностима нереалистична и штетна пропозиција.

Посебан скуп регулаторних проблема односи се на посредничку делатност – брокерско-дилерска друштва. Специфична регулаторна питања су сигурност (капитални, професионални и етички цензуси за улазак у ову делатност), процедуре лиценцирања и делиценцирања, капитална адекватност и изложеност ризику и, наравно, обавезу извештавања посредника. Досадашња регулатива је омогућила масовни улазак у ову делатност. Трошкови уласка (капитални цензус, професионални цензус) су били изразито ниски. Масовност ове делатности данас доминатно је последица услова, а не квалитета. Посебан проблем брокерске делатности јесте инерција претходне праксе. Доминација краткорочних комерцијалних папира и процедуре трговања са тим папиром се преносе на трговину акцијама. Ова појава је основни узрочник раширене манипулативне праксе на тржишту, која делује на штету продаваца акција, а у корист њених купаца. Основни принцип регулације у нормалним режимима је следећи: брокер и сви лиценцирани учесници на тржишту хартија од вредности су дужни да објаве информације о пословима са хартијама од вредности у случајевима ако се трансакцијом или скупом трансакција битно мења положај власника (структура власништва компаније и сл.). Постојећи Закон пружа довољно добру основу за ову регулацију.

Преузимања, спајања, консолидација и друге форме промене статуса и власништва предузећа јесу врло важно поље регулације. Могућа су два екстремна решења: прво, по коме треба сасвим онемогућити или отежати преузимања, спајања и припајања и друго по коме ова питања треба готово искључити из регулације. Прво решење драматизује принципал-агент проблем и реди-стрибуира моћ одлучивања у корист садашњих инсајдера (менаџмента и доминантног власника). Друго решење, у условима изразите нестабилности цена акција, може довести до брзих промене власништва и масовне експропријације постојећих власника. Кључни проблем регулације ове области јесте заштита својинских права свих власника и интегритета тржишта. Ово се обезбеђује посебном групом правила која уређују настанак и обавезе доминантног и релевантног власника у поступку преузимања,

спајања и припајања. Кључни принцип већине националних и међународних стандарда јесте да власничка структура јавне компаније не може, уз извесне изузетке, бити тајна. Консеквентно: свако повећавање или смањивање броја акција по основу којих остварује право изнад границе од 10%, 20%, 33%, 50% и 75% укупног броја гласова у скупштини тог друштва (тзв. релевантно учешће) се јавно декларише. Овим правилима се омогућује једнакоправност свих власника у поступку трансфера својинских права. (У неким случајевима нови већински власник преузима и посебну обавезу заштите интереса мањинских власника.)

Регулација статусних промена је важна због нормализације ризика „непријатељког преузимања” (*hostile takeover*), којем је изложена свака јавна корпорација. Ове основне норме о преузимању дефинисао је нови Закон о финансијским тржиштима, док постојећи Закон о предузећима не уређује довољно конзистентно и ефикасно ову проблематику. Озбиљно је питање, међутим, да ли су решења у Закону о хартијама од вредности добра. Преузимање фирме од стране друге фирме понудом за откуп акционарима легитимно је средство борбе за контролу корпорација и само може допринети, заменом недовољно добре постојеће управе бољом, унапређењу корпоративног управљања. Најважнија слабост постојеће регулативе је обавеза сваког ко намерава да преузме друго предузеће, чак уколико намерава да пређе праг од 25 процената својине, да од Комисије за хартије од вредности за то добије сагласност. Тиме је у процес покушаја да се преузме контрола над фирмом укључено тело које такву улогу не би требало да има. Штавише, Законом о хартијама од вредности није прописано на основу којих ће услова или критеријума Комисија сагласност давати или одбити да да, тако да она може потпуно дискреционо, по својој вољи, да одбије да да сагласност и да укочи поступак који је у свачијем интересу, па и у интересу власника. И друге одредбе су рестриктивно конципиране, као да постоји отпор према преузимању и жеља да се купац одбије од посла или у њему онемогући или да му се преузимање отежа: од одредбе да понуђач пре понуде депонује новчана средства потребна за откуп (зашто се само новац предвиђа, зашто не и ликвидни вредносни папири?) и да у кратком року исплати купљене акције, преко одредаба које му ограничавају право куповања акција ван понуде и по завршетку понуде, до одредбе о најповољнијој цени коју понуђач мора да исплати свим продавцима итд. Са друге стране, закон не познаје одредбе које би ограничиле могућност менаџмента да се нефер средствима, онима која одбијају понуђача и која су на штету акционара, супротстави понуди.

Јавна институција за регистровање власничких права јесте, у данашње време, неизбежна институција заштите инвеститора. Књига акционара као стари инструмент регистровања власничких права се одавно, а посебно у транзиционим привредама, показала као неефикасан инструмент. Објашњење је једноставно: доминантни (унутрашњи) власник може, и то је често чинио, да манипулише

садржајем књиге акционара. У транзицији, у којој је у већини случајева основна заштита власника акција релативно неефикасна, институција централног регистра функционише често као основна и једина заштита власничких права власника од директне експропријације (искључења из друштва принудном „редакцијом” књиге акционара). Садашња ситуација у Србији је нормативно уређена: регистрацију свих хартија води Централни регистар. Фактички постоје два регистра: централни, који води регистрацију дужничких хартија, и привремени (у оквиру Агенције за приватизацију), који води регистрацију акција. У јавности су регистроване манипулације књигом акционара. Један од задатака привременог регистра јесте и контрола процеса приватизације и поделе акција по закону из 1997. Дакле, основана решења из ове области су већ формулисана. Јавни регистри акција и обвезница се убрзано консолидују. Наравно, снажан лобистички притисак да се књига акционара декларише као једини аутентични регистар још увек постоји.

Следећи проблем, који је у пракси привреда у транзицији био један од главних извора ерозије власничких права мањинских акционара је институција заступања. Основна норма јесте коришћење гласачких права са и без заступника и дефинисање скупа могућих заступника. У већини случајева се имплицитно или експлицитно искључују менаџери као могући заступници власника. Заступање је, у принципу, ограничено и може се дати само за једну седницу скупштине акционара. Акционар би требао да има могућност да у сваком тренутку опозове пуномоћје о заступању. У Србији је и нормативно и фактички институција заступања недовољно уређена. Неуређеност, у смислу правних празнина, омогућава манипулацију гласовима у скупштинама акционара.

Коришћења и злоупотребе инсајдерских информација је и на развијеним и на неразвијеним тржиштима одавно контроверзно питање. Пошто су унутрашњи власници (тврдо језгро власника плус менаџмент) највећи корисници ове врсте информација, регулација ових питања постаје једно од најважнијих средстава заштите екстерних (малих и великих, домаћих и иностраних) инвеститора. Правилима се уобичајено дефинишу прво потенцијални поседници и корисници повлашћених информација. То су доминантно или по власничком или по радном статусу инсајдери и са њима повезана лица, али и регулатори и посредници. Дефиниција злоупотребе ових информација је релативно широка и, поред осталог, обухвата ситуације искоришћавања предности на основу повлашћених информација при куповини или продаји хартија од вредности, непосредно или преко другог лица; саопштавање повлашћених информација трећим лицима; давање савета трећим лицима на основу повлашћених информација, како би она искористила предности њиховог познавања при куповини или продаји хартија од вредности и препоручивање или подстицање трећих лица, по основу повлашћених информација, да купе или продају хартије од вредности. Основни принципи из ове групе су садржани у постојећем

закону о ХОВ. Практични проблем јесте имплементација ових решења у смислу техничких дефиниција инсајдерских информација, декларисања инсајдерских трансакција и њиховог праћења.

Забрана манипулативне праксе на тржишту се уређује идентификацијом типичних манипулативних поступака као што су: формирање тржишних корнера или пулова (као класичних метода деформације берзанских цена), укрштени налози (куповина и продаја хартија од вредности тако да се при томе не промени стварни власник), лансирање налога са циљем манипулације ценом итд. Манипулацијама се по новом закону о финансијским тржиштима сматрају поступци посредника усмерени на смањивање или повећање цене те хартије од вредности и подстицања других инвеститора да је купе или продају и лажни налози односно симулирање активног трговања хартијом од вредности. Дефиницију манипулативне праксе садржане у том закону о ХОВ потребно је подржати саморегулаторним актима Берзе и Етичким кодексом брокерске асоцијације. Кључну улогу у спречавању манипулативне праксе треба да преузму саморегулаторне институције ради заштите и уређења сопствене делатности (брокери, инвестициони аналитичари, адвокати, регулатори) од манипулативне праксе и злоупотребе инсајдерских информација. Доминантна искустава са манипулацијама су из групе навођења продаваца за продају по ниским ценама и укрштање налога на берзи, са циљем обарања цена.

НЕКЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ ТРЖИШТА АКЦИЈА У СРБИЈИ

Претходна, 2002. година се може означити и као година у којој је тржиште акција настало. Обим промета акција је током претходне године увећан готово 44 пута, а број трансакција 11,6 пута. Следи: вредност појединачне трансакције се повећавала знатно брже од повећања обима промета. Ова елементарна дескрипција открива и основни проблем убрзаног раста тржишта акција – ризик брзог колапса.

Иако је Београдска берза вероватно прва берза формирана у источној Европи, њено функционисање током претходне деценије јесте, у глобалним размерама, типичан пример погрешног функционисања овакве институције. Основна актива којом се трговало били су краткорични инструменти предузећа, банака и централне банке. У једном тренутку Берза се претворила у трансактора (трговина преко књиге налога), што је фактички значило напуштање самог концепта берзе. Институционални и регулаторни услови у којима је настало тржиште су били изразито неповољни. Наслеђена законска регулатива је дефинисала берзу као квази државну институцију, у којој је чланство имплицитно изједначено са власништвом. Доминантни власници берзе су, по овом решењу, банке и држава. О регуларности трансакција требало је да брине комесар именован од стране владе, који никада није именован. Појам и

Табела 1.
Промене на тржишту акција

	март 2002.	март 2003.
број емитената	9	156
промет у мил. динара	23,5	1030,4
број трансакција	14	163
учешће у укупном промету (у %)	0,23	17,34

Извор: *Билтен Београдске берзе*, март 2003, стр. 12

типологија берзанских манипулација дефинисани су непотпуно и непрецизно. У тим околностима је микроструктура тржишта, а посебно механизам откривања цене, која је основна сврха постојања централизованог аукционог тржишта, изложена снажним шокovima који долазе из тзв. макроструктуре тржишта (посредници, емитенти, инвеститори, регулатори, инвестициони саветници итд). Примери ове врсте се могу регистровати код првих трансакција са акцијама. Нови закон о финансијским тржиштима дефинише берзу на стандардни начин и отвара могућност формирања алтернативног тржишта. Друга важна промена јесте инсталирање механизма заштите аукционог тржишта од екстерних шокова.

Финансијско тржиште, посебно тржиште акција, карактерише, као што се могло и очекивати у датим институционалним и регулаторним условима, нетранспарентност, информациона асиметрија и одсуство стандардне заштите инвеститора. Берза још нема прецизно дефинисане стандардне услове листинга, нити механизам који би омогућио континуелно трговање и формирање сегмента ликвидних акција. Ова врста регулативе није ни могућа на конзистентан начин са садашњим законодавством. Одсуство услова листирања на Београдској берзи значи да једна од две у свету уобичајене регулаторне полуге утицаја на корпоративно управљање не постоји у Србији, што значи да преостаје само једна – законска.

Институционалне и регулаторне имперфекције деформишу тржиште акција више од тржишта дужничких инструмента. Основна деформација се може описати на следећи начин: тржиште акција поступно се претвара у тржиште предузећа. Доминантни интерес купаца акција је формирање контролних пакета. Узрок овој појави јесте, генерално, низак ниво заштите мањинских инвеститора. Ова институционална имперфекција изазива деформацију тражње редуkcијом или потпуном елиминацијом важног сегмента тражње. Наиме, на тржишту још увек нема тражње институционалних и индивидуалних инвеститора чији би основни мотив био дивидендни или капитални принос. Ова чињеница проузрокује потцењивање акције и смањује способност тржишта да открива фер цену.

Друга важна деформација следи као последица претходне. Често се, после формирања контролног пакета, региструје смањивање цене и обима промета акцијама датог емитента. Ова појава

може бити директно изазвана одсуством тражње, али и новом емисијом акција. Наиме, непосредно после формирања контролног пакета следи емисија акција са емисионом ценом која је дубоко испод књиговодствене вредности или цене остварене на берзи. У овом околностима догађа се тзв. разводњавање капитала (*dilution*) које се идентификује као смањење вредности акција постојећих власника. Ерго, већински власник, у околностима када остали акционари не могу искористити право приоритетног уписа акција, купује целу нову емисију, повећава своје учешће у својинској структури предузећа и на тај начин делимично компензира премију за преузимање (*takeover premium*) коју је платио формирањем контролног пакета.

Обе описане појаве саме по себи убрзавају процес концентracије својине. Ова чињеница у великом броју малих и средњих предузећа доводи до побољшања корпоративне контроле. Али, као општа појава може да изазове и дегенерацију или да доведе, у екстремном исходу, до самоуништења овог тржишта. На крају процеса концентracије, акције се повлаче са тржишта, акционарско друштво се затвара. У великом броју случајева ово је неизбежан процес. Штетне последице ове појаве су евидентне у случајевима када се са тржишта повлачи висококвалитетна акција.

ЗАКЉУЧАК: ОСНОВНА СВРХА МОДЕРНИЗАЦИЈЕ РЕГУЛАЦИЈЕ

Главни проблем корпоративне контроле јавља се у групи предузећа која су приватизована моделом масовне инсајдерске приватизације. У нешто мањој форми овај проблем се јавља код предузећа која се приватизују аукцијском и тендерском приватизацијом. Код ове групе предузећа постоји доминантни власник. Интензитет власничке контроле је у овом случају висок. Остаје отворено питање заштите власничких права мањинских власника. Главно средство заштите њихових права треба да буде ефикасно тржиште.

У групи предузећа која имају велики број индивидуалних власника очигледно постоји и проблем корпоративне ефикасности и проблем заштите власничких права. Процес концентracије власништва у свим масовним схемама приватизације је евидентан и тешко га је избећи. Слична појава региструје се на брзорастућим тржиштима и на развијеним, стабилним тржиштима. У прва два случаја се концентracија догађа у корист тврдог језгра унутрашњих власника, а у последњем случају у корист институционалних власника. Концентracија се убрзава уколико се повећава ниво ризика од експропријације (егзистенцијалног нивоа доходака, губитак радног места, смањивање релативних управљачких права и прикривање добити).

Регулација ове области има два циља:

- заштиту власничких права у процесу концентracије и

- очување основних функција финансијског тржишта као трансферног механизма финансијских ресурса.

Други циљ је посебно важан у условима транзиције: постоје значајна, па и драматична искуства која показују да финансијско тржиште може доживети колапс након што се неизбежна концентрација својинских права заврши.

Нестабилност власничке структуре има за консеквенцу и нестабилност тржишта.¹² У екстремним случајевима на финансијском тржишту готово да и нема стандардних јавних понуда нових акција (ИПО). Код нас, осим код банака које имају тржиште акција тесно везано за кредитно тржиште, још увек нема класичних ИПО-а. И пласмани банака су само по форми јавни: доминатни купци су постојећи власници или клијенти банака, тако да се формална јавна понуда фактички реализује као приватни пласман. Разлог: ниско поверење у хартије од вредности односно висок систематски ризик. Тржиште у таквим условима губи своју основну функцију трансфера ресурса и претвара се у механизам за реди-стрибуцију власничких права проистеклих из схема масовне приватизације. (Типични примери таквих тржишта су руско и чешко тржиште.) Пример друге врсте је пољско тржиште капитала, које је било комбиновано и са масовном приватизацијом и са моделом продаје. У односу на претходна два тржишта, у Пољској постоји снажна заштита инвеститора уграђена и у законодавство о предузећима и у законодавство о финансијским тржиштима.

Низак ниво заштите инвеститора и развој финансијског тржишта су инкопатибилна комбинација. Ако се, на основу узорка великог броја земаља, региструје висока позитивна зависност између ефикасности финансијског тржишта са једне, и динамике привредног раста и факторске продуктивности са друге стране, нормалним решењем регулатора може се сматрати повећање нивоа заштите инвеститора. Ово је посебно важно за ефикасност корпоративног управљања у оном делу реалног сектора који после периода концентрације остане да функционише у режиму јавне корпорације. Тај део реалног сектора ће имати могућност да сопствени капитал повећава независно од богатства садашњих власника и капацитета реинвестирања добити. Институционални механизам који омогућава реализацију те предности, које немају друге форме предузећа, јесте ефикасно финансијско тржиште. Дакле, ефикасна регулација корпоративне контроле и ефикасно тржиште су уређен пар решења.

12 На брзорастућим (emergence) тржиштима је регистрована висока зависност између нивоа заштите инвеститора, (не)стабилности власничке структуре и берзанских криза.

VII Правни оквир пословања предузећа

ЗАКОНОДАВСТВО

На функционисање привредних друштава, разумљиво, поред закона којим се уређује њихово устројство (Закон о предузећима, *Company Act*) битан утицај има и правно окружење у коме послују.

С једне стране, то је опште правно окружење, које је могуће одређивати и процењивати на различите начине, а за потребе ове анализе, која се односи на земљу у (задоцнелој) транзицији, могуће је издвојити следећих неколико чинилица:

- Потпуност и усклађеност нормативног система. Транзиционо право, односно право државе у транзицији је у сталној промени, и по дефиницији не може бити ни потпуно ни усклађено. Темпо реформи не може бити у свим деловима правног система исти, ако ништа друго из техничких разлога. Добра правна и уже законодавна политика треба да трага за оптималним одговором на најмање три питања: прво, да ли у транзиционој фази предност треба дати доношењу прописа који ће регулисати саму транзицију, бити прелазна законодавна решења, или пак прописе којима ће се на жељени и коначан начин бити уређена одређена област; друго, какав став заузети према рецепцији права, колико је могуће прихватати и преносити решења из тржишно развијених земаља; и треће је питање редоследа у доношењу закона, како избећи да услед непостојања претпоставки у другим законима примена једног закона буде искривљена и супротна интенцијама законодавца. озбиљне грешке у одговорима на ова питања могу знатно да компромитују реформски процес у целини.
- Правна држава и владавина права. Познато је да је успостављање правне државе и владавине права један од најзначајнијих циљева транзиције, али и предуслов за нормално функционисање привредног система. Сложеност питања правне државе и владавине права у транзиционим државама попут наше, када се од начела крене ка практичном, може илустровати, на пример, питање, да ли поштовати начело *Dura lex, sed lex* када су у питању стари антриреформски прописи који коче или искривљују примену нових, реформских. Наравно да принцип законитости мора имати предност над

принципом опортунитета, али како трагати за таквим тумачењем наслеђених прописа да то не буде у прилог кочењу транзиционих процеса.

- Независан правосудни систем, а нарочито независно, солидно едуковано и ефикасно судство.
- (Не)коруптивност у свим сегментима друштва, а нарочито оним који граде привредни амбијент, на пример у судству, државној управи, царинама.

Лако је приметити да постојеће стање правног система у Србији није задовољавајуће ни у једном од ових сегмената. Транзициони процеси су несумњиво покренути, донет је један број закона који треба да обезбеде правни оквир за тржишну привреду, а у односу на прву тачку приметан је помак. Институционалне реформе, међутим, нису још увек довољне, стање у правосудном систему се генерално оцењује као рђаво, ниво коруптивности је извесно мањи него раније, али корупција није сузбијена. У таквим условима је тешко говорити о правној држави и владавини права. Укратко, предстоји мукотрпан пут на успостављању повољног правно-економског миљеа за нормалну тржишну привреду.

С друге стране, ради се о прописима и примени прописа који се непосредно односе на пословање привредних друштава, а тиме и на ефикасност и квалитет управљачких одлука. Из мноштва тих прописа, за потребе ове анализе биће издвојени Закон о поступку за упис у судски регистар, Закон о принудном поравнању, стечају и ликвидацији, Закон о извршном поступку, Закон о облигационим односима, Закон о основама својинско-правних односа и, на нивоу начелних опаски, рачуноводствено-књиговодствени прописи.

Закон о поступку за упис у судски регистар

Упис у судски регистар има конститутиван карактер: предузеће постаје правно лице уписом у судски регистар. У регистар се уписују фирма и облик друштва, оснивачи, оснивачки улози и основни капитал друштва, делатност, имена лица овлашћених за заступање и евентуална ограничења њихових овлашћења, положај субјекта у правном промету и евентуална одговорност за обавезе повезаних лица, подаци о оснивачком акту, евентуално подаци о пословним јединицама. У регистар се уписују и све промене у односу на наведене податке.

Регистар предузећа воде трговински судови, по правилима о ванпарничном поступку (ово значи и да против другостепених одлука није дозвољена ревизија), а месна надлежност се одређује по седишту предузећа.

Као што је напред споменуто, важећи Закон о предузећима предвиђа да је за оснивање односно регистрацију друштва, потребно симултано донети акт о оснивању и статут. Оба се морају поднети регистрационом суду. То је било новина у односу на

претходни закон, у коме је за оснивање био довољан оснивачки акт, уз законску обавезу да статут буде донет у законом предвиђеном року од регистрације, обавезу у односу на чије извршење није било у пракси ефикасне контроле; суд није *ex offio* поништавао регистрације зато што му статут није био достављан у року. Та новина је вероватно имала за циљ да спречи да предузећа остану без комлетне унутрашње регулативе, односно (и) без правила о корпорацијском управљању која су препуштена аутономним одлукама оснивача.

Закон о поступку за упис у судски регистар предвиђа, наиме, да је суд дужан да оцени да ли су за упис испуњени сви прописани услови, имајући пред собом пријаву и приложене исправе. Прво правно питање које се овде поставља је која је улога суда, која су његова овлашћења у односу на садржину поднетих оснивачких аката (у поступку по пријави за регистрацију), када је о корпоративном управљању реч.

У пракси, суд би одбијао регистрацију ако би приметиио недостатаке у композицији, надлежностима и односу органа предузећа који представљају кршење правила Закона о предузећима, најчешће тако што би закључком, дакле врстом одлуке која иначе служи за управљање поступком, *de facto* позвао осниваче да отклоне уочене недостатке, пре него што, евентуално, решењем одбије регистрацију.

У неким случајевима, идући за логиком и начелима правила о корпоративном управљању, суд би ценио и целисходност аутономних решења, не само формалну законитост.

Ради се, дакле, о претходној контроли корпоративних правила, несумњиво, ма колико да је била формална и понекад крута, корисној у раној фази развоја компанијског права у транзиционом правном и економском систему.

Пракса код регистрације промена је такође занимљива. Не рачунајући интересантне случајеве код статусних промена, који овде не спадају, карактеристично је да поједини акционари односно уделничари оспоравају упис промена, тврдећи да је прекршен закон, односно статут када је реч о поступку доношења одлуке која садржи промену. Ради се о садржини за коју су предвиђене тужбе за оспоравање незаконите одлуке органа друштва, које се, у материјалном смислу, покрећу у поступку регистрације, или пак о уводу у спор око власништва (акција, удела), односно власничке структуре друштва, који су већ спомињани. Боље је када се ови поступци покрећу аутономно, а не камуфлирано регистрацијом.

Мада је прописано да се поступак уписа у судаки регистар сматра хитним, општа је оцена да он траје (трајао) предуго, да се уз пријаву тражи превише докумената, овера потписа и других формалности, да судови поступају превише формално и круто. Сразмерна спорост и код најједноставнијих уписа промена може изазвати крупне штете. С друге стране, ангажовање на пословима уписа резервише правосудне ресурсе неопходне за друге (такође

предуге) поступке. Затим, кадровска и техничка опремљеност трговинских судова је таква да потешкоћа има и када треба добити податке о уписима (регистар има карактер јавне књиге и свако заинтересовано лице има право на увид односно извод).

Због тога се очекује радикална промена прописа у овој области и поверавање регистрације посбеном (управном) органу. Једноставност и брзина су изузетно важне користи које се очекују. Вероватна је цена описна превентивна контрола законитости, али се она мора платити.

Закон о принудном поравнању, стечају и ликвидацији

Ако Закон о поступку за упис у судски регистар регулише рођење предузећа, Закон о принудном поравнању, стечају и ликвидацији има за циљ да уреди поступак у коме ће се утврдити има ли услова да друштво, које је запало у потешкоће, преживи, или пак да констатује његову смрт и спроведе оставински поступак.

Ради се о елементу правне регулације привредног живота огромне правно-економске важности. Прво, он има за предмет елиминисање из правног живота субјекта који је неуспешан у мери да је трајно неспособан за измирење својих дугова (инсолвентан). Тиме се, поред осталог, спречава да се овакво друштво даље задужује причињавајући штету новим повериоцима. Повезано с тим, овај поступак треба да омогући намирење поверилаца из преостале имовине презадуженог друштва, и то на поштен и равноправан начин, да ономогући привилегије једних повериоца у односу на друге. Стечај је стална претња управи привредног друштва, опомена на опрезност, на избегавање прекомерног задуживања. Али, правила о стечају, ако су добро избалансирана, треба и да омогуће да се субјекту који је пао у потешкоће, али има објективних услова да настави да послује и у будућности, па и измири своје обавезе, пружи предах, омогући консолидација. Најзад, правила овог (оваквог) закона треба да уреде поступак правне смрти друштва и у другим оправданим и логичним случајевима, укључив и случај воље његових оснивача.

Важећи Закон о принудном поравнању, стечају и ликвидацији спада, у основној верзији, у старије прописе у правном систему Србије: донет је 1989. године и више пута је мењан. Већ је та његова „старост”, утицај времена и прилика у којима је донет, основ за претпоставку да закон није добра подлога за остварење речених функција у тржишној привреди.

Закон познаје три основне установе: принудно поравнање, стечај и ликвидацију. Укратко ће бити приказани обрнутим редом.

Ликвидација је начин престанка друштва које није несолвентно. До ликвидације долази вољом власника (када је истекао рок на који је субјект основан), ако је поништена његова регистрација, ако му је изречена мера забране вршења делатности, па је благовремено не замени другом. Закон говори и о престанку

природних и других услова за обављање делатности – али то треба да покаже тржиште односно резултати пословања, као „ако субјект није организован у складу са законом”.

Закон не садржи никаква појашњења када се може сматрати да „субјект није организован у складу са законом”, и то у случајевима који нису разлог за поништење регистрације, до кога може доћи и из разлога који се односе на организацију предузећа, па се ради се о простору веома широке дискреционе власти суда.

С обзиром на правила о покретању ликвидационог поступка, власник који сматра да су органи друштва неправилно (незаконито) образовани може поднети захтев за ликвидацију, и довољно је да своју тврдњу учини вероватном. Како се на ликвидациони поступак сходно примењују правила о стечајном поступку, ликвидациони суд може, још у претходном поступку, доневши дакле решење о покретању поступка за утврђивање да ли су испуњени услови за спровођење ликвидационог поступка, па и пре тога ако за то постоје „оправдани разлози”, преко ликвидационог већа, ограничити права овлашћених лица друштва, као привремену меру забранити исплату са рачуна друштва, условити пуноважност одлука органа друштва којима се располаже имовином сопственом сагласношћу, а у наставку поступка и суспендовати органе друштва и поверити њихова овлашћења ликвидационом управнику.

У пракси, могућност покретања ликвидационог поступка је коришћена у случајевима битно поремећених односа акционара односно уделничара, нарочито ако је у позадини било нерашчишћено питање око броја акција односно величине удела, или потпуности уплате акција или удела, и оспоравање броја гласова на скупштини по овом основу. При томе, суд није захтевао да нека од ових околности буде утврђена правоснажном судском одлуком, па чак ни да је покренут одговарајући судски или арбитражни поступак, довољна му је била најава тужбе, и то код врло великих и важних предузећа, с обзиром на висину капитала, обрт односно укупан приход или делатност. Само по себи је разумљиво да су овакви „ликвидациони” поступци покретани када је један од акционара, непосредно или посредно, била држава (случајеви Мобтел, ИЦН Галеника...).

Потупак ликвидације спроводи суд, преко ликвидационог већа и управника, и подразумева утврђивање ликвидационог биланса, а затим деобу ликвидационе имовине. При томе важе сва (сложена) правила која важе и за стечај, па је ликвидациони поступак спор и скуп. Можда је то разлог што многе објективно невиталне фирме настављају да привидно постоје, одлажући ликвидацију због трошкова. Такође, у ликвидационом поступку неоправдано је потиснута воља власника, нарочито када до ликвидације долази на његову иницијативу.

Стечајни поступак се спроводи против лица које је трајније неспособно за плаћање, а на предлог повериоца, самог дужника, односно органа овлашћених законом. Један од најчешћих случајева

покретања поступка на последњи начин био је на предлог организације која је обављала обрачун и плаћања, за случај да је друштво несолвентно дуже од 60 дана. Како је платни промет прешао на пословне банке, овај „објективизовани” начин покретања поступка не може опстати на овај начин.

Стечајни поступак спроводи суд, преко стечајног већа, стечајног судије и стечајних управника. Суд, односно стечајни органи (веће, судија и управник) су господари стечајног поступка.

Положај и улога поверилаца – изузев ако не дође до поступка принудног поравнања – практично су пасивни. Стечајно веће може, а на захтев поверилаца чија потраживања прелазе 50% од укупног износа потраживања мора, образовати одбор поверилаца, али је улога овог одбора практично консултативна. Они могу да дају предлоге и мишљења, која управник, судија и веће не морају да узму у обзир, па је прва оцена постојећег стечајног законодавства, да улога повериоца није ваљано изграђена. У крајњој линији, мада су они пре свега мотивисани да се имовина дужника што више сачува и што боље реализује, то чине стечајни органи, управник уз накнаду, и са мотивационом позицијом која се не мора подударати са оном коју имају повериоци.

Стечајни поступак се обавља у више фаза. На основу предлога за отварање стечајног поступка, стечајно веће доноси решење о покретању претходног поступка, у којем се утврђују услови за отварање стечаја. У претходном поступку, на рочишту, испитује се могућност принудног поравнања или преузимања дуга од стране трећег, а ако тога нема, следи вештачење економско-финансијског стања дужника, изузев ако се поступак не покреће по службеној дужности, преласком ликвидационог поступка у стечајни, или ако је неуспешно покушано принудно поравнање. Већ са почетком ове фазе, могу се ограничити права дужника да располаже својом имовином, на начин описан код ликвидационог поступка.

На основу резултата вештачења, отвара се стечајни поступак и од тог тренутка функције органа управљања прелазе на стечајног управника, престаје радни однос запослених, а започиње се са „рашчишћавањем” имовине: пријављивањем, признањем или оспоравањем потраживања, побијањем дужникових располагања у последњих годину дана, уновчавањем имовине.

Већ претходни поступак може трајати врло дуго, уз широку дискрециону оцену суда да ли ће отворити стечај или наћи да се дужник може „извући”. Њему следи радикални рез – отварање стечаја, а затим опет, како пракса показује, неоправдано дуг и скуп поступак спровођења самог стечајног поступка.

Без реалних полуга утицаја на његов ток, повериоци нису, у пракси, озбиљно заинтересовани за његово скраћење. Мотивациону позицију (плаћеног) стечајног управника, који концентрише сва ранија овлашћења органа управљања лако је сагледати, па због тога није чудо да се не у малом броју случајева стечај завршавао аферама суспектним на кривично-правни садржај.

Могућност дискреционих одлука, на бази вештачења, у систему у коме налаз вештака „покрива” одлуке суда, а судска одлука умањује одговорност вештака, оквир су за широку могућност злоупотреба стечаја, међу којима су у доскорашњој пракси биле и оне које су ишле за преузимањем раније друштвене својине.

Оног чега најмање има је могућност да се правила о стечају искористе за оздрављење предузећа које објективно има виталитета. Та могућност је дата, заправо и пре свега, кроз правила о принудном поравнању.

Поступак принудног поравнања могу покренути дужник или поверилац уз сагласност дужника. За покретање поступка принудног поравнања потребан је извешатај вештака о материјално-финансијском стању дужника. Да би се прихватило поравнање, потребно је да за њега гласају повериоци чија потраживања прелазе једну половину потраживања повериоца који имају право гласа, а поравнање може гласити најмање на 50% потраживања, одложено најдуже до 1 године (тада уз проценат 60). Нису могући други модалитети (на пример, одлагање плаћања свих потраживања док се не обави реконструкција и слично).

Ни стечајни закон, још мање стечајна пракса, не може добити прелазну оцену:

- после често дугог претходног поступка, судови се тешко одлучују на отварање стечаја, имајући у виду проблематичан „општи” интерес, тако да опстају прдузећа која објективно немају шансе да преживе, чији се дугови гомилају, а повериоци немоћно чекају промену става суда;
- ако до отварања стечаја дође, улога повериоца је сведена на минимум, а правила о уновчавању имовине не обезбеђују ефикасан посупак; имовина губи вредност или се развучи, а положај поверилаца се не поправља;
- принудно поравнање је постављено круто, а повериоци који на њега пристају немају полуга којима би утицали на понашање дужника, ако је исплата одређена на рок.

И стечајни закон и стечајну праксу нужно је радикално преуредити.

Закон о извршном поступку

Као и стечајни прописи, и српско (југословенско) извршно право се истиче као одлучујуће битна слабост правно-економског система.

Неефикасан, чак и неизвештан извршни поступак ставља у неповољан положај чак и повериоца који располаже правоснажном пресудом и чији дужник није несолвентан. Када се имају у виду и радикалне слабости у систему (средствима) обезбеђења потраживања и болећивости судова у односу на стечај, јасно је да је систем претерано наклоњен дужнику. То доводи у питање и поскупљује кредит, а управљачку функцију лишавља неопходне предвидљивости.

Основне слабости система извршног поступка су:

- дужник практично у свим случајевима може да испровоцира пун извршни посупак, на бази правоснажне пресуде, са свим фазама; једноставним приговором се скраћени поступци враћају у редовне;
- поступак је дуг и, мада је број правних лекова у последњој ревизији Закона о извршном поступку смањен, дужник има бројне могућности да непотребно одлаже његово коначно намирење;
- начело социјаног поступања (заштите дужника) је пренаглашено;
- завршна реализација јавном продајом ствари из дужникове имовине, код извршења на стварима, недопустиво је круто и неефикасно постављена, нарочито када се ради о извршењу на непокретностима;
- број привилегованих потраживања, оних која се наплаћују пре осталих независно од општих правила о приоритету, не прегледан је и велики, чак и уз контроверзна правила.

Извршни поступак је увек судски, и када се ради о извршењу новчаних потраживања; ово важи и за она која су утврђења у другим поступцима (управном, на пример). У примени иначе крутих и неефикасних правила, судови су при томе склони да их тумаче у корист дужника. Неке од новоусвојених измена закона инспирисане су управо овом појавом, на начин да се формално правно отишло у другу крајност (на пример код могућности одлагања извршења када је подигнут неки од ванредних правних лекова), али пракса проналази начине да извршење одлаже.

У пракси, слабости се показују у свим фазама, од доношења решења о извршењу, до спровођења материјалних аката извршења. (Ово последње се у анализама обично не наглашава, али практичари знају који се бројни и различити проблеми појављују у раду судских извршитеља.)

Уместо шире анализе, довољно је сложити се са мишљењима да судско извршно право спада у оне области које најхитније и најдубље треба реформисати.

Закон о облигационим односима

Закон о облигационим односима такође спада у (ретке) старе законе у правном систему Србије, донет је као федерални пропис 1978. године, након сразмено дугог кодификаторског поступка, у коме су главну реч водили стручњаци, а на основу Скице за закон о облигационим односима, модел закона који је припремио угледни професор Правног факултета у Београду Михајло Константиновић.

Можда је овакав начин његовог настанка учинио да ово буде, у целини узев, и за тржишну привреду прихватљив текст. Томе доприноси и чињеница да је његов главни узор био швајцарски законик о облигацијама, али и то да је 1992. године закон очишћен

од неких „социјалистичких” наслага, на пример од посебне заштите друштвене својине, уметнуте и у класичне установе као што је прекомерно оштећење, или пак применом идеологијом обојене дефиниције јавног поретка.

Генерално узев, општи део овог закона не представља препреку за пословање, мада су, наравно, побољшања увек могућа. Нека од њих ће се извесно наћи у нашем правном систему, пре свега код установа које су иначе новије, односно које су у последњим деценијама имале буран развој. И у односу на неке од њих, овај закон је у моменту доношења био модеран, али даљи развој, нарочито европског права, није праћен.

Пример за ово су две установе. Прва је произвођачка одговорност, за чији је развој управо заслужно Европско право. Члан 501. и 506. Закона о облигационим односима познаје за штету која потиче од купљене ствари, поред одговорности продавца, и одговорност произвођача, као и произвођача компонента („коопераната”). Ипак, ради се о установи правно неразвијеној и у повоју.

Још је већа недостатност закона када је реч о правилима која су формирала нову грану права, потрошачко право. Правила о заштити потрошача, непрофесионалаца, могу се назрети у начелима закона, у појединим класичним установама (на пример, правила о тумачењу, нарочито формуларних уговора, правила о одговорности за недостатке испоручене ствари), али су више него недовољно развијена.

Неповољнија је ситуација код појединих уговора. Српско (југословенско) право је било прихватило систем јединственог регулисања облигационих односа, обухватање јединственим законом и оних које настају између „обичних”, пре свега физичких лица, и оних између привредника. Последица је, с једне стране, да се у оквиру правног уређења класичних уговора (купопродаје, закупа, уговора о делу) само напомињу нека посебна правила која важе за привреднике и, с друге, да је читав низ, нарочито новијих типова уговора (на примир, лизинг, франшизинг...) остао ван кодификације. Њихово парцијално регулисање, у посебним законима, је ван потпуног ослоња на општи део закона, а код многих је саввим изостао.

Ради се о правној празнини која неизоставно мора бити попуњена, најпре посебним законодавством, али она је и један од индикатора који указује да је Србији, у догледној будућности, неопходна кодификација грађанског права.

Закон о основама својинско-правних односа и земљишни регистри

И ово је закон са почетка осамдесетих година прошлог века и, с обзиром на време у коме је настао, зачуђујуће је савремен и идеолошки неоптерећен.

Највећа његова слабост, која се показала у правном и привредном животу, налази се у одредбама од виталне важности за доношење пословних одлука, тиме и за корпоративно управљање. То су одредбе о реалном обезбеђењу, хипотеци и ручној залози (правила о ручној залози су, кроз уређење уговора о залози, већим делом садржана у Закону о облигационим односима).

Строгост правила о хипотеци (у мери да је могуће говорити о дебалансу, претераним привилегијама сопственика хипотековане непокретности на штету повериоца) једина је врлина коју овај закон баштини од својих далеких изворника који су, за српско право, у аустријско-немачком систему. Али, законик не познаје сложене облике залагања непокретности, каква су постојала, на пример, у немачком праву још на преласку из деветнаестог у двадесети век. Код залоге, практично нема бездржавинске залоге (правила о *Pactum reservati dominii* нису баш нимало надоместила овај недостатак), правила о намирењу су одвећ строга.

Ипак, највеће слабости правила о хипотеци су везане за поступак намирења хипотекарног повериоца, која су таква да је хипотека у пракси неефикасно средство обезбеђења. Али су она таква добрим делом захваљујући правилима Закона о извршном поступку, с обзиром да се на намирење из хипотеке, јавном продајом непокретности, примењују правила о јавној продаји из овог закона.

У слабости ове врсте спада, по многим, и недовољна еластичност код стицања својине на покретним стварима од невласника, тј. заштита промета у односу на својину.

Слабости хипотека, али и недовољна поузданост права својине на непокретностима, потичу и из недостатака у регистрима непокретности. Србија је 1930. године прихватила аустро-немачки систем земљишних књига (у Војводини су уведене седамдесет година раније, када и у Аустрији), али он није никада покрио целу територију Србије. Формално, у централном делу Србије, јужно од Београда, важио је тапијски систем, а у стварности је катастар, геодетски премер земљишта, преузимао функцију земљишних књига.

Заправо, главни недостатак (до скоро) постојећег система земљишних регистара је што је из низа разлога евиденција права на непокретностима постала непоуздана, уписано стање није одговарало стварном. То је довело до нужног напуштања начела уписа, судска пракса је све шире прихватала могућност стицања права својине на непокретностима без укњижбе. Правној несигурности и те како су допринели нејасно и двосмислено регистровање друштвене својине.

Уместо ревизије земљишних књига тамо где постоје односно њихов устројавања у деловима земље где их нема, држава се одлучила почетком деведесетих, а на томе је истрајала и 2002. године, на увођењу тзв. Јединственог система регистрације непокретности, чија је суштина, поједностављено, у припајању земљишних

књига катастру, преузимању земљишно-књижне евиденције од суда у корист катастра као управног органа.

Решење није најбоље. Евиденција права на непокретностима у правним системима у којима важи начело уписа (у којима се земљишно-књижна права стичу и преносе уписом), правно је сложена и боље је да буде поверена суду. Сређивање катастра је, при томе, предуслов за земљишно-књижну евиденцију и било би разумљиво да „нова” евиденција буде уведена тамо где земљишних књига нема, а тамо где постоји задржати бољи, прогресивнији, земљишно-књижни систем.

Али је, у сваком случају, неопходно саобразити регистровано стање фактичком, што подразумева темељит снимак стања. То је и прилика за рашчићавање спорних власничких односа, повезано је са приватизацијом и денационализацијом, увођењем нових и савремених прописа о грађењу. Укратко, ревизија земљишних регистара је истовремено и услов за транзиционе процесе, када је консолидацији и поштовању права власништва реч, и услов за функционалну хипотеку, тиме и кредитне односе, али истовремено подразумева промене у овим и другим сегментима правно-економског система.

РАД СУДОВА И СУДСКА ПРАКСА И ПРАКСА ДРУГИХ ДРЖАВНИХ ОРГАНА У ОДНОСУ НА КОРПОРАЦИЈСКО УПРАВЉАЊЕ

Од доношења првог Закона о предузећима, судска пракса, када је реч о примени односно судској контроли и примени правила о управљању привредним друштвом, није посебно богата и релевантна. То је и разумљиво. Једна од последица закаснеле транзиције у Србији и Црној Гори је да су све до скоро доминирала – па и сада је тако у великој мери, и поред убрзане приватизације – тзв. друштвена (и јавна) предузећа. Ма колико да је, следећи идеју „коропоратизације”, покушано са уподобљавањем оваквих предузећа упоредно познатим облицима трговинских друштава, с једне стране, и мада је, с друге, Закон о предузећима предвидео да се општа правила о управљању примењују и на њих, и мада је било предвиђено, уз више пута одлагане законске рокове, да се друштвена предузећа имају организовати у облику друштава капитала, пракса настала у споровима у вези управљања оваквим предузећима није релевантна за анализу проблема постојеће регулative са гледишта „класичног” трговинског друштва. Сукоб интереса у друштвеном предузећу који генерише спорове је битно другачији, у одсуству правих, именованих, приватних власника, и са овим тешко упоредив. Отуда су најчешћи спорови били они који су се односили на формалну исправност одлука о именовању органа друштва, посебно директора: постојање кворума приликом одлучивања, исправност у сазиву седнице и слично. Наравно, сама по себи ова пракса јесте интересантна, за дате власничке услове.

Правно и логички су, тако, занимљиви спорови у којима је суд одлучивао да као незакониту поништи, на пример, одлуку о разрешењу директора, након више месеци или година судовања, када би у извршењу требало разрешити иначе законито или „законито” постављеног новог и вратити старог, с обзиром да би по природи ствари оваква одлука требала да делује *ex tunc*. Али, то није пракса нормална за привредно друштво у тржишној привреди.

Слично је код јавних предузећа, где се у примени мноштва прописа који су релевентни, не само оних о предузећима, или делатностима у којима егзистирају јавна предузећа, већ и имовини (закони о имовини федерације и републике), локалној самоуправи (однос општина – град – република) формирала занимљива пракса која се односи на постојање и квалитет одлука или сагласности „оснивача” јавног предузећа за поједине одлуке органа друштва, нарочито начин одлучивања или давања сагласности оснивача код статусних промена. „Финесе” у аргументацији код оваквих спорова више су сведочанство времена но путоказ у анализи стања и праваца промена компанијског права, када је о управљању друштвом реч.

Ова пракса, у целини посматрано, вуче корене из „самоуправног социјализма” (или је пак ослоњена на управно право у начину препознавања јавног интереса), па не може ни много рећи о ставовима и способности судова да усмеравају примену правила компанијског права, када је о корпоративном управљању реч.

Када је о пракси поводом „правих” друштава капитала реч, оних у којима је присутно приватно власништво и његова логика, највећи број судских поступака и одлука, нарочито у једном периоду, био је везан за спровођење поступка приватизације односно прописа о приватизацији.

За ове спорове је карактеристично, и када је тужбу подизао мањински акционар или мали акционари (на пример, више од 400 предмета поводом примена Закона о изменама и допунама Закона о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине из 1994. године), и када су за повод имали конституисање и састав (избор) органа друштва, да су по својој суштини били спорови о власништву, о величини удела односно броју акција, о томе да ли је приватни акционар на ваљан начин стекао своје акције, односно уплатио их или извршио своју неновчану обавезу.

И када су спорови покретани поводом контроле управљања друштвом, састава односно именовања управног одбора или директора, па и због незаконитих одлука, из позадине би се појављивала нерешена власничка структура.

Спорно управљање због спорног власништва је појава која једним делом потиче из споменутих контроверзи, уз промене прописа, код приватизације, нарочито код неких њених облика како су били постављени, на пример код докапитализације. С друге стране, код иницијално приватних друштава, што су она често оснивана као униперсонална, без обзира на облик, уз привидан,

симулован плурализам власника, али и чињеници да су акције као хартије у пракси ретко издаване, а да су књиге акционара недо-вољно професионално и ажурно вођене.

Најзад, један број спорова везан је за овлашћења (пуномоћја) акционара за учешће на скупштини и гласање, мада су прописи о томе сразмерно јасни. И овде је делом порекло у приватизацији, али инсајдерској, и пуномоћјима која се дају. Занимљиви су били спорови око пуномоћја која су давали страни држављани – инсајдери у приватизацији, који су то постали распадом бивше СФРЈ.

Но, и ова пракса, уз опште околности које се тичу стања у правосуђу у Србији данас, дозвољава неколико напомена о способности тог правосуђа да обезбеди, уз поштовање начела законитости, погодан правно-економски оквир за економску и друштвену транзицију и привредни развој.

Прво, у Србији постоје, до скоро као једина таква врста, специјализовани трговински судови. Традиција трговинских (привредних) судова је повољна околност. Специјализација судија за ову област је пожељна. Трговински судови суде у првом и другом степену, док је ревизија поверена Врховном суду Србије, који такође има привредно одељење.

Друго, они су надлежни за сасвим различите ствари и поступке, од вођења регистра предузећа, преко статусних спорова, спорова из уговора у привреди, приватизационих спорова, до казних поступака за прекршаје и привредне преступе и извршног поступка у привредним стварима. Мноштво надлежности је један од разлога „затрпаности” ових судова предметима и релативне неажурности.

Треће, стање у овим судовима је подједнако лоше као и стање у судству у Србији уопште. Судијски кадар је већином правно образован у време „самоуправног социјализма” и неопходно га је додатно едуковати, па и преедуковати. То се види из честог инститирања на јавном или општем интересу у привредним стварима. Даље, судећи по истраживања, па и оном ЦЛДС-а,¹ бар по перцепцији странака, трговинско судство је наглашено (било?) подложно корупцији, директној, или индиректној, кроз повезаност са извршном влашћу.

Реформа правосуђа је у току, а када је о трговинским судовима реч, поред општих реформских захвата у које несумњиво спада и лустрација, нарочито је потребно:

- врло прецизно уредити њихову надлежност, односно разграничење у односу на судове опште надлежности, што је одувек било извор проблема,
- даље специјализовати и, примерено чињеници да су странке професионалци, упростити правила поступка, и
- развити мрежу ових судова, јер садашња није довољна.

1 Корупција у Србији, ЦЛДС, 2001

VIII Антимонополска политика и корпоративно управљање

Најновија емпиријска истраживања¹ показала су и да је постојећа антимонополска политика у Србији практично потпуно неделотворна и то услед неодговарајућих законских решења, као и институционалне неизграђености. Наиме, постојеће антимонополске институције нису оспособљене да доследно примене чак ни постојећа, недоречена и застарела законска решења. Насупрот томе, иста истраживања показала су да у Србији данас постоје неконкурентне тржишне структуре, које стварају тржишну моћ, и да су бројна неконкурентна тржишна понашања, пре свега договори између конкурентата.

Успешна антимонополска политика је она која омогућава снажну, слободну и неспутану конкуренцију између предузећа. Успостављање такве конкуренције је предуслов за остваривање економске ефикасности, односно за ефикасну тржишну алокацију ресурса.

За разматрање релација између проблема корпоративног управљања и антимонополске политике, кључно је да се увек на уму има постојање агенцијског проблема, односно асиметрије информација између власника и менаџера. Поред тога, потребно је указати на чињеницу да се сви трошкови једног предузећа могу поделити на егзогене и ендogene. Егзогени су сви они трошкови пословања предузећа на које менаџери не могу да утичу. Насупрот томе, ендогени су они трошкови на које менаџери, као и сви остали запослени могу да утичу. Другим речима, увећани напор менаџера на контроли и обарању трошкова доводи до обарања ендогених, па тиме и укупних трошкова, чиме се увећава економска (производна) ефикасност, односно профит предузећа. Уколико су укупни трошкови предузећа минимизовани, ради се о максимизованој производној ефикасности предузећа. У супротном, уколико су такви трошкови виши од минималних доступних, јавља се тзв. Х-неефикасност или тзв. производна неефикасност.

Снажна конкуренција на тржишту, тј. конкурентски притисак других предузећа у грани неминовно доводи до обарања ендогених трошкова предузећа, односно до повећања (максимизације)

1 *Антимонополска политика у Југославији: анализа постојећих тржишних структура и антимонополских институција*, ЦЛДС, 2002

његове производне ефикасности, будући да постоји веома јак страх од стечаја и ликвидације предузећа. Тај страх не постоји само код власника капитала (резидуалних поверилаца предузећа), већ и код менаџера. Пропадањем предузећа, односно његовим стечајем и ликвидацијом неминовно се нарушава репутација менаџера. Није могуће сакрити ко је водио предузеће у време када су га победили конкуренти и отерали у стечај. Успешност борбе са конкурентима, чиме се ствара добра репутација менаџера, увећава цену његове радне снаге на тржишту и увећава му плату. Све то ће довести до подстицаја менаџерима да, у условима снажне и неспутане конкуренције, независно од значаја агенцијског проблема, обарају ендогене трошкове (максимизују производну ефикасност) и да на тај начин победе конкуренцију, односно обезбеде напредовање и опстанак сопственог предузећа на тржишту. Другим речима, уколико постоји успешна антимонополска политика и снажна конкуренција на тржишту, као резултат те политике, проблем корпоративног управљања, са становишта максимизације производне ефикасности губи на значају.

На наведени начин снажна и неспутана конкуренција на тржишту има благотворно дејство на корпоративно управљање, односно на решавање проблема корпоративног управљања. А задатак антимонополске конкуренције је управо у томе да обезбеди такву конкуренцију, односно да заштити конкуренцију од свих оних који је могу угрозити и да је унапреди како би се унапредила економска ефикасност.

Насупрот снажној конкуренцији, јављају се неконкурентне тржишне структуре (тржишна моћ) и њихова злоупотреба, као и неконкурентна понашања у које спадају и споразуми којима се ограничава конкуренција, од којих су најзначајнији хоризонтални споразуми (споразуми између конкурената), односно картели. Постојање неконкурентних тржишних структура, односно неконкурентног тржишног понашања, у Србији представља значајан проблем. Те структуре су својеврсно наслеђе социјалистичке привреде у којој су доминирала велика предузећа и у којој није постојала права тржишна конкуренција. Распад државе и спутавање слободних спољнотрговинских токова током 1990-тих година само је појачало проблем неконкурентних тржишних структура. Примећује се да је последњих година улазак нових предузећа-конкурента понешто ублажило проблем неконкурентних тржишних структура (нарочито у неким делатностима), а дошло је и до одређене либерализације спољнотрговинских токова и умањења баријера увозу. Ипак, проблем неконкурентних тржишних структура у Србији још увек је значајан. Штавише, социјалистичко наслеђе самоуправног договорања привредних субјеката у условима релативне затворености привреде доводи до стварања делотворних и одрживих картела који, са становишта економске (не)ефикасности, односно корпоративног управљања имају исте ефекте као монополи.

Показало се да у Србији не постоји делотворна антимонополска политика. То је последица неодговарајућег законодавства (лоших и застарелих законских решења) и недовољне институционалне изграђености. Постојећи Антимонополски закон онемогућава ефикасно спречавање неконкурентног тржишног понашања, а на неодговарајући начин дефинише тржишну моћ (доминантан положај на тржишту) и његову злоупотребу. Штавише, постојећа законска регулатива уопште не познаје контролу интеграција као кључни механизам којим се, у свим савременим привредама, предупредује стварање неконкурентних тржишних структура, односно доминантног положаја на тржишту. Постојећа Антимонополска комисија није оспособљена, односно нема административне капацитете ни за примену постојећег, неодговарајућег законодавства, а камоли за спровођење савремене, односно делотворне антимонополске политике.

Поред монополског понашања насталог на основу концентрације понуде, неконкурентног понашања постојећих предузећа и лошег и непримењеног антимонополског законодавства, конкуренцију у Србији слабе и отежавају и многе баријере уласку фирми у одређену производњу или на одређено тржиште, као и изласку из њих. Уколико су баријере озбиљне, онда је сигурно да ће и број фирми на тржишту бити мањи. Са друге стране, конкурентско понашање фирми на једном тржишту не обезбеђује само постојање великог броја фирми на њему, већ и претња, односно могућност других фирми да уђу на то тржиште и угрозе позиције „староседелаца” (потенцијална конкуренција). Таква контестабилна тржишта, дакле тржишта са мало учесника, али и са лакоћом уласка нових фирми и потенцијалном конкуренцијом, представљају блиски супститут конкурентског тржишта и стога имају позитивне ефекте на конкуренцију, економску ефикасност и привредни развој.

Баријере уласку нових фирми су бројне. Прве су политичке: стална државна криза, односно недефинисаност граница (Црна Гора, Косово); заоштрени политички сукоби у земљи; проблеми са Хашким трибуналом; све то повећава политички ризик у земљи и смањује интерес инвеститора за послове у Србији. Друге су економске: економска стагнација, недостатак капитала, раширеност сиве економије, висока корупција. Треће су институционалне: сложеност регистрације фирме, државно власништво над грађевинским земљиштем, превише сложени грађевински прописи, немогућност стицања својине над некретнинама од стране страних лица, рестриктивност појединих решења радног законодавства, тешкоће остваривања уговора, спорост судова, неуредност регистра имовине, слаба уређеност лизинга и тако даље. Као што се може видети, мала је вероватноћа уклањања тих баријера у скорој будућности, чиме се још више заоштрава потреба за делотворном антимонополском политиком.

IX Корупција и корпоративно управљање

Емпиријска истраживања обављена у неколико последњих година¹ недвосмислено су показала да у Србији постоји значајно распрострањена корупција и да је она захватила готово све поре привредног живота земље. Та корупција представља тешко наслеђе клептократског режима успостављеног у Србији почетком 1990-тих и срушеног 2000. године. Иако је у последње две године постигнут значајан напредак у сузбијању корупције, постојећи ниво корупције у Србији је још увек значајан, односно значајан је његов утицај на привредни живот земље. Сходно наведеним емпиријским налазима, од велике је важности истражити релације између корпоративног управљања, с једне стране, и корупције и антимонополске политике, с друге.

Начелно посматрано, за разматрање везе између корпоративног управљања и корупције, односно антимонополске политике, од кључне важности је постојање агенцијског проблема. Наиме, у случају раздвојености власништва и управљања, јавља се и проблем корпоративног управљања у уобичајеном значењу тог појма. Под тим се подразумева немогућност, односно непотпуна могућност власника предузећа (принципала) да обезбеди да менаџери предузећа (агенти) раде и у његову, а не искључиво у сопствену корист. Основу агенцијског проблема чини асиметрија информација. Менаџери предузећа су, по самој природи ствари, увек боље информисани о свим релевантним стварима од власника тог истог предузећа, па им то омогућава да се усредсређују на максимизовање сопствене користи, независно од интереса власника предузећа. Другим речима, боља обавештеност о релевантним стварима ставља менаџере у супериоран положај у односу на власнике капитала. У том светлу треба и посматрати однос корпоративног управљања и корупције. При томе треба уочити разлику која се јавља у случају корпоративне тражње и корпоративне понуде корупције.

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ТРАЖЊА ЗА КОРУПЦИЈОМ

Први случај корпоративне корупције јесте онај у коме менаџери предузећа постају коруптори, тј. када менаџери корумпирају

1 На пример, *Корупција у Србији*, ЦЛДС, 2001

државне службенике (чешћи случај) или менаџере неког другог предузећа (ређи случај) ради придобијања повлашћеног третмана сопственог предузећа. При томе је од кључног значаја размотрити подстицаје који се стварају како за власника, тако и за менаџера. Треба увек водити рачуна да је мотив корумпирања, односно коруптора, присвајање ренте, односно да могућност присвајања ренте представља основу тражње за корупцијом.

Што се тиче ефеката тражње за корупцијом на корпоративно управљање, треба указати на чињеницу да менаџери желе да максимизују свој удео у ренти која је створена корупцијом. Другим речима, интерес менаџера је да власник не зна колики је укупан износ ренте који се присваја путем корупције, тако да ће они учинити све да увећају асиметрију информација. Насупрот томе, могућност власника капитала да надзиру понашање менаџера у случају тражње за корупцијом веома је мала. Наиме, будући да је корупција незаконита делатност, не постоји могућност стриктног правног надгледања таквог посла, па ни власници предузећа не могу да надзиру спровођење таквог посла, чиме се умањује вероватноћа за превазилажење асиметрије информација. Сходно наведеном, повећана тражња за корупцијом, па тиме и повећана равнотежна корупција у једној привреди доводи до погоршања проблема корпоративног управљања.

Насупрот томе, проблем корпоративног управљања не утиче битно на тражњу за корупцијом, будући да и менаџери и власници имају сличне, готово исте подстицаје, да, у условима превелике државне регулативе, корумпирањем државних службеника створе ренту која би присвајали. Њихови супротни интереси леже готово искључиво у погледу расподеле већ створене ренте.

Што се корпоративне тражње за корупцијом у Србији тиче, још увек, без обзира на досад остварене реформе, постоје могућности за присвајање значајне ренте у многим делатностима. Према теоријским очекивањима, основни разлог за то је високи степен, односно велика раширеност државне интервенције у нашој привреди. Према недавном истраживању *Heritage* фондације о степену економских профита (*Index of Economic Freedom*), Србија је рангирана на 144. место од 155 земаља у којима је спроведено истраживање. Не залазећи у неке од методолошких недоследности наведеног истраживања, извесно је да Србија спада у земље са веома раширеном државном интервенцијом у привреди.

Посредни доказ ове тврдње дају емпиријски резултати истраживања спроведеног у оквиру пројекта *Корупција у Србији* (ЦЛДС, 2001). Наиме, део истраживања чинила је и анкета приватних предузетника, једним делом оних који су власници малих предузећа, а другим делом оних који су власници радњи. Другим речима, у свим наведеним случајевима власници привредних субјеката су били и менаџери, односно доносиоци одлука, тако да се у овим случајевима не јавља проблем корпоративног управљања, односно агенцијски проблем. Резултати анкете показују да су

приватни власници-предузетници снажан извор тражње за корупцијом. Србија је очигледно још увек далеко о ситуације у којој ће драстична дерегулација довести до осетног пада корпоративне тражње за корупцијом, па тиме и до побољшања корпоративног управљања.

Наиме, висока тражња за корупцијом у Србији, па тиме и већа равнотежна корупција, генерише високе ренте које присвајају коруптори, па тако представља подстицај локалним менаџерима да продубе асиметрију информација како би у прерасподели ренте присвојили што више.

Међутим, без обзира на наведене ставове о распрострањености корупције у Србији, потребно је напоменути да је у последње две године у земљи постигнут значајан напредак, пре свега у умањењу корупције у извршној власти, односно њеним органима, попут, на пример, управе царина. На то упућују резултати скорашњег истраживања *Корупција у царини* (ЦЛДС, 2002). Међутим, корупција је још увек прилично распострањена у судској власти, односно правосуђу, чије је ефикасно и непристрасно функционисање кључно за успостављање пуне владавине права, односно за постизање делотворне дерегулације привредног живота.

Напредак се односи, пре свега, на елиминацију институционализоване корупције и, у одређеној мери, претварање корупције у онај њен облик који је познат у развијеним демократијама и који се заснива на асиметрији информација. Та асиметрија информација између принципала (политичара) и агената (државних службеника) у државној служби својеврстан је феномен сличан проблему корпоративног управљања, који доводи до генерисања понуде корупције. Стога треба истражити и утицај који проблем корпоративног управљања има на корпоративну понуду корупције.

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ПОНУДА КОРУПЦИЈЕ

У случају корпоративне понуде корупције постоји директна и веома изражена веза између проблема корпоративног управљања и корпоративне понуде корупције. По самој природи ствари, корпоративну корупцију могу да понуде једино менаџери. Наиме, корумпирани менаџери намерно доносе пословне одлуке на штету предузећа којим управљају, а у циљу стицања материјалне користи. На пример, корумпирани менаџер ће прихвати посао (уговор) неповољан за предузеће, попут набавке сировина по цени вишој од тржишне, уколико га је корумпирао неко од добављача. На тај начин, прихватањем корупционашког посла, менаџер, зарад сопствене користи, поткопава пословање свог предузећа и то тако да увећава његове трошкове пословања.

Извесно је да у случају корпорацијске понуде корупције постоје опречни интереси власника капитала и менаџера, па тиме и подстицаји са којима се они суочавају. Менаџери имају подстицај да

понуде корупцију, односно склопе корупционашки посао, чиме ће увећати сопствено, лично благостање. Такав корупционашки посао неминовно се заснива на пристрасности у корист коруптора, па по самој природи ствари, доводи до неповољних последица по компанију, односно по њене власнике. Власници капитала предузећа имају подстицај да по, практично, сваку цену спрече корупционашке послове својих менаџера, будући да такви послови неминовно увећавају трошкове компаније и умањују профит који присвајају власници капитала, па се тиме умањује њихово лично благостање.

Очигледно је да што је већа корпоративна понуда корупције, то је озбиљнији проблем корпоративног управљања. Наиме, високи проходи корупмираних менаџера могу да се одрже искључиво уколико постоји значајан проблем корпоративног управљања, односно уколико постоји практично непремостива асиметрија информација. На тај начин висока понуда корпоративне корупције неминовно доводи до заоштравања проблема корпоративног управљања.

С друге стране посматрано, будући да се у овом случају ради о опречним интересима, односно подстицајима власницима и менаџерима, постојање агенцијског проблема, односно асиметрије информација, представља потребан, мада не и довољан услов за генерисање корпоративне понуде корупције. Другим речима, без постојања проблема корпоративног управљања, нема ни корпоративне понуде корупције. Што је већи агенцијски проблем *ceteris paribus*, већа је корпоративна понуда корупције.

Иако досад нису рађена систематска истраживања на тему корпоративне понуде корупције у Србији, постоје индиције да је таква корупција распрострањена у случају тзв. друштвених предузећа, тј. оних предузећа у којима не постоје чврсто дефинисана својинска права над капиталом, нити су она добро заштићена. Поједине студије случајева показале су да руководство, најчешће генерални директори, путем корупције стварају услове за потпуно зарање предузећа и „тунеловање” њихових основних средстава у новоформиране приватне компаније.

СТРАТЕГИЈА УНАПРЕЂЕЊА
КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

X Основи стратегије унапређења корпоративног управљања¹

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ

За Србију су конкурентна и добро вођена предузећа од пресудне важности за дугорочан и одржив економски развој. Какво је данас, просечно српско предузеће тешко да има озбиљне шансе да се одржи и на домаћем тржити пред конкуренцијом страних компанија, а још мање да успе у оштрој конкуренцији на страним тржиштима. Слабости у управљању предузећима су пресудне за сталне тешкоће привреде у Србији, које ни најбоља економска политика не би могла да исправи. За све оне који су имали прилике да се упознају са начином управљања самоуправним предузећима током претходних деценија и друштвеним и државним предузећима током последње није изненађење чињеница да успех предузећа далеко више зависи од начина и квалитета управљања њиме него од расположиве технологије, радне снаге или спољних, државних субвенција.

Једна економија се, агрегатно посматрано, састоји од предузећа и није могуће очекивати да она брзо напредује док предузећа која је чине постижу лоше резултате. Стога се здрав и живахан економски развој може очекивати тек онда када се унапреди корпоративно управљање.

Шта би, уопште, требало да буде циљ унапређења корпоративног управљања у Србији? Верујемо да би циљ требало да буде максимизација вредности предузећа, уз претпоставку о поштовању финансијских и законских обавеза према другим заинтересованим. Циљ максимизације вредности заснива се на добро познатој пропозицији да предузеће послује максимално ефикасно онда када управа највише могуће увећава вредност фирме, док претпоставка о поштовању њених финансијских обавеза и правних ограничења једноставно значи да економска утакмица није Дивљи запад, већ уређено подручје деловања.

Овим опредељењем за максимизацију вредности предузећа определили смо се и према старој дебати о карактеру предузећа

¹ Видети и *Corporate Governance: A Framework for Impelmentation*, World Bank, 2000; *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging, and Transitional Economies: A Handbook*, CIPE, 2002

између англосаксонске и континенталне традиције, а у корист англосаксонске. Наиме, док се у англосаксонској традицији практично искључиви нагласак даје на финансијске резултате фирми, тј. на увећање имовине власника, докле се у континенталној Европи предузеће сматра личношћу која има сопствене аспирације и друге, шире одговорности него што је зарађивање новца, па се потенцира његова улога према друштву, појединим социјалним категоријама и држави. Оријентација на англосаксонски, аутсајдерски приступ у овој студији заснована је на два разлога: први се очитује у веома негативним последицама које је вишедеценијско занемаривање финансијских резултата предузећа, а у корист других „виших” циљева донело привреди Србији и потреби да се Србија радикално ослободи тог лошег наслеђа и, друго, евидентна је постепена преоријентација европских фирми ка англосаксонском моделу, изражена, између осталог, смањењем значаја и улоге државе у корпорацијским пословима у Француској и опадањем елана за кодeterminацију у Немачкој.

СВОЈИНА И УПРАВЉАЊЕ ПРЕДУЗЕЋЕМ

За општепознате проблеме друштвене и државне привреде с правом је окривљаван стари својински облик – друштвено власништво – као инфериорно по ефикасности на основу лоших подстицаја које даје онима који управљају. Битно унапређење очекивано је, с правом, од приватизације и преласка предузећа/капитала из руку партијских чиновника у руке приватних власника, који свакако имају далеко више подстицаја да добро раде и унапређују пословање фирме.

Приватизација није, ипак, сама по себи довољан лек. Она доноси унапређење управљања, али се и код предузећа у приватном власништву могу јавити, и јављају се не само у Србији него и у другим земљама, слабости које ограничавају квалитет корпоративног управљања. Поменимо укратко неке:

- принципал-агент проблем, односно тешкоћа која настаје услед раздвајања функције управљања од власничке функције у приватним предузећима, а на основу различитих интереса власника и менаџера,
- недовољно добра законска регулатива управљања предузећима, праћена слабостима у раду надлежних државних органа и судства,
- културолошки проблем, који је углавном последица традиције, односно доминације једног начина управљања у ранијим временима и навика људи и тешкоћа да се тих навика ослободе.

Решавање проблема доброг корпоративног управљања зависи и од структуре власништва у предузећу. Са једне стране, у акционарским друштвима са дисперзираном својином основна тешкоћа је

контрола перформанси менаџера од стране спољних акционара који немају довољно моћи да на њих утичу. Пошто у оваквим фирмама обично доминирају менаџери, два су главна система управљања: прво, то су правила за избор управног одбора која би требало да обезбеде његову независност од менаџера приликом одлучивања о битним пословима предузећа и, друго, ефикасан судски систем који ће представљати брану оним поступцима менаџера који угрожавају интересе власника. Са друге стране, у фирмама са малим бројем власника, била то акционарска друштва или друштва са ограниченом одговорношћу, менаџери су обично контролисани од стране највећег/највећих власника, па је основно питање доброг корпоративног управљања како да мањински власници онемогуће контролног власника/власнике да извлаче претеране користи кроз махинације на штету мањинских власника. Уобичајене заштите мањинских власника у овој ситуацији су ограничавање могућности контролних власника да раде у сопственом интересу и одредбе против разводњавања акција.

Приватизација у Србији ће свакако имати одраза на корпоративно управљање, како кроз својинске и статусне облике који ће из ње настати, тако и кроз будуће трансформације тих својинских и статусних облика. Наиме, модел приватизације у Србији, кроз комбинацију продаје 70% друштвеног и државног капитала једном инвеститору и бесплатну поделу преосталих 30% запосленима и грађанима, доводи до својинске структуре која у знатној мери олакшава принципал-агент проблем. Јер, доминантан власник има више могућности да успешно контролише менаџмент, или, чак, и да сам преузме управљање предузећем, него у предузећу са дисперзираним власништвом.

Позитиван утицај доминантног власника на корпоративно управљање био је важан елемент избора модела продаје за основ приватизације у Србији.² Наиме, незадовољство дисперзираним власништвом инсајдерског типа, какво је настајало по претходним законима о приватизацији, и још више његовим лошим резултатима на плану управљања и реструктурирања предузећа, било је основа из које је проистекла радикална преоријентација модела приватизације у Србији ка моделу из кога ће настати приватизовано предузеће са једним доминантним власником.

Приватизована предузећа у Србији ће у статусном смислу бити акционарска предузећа, што је нужно због широке дистрибуције преосталих 30% капитала. Ипак, с обзиром на скромну величину највећег броја предузећа која се приватизују и на доминацију једног власника, реално је очекивати да убрзо по приватизацији великог броја предузећа започне процес даље концентрације власништва у циљу претварања акционарских друштва у друштва са ограниченом одговорношћу, као погоднијем

2 Видети Б. Беговић, Б. Мијатовић и Б. Живковић – *Нови модел приватизације у Србији*, ЦЛДС, 2000

облику за мања предузећа са мањим или малим бројем власника. Овај процес ће свакако потрајати извесно време, а као битан чинилац његове брзине и успешности биће евентуална одредба новог закона о предузећима о *squeeze-out*-у, односно праву власника који поседује 90 или 95% акција да принудно, а по фер цени, откупи преостале акције и затим статусно трансформише предузеће по својој вољи.

У постприватизационом периоду ће, значи, у кратком року доминирати акционарска друштва са високо концентрисаним власништвом, а у дужем друштва са ограниченом одговорношћу, како је уобичајено и у најразвијенијим земљама, што би стратегија унапређења корпоративног управљања требало да има у виду. То значи, прво, да ће за дуже време у Србији бити више акционарских друштава него што би се очекивало по величини и степену развијености, било опште економске, било економских и правних институција и, друго, да, пошто је принципал-агент проблем ублажен конфигурацијом својине, на значају добија питање заштите мањинских власника од евентуалне експропријације од стране већинског власника.

АКЦИОНАРСКА ДРУШТВА И ДРУШТВА СА ОГРАНИЧЕНОМ ОДГОВОРНОШЋУ

Степен регулације функционисања предузећа зависи од његовог статуса, тј. од тога да ли се ради о акционарском друштву или друштву са ограниченом одговорношћу. Таква је разлика природна и проистиче из различите отворености предузећа према спољним инвеститорима и различите позиције која из тога прозилази.

Акционарска друштва су посебно отворена према спољном свету, јер се власничка права над њима стално промећу на тржишту капитала и велики је број спољних власника са малим пакетом акција. Информације о предузећу потребне су и власницима и потенцијалним инвеститорима. У овим друштвима проблем корпоративног управљања постоји у класичном смислу одвојености својине од управљања (принципал-агент проблем), тако да је одређена регулација добродошла. У друштвима са ограниченом одговорношћу, са друге стране, број власника је мањи и боље су информисани о раду фирме, а веза између својине и управљања знатно ближа, па се проблем корпоративног управљања обично поставља у блажој форми. Стога је и потреба за регулацијом ових друштава мања.

У складу с тим, регулација акционарских друштава је у практично свим земљама шири и обухвата:

- законодавна решења, првенствено из закона о предузећима (компанијама, корпорацијама), али и друга,

- берзанску регулацију, где берзе, односно комисије за хартије од вредности постављају додатне услове оним предузећима која желе да им се акције котирају (услови листирања).

Регулација друштава са ограниченом одговорношћу је блажа и ограниченог домета, тј. овим предузећима оставља се знатно више слободе у организацији и функционисању. Темел њихове регулације је закон о предузећима (или у неким земљама посебан закон за ова друштва), док их берзанска регулација уопште не обухвата, пошто се ни не котирају на берзи.

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ФИНАНСИЈЕ

Унапређење корпоративног управљања јесте и требало би да буде и последица растуће потребе да наше фирме побољшају приступ финансијским ресурсима, како страним, тако и домаћим. У време свеопште економске и финансијске интеграције свако наше предузеће које претендује на успешан наступ на светском финансијском тржишту мора бити добро вођено и мора пословати на начин који је уобичајен и препознатљив потенцијалним инвеститорима. Егзотичне технике управљања тешко да могу да донесу уважавање и успех на иностраним финансијским тржиштима.

Ваљано корпоративно управљање је важно не само за привлачење озбиљног капитала из света, већ је, вероватно још више, битно за проширење домаћег тржишта капитала кроз привлачење домаћих индивидуалних и институционалних инвеститора. Поверење у финансијске посреднике и, уопште, у поверавање новца неком другом одавно је изгубљено у Србији због пропасти старих државних банака и познатих пирамидалних шема. Да би се поверење уплашених поседника новца поново стекло нужно је јасније и боље него другде управљати предузећем и то добро управљање демонстрирати на уверљив начин. Док инострани инвеститори могу лако да диверзификују ризик пласманом капитала на разна тржишта, дотле домаћи обично то нису у стању и, будући да су претежно везани за домаће тржиште, суочени су са увећаним ризиком, посебно онда када окружење не штити довољно права мањинских власника. Са друге стране, иако појединачно можда не веома снажни, домаће штедиште/инвеститори посматрани заједно реално представљају значајан извор дугорочних и стабилних ресурса толико критичних за будући развој Србије. Да би се домаће тржиште капитала развијало и расло, стандарди корпоративног управљања морају бити унапређени како би домаћим инвеститорима обезбедили довољну и уверљиву заштиту која ће их охрабрити да понуде сопствени капитал на коришћење.

И у Србији индивидуални инвеститори, банке, фондови и други инвеститори све више почињу да заснивају своје одлуке не само на тржишним изгледима и текућим финансијским резултатима фирми, него и на њиховој репутацији и квалитету управљања.

Уколико се предузећа не би прилагодила, односно побољшала управљање, и задовољила захтеве и очекивања финансијских посредника, реална је опасност или да капитал напусти земљу у потрази за бољим пласманом или да се смањи штедња, односно понуда капитала привреди, што би сигурно успорило економски напредак земље.

ОПШТИ ЕКОНОМСКИ АМБИЈЕНТ

Поред већ поменутих механизма за побољшање корпоративног управљања, које можемо назвати унутрашњим, јер се непосредно баве односима у предузећу, постоје и спољна правила која дају додатни допринос. Наиме, **спољна правила, закони и институције** требало би да обезбеде конкурентски амбијент пословања и дисциплинују све играче унутар предузећа, било власнике, било менаџере, а испољавају се, између осталог, кроз транспарентност, надзор од стране регулаторних тела и механизме придржавања правила. Најважнији међу институцијама које дисциплинују предузећа су антимонополска регулација, правна (правосудна) заштита власничких права, информационо откривање и рачуноводствена и ревизорска регулација, добро уређен финансијски систем, стечајно законодавство и пракса и антикорупцијска политика.

Антимонополске и, шире, прокомпетитивне политике доприносе стварању конкурентског тржишта, које, са своје стране, ствара снажне подстицаје економским актерима да раде у корист предузећа и повећавају његову вредност. Важну улогу у томе имају политике уклањања свих тржишних и нетржишних, економских и политичких баријера и стварање контестабилних тржишта, као и отварање према свету, како у трговини, тако и у слободним страним директним инвестицијама. На тај начин се присиљавају власници и менаџери да поправе управљање својим предузећем или да се суоче са стечајем или преузимањем од стране других фирми или инвеститора.

Добра судска заштита власничких права нужна је претпоставка ваљаног корпоративног управљања, и то по најмање два основа. Прво, заштита својине малих власника, представља последњу али и потенцијално снажну брану разноврсним злоупотребима оних који контролишу пословање компаније. Регулативе у свим земљама познају ову врсту заштите, иако се оперативни елементи битно разликују, као и исходи судске праксе. Друго, заштита уговора повећава извесност пословања и тиме смањује трансакционе трошкове на корист добро управљаних предузећа. Без добре заштите уговора и својине уопште није могуће замислити ефикасну конкурентну економију.

Квалитет и транспарентност финансијских резултата претпоставка су доброг корпоративног управљања из више разлога. Прво, потенцијални инвеститори желе да имају довољно детаљне и

поуздане информације о текућем пословању предузећа како би могли да упореде алтернативне опције и донесу најбољу одлуку о сопственом улагању. Уколико једно предузеће не објављује такве информације или оне објављене нису поуздане неминовно је да интерес потенцијалних улагача буде мањи него што је могуће. Тиме се, значи, пропушта прилика не само за улагање које може донети даљи раст, већ и за стицање репутације солидне фирме. Друго, поуздане и временски добро темпиране финансијске информације потребне и власницима како би били у стању да процене перформанске предузећа и, самим тим, квалитет менаџмента. Законска регулатива обично прописује минимум информација које о себи морају дати предузећа, уважавајући и чињеницу да део информација може бити пословна тајна или да предузеће не мора да их саопшти уколико то не жели. Додатне информације обично траже берзе за предузећа која се на њима котирају, полазећи од жеље да се смањи ризик улагања и заштите инвеститори; стога је котирање најчешће условљено широким информационим откривањем предузећа.

За добро информисање о пословању предузећа од пресудне важности су рачуноводствена правила и одитовање/ревизија књига предузећа. Рачуноводствена правила (не само законска, већ и по сопственом избору) требало би да пруже реалну слику о финансијском пословању предузећа, док би одитовање требало да пружи независну и непристрасну оцену квалитета финансијских исказа предузећа. Повремено се, ипак, стварност и књиге не слажу, било зато што у предузећу превагне тежња да се резултати прикажу бољима него што јесу, било зато што се томе придружује и пријатељски настројен ревизор.

Добро уређен и послован банкарски систем производи конкуренцију међу предузећима којима су кредити потребни, а која може имати благотворно дејство на корпоративно управљање. Наиме, услови за одобравање кредита обично подразумевају високе информационе захтеве које предузећа морају да испуне не би ли добила кредите. Прикупљајући на тај начин додатне информације банке могу да битно допринесу информационом отварању фирми и да учине велику услугу бољој информисаности свих актера – од власника до аналитичара и потенцијалних инвеститора – кроз (имплицитно) кредитно рејтинговање предузећа. Поред тога, рационално вођене банке присиљавају сва она предузећа којима су потребна кредитна средства на добро пословање и управљање, јер је то једини пут до банкарских кредита. Тиме банке дају важан допринос добром корпоративном управљању.

Да би банке могле одиграти ову позитивну улогу, потребно је да банке и сектор предузећа буду независни и да их на сарадњу покреће хладна комерцијална калкулација. У супротном случају, када су банке и предузећа блиско повезани или, још више, када су предузећа сувласници банака, тада расте вероватноћа лоших кредитних пласмана и апропријације банкарских ресурса од стране

дужника, односно предузећа. Ова је опасност већа у земљама у којима тржиште капитала није развијено, односно у којима банкарски кредити највећим делом обезбеђују финансирање привреде. Стога је добро управљање банкама потребан услов за добро управљање предузећима. Србија је ову лекцију, верујемо, одавно савладала.

Добро корпоративно управљање, укључујући и транспарентност процедура и пословања, битно доприноси смањењу вероватноће директних крађа у предузећу, софистициранијих метода прибављања користи путем повољних трансакција повезаних лица и корумпирања других. Значи, управљачи предузећима могу да, без одговарајуће заштите оних који снабдевају фирме капиталом, злоупотребе своју позицију за нефер или незаконито присвајање користи, а по цену дугорочних перформанси и вредности предузећа.

ДОБРОВОЉАН ПРИСТУП

Побољшање државне регулације и државних институција је веома важан, али не и једини елемент унапређења корпоративног управљања. Најбоље корпоративно управљање може бити постигнуто комбинацијом регулаторних и добровољних, приватних решења. Док државна регулација најбоље резултате даје онда када је фокусирана на питања непристрасности, транспарентности, одговорности и полагања рачуна, дотле добровољна решења допуњавају државну регулацију конкретизацијом многих питања које државна регулација не третира, већ их оставља предузећима на слободно решавање.

Уређење корпоративног управљања пре свега је посао самих предузећа, која, полазећи од минимума који постављају одговарајући закони и друга регулација, бирају облике функционисања према сопственој перцепцији онога што је најбоље. Тако је и у свету развијен концепт „најбоље праксе”, кога предузећа могу да следе и следе га. Добри резултати појединих компанија, уз размену искустава, указују на добре примере корпоративне праксе, која се затим шири и представља путоказ осталима. Свакако, у интересу је предузећа да одабере најбоље методе корпоративног управљања и стога свако предузеће које тежи успеху испитује и унапређује методе функционисања. Законска решења се ту показују не само као минимум, већ првенствено као начин онемогућавања или отежавања превара прописивањем основних процедура, а не као технологија који ће обезбедити добро корпоративно управљање.

Постоји и једно подручје (само)регулације корпоративног управљања које се налази у зони између државне регулације и потпуно добровољног поступања предузећа. Овде мислимо на кодексе корпоративног управљања које усвајају разноврсне институције, професионална тела и асоцијације, који се шире у развијеном делу

света као израз тежње за даљим, али у основи добровољним унапређењем (само)регулације. Та тела покушавају да на основу најбоље праксе пропишу за своје чланове или да сугеришу својим члановима системе корпоративног управљања у целини или у појединим областима који се могу сматрати добрим.³ Берзанска регулација такав је пример: свака берза поставља захтеве транспарентности и информационог откривања који превазилазе законску регулацију; онај ко жели да се листира на берзи мора да задовољи те услове; додуше, ниједно предузеће не мора да се листира, тако да је и берзанска регулација, бар нормативно, необавезна. Или, смернице акционарских удружења, кодекси индустријских асоцијација, препоруке независних комисија и слично. Честа одредба таквих кодекса је „повинуј се или објасни”, што значи да се не тражи аутоматско прихватање решења из кодекса, какав је случај са законима, већ се дозвољава и неповиновање, али уз објашњење разлога. Показује се да је такав морални притисак често довољан за прихватање решења из кодекса.⁴

ЗАКАШЊЕЊЕ СРБИЈЕ

У развијеним земљама се ови спољни чиниоци доброг корпоративног управљања готово подразумевају, захваљујући, пре свега, углавном добрим законима, ваљаним институцијама (укључујући и судство) и култури поштовања правила. Међутим, у земљама у развоју и транзицији, а посебно у Србији, такве би претпоставке била превише херојске. Стога се у овим земљама пред покушај унапређења корпоративног управљања јављају и препреке које у развјеном свету не постоје. И зато у земљама у развоју и транзицији програм побољшања корпоративног управљања мора бити знатно шири по обухвату него у срећнијим земљама развијеног света и мора садржати практично комплетан програм економских реформи.

Додатно, Србија свакако не поседује довољно квалификованих људских ресурса и пратеће институције који би обезбедили врхунско и софистицирано корпоративно управљање какво поседују развијене земље. Стога је за Србију изазов да се подстакне стварање система корпоративног управљања који би био у складу са домаћим могућностима, традицијама и искуством, али ипак заснован на добрим идејема и искуствима других земаља. Наравно, норме доброг корпоративног управљања – биле регулаторне (државне), биле приватне (добровољне) – саме по себи неће много допринети уколико нису праћене њиховим прихватањем и извршавањем од

3 Тако познати *Cudbury Report*, 1992, који је иницирао многе корисне промене у корпоративном управљању.

4 *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States*, European Commission, January 2002

стране привредних актера и државних, аутономних регулаторних и судских тела. Да би заостајање Србије у овим чиниоцима доброг управљања предузећима било што више смањено, нужна је не само изградња институција, већ и обука људи – како из институција (државна управа, правосуђе), тако и из предузећа – која би требало да их ближе упозна са финесама доброг корпоративног управљања.

ОСНОВНИ ЕЛЕМЕНТИ СТРАТЕГИЈЕ

Стратегија унапређења корпоративног управљања у Србији требало би да буде заснована на неколико градитељских блокова:

1. унапређење Закона о предузећима, који поставља темељ функционисања предузећа и, посебно, управљања предузећима; постојећи закон поседује озбиљне мањкавости и време је да буде донет нови, који ће на бољи начин регулисати функционисање предузећа у Србији,
2. унапређење финансијског законодавства, посебно у делу о власничким правима и трансакцијама са њима, али и регулације берзе, банкарства, осигурања, рачуноводства, финансијског извештавања итд,
3. унапређење другог сродног привредног законодавства, које даје оквир за пословање предузећа (антимонополски закон, закони о стечају, облигационим односима и слично),
4. унапређење владавине права, тј. доношење разумних закона и њихово поштовање, а посебно функционисања правосудних органа, чија је сврха заштита закона, уговора и власничких права,
5. подстицање стварања повољне климе за побољшање корпоративног управљања, а посебно у домену добровољног усвајања најбоље праксе; јер, законима и пратећом регулацијом није ни могуће, нити добро у детаље прописати детаљна решења управљања предузећем, па на самим предузећима остаје потреба да, ради интереса самог предузећа и власника, унапређују технологију управљања на основу и домаћих и страних искустава која су дала најбоље резултате.

XI Унапређење регулације управљања предузећем

РЕВИЗИЈА ПОСТОЈЕЋЕГ ИЛИ НОВ ЗАКОН О ПРЕДУЗЕЋИМА

Анализа решења Закона о предузећима, мада није праћена квалификацијама, и резултати емпиријских истраживања показују да важећи закон није довољно добар правни оквир за формирање савременог тржишног предузећа, и да проблеми и дилеме корпоративног управљања, који по дефиницији постоје у савременом привредном друштву дисперзованог власништва и јаког менаџмента, не налазе у овом закону задовољавајуће одговоре. Његова ревизија је стога неминовна.

Поставља се питање да ли је при томе неопходно донети сасвим нов компанијски закон или је, пак, могуће усавршити постојећи, тј. изменити га или допунити на местима која су се показала као најпроблематичнија.

Важећи закон је донет пре само 7 година, редактори су имали у виду европске узоре, пре свега француско право, систематизација закона је логична и у целини добра, то су разлози у корист делимичне ревизије, поправљања закона. Уштеда времена је додатни разлог.

Ипак је боље, или чак неопходно, определити се за доношење новог закона.

Лимити услова и времена сувише су обојили постојећу кодификацију. Није довољно само елимисати, на одговорајући начин, сувишна и превазиђена правила о друштвеним, па и јавним предузећима или преиспитати правила о учешћу запослених у управљању и савету запослених. Дуг старог се сувише осећа у низи наоко ситних правила, да би измена сваког од њих *de facto* значила потпуну ревизију. Само као пример, могу се навести: ограничења броја управних одбора у којима једно лице може бити члан, начин на који је ограничена компатибилност чланства у управном одбору и извршном одбору, ограничења у смењивости чланова управног одбора итд.

Једна од слабости постојећег закона је и поднормираност многих добро конципираних процедура, што може угрозити права појединих учесника или бар довести до неизвесних судских спорова. На пример, чл. 250. ст. 4. само каже да се акционари на скупштину позивају „посебним позивом”, а да се ова одредба не

разрађује ближе: ни какав је то позив (писан или усмен, личан или јаван), шта је садржај позива (да ли су то и дневни ред, предлози одлука итд), у којим се роковима мора упутити и слично. Неодређеност закона и потенцијална неодређеност статута предузећа могу бити искоришћени за манипулације позивом у циљу елиминације са скупштине оних власника који нису по вољи сазивачима скупштине, како се и дешавало у појединим земљама у транзицији. Да би се избегле ове и сличне манипулације, потребно је основна права заштити детаљније разрађеним процедурама, како се то и чини у многим земљама, посебно оним англосаксонске традиције.

Оптирање за нов, целовит закон омогућиће и да се пажљиво преиспита усвојена „шема” корпоративног управљања, у светлу искустава у примени важећег закона и у светлу упоредних искустава.

СИСТЕМ

Већ је показано да надзорни одбор није орган који се потврдио у пракси. Он, као и управни одбор, извире из скупштине која га бира и разрешава и излази да власници кроз један орган који бирају контролишу други, који такође бирају. При томе, контролна функција надзорног одбора се, у већини случајева, завршава консултативном надлежношћу, давањем мишљења, док управа стварно одлучује, што реално опредељује однос снага. Овлашћење надзорног одбора да у неким изузетним ситуацијама заказује скупштину (то право је дато и суду), или да подиже дериватну тужбу, не мењају оцену: ова овлашћења су истовремено дата и другим субјектима.

У тежњи да му појача позицију, законодавац га је у неким ситуацијама не сасвим разумљиво уметнуо између власника и управе или ревизора. Тако акционар, који има примедбу или сумњу у односу на законитост рада управе (и то само ако се ради о акционарима који контролишу најмање 1/10 основног капитала), може тражити контролу законитости рада управе од надзорног одбора, а тек ако надзорни одбор не поступи по захтеву, акционари се могу обратити скупштини.

Због свега, чини се логичном идеја да се надзорни одбор изостави у систему корпоративног управљања. Евентуално, надзорни одбор или сличан орган могао би се факултативно предвиђати статутом.

Може се отворити питање да ли је и директор као део управе нужан као обавезан орган (када се имају у виду законом дозвољене редукције предвиђеног пуног система, могуће је и једини). Поједностављено, ако управни одбор поставља и разрешава директора, зашто не би могао да се одлучи да сам, односно преко својих чланова као извршних директора, обавља функције које је закон намењено директору. Тако би и овај орган могао да буде факултативан.

Могућност обавезног или факултативног постојања појединих органа отвара питање да ли је неопходно да закон фиксира систем корпоративног управљања, односно његове нужне елементе, или је пак могуће то, практично у целини, оставити вољи власника – оснивача, који ће трагати за својом оптималном шемом, у оснивачком акту односно статуту. Приклађамо се тези да би препуштање тржишној провери вољом власника постављене структуре корпоративног управљања било сувише опасно, поред осталог за мањинске власнике.

Стога је наш предлог да будући Закон о предузећима (или исти закон под другим именом) установи скупштину и управни одбор као обавезне органе. Скупштину – зато што је основни орган сваког привредног друштва по природи ствари и суверен чија је реч последња у фундаменталним питањима, али и зато што је потребно прописати бројне процедуре одржавања скупштине како би била заштићена права акционара од угрожавања. Управни одбор – зато што њему у свим земљама света власници поверавају вођење предузећа, будући да то, као скупштина, нису у стању, али и зато што је потребно прописати одређене процедуре његовог рада.

Остали органи и тела би били факултативни, тј. предузећима би се оставила слобода да трагају за решењима која им највише одговарају. На пример, надзорни одбор може увести свако предузеће уколико то жели, али се исто тако може задовољити екстерно ангажованим ревизорским услугама, као методом који може бити супериорне ефикасности над надзорним одбором. Основни разлози против надзорног одбора као обавезног органа су:

- не постоји као такав у великој већини земаља, не само у англосаксонским, већ и у европским, а обавезан је само у Немачкој и неколико других земаља, укључујући и неке у транзицији које се налазе у немачкој привредној сфери (Словенија, Хрватска),
- није вероватно да ће се надзорни одбор веома трудити да надзире рад управног одбора, јер је практично сигурно да ће иста већина на скупштини изабрати оба одбора, па ће они највероватније лепо сарађивати; са друге стране, није вероватно ни да ће надзорни одбор имати већег успеха у надзирању менаџмента уколико то не успева управни одбор,
- искуства са надзорним одбором нису повољна, јер он обично игра пасивну улогу и акомодира се вођству било управног одбора, било менаџмента.

Или, текуће пословодство може бити поверено управном одбору, али и пренето на „ниже” управне органе као што су директор или извршни одбор директора. Обично најпрофесионалнији чланови управног одбора преузимају извршне функције, док се остали чланови задржавају на статешким питањима и надзорним функцијама. Или, управни одбор може део својих овлашћења поверити ужим телима, како се нађе са сходно.

Таквом схемом управљања фирмом – са скупштином и управном одбором као на закону заснованим стубовима и другим органима који се могу предвидети статутом предузећа и другим акција – добија се једна флексибилна управљачка форма која, са једне стране, обезбеђује нужну кохерентност организације која одговара духу друштва капитала и, са друге стране, оставља власницима широко поље слободе за допуњавање система управљања предузећем како мисле да је најбоље.

ВЛАСНИЦИ, СКУПШТИНА И УПРАВНИ ОДБОР

Централно питање сваког система корпоративног управљања је заштита власничких интереса, односно начин на који власници могу да контролишу и утичу на управу. Ово питање се нарочито прелама у односима скупштине и управног одбора.

Власници предузећа морају да имају пресудну реч о свим основним пословима предузећа, не само приликом формирања, већ и током његовог каснијег живота. Они ће свакако један део послова, посебно уколико је у питању акционарско друштво, препустити професионалним менаџерима, али је нужно да задрже контролу над суштинским стварима. Стога су од пресудне важности питања обухвата надлежности скупштине предузећа и начин одржавања скупштине предузећа. Прво би требало да обезбеди права власника, а друго да гарантује ваљано одржавање скупштине.

У постојећем Закону о предузећима наведене надлежности скупштине су разумне, мада су неке од њих дискутабилне. Суштина дилеме потиче из могућности различите перцепције скупштине власника: да ли је установити као орган који суштински решава сва важна питања у предузећу или као орган који дели важне надлежности са управним одбором. Први концепт је више у складу са европском традицијом, а други са англосаксонском. Чвориште проблема је одређење према следећем питању: да ли веровати управном одбору и на њега пренети овлашћења која би он могао да успешније решава због веће професионалности и у краћем року или их ипак задржати у надлежности скупштине, која спорије и можда мање ефикасно решава, али можда боље брине о интересима предузећа него управни одбор. Другим речима, на страни опције о давању неких овлашћења управном одбору је ефикасност, а на страни скупштине солидност.

Нема сумње да би власници на свом састанку требало да размотре и евентуално усвоје финансијске и пословне извештаје о раду предузећа, да изаберу управни одбор, да одлуче о евентуалним статусним променама, да решавају о основним власничким питањима (емитовање нових папира, промене права појединих врста папира итд). Питање је, међутим, да ли би скупштина требало да ради неке од надлежности предвиђених постојећим законом:

- **утврђивање пословне политике;** ова норма је превасходно декларативна, па ни њено спровођење у пракси није суштинско; стога би је требало потпуно изоставити из списка надлежности било ког органа у предузећу; искључење ове надлежности скупштине оправдано је и тиме што вођење пословне политике, па тако и нешто што се неодређено назива „утврђивањем”, природно припада управном одбору, као телу које је, и у компаративном праву, баш задужено за пословну политику,
- **расподела годишње добити и покриће губитка;** ово питање свакако припада скупу питања од велике важности за предузеће (на пример, расподела дивиденди или улагање у фирму и повећање капиталних добитака), али исто тако спада међу питања која захтевају знатно професионално знање, па остаје дилема да ли га препустити скупштини или управном одбору; у корист препуштања ове надлежности скупштини говори незрелост корпоративног система у Србији и потреба да је власници ипак задрже за себе, док у корист њеног препуштања управном одбору говори техничка рационалност, подржана англосаксонским решењем; можда је најбоље да се предузећима препусти да разреше ову дилему својим статутима како нађу за најбоље,
- **промене основног капитала;** ова функција свакако спада у надлежност скупштине власника, али је питање да ли је она уопште потребна у садашњем облику; наиме, и сам појам основног капитала је споран, о чему је више речи у одељку о финансијској регулацији; уколико се укине појам основног капитала, тада је потребно предвидети надлежност скупштине у одређивању висине ауторизованог капитала, док би управни одбор решавао о конкретном емитовању нових акција (број, цена, тренутак емисије), а у границама ауторизованог капитала кога је претходно усвојила скупштина; чак и уколико опстане садашњи концепт основног капитала, добро би било да скупштина само доноси начелну одлуку о промени капитала и да управном одбору препусти одлуку о конкретним детаљима – износу (у границама одлуке скупштине), цени акције, тајмингу пласмана.
- **зараде чланова управе;** наизглед нема дилеме да је добро да скупштина одређује систем награђивања чланова управе предузећа, пошто неразумно делује идеја да чланови управног одбора, на пример, одлучује о сопственим зарадама; међутим, питање подстицајности зарада водећих људи у фирми припада корпусу вођења пословне политике и могуће је да би било добро препустити га у надлежност управном одбору, како се често чини у англосаксонским земљама; са друге стране, могуће је сасвим разложно веровати да управни одбори у Србији неће показати ни онолико самоограничавања колико га показују управни одбори у англосаксонским

земљама и да би ипак најбоље било да скупштина, иако можда недовољно софистицирана за ово питање, одлучује о зарадама водећих службеника на предлог управног одбора.

Могућа одредба новог закона о надлежностима била би да искључиво скупштина друштва: доноси и мења статут, усваја годишње финансијске и пословне извештаје, усваја ревизорски извештај, одлучује о висини ауторизованог капитала, одлучује о стварању нових класа или врста акција, одлучује о издавању обвезница, одлучује о трансакцијама са повезаним лицима, одлучује о продаји или изнајмљивању знатних делова имовине предузећа, бира и смењује управни одбор и чланове управног одбора, бира и смењује ревизора, одлучује о статусним променама, промени облика друштва и престанку друштва, доноси и врши измене правилника о свом раду и одлучује о другим питањима утврђеним законом и статутом.

Да аргументујемо два предложена решења:

- **избор ревизора;** пошто концепт кога овде сугеришемо не садржи надзорни одбор као обавезни орган, већ се предлаже његова замена ревизором и његовим услугама, то је природно да скупштина бира ревизора; уколико би управни одбор добио ту надлежност, тада би се појавила опасност да надзирано тело именује надзиратеља, што би могло угрозити саму идеју (или бар квалитет) надзирања,
- **трансакције са повезаним лицима;** овде се ради о спречавању могућности да они који одлучују о пословима предузећа (чланови управног одбора и други) делују у сопствену корист и нанесу штету предузећу; та област је доста неразвијена и поднормирана у постојећем закону, а потенцијално представља велики извор злоупотреба менаџмента и контролних власника на штету предузећа и мањинских власника; стога је потребно проширити регулацију трансакција са повезаним лицима и препустити надлежност над њима скупштини; ово само уколико се законодавац приклони пракси развијених земаља и не забрани генерално трансакције повезаних лица, већ их дозволи али уз ригорозну процедуру одобравања, што може обезбедити једино одлучивање на скупштини предузећа.

Друге надлежности, па и оне напред споменуте као дискутабилне, власници би могли да задрже као овлашћење скупштине одговарајућим статутарним одредбама.

Мада у неким другим случајевима и превише детаљан, постојећи закон није довољно детаљно регулисао сазивање и рад скупштине. С друге стране, постојећа регулатива је сувише крута, нарочито правила о поновљеном сазивању када скупштина не успе, правила о квалификованој већини код избора и опозива управног одбора и ревизора итд. Последња два правила су функционална код друштава са концентрисаним капиталом, али не и код оних код којих је капитал дисперзован на већи број малих акционара. Будући закон мора посветити више пажње техници гласања на

скупштини, у свим ситуацијама, а нарочито код избора управног одбора. Повезано је и питање евиденције акционара са правом гласа односно евиденције промене акционара и пуномоћја. И ово су питања која треба регулисати потпуније и прецизније.

Технологија рада скупштине могла би бити следећа:

- право учешћа на скупштини свакако имају, поред чланова управе, сви власници, али је потребно прецизирати пресечан дан за установљаване овога права, пошто су спорови о списку акционара убудуће могући, па и вероватни,
- списак акционара би требало установљавати према стању у регистру акција, а не према стању у књизи акционара, зато што се са књигом акционара лако манипулише и онемогућава учешће власника који нису по вољи менаџменту, како је показало искуство земаља у транзицији,
- требало би законом онемогућити било какво ограничавање права учешћа власника на скупштини, као што је оно из статута појединих наших предузећа о потребном минималном броју акција као услову за учешће,
- право власника да гласа у одсуству (поштом итд) мора бити омогућено, најмање као *default* одредба закона,
- право власника на овлашћивање неког другог да уместо њега гласа на скупштини (*proxy*) мора бити гарантовано и технички добро обезбеђено,
- скупштина мора бити сазвана на време, односно довољно унапред, пре одржавања, како би власници имали времена да проуче материјале, да се међусобно консултују и да евентуално овласте заступнике; рок од 21 дан је вероватно довољан за редовне прилике,
- право сазивања скупштине требало би да, поред управног одбора, имају и сами власници, њих најамње 5 или 10%; ово стога да би било могуће сазвати скупштину када је то потребно услед стања у предузећу, а управни одбор пропушта или одбија да је сазове,
- позив за скупштину треба да буде довољно информативан (време одржавања, место, дневни ред, садржај предлога одлука, право именовања заступника), достављен лично (а не преко медија) и на време (бар две седмице пре скупштине),
- питање кворума на скупштини је у свету различито решавано; вероватно га треба препустити самим предузећима, уз евентуалне *default* одредбе закона које би тражиле ниски кворум (можда 30%) за прву седницу и минималан, у ствари практично непостојећи кворум од два члана за поновљену седницу,
- одлуке би требало да се доносе:
 1. квалификованом, вероватно двотрећинском већином гласова за одлуке о промени статута, статусним променама, издавању конвертибилних обвезница и продаји или залагању знатног дела имовине друштва, уколико статутом није предвиђена виша квалификована већина,

2. обичном већином гласова, уколико статутом није за поједине одлуке предвиђена виша већина.

- за одлуке о промени права из приоритетних акција или одлуке којим се битно утиче на права из приоритетних акција требало би предвидети специјалан састанку власника одговарајуће врсте акција и високу квалификовану већину или чак апсолутну сагласност свих присутних власника,
- члан друштва не би смео да гласа ни лично, ни преко заступника о одлуци која се односи на његову одговорност према друштву, укључујући усвајање извештаја о његовом раду или раду тела чији је члан, трансакцијама између њега и друштва, ослобођењу од обавеза према друштву и спору између њега и друштва,
- гласа се подизањем руке, осим уколико члан друштва не тражи гласање путем листића. Он то може да тражи пре или после било ког гласања. Ово зато да би се онемогућиле манипулације са јавним бројањем.

Једно од најважнијих процедуралних питања је питање о начину избора управног одбора. Два основна система су обичан и кумулативни. Код обичног, сваки власник може свим својим гласовима да гласа за колико кандидата хоће,¹ док код кумулативног сваки акционар има број гласова који је једнак броју акција помноженом бројем места у управном одбору и може све гласове да употреби како хоће, па и да их да само једном кандидату.² Ефективна разлика између ових система гласања је следећа: обичан систем омогућује власницима са већином капитала да изаберу све чланове управног одбора, док кумулативни повећава шансе мањине да и она добије свог представника у управном одбору.

Представљање мањине у управном одбору може бити корисно као извесна брана таквог понашања контролних власника и њихових представника у управном одбору које би било само у њихову корист, а не у корист свих акционара и предузећа у целини. Ова је одлика кумулативног гласања пожељна у земљама, као што је Србија, у којима други облици заштите мањинских власника нису довољно поуздани, као на пример судски, и у којима у већини предузећа постоји контролни власник. Са друге стране, кумулативном методу приписује се као слабост подстицање непотребног јачања интересних група уместо једнаког третмана свих акционара. Вагајући предности и недостатке, верујемо да би кумулативно гласање ипак донело користи у унапређењу корпоративног управљања у Србији и да би га требало широко примењивати.

1 На пример, кандидата је пет, гласа се за три места, акционар има хиљаду акција и гласова; он може да у корист сваког од тројице својих фаворита гласа са свих хиљаду гласова.

2 На пример, кандидата је пет, гласа се за три места, акционар има хиљаду акција и три хиљаде гласова; он може да са свих три хиљаде гласова гласа у корист једног кандидата.

Важно је и питање да ли да Закон о предузећима пропише обавезан метод гласања или да то питање препусти на решавање самом предузећу, односно власницима. Вероватно је да би овде требало користити *default* одредбу, тј. прописати законом кумулативно гласање, а ипак дозволити предузећима да се статутом одреде и за обично гласање.

УПРАВНИ ОДБОР И МЕНАџМЕНТ

Једно од контроверзних питања система корпоративног управљања усвојеног у Закону о предузећима је питање односа између два дела управе, управног одбора и директора. Ако директор води послове предузећа, шта ради управни одбор? Закон ствара предуслове да пословање предузећа у пуној мери контролише директор односно извршни одбор директора, потискујући управни одбор ка функцијама које су више налик на власничке, самим тим умањујући те функције за саме власнике. Чини се да је овакав концепт резултат виђења управног одбора као представника државног или друштвеног капитала, дакле ситуације када правог интересно конституисаног власника нема. Његова еманација је и систем накнада; у српском акционарском друштву је уобичајено да се накнада члановима управног одбора одређује у (малом) проценту у односу на зараду директора.

Независно од тога да ли ће будући закон задржати функцију директора као обавезну, управни одбор је потребно много више поставити као реални управљачки орган преко кога власници управљају предузећем, а не контролишу управљање, дакле као одбор директора. Томе може да допринесе и већ споменута идеја да чланови управног одбора преузимају функцију извршних директора, односно да се председнику и члановима управног одбора могу поверити пословодне функције.

Директор, ако постоји, треба да извршава пословну политику управног одбора, одговорног скупштини, иначе ће се дешавати, као што то истраживање ЦЛДС-а показује, да, располажући са више информација и правом дневног одлучивања, укључујући располагање средствима, директор претвара управни одбор у пратећи орган или неку врсту надзорног одбора.

Основне одредбе закона које се тичу управног одбора могле би да буду:

- управни одбор води послове предузећа и репрезентује предузеће,
- управни одбор може делегирати било које своје овлашћење комитету чланова управног одбора, члану управног одбора или било којој другој особи, који мора обављати делегирано овлашћење у складу са налозима/смерницама управног одбора,
- управни одбор може било када променити или поништити делегирана овлашћења,

- било би добро да мандат чланова управног одбора траје једну годину (до следеће годишње скупштине), а да се може обновити; ово стога што је стварање пословне елите у Србији тек у повоју, па је добро да постојећи чланови управног одбора често пролазе тест скупштинских избора; ипак, питање мандата требало би суштински да буде у надлежности статута предузећа, с тим да се у закону као *default* одредба може наћи ова која је предложена,
- члан или цео управни одбор може, без навођења разлога, бити смењен одлуком скупштине; ово је суверено право власника и мора се поштовати, што у постојећем Закону о предузећу није учињено, већ се траже оправдани разлози предвиђени статутом,
- састанак управног одбора може да сазове сваки члан позивом свим осталим члановима послатим разумно време унапред; овим би требало избећи евентуалну блокаду рада коју би могао створити председник управног одбора,
- састанак управног одбора може бити одржан коришћењем било које технологије уколико се са тим сложе сви чланови; овде се мисли, на пример, на телефонске или видео конференције које омогућавају једнаку размену мишљења као и обичан састанак,
- одлуке се доносе већином гласова чланова присутних на састанку; решење са вишом већином, на пример апсолутном већином свих чланова, угрозило би оперативност рада управног одбора,
- одлуке се могу доносити и без састанка, али се тада захтева једногласност свих чланова управног одбора,
- сви чланови управног одбора дужни су да обавесте предузеће о поседовању хартија од вредности предузећа и релевантним променама портфеља,
- предузеће је дужно да пружи информацију о свим плаћањима члановима управног одбора уколико то затраже чланови предузећа који имају најмање 5% гласова.

РЕГУЛАЦИЈА КАО СИСТЕМ ОГРАНИЧЕЊА И РЕГУЛАЦИЈА КАО СТИМУЛАЦИЈА

Настојање да се обезбеди да изабрана управа води друштво у интересу власника, дакле у настојању да ствара профит и увећава вредност, у композицији правила о управљању може бити стимулирана на два начина: системом институционалних ограничења, која треба да спрече или отежају злоупотребу управљачке функције, њено вршење у сопствену корист, а не у интересу друштва, и системом стимулација, који ће довести да се интерес власника и интерес чланова управе подударају. У постојећем закону о предузећима се могу, мање или више, препознати и једна

и дуга правила, али недовољно доследна, недовољно прецизна и не увек добро одабрана.

Када је о ограничењима реч, већ су споменута нека која делују сувишно, као што је ограничење броја управних одбора у којима једно лице може бити члан (то је ипак ризик акционара), ограничена спојивост чланства у управном одбору и извршном одбору, чланства односно председавања у управном одбору матичног и повезаног, контролисаног друштва.

И конкурентску клаузулу, као сувише рестриктивну, треба преиспитати и редуковати. Опасности које су довеле до овако тврде конкурентске клаузуле (члан 92. Закона о предузећима) треба сузбијати доследним антимонополским законодавством – ако се има у виду могућност, искоришћавањем присуства у две компаније у истој грани, тајних недозвољених хоризонталних споразума, односно правилима о поступању чланова управног одбора *bona fides* и у најбољем интересу друштва и са потребним степеном пажње и марљивости, правилима о смењивости и одговорности, ако је у питању претпостављени квалитет рада чланова управног одбора.

С друге стране, неопходно је детаљније, прецизније и оштрије регулисати питање трансакција са повезаним лицима, односно регулисати ситуацију када члан управе има интерес у ствари повезаној са пословима друштва и давање материјалних бенефиција повезаним лицима.

Што се тиче трансакција у којима се члан управе појављује као повезано лице (као лице које има лични материјални интерес), минимално је осигурати:

- обавезу члана управе да обавести управни одбор да је у позицији повезаног лица;
- да не учествује у расправи и одлучивању о таквом послу.

Када је у питању материјална бенефиција члана управе или других лица која непосредно или посредно (преко другог друштва) контролишу предузеће, односно њихових блиских сродника, како она тангира у интересе свих власника, неопходна је одлука скупштине.

Будући закон треба што прецизније да дефинише интерес односно материјалну бенефицију, како би правила о овоме била што мање порозна.

Насупрот томе, важећи закон садржи, истина описне и потенцијално двосмислене одредбе о награди или надокнади коју може примати члан управног одбора. У члановима 270. и 271. накнада се везује за дужности (зарада према раду), а не за успех; стимулација је негативна, кроз могућност смањења или повраћаја, код погоршања финансијског стања друштва односно стечаја.

Овакве одредбе су сувишне. Будући закон треба да препусти друштву аутономију у одређивању награде. Могуће је да само управни одбор одређује накнаду за рад чланова управног одбора, а не као што је прописано важећим Законом, скупштина. (Скупштина то може да не одобри једноставним опозивом управног одбора, ако процени да је накнада претерана.)

ЗАШТИТА (ТУЖБЕ)

Последњи начин да се уреде односи између акционара и управе су тужбе. Напред је описан систем тужби, коме се потпуност не може порећи. Ипак, и овај део закона треба преуредити.

Прво, нема разлога да се тужбе везују за општу обавезу управе да обустави од извршења и захтева преиспитивање незаконите одлуке. Одговорност директора за законитост пословања предузећа, овако звучна, је реликт положаја социјалистичког директора. Ова обавеза постоји, као елемент *bona fides* деловања, а њено ефикасно извршење зависи од јасно постављеног односа органа.

Друго, треба јасно разликовати тужбе по садржини тужбеног захтева (за поништење незаконитог акта, за накнаду штете), најмање је дозвољено оставити суду да одлучи, и без тужбеног захтева, о садржини последице коју ће изрећи. По својој природи, ово су парничне, приватно-правне тужбе и суд се увек креће у границама захтева.

Треће, у систему заштите треба поћи од логичних интересних позиција и дефинисати активно и пасивно легитимисано лице, а онда предвидети случајеве деривације, наступања другог (акционара односно групе акционара, или повериоца) уместо тужиоца.

Ради се, ипак, претежно о правнотехничким изменама.

XII Унапређење финансијске регулације

ИЗБОР МОДЕЛА РЕГУЛАЦИЈЕ

Прво питање регулације корпоративног управљања јесте избор основног модела. Модели регулације корпоративног управљања могу се грубо класификовати у две групе: англосаксонску, у којој постоји висок ниво заштите својинских права, и европско-континенталну, са нижим нивоом заштите власничких права. Истраживања основних особина модела регулације током последњих десетак година имају за резултат серију налаза о врло сигнификантном утицају модела регулације корпоративне контроле и нивоа заштите инвеститора на стабилност власничке структуре. Могуће је следеће уопштавање: у системима ниског нивоа заштите, по правилу, контрола над компанијом је од виталног значаја. То подстиче концентрацију власништва као једино решење успостављања ефикасне корпоративне контроле. *Vice versa*: висок ниво заштите инвеститора омогућава деконцентрацију својине уз истовремено одржавање високе корпоративне контроле. У општем случају низак ниво заштите детерминише концентрацију власништва као једино ефикасно решење корпоративне структуре и управљања. Други скуп доказа се може наћи у радовима Ла Порте и сарадника.¹ Користећи податке о власничкој структури великих корпорација у 27 развијених земаља, аутори су покушали да утврде ко је крајњи власник који има ефективну контролу над корпорацијом. Резултати њиховог истраживања показали су да, осим у земљама са врло високим нивоом заштите, мали проценат компанија има дисперзовану власничку структуру. Аутори су закључили да је *Berle* и *Means*² модел дисперзираног власништва типичан само за Сједињене Америчке Државе и земље које се базирају на прецедентном праву које је познато по пружању врло високог нивоа заштите инвеститора. У свим осталим земљама, а нарочито у земљама са ниским нивоом заштите, и највеће компаније имају једног акционара који ефективно контролише компанију. Тај акционар је најчешће појединац, скуп појединаца (породица) или држава. Контрола од стране финансијских институција је много

-
- 1 R.F. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer – *Corporate Ownership Around the World*, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 2, April 1999
 - 2 A. Berle And G. Means – *The Modern Corporation and Private Property*, 1932

ређа. Акционари у земљама са ниским нивоом заштите по правилу имају пропорционално већу власничку контролу од контроле над самим *cash flow*-ом компаније, а контролу остварују путем учешћа у менаџменту или кроз пирамидалне структуре. Акционари који контролишу компанију су по правилу део менаџмента и имају и моћ и интерес да експропришу мањинске власнике.

Истраживања особина модела примењених у појединачним земљама и групама земаља доказују стабилност њихових основних својстава. Карактеристични случајеви су група земаља ОЕЦД и 9 земаља источне Азије. Показује се да је концентрација власништва много већа а корпоративна контрола слабија у земљама са ниским у односу на земље са високим нивоом заштите. Екстремни и у литератури често описивани случај су источноазијске земље у којима унутрашњи власници драстично угрожавају права екстерних инвеститора. Недавно истраживање са великом обухватношћу (9 земаља овог региона, 2000 компанија)³ показују да 10 група унутрашњих власника (најчешће великих породица са придруженим менаџментом) контролише, зависно од земље, од 18-58% укупне вредности свих листираних компанија. Упркос томе, квалитет корпоративног управљања није висок а финансијско тржиште и финансијски систем су погођени тешком кризом.

Може се закључити да решења из англосаксонског модел регулације омогућавају достизање оба оптимистичка циља регулације: и ефикасно корпоративно управљање и ефикасно финансијско тржиште. Питање: да ли је овај модел примењив у условима европског континенталног правног оквира остаје отворено. Прелиминарни став јесте да је у регулацији настајућег финансијског тржишта применљивост англосаксонског модела знатно већа него у уређењу корпоративне структуре.

ИЗБОР СТРАТЕГИЈЕ РЕГУЛАЦИЈЕ У УСЛОВИМА ТРАНЗИЦИЈЕ

У околностима када не постоји конзистентан систем регулације финансијског тржишта стоји отворено питање: којом стратегијом достићи пожељни циљ? Регулатори су, у условима транзиције, различито приступали проблему развоја постприватизационог тржишта и корпоративне контроле. Данас је могуће идентификовати и анализирати две базичне стратегије и једну еклектичку стратегију регулације тржишта.

Прва стратегија је заснована на принципу надрегулације. Тржиште се уређује по међународно прихваћеним нормама,⁴ без обзира на иницијалну фазу развоја. Класичан аргумент у корист ове стратегије јесте брза интеграција националног у међународна

3 S. Classens, S. Djankov, J. Fan, L. Lang – *Expropriation of Minority Shareholders in East Asia*, The World bank, Washington, 2000

4 Хајједноставнија дефиниција међународних норми су IOSCO стандарди.

тржишта, док је класичан аргумент против ове стратегије био да строга регулација може угушити тржиште у његовој иницијалној фази. Друга стратегија је препознатљива по доследној примени принципа подрегулисаности. Интересантно је регистровати оптимистичка очекивања које је ова стратегија изазивала у време настајања. Каснији развој тржишта која су настала у амбијенту овог модела регулације је та очекивања редуковао. (Типичан случај те врсте је Чешка.) Трећа, еклектичка стратегија регулације је настала комбинацијом елемента прве две. Високи регулаторни стандарди за јавна тржишта су упарени са релативно меком регулацијом тржишта хартија које емитују квази јавне корпорације настале применом неке од схема масовне приватизације.

Априорни избор оптималне стратегије регулације није могућ. Кључна релација која ограничава априорну оптимализацију тржишта је однос модела приватизације и типа регулације тржишта. Доминантни фактор јесте избор модела приватизације. Ако је овај избор конзистентан, онда је избор адекватног модела регулације тржишта лакши проблем. Тако сасвим добро стоје уређени парови: у случају избора модела приватизације ослоњеног доминантно на продају, у регулацији финансијског тржишта тежиште треба ставити на регулацију јавне понуде у оквиру модела надрегулације и на смањивање информативне асиметрије код новемитовања акција. Ако је доминантни облик приватизације масовна приватизација, онда је кључни проблем регулација секундарног тржишта за акције квази јавних корпорација.⁵

И средства која се користе у алтернативним стратегијама су различита. Прва стратегија користи доминантно стандардне регулације англосаксонског модела. Основне норме се преузимају из скупа међународно прихваћених (IOSCO) стандарда. Друга стратегија је позната као стратегија подрегулације (*bottom-up* приступ), који се користи специфичним нормама (које су изведене из међународно прихваћених стандарда њиховим омекшавањем или дерогирањем) као основним регулаторним алаткама. Резултат ове стратегије је специфичан, национални концепт институционализације и регулације тржишта. Основне норме и цензуси се иницијално постављају на минималном или врло ниском нивоу. Ова стратегија регулације је природно упарена са моделом масовне приватизације. Карактеристични случајеви ове врсте су наш садашњи Закон о хартијама од вредности и регулативе чешког и руског финансијског тржишта у раним фазама. Трећу стратегију је тешко назвати потпуном и конзистентном. У основи ова стратегија комбинује особине две претходне стратегије и из њих произашле моделе регулације.

5 Докази да је корпорација коју генерише масовна приватизација различита од класичне јавне корпорације су бројни. Детаљније о теми у: D.Willer – *The Development of Equity Capital Markets in Transition Economies*, Phisica-Verlag, 1999

ИНТЕГРИТЕТ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА

Према ОЕЦД Принципима,⁶ добро корпоративно управљање јесте подељена одговорност између управе корпорације, приватних асоцијација, инвеститора и других страна заинтересованих за унапређење праксе корпоративног управљања. Консеквентност регулација на тржишту хартија од вредности треба да има своју улогу у развоју и очувању добре праксе корпоративног управљања. Кључни појам регулације финансијског тржишта везан за корпоративно управљање јесте концепт интегритета тржишта. Успостављање и перманентно одржавање интегритета финансијског тржишта јесте есенцијални услов за развој нормалног тржишта акција. Са једне стране, способност тржишта да анагажују штедњу и привуче инвеститоре и одржи ликвидност је заснована на његовој способности да обезбеди репутацију фер и ефикасног тржишта које штити инвеститора. Са друге стране, способност тржишта да привуче емитенте и обезбеди фер вредновање хартија којима се тргује на њему је од одлучујуће важности за заштиту интереса постојећих и потенцијалних емитената хартија од вредности. Без ових услова нема ни базичне функције тржишта – финансирања капитала корпорације нити његовог важног сегмента – примарног тржишта хартија од вредности. Интегритет тржишта је тако у интересу и емитената и инвеститора. Транспарентно и компететивно вредновање захтевају емитенти и оно мора бити обезбеђено од стране ефикасног тржишта. Интегритет тржишта се тако јавља као услов који одржава поверење обе стране у свакој појединачној трансакцији. Консеквентно, очување интегритета тржишта је неопходан део сваке стратегије развоја тржишта.⁷

Садржај појма интегритет тржишта обухвата следеће битне елементе:

- сигурност трансакција и имовине клијената,
- заштита од неиспуњења обавеза брокера,
- подједнаки услови приступа инвестиционим услугама свим учесницима на тржишту,
- принцип најповољнијег извршења берзанског налога за клијента,
- фер и транспарентно вредновање хартија од вредности и
- спречавање и отклањање злоупотреба на тржишту од стране поседника инсајдерских (привилегованих) информација.

Регулаторни концепти интегритета тржишта и интегритета корпоративног управљања међусобно тесно повезани, становиште

6 Видети: *ОЕЦД Принципи корпоративног управљања*, Анекс

7 Интегритет листираних фирми, појединачних финансијских институција и самих тржишта недвосмислено утиче на стабилност националне економије. Регулаторна тела на тржишту хартија од вредности морају гарантовати испуњење финансијских стандарда, регулативе и метода надзора који ће ефективно одржавати поверење инвеститора и штитити интересе свих страна заинтересованих за пословање корпорација.

IOSCO јесте да закон о хартијама од вредности не може аутономно уредити овај простор. Или, закон о тржишту ХОВ не може егзистирати одвојено од осталих закона које уређују корпоративно управљање. Ефикасна регулација тржишта хартија од вредности зависи од постојања адекватног правног оквира који обухвата и следеће категорије закона у оквиру националног законодавства:

- Закон о предузећима,
- Закон о рачуноводству и ревизији,
- облигациони закон,
- законодавство о порезима,
- Закон о стечају,
- Антимонополски закон,
- Закон о банкама и
- законодавство које омогућава ефикасно решавања спорова.⁸

Пракса корпоративног управљања, која је обично регулисана корпоративним законима, а заштићена од стране регулатора на тржишту хартија од вредности, повезује националне законе о предузећима и законе о хартијама од вредности. Основна линија поделе између ова два закона је следећа: закон о предузећима уређује структуру (статику) власничких односа унутар акционарских друштава. Закон о финансијским тржиштима уређује динамику односно промену њихове својинске структуре.

Иако се корпоративна контрола базично дефинише и уређује корпоративним законодавством, регулација на тржишту хартија од вредности утиче на перформансе корпорација.⁹ Регулаторна тела морају имати на закону засновану способност да захтевају од листираних фирми, финансијских институција и финансијских тржишта да имплементирају структуру која укључује и адекватне контролне механизме за елиминацију потенцијалних конфликта интереса између унутрашњих и спољних власника. Регулаторни

8 Видети: *IOSCO – Циљеви и принципи регулације на тржишту хартија од вредности*, *IOSCO*, фебруар 2002, анекс 3

9 *IOSCO* је предузео кораке у раду на независности ревизора и улози корпоративног управљања у циљу очувања и заштите њихове независности. Видети: *IOSCO* (Изјава техничког комитета), *Принципи независности ревизора и улога корпоративног управљања у надгледању независности ревизора*, (*IOSCO*, октобар 2002) и *IOSCO* (Извештај техничког комитета) *Принципи надзора ревизора*, (*IOSCO*, октобар 2002). Током 2002, *IOSCO* је усвојио резолуцију о корпоративном управљању. Ова резолуција дефинише корпоративно управљање као услов за развој добро регулисаног тржишта капитала. Комитет је предложио да његови чланови примене те принципе у својим законским решењима, регулаторним мерама и кодексу добре праксе, при чему треба да користе ОЕЦД Принципе као критеријске норме. Недавна становишта *IOSCO* у појам интегритета тржишта уводе (вероватно под утицајем великих афера типа Енрон) и ефективну борбу против финансијског криминала. Злоупотребе (фалсификовање рачуноводствених извештаја, сугерисање цена инвеститорима, инсајдерске трансакције, манипулације ценама) чији се број повећао са развојем и повезивањем финансијских тржишта и употребом рачунарских и телекомуникационих технологија глобализовао, може угрозити емитенте, инвеститоре, тржиште и стратегијски, политички и економски интерес земље. Злоупотребе корпоративног управљања стоје у основи ових поремећаја.

стандарди у овој области стављају акценат на одговорност доминантног власника за транспарентност у пословању емитента.

Принцип транспарентности се обезбеђује како код прве емисије акција (проблем тзв. отварања предузећа према финансијском тржишту) тако и код компанија чије су хартије у јавном промету. Адекватно обелодањивање финансијских информација је примарно уређено Међународним рачуноводственим стандардима (*IAS*)¹⁰ и Међународним стандардима рачуноводственог извештавања (*IFRS*). Транспарентност, конзистентност и упоредивост су фундаментални принципи који се морају поштовати у рачуноводственим извештајима листираних компанија. Раст броја финансијских трансакција и интернационализација тржишта капитала захтевају примену фундаменталних принципа *IFRS* у рачуноводственим праксама. У земљама као што је Србија, важно питање јесте и транзиција са националних система према *IFRS*. Пожељно је дефинисати национални план прилагођавања, са циљем минимизације разлика. А разлике у националним правилима извештавања и различита примена стандарда могу угрозити перспективе тржишта, као и његов интегритет, ограничавајући тако и раст и ефикасност трансакција. (Због тога се интензивно ради на унификацији рачуноводствених стандарда у Европи и остатку развијеног света.) Транспарентност, конзистентност и упоредивост финансијских извештаја је један од елементарних услова заштите инвеститора.

Креирање ефикасне инфраструктуре финансијског извештавања обухвата:

- ефективно, независно и висококвалитетно тело које успоставља рачуноводствене и ревизорске стандарде. Пожељно је формирање националног регулаторног тела које дефинише примену *IAS* и *IFRS*.
- дефинисање висококвалитетних ревизорских стандарда, укључујући и етички кодекс професије ревизора. У оквиру кодекса посебну пажњу заслужује однос између менаџмента и ревизије. Морални хазард у овој релацији може се спречавати и увођењем у корпоративну структуру ревизорских комитета, који би били одговорни скупштини акционара. Ови комитети би, заједно са скупштином, имали искључиво право избора ревизора, наручивања и пријеме ревизорских извештаја.

10 *IOSCO* је маја 2002. спровео истраживање о примени Међународних рачуноводствених стандарда од стране својих чланова након публикавања Резолуције председничког комитета у вези са употребом ИАС за потребе олакшавања мултинационалних понуда хартија од вредности, и међународни листинг. Видети следеће *IOSCO* публикације: (а) *IOSCO* Извештај техничког комитета, *Међународни рачуноводствени и ревизорски стандарди*, (*IOSCO*, новембар 1990) и (б) *IOSCO* Извештај Техничког комитета, *Извештај о рачуноводству*, *IOSCO*, октобар 1994.

- ревизорске куће са ефикасном унутрашњом контролом квалитета и репутацијом јесу традиционални извори поузданих ревизорских извештаја. Искуство је показало да је и у овој делатности потребна супервизија, коју је могуће лоцирати или у националном регулаторном телу за рачуноводство и ревизију или у националном регулаторном телу за финансијска тржишта.
- професионални квалитет рачуноводствене и ревизорске делатности се, у принципу може обезбедити системом са двоstrukим лиценцирањем. Прву, професионалну лиценцу може издавати регулаторно тело или владин орган. Другу, етичку лиценцу даје и узима саморегулаторно тело, најчешће национална асоцијација ревизора и рачуновођа.
- активан надзор регулатора финансијског тржишта над квалитетом ревизорских извештаја јесте релативно нов захтев који је настао као последица афера у поремећаја у процедурама извештавања током последњих неколико година. Овај надзор се локализује на проблеме квалитета проспектуса, периодичних извештаја и извештаја о релевантним пословним догађајима. Формате тих извештаја дефинише регулатор финансијског тржишта.

Поред рачуноводствених извештаја, према *IOSCO* нормама, јавно морају бити доступне и информације у следећим областима:

- структура власника, посебно структура доминантних власника, укључујући и структуру управног одбора,
- позиција и структура водећег менаџмента (одговорности, квалификације и искуство),
- основна организациона структура друштва и основне релације одговорности и компетентности у креирању основних одлука (пословна структура, правна структура),
- информације о политици надокнада, компензација за менаџмент, бонусима, опцијама на акције и слично,
- природа и величина трансакција матичне компаније са афилијацијама и повезаним лицима,
- трансакције извршене од стране инсајдера у оквиру компаније и уопште повезаних лица.

НЕКА ПОСЕБНА ПИТАЊА РЕГУЛАЦИЈЕ

Нови Закон о тржишту хартија од вредности, донет новембра 2002. године, уважава основне циљеве и принципе регулације финансијског тржишта. Очекивања од овог закона, који коначно одступа од еклектичке доктрине националне и уникалне регулације и радикално се помера према поштовању међународно прихваћених стандарда, су, поједностављено, следећа:

- да омогући пословање солидних и солвентних учесника (конкурентност и стабилност тржишта);

- да онемогући успостављање и постојање доминантног учесника (антимонополске мере);
- да омогући интегритет тржишта у ужем смислу (транспарентност и отварање предузећа).

Недоследности Закона су посебно видљиве у следећим областима:

- сва акционарска друштва имплицитно третира као отворена друштва. Иако садржи појмове отвореног и затвореног друштва, закон не дефинише ни основне елементе процедуре отварања и затварања. Затварање друштава је, у околностима масовног и принудног отварања, неизбежно и у великом броју случајева и пожељно. Проблем је лоциран у чињеници да затварање, као и отварање радикално мења позицију власника. У случају затварања смањује се ликвидност имовине власника, а тиме, консеквентно и њена вредност. Регулација процедуре затварања јесте пожељно средство минималне заштите инвеститора у условима транзиције. Пожељно решење јесте да се основна решења ове процедуре дефинишу законодавством о предузећима (Закон о привредним друштвима, Закон о регистрима...), а да се, у процедури креирања подзаконске регулације, дају основа решења заснована на *IOSCO* принципима интегритета тржишта (транспарентност затварања).
- Закон није обезбедио самосталност и независност учесника на тржишту. У том смислу је замисливо да се, под условима које дефинише закон, на тржишту појаве нивои или фамилије међусобно повезаних лица. Овакво решење садржи ризик масовне и тешко уочљиве манипулације на тржишту. Иако је у основи тачно решење да ове релације дефинише законодавство о предузећима, неопходно је да и Закон о тржишту хартија од вредности дефинише специфичне аспекте повезаности, која може угрозити интегритет тржишта у смислу базичних принципа *IOSCO*.
- Код дефинисања процедуре отварања није прецизно дефинисана одговорност за садржај проспектуса. Одговорност је подељена и надређена. Неопходно је јасно и прецизно дефинисати одговорност емитента за садржај проспектуса и свих јавно доступних информација.

Посебна дилема, која се неизбежно намеће као консеквенца нових решења, јесте у Србији је одавно актуелна дилема да ли хартијама од вредности трговати само на берзи или допустити и њихов ванберзански промет. У нормалним околностима одлука о томе је аутономно корпоративно право предузећа. Акционари одлучују о томе да ли ће бити отвореног или затвореног типа, тј. да ли ће се хартије од вредности тог предузећа наћи слободно у секундарном промету или не. У условима транзиције, где доминира проблем концентracије својине, а класични проблем инвестирања ради приноса има мању важност, деформише се појам ванберзанског тржишта. Уместо појма децентрализованог финансијског

тржишта, под ванберзанским прометом се подразумева механизам идентичан класичној слободној трговини на робним тржиштима. Ово решење имплицитно садржи нови Закон о тржишту хартија од вредности. У том смислу овај Закон је у супротности са Законом о приватизацији, који садржи стандардно решење по коме се акцијом тргује на транспарентним финансијским тржиштима (берзама).

Дилема се може решити увођењем стандардизованог појма децентрализованог тржишта или ОТЦ тржишта. И ова тржишта се уређују на принципу пуног интегритета. Основна разлика између ових типова тржишта се своди на особине активе којом се тргује и тој чињеници прилагођен алгоритам откривања цене. На берзама доминира аукциона процедура. На ОТЦ тржиштима доминира тзв. *market making* систем, у коме велики трговци (креатори тржишта), у условима пуне и јавно видљиве конкуренције, аутономно формирају цене у распону продајна/куповна. Квалитет активе (однос принос/ризик) којом се тргује на овим тржиштима је у принципу нижи него на берзама. Ова тржишта по правилу прихватају готово све захтеве за листинг. Избор тржишта је важан елемент стратегије емитента. Нови закон допушта могућност креирања алтернативног тржишта, али без специфицирања његовог типа. Искуство са трговином акцијама на неаукционим тржиштима у Чешкој не даје довољно аргумената у корист препоруке да се организује неаукциона трговина акцијама.

Једна од мисија новог Закона о тржишту хартија од вредности јесте и нормализација макроструктуре тржишта. Закон у основи садржи стандардну дефиницију статуса овлашћеног учесника. Овлашћени учесници за пословање хартијама од вредности су правна лица која су од националног регулаторног тела добила дозволу за рад. Дозвола за рад се издаје у недискриминаторној процедури на бази јавних стандарда. Дакле, транспарентност регулатора и принцип општег лиценцирања треба да омогуће довољно слободан приступ уз истовремено очување интегритета тржишта. Нико осим овлашћених учесника не може обављати послове са хартијама од вредности. Овлашћени учесници у пословању хартијама од вредности дужни су да послују у складу са етичким правилима. Одсуство саморегулаторних тела у строгом смислу речи јесте велики проблем регулације. Укупна макроструктура српског финансијског тржишта је формирана у околностима када је оно функционисало на начин који није регистрован у новијој финансијској историји. У околностима када не постоје саморегулаторна тела недостатком закона се може сматрати и чињеница да недовољно уважавање етичког принципа код лиценцирања и делиценцирања. Повећање капиталног цензуса брокерске фирме повећава две групе проблема: трошкове уласка у делатност (консеквентно и конкурентност тржишта) и сигурност система и способност брокера да апсорбује ризике делатности. Подешавање нивоа цензуса је условљено стањем посредничке делатности и

намером да се она стабилизује, стандардизује и припреми за конкуренцију глобалних берзанских посредника. Због тога је у закону, сагласно *IOSCO* принципу 21, капитални цензус дефинисан градуално, зависно од ризичности послова којим се посредник бави. Питање је да ли су цензуси у овом тренутку постављени превише високо и да ли ће довести до убрзане концентрације брокерске делатности. Пруденцијални стандарди (*IOSCO* принципи 22, 23 и 24) су друга група регулаторних алата којима се може стабилизovati посредничка делатност. У подзаконској регулацији треба доследно применити следећи принцип: брокер је дужан да располаже са одговарајућим капиталом који се утврђује с обзиром на обим и врсте послова са хартијама од вредности које обавља и ризика коме је изложен у обављању тих послова. Основни алгоритам израчунавања нето капитала брокерске фирме треба да буде стандардни *IOSCO* модел.

Централни регистар је, у условима транзиције, изузетно значајна институција с обзиром да јесте важан елементе институционалне инфраструктуре заштите власничких права и средство поједностављења секундарног промета хартија од вредности. Централни регистар ће примарно реализовати само прву функцију: централизовани систем регистрације власништва над хартијама од вредности. У следећем кораку у овај систем се може увести и депо функција и функције клиринга и салдирања. Са увођењем депо функције биће могућа дематеријализација хартија које су емитоване у материјалној форми. На тај начин би се и промет тих хартија одвијао без њиховог физичког присуства у трансакцијама и са ниским трансакционим трошковима. Систем једног и интегрисаног регистра се може организовати као независно и непрофитно правно лице. Регистар би без дискриминације требао да сервисира све емитенте, све посреднике и сваку форму трговања. Поред рачуна хартија од вредности, ова институција би могла имати и рачуне новца, чиме би ризик извршења и време реализације трансакције били сведени на минимум. Централни регистар не може бити електронска трговачка платформа за било коју форму промета хартијама. Масовне манипулације књигама акционара могу се смањити ефикасним пословањем регистра.

Други важан услов за смањивање регистрационог ризика јесте кодификација обавеза декласирања власничке структуре, сагласно основним *IOSCO* принципима транспарентности. Књига акционара која се генерише из централног регистра треба да буде доступна сваком власнику. Таква обавеза мора постојати и за *custodian* банке. Посебна група правила уређује обавезе власника у регистрационом систему. Када власник акција по основу стицања или отуђивања акција у отвореном друштву повећа или смањи број акција по основу којих остварује право гласа тако да његов удео достигне, пређе или падне испод границе од 5%, 10%, 20%, 33%, 50% и 75% укупног броја гласова у скупштини тог друштва (тзв. релевантно учешће), има обавезу да о томе обавести емитента, национално регулаторно

тело (најчешће посебну институцију која надзире тржиште фирми) и антимонополску институцију. (У том смислу је неопходна и одговарајућа корекција закона: комисија за хартије од вредности не може ефикасно обављати ту функцију.) Емитент који од власника прими ово обавештење дужан је да обавести јавност о промени релевантног учешћа у капиталу. Овај скуп правила је посебно значајан у поступку преузимања.

Регулација коришћења и злоупотребе инсајдерских (повлашћених) информација је и на развијеним тржиштима одавно контроверзно питање. Закон о хартијама од вредности садржи стандардну дефиницију повлашћене информације. Посебно питање је дефинисање скупа потенцијалних инсајдера. У околностима када је највећи део акционара дошао у посед ове активе у оквиру модела инсајдерске приватизације остаје отворено питање примењивости стандардне, *IOSCO* дефиниције инсајдера. Појам злоупотребе ових информација обухвата следеће ситуације:

- искоришћавање предности на основу повлашћених информација при куповини или продаји хартија од вредности, непосредно или преко другог лица,
- саопштавање повлашћених информација трећим лицима,
- давање савета трећим лицима на основу повлашћених информација, како би она искористила предности њиховог познавања при куповини или продаји хартија од вредности,
- препоручивање или подстицање трећих лица, по основу повлашћених информација, да купе или продају хартије од вредности.

Масовно присуство описаних појава у пракси налаже прецизније дефинисање ове врсте манипулације у подзаконској регулацији.

Закон по први пут уводи у регулацију појам и забрану манипулативне праксе. Нажалост, тај појам је дефинисан начелно и уопштено. Имајући у виду драстичну информациону асиметрију између унутрашњих и спољних власника пожељна је идентификација атипичних манипулативних поступака. У постојећим околностима потребно је ограничити следеће најчешће врсте манипулација:

- вештачко повећање цене хартије од вредности и подстицања других инвеститора да купе ту хартију од вредности,
- манипулативно смањење цена те хартије од вредности и подстицање инвеститора на продају те хартије од вредности; ова врста манипулације је чешћа и њој прибегавају доминантни власници са намером преузимања;
- манипулацију берзанским налозима која угрожава суверенитет клијента или манипулације процедуром формирања цена хартије,
- пословање мотивисано сопственим интересом брокера, а на штету клијента; регулацијом (етичким кодексом удружења брокера, правилима берзе) треба дефинисати обавезу брокера да у трговању истом хартијом од вредности, под истим

или сличним условима, прво обаве куповину, односно продају хартије од вредности по налогу клијента, а потом да изврше послове за сопствени рачун.

Регулацију преузимања контролног власништва (*takeovers*), дату у важећем Закону о тржишту хартијама од вредности, требало би радикално променити, пошто је постојећа, како је већ раније наведено, лоша и непотребно отежава преузимање. А преузимање, или чак претња преузимања, добра је опција за квалитет корпоративног управљања пошто обично доводи до смене слабог менаџмента бољим и пораста цена акција, што је у интересу власника предузећа. Основна (и необјашњива) слабост постојеће регулативе је обавеза сваког ко намерава да преузме власништво над другим предузећем да од Комисије за хартије од вредности за то обезбеди сагласност. Тиме је у одлучивање о својинским трансакцијама, које се искључиво тичу власника, укључено тело које такву улогу не би требало да има и које, још горе, није ограничено никаквим процесним или суштинским критеријумима при одлучивању. Разумна регулација преузимања требало би, поред потпуне слободе одлучивања од стране власника, да се заснива и на следећим начелима: прво, да власници имају довољно времена да размотре понуду за откупом акција; друго, да је понуђач откупа дужан да пружи довољно информација како би власник могао да у разумном року створи утемељен суд о квалитету понуде, посебно уколико понуђач не нуди новац него акције; треће, да власници буду у највећој могућој мери третирани једнако; и четврто, да се обезбеди неутрална улога управног одбора фирме која се покушава преузети, како не би примењивала одбрамбене технике које ометају преузимање и наносе штету власницима.¹¹

Постоје и одредбе Закона о предузећима које се тичу акционарства и које је потребно преиспитати. Тако је одредба о ограничавању куповине сопствених акција предузећа (*buy-back*) превише рестриktivна и непотребно ограничава слободу куповине чак и уколико је то у интересу предузећа и његових власника. Та одредба формулисана је тако да је куповина сопствених акција генерално забрањена, с тим да је дозвољена у одређеним случајевима, од којих је основни избегавање знатне штете која прети друштву. Овим решењем непотребно је укинута слобода предузећа да у сопственом интересу купи сопствене акције било ради одржања или повећања њихове цене, било ради стварања капиталног добитка за акционаре, било да их укључи у пакет награђивања менаџера. Модернији и акционарству примеренији приступ био би генерална

11 Начело о неутралности онемогућава претварање управног одбора у аукционара који максимизује цену акција на корист акционара (као по Делањарском закону о корпорацијама), али и спречава вероватније манипулације од стране управног одбора које би ишле у корист његовог одржавања у седлу, а на штету акционара (концепт Европске уније). Видети *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, European Commission, 10 January 2002

дозвола куповине сопствених акција на тржишту, уз ограничење из јасно дефинисаних и важних разлога. Основни такав разлог био би разумна процена да постоји опасност да предузеће после откупа акција не буде у стању да одговори сопственим обавезама према повериоцима. Дакле, требало би предвидети слободу откупа сопствених акција, осим уколико то угрожава способност исплате обавеза према повериоцима.

Друго непотребно ограничење тиче се могућности да предузеће статутом ограничи максималан број гласова једног акционара на скупштини (а без обзира на број акција у његовом власништву) или да се онемогући право учествовања акционара уколико не поседује статутом прописан минималан број акција. Ове две одредбе Закона о предузећима нарушавају основно демократско право акционара – једна акција један глас – и требало би их не само искључити из Закона, већ и прописати потпуно супротне одредбе: 1) да свака акција (једнаке номиналне вредности) носи једнак број гласова и 2) да се статутом не може ограничити право власника да учествује на скупштини и гласа у складу са правом из акција које поседује.

РЕГУЛАЦИЈА ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА

У Србији још није донет закон о инвестиционим фондовима. Потреба регулације ове области у Србији може се доказивати серијом налаза о функционисању самог тржишта. Неки од тих доказа су презентирани у дијагностичком делу овог текста, а главни доказ је следећи: инсуфицијенција тражње на тржишту акција је сте последица имобилизације тражње која је мотивисана приносом. Инвестициони фондови, нарочито отворени ангажују тзв. капиларну штедњу малих инвеститора, диверсификују ризик таквих улагања и генеришу високу тражњу на финансијским тржиштима. Ова врста инвестирања експандира у свету врло брзо током последње три деценије. Кључни проблем регулације колективних инвестиционих схема је успостављање разлике између инвестиционог фонда и његове управљачке компаније, тј. друштва за управљање. Ова карактеристика је важна јер отвара могућност да једна управљачка компанија води већи број инвестиционих фондова, као и да инвестициони фонд потенцијално може да пређе у другу управљачку компанију. Ради тога је потребно прецизно дефинисати разлику између отворених и затворених инвестиционих фондова и омогућити оснивање обе врсте фондова. Ова могућност обезбеђује већи избор оснивачима при формирању фонда имајући у виду потенцијалне инвестиционе циљеве и проблем ликвидности отворених фондова.

Отворени фондови морају имати обавезу откупа сопствених инвестиционих купона. Ова статусна дефиниција треба да штити интерес улагача у инвестициони фонд. Питање: ако је већина хартија од којих се конструише портфолио фонда неликвидна, да ли

је могуће очекивати ликвидност инвестиционог сертификата кога емитује отворени фонд? Захтевана ликвидност отвореног фонда имплицира да отворени фондови исувише високи удео своје активе држе у новцу и другим нископриносним ликвидним позицијама. Тако оствареним ниским приносом могу утицати на додатно повлачење средстава инвеститора из фонда и тиме на додатни раст потребе за ликвидним нископриносним позицијама, што би, у крајњој инстанци, водило гашењу фонда. Даље, због пренаглашене потребе ликвидности, отворени фондови у својим пласманима би се ограничавали на мали број високоликвидних хартија, што би знатно смањило расположиви инвестициони спектар и онемогућило их у диверсификацији пласмана. Решење овог проблема треба тражити у могућности да отвореним фондovima буде дозвољено ограничено позајмљивање ликвидних средстава од банака или унутар исте фамилије фондова.¹² У неким законодавствима се дају додатне погодности за отворене фондове, у смислу да не морају имати стриктну обавезу да исплаћују инвестиционе купоне у новцу. Наиме, чак и на најликвиднијим финансијским тржиштим законом¹³ су предвиђеним случајевима, да отворени фондови могу своје хартије откупити и исплатити у хартијама од вредности из свог портфеља.

12 Што, по правилу, у свету није чест случај и тражи одобрење Комисије за хартије од вредности.

13 На пример, у САД *Investment Company Act of 1940*, Section 22.

XIII Унапређење правног оквира пословања предузећа

ЈАЧАЊЕ ВЛАДАВИНЕ ПРАВА И КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ

Владавина права, предвидљивост и ефикасност

Могуће је идентификовати јасне линије веза између принципа правне државе и владавине права и квалитета корпоративног управљања. Без оствареног принципа владавине права:

- нема извесности правних, па тиме ни економских ситуација,
- ма како да се постави однос између власника и органа корпоративног управљања, нема ни ефикасне контроле ни средства против злоупотребе,
- мањински, а нарочито ситни власници су остављени на милост и немилост крупних и (или) менаџмента.

Када нема правно предвидљивих односа, немогуће је доносити логичне, циљне одлуке, ма који систем корпоративног управљања да се усвоји, и ма о ком се нивоу одлучивања (власничком, менаџерском) ради. Фигуративно, у питању је кисеоник.

И у претпоставци да је појмове правне државе и владавине права могуће дефинисати на нивоу који је конкретнији од правнотеоријског и правнофилософског, да је могуће дати им реалну садржину својствену конкретном друштву, врло је тешко пројектовати систем мера и поступака који воде успостављању владавине права, нарочито у држави у којој је он дуго био битно нарушаван, а да листа буде коначна и поуздано балансирана.

Могуће је, међутим, нагласити, имајући у виду тему ове студије, нека битна питања од којих ваља започети.

Својина, уговор и кредит

Принцип неповредивости права својине је на првом месту. Држава мора, с једне стране, обезбедити ефикасне правне механизме за заштиту права својине и, с друге, сама се уздржати да законом или другим актима својину неоправдано одузима или ограничава (члан 1. Анекса и Европске конвенције о људским правима).

У држави у којој је, с једне стране, више од пола века приватна својина била систематски потискивана у корист јавне (мере „експропријације експропријатора”), а с друге, у којој је у последњој

деценији дошло да убрзане концентрације власништва у рукама олигархије блиске врху режима у сивој зони привређивања и готово отворено криминалним групама, то није ни лак ни једнозначан задатак.

Потребно је, с једне стране, остварити ефикасну приватизацију, с друге, у максималној мери респектовати раније одузету својину кроз процес денационализације и обештећења (у Србији још није донет закон о денационализацији). Треба гарантовати власништво и вредновати захтеве да се неоправдано стечено одузме (након Закона о екстра профиту, предлажу се закон о испитивању порекла имовине и враћање конфискације целокупне имовине, те давно напуштене кривичне санкције).

У сваком случају потребно је максимално скратити, али испунити ефикасним мерама период консолидације права својине, рашчишћавања наслеђа прошлости, утврђивања стварног, на праву заснованог власништва, и без одступања реализовати принцип неповредивости својине.

Неке техничке правне мере, напред спомињане, као на пример ревизија регистара непокретности, подупиру ове процесе.

Подједнако је важна заштита уговора, доследног и ефикасног остварења уговорних обавеза, нарочито правне заштите кредитних односа (новчаног зајма, куповине са одложеним плаћањем итд.). У Србији се дуго говори о „терору дужника”, о ограмним потешкоћама повериоца да намири своје потраживање. Јасније него у другим питањима, могуће је идентификовати потребне мере:

- реформа и модернизација Закона о парничном поступку, нарочито у привредним стварима, како би био бржи и ефикаснији;
- радикална реформа Закона о извршеном поступку;
- реформа правила о стечају;
- реформа правила и реафирмација средстава обезбеђења и увођење нових.

О ближим сугестијама праваца унапређења ових закона било је речи у поглављу Правни оквир пословања предузећа.

Законодавна реформа и институционална реформа

Није довољно само донети нове законе у споменути (и многим другим областима), увести нов нормативни систем, хармонизован са оним који важи у тржишним привредама, с обзиром на прокламоване политичке циљеве пре свега са европским.

Неопходно је и изградити такве институције које ће гарантовати ефикасну и поштену примену права. Законодавна реформа је први корак, а и у његовом пројектовању мора се водити рачуна и о институционалној реформи која следи.

Институционална реформа се не односи само на реформу правосудног система. Обухвата и реформу целокупне државне

администрације, укључујући о органе или тела који воде (или треба да воде) различите врсте јавних регистара, царинске органе и пореску администрацију. Део институционалне изградње је и формирање независних регулаторних тела у областима где се државна администрација показала недовољном или неделотворном (антимонополска политика, телекомуникације...).

Сама институционална реформа обухвата реорганизацију и модернизацију постојећих установа, укидање једног њиховог дела и оснивање нових, али и радикалну кадровску обнову која подразумева и обуку кадрова. Србија пати од рђаве администрације.

Увођење прегледних, једноставних али чврстих процедура које што је могуће мање подлежу дискреционом одлучивању је вежан елемент институционалне реформе. Сложена и потенцијално спор процедура и дискрециона власт су плодно тло за развој корупције, коју иначе треба, свим средствима, радикално даље сузбијати.

Један од циљева је повратак поверења у институције, али и извесност да кршење „правила игре” шкоди. И најбољи закони ће бити компромитовани без добрих институција које их спроводе.

УНАПРЕЂЕЊЕ ПРАВОСУДНОГ СИСТЕМА И КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ

Реформа правосудног система као институционална реформа

Облик институционалне реформе је и даља и радикалнија реформа правосудног система.

Уз подсећање на констатацију да у Србији постоји специјализовано трговинско (привредно) судство, што је добро, може се констатовати да је у Србији реформа правосуђа, уз све постигнуте резултате, нарочито оне који се односе на материјални положај судија, па и судова, још увек на самом почетку.

Реформа правосуђа је врло сложена и овде ће бити подвучено неколико њених праваца, односно мера које предстоје:

- доградња судског-организационог законодавства. Судско-организациони закони, рађени са претензијом да прате савремене тенденције, донети су, али се брзо показало да нису савршени, али и да доцније усвојене измене нису увек биле најсрећније. Мора се још једном и готово из почетка приступити кодификацији закона који регулишу рад судова, са идејом да се, с једне стране, обезбеде услови за независно судство у систему поделе власти и, с друге, од јавности контролисано и одговоно судство,
- реформа процесних закона,
- реформа институција које учествују у раду правосуђа, као што су тужилаштво, полиција, адвокатура,
- увођење нових, у свету познатих институција, које, поред осталог, треба да растерете судство од споредних послова, на

пример увођење јавних бележника (нотара), пореских саветника и слично,

- радикална кадровска обнова правосуђа,
- радикална модернизација система образовања правника, укључујући и нов и селективнији приступ професионалним проверама (правосудни испит, стручни испити),
- стварање материјалних услова за рад правосуђа (техничка помагала и слично),
- изградња правне свести код грађана, што се најбоље постиже остварењем ефикасне правде, и за оне који траже заштиту својих права и за оне који су одговорни за повреду туђих права, нов тип односа између правосуђа и медија.

Професија: судија

Ипак се показало да је главна препрека у реформи правосуђа професионални судијски кадар. Знатно промењеног састава у последњим годинама Милошевићеве владавине, регрутован у великој мери по политичком кључу, тешко може добити прелазну оцену и по стручном и по етичком угледу. Како показују истраживања, сасвим срозаног угледа, готово компромитован, судијски састав је истовремено снажно заштићен принципом сталности судија.

Лустрацију, или бар обнову судијског кадра треба спровести, при томе, управо његовом иницијативом и његовим одлукама у телима у коме ове и овакве судије чине већину, што се показује увелико као квадратура круга.

Наравно да не би било добро угрозити принцип независности судства (неуставним) пренебрегавањем начела сталности судија; решење се мора тражити доследном применом закона у оквиру постојеће квадратуре круга.

У сваком случају, реедукација судијског кадра нарочито у трговинским стварима је нужна. Ради се о формирању нове и другачије правне философије и то неће бити лак посао.

Део те нове едукације за циљну групу може имати стручне сараднике у судовима, међу којима се традиционално регрутују будуће судије. У оквиру тога треба радити да се битно промени њихов положај и улога у суду: уместо „шегрта”, они треба да постану стварни сарадници у припреми предмета ван рочишта, анализама, истраживањима. То може знатно поправити и квалитет и ефикасност рада судија.

Најзад, када је трговински суд као специјализовани суд у питању (а то важи и за друге специјализоване судове који се уводе), вреди и размишљати о специјалном судијском испиту за ове судове. Ради се о судовима који по свом хијерархијском нивоу односно територији одговарају најмање другостепеним судовима (раније су се и звали окружни привредни судови). Судијска пракса у редовним (првостепеним) судовима само је условно и делимично

тренинг који гарантује квалитетан рад у привредним стварима. Едукација са провером се зато чини корисном.

Други елементи система

Судије и судови нису једини елементи правосудног система које треба реформисати, и битно унапредити. Подједнако се то односи и на тужилаштва и правобранилаштва. Најкраће, за њих принципијелно важи исто што и за судове и судије.

Овде бисмо, међутим, указали на неке побочне или помоћне елементе правосудног система, од чијег квалитета и непристражности зависи и квалитет правосудне заштите, нарочито у привредним стварима.

На првом месту то су судски вештаци. Закони који уређују компанијско право на више места утврђују обавезна вештачења, на пример економско-финансијске струке. У пракси, од започињања процеса оснивања компаније, преко већине спорова па до стечаја, вештаци имају веома важну реч (вештаци, на пример, дају процену неновчаног улога у оснивачки капитал, а на крају, у предстечајном поступку, утврђују способност инсолвентне компаније да ипак опстане.

У односу на рад вештака изнете су бројне примедбе, од недовољне стручности до корумпираности.

Реакција која је свакако могућа је пажљиво нормативно уредити питања везана за вештачење: којој установи (ако ова могућност уопште треба да опстане) или појединцу вештачење може бити поверено, односно које услове треба да испуњава да би била вештак, одговорност вештака за нетачан налаз или нетачно мишљење.

Савремено компанијско право захтева и савремену адвокатуру. Тржиште правних услуга ће сигурно помоћи да се започет процес специјализације и диференцијације у адвокатури настави.

Али је и овде потребно, нарочито када се има у виду међународни аспект, страна улагања и међународно повезивање, размислити о институционалним реформама.

Једна би се односила на могућност присуства и рада међународних адвокатских фирми у Србији, друга на унапређење стварања крупнијих адвокатских фирми. Адвокатура је у Србији традиционално индивидуална делатност, али еснафски конзервативизам не сме бити у свему непробојна препрека.

XIV Унапређење конкуренције

У Србији је крајем 2002. године, односно почетком 2003. године, после свеобухватне анализе постојећег стања, формулисана нова антимонополска политика.¹ Основу нове политике чини нови Антимонополски закон, чији је предлог ушао у процедуру усвајања. Нова антимонополска политика заснива се на неколико начела.

Прво, потребно је учинити све што је потребно да би се заштитиле економске слободе предузећа и приватних предузетника, односно како би се умањила пословна неизвесност са којом се они сусрећу. Сходно томе, антимонополска политика треба да буде усредсређена на најтеже повреде конкуренције, а не да буде расплнута на свакојака догађања на тржишту. По сваку цену треба избећи ситуацију у којој се антимонополска политика своди на државну контролу цена.

За малу и отворену привреду каква је Србија, један од основних извора конкуренције треба да буде конкуренција из увоза. Сходно томе, једна од основних полуга антимонополске политике треба да буде даља и драстична либерализација спољне трговине, пре свега либерализација увоза.

Будући да најзначајније нарушавање конкуренције на домаћем тржишту представљају хоризонтални споразуми конкурената (картели), најзначајнији сегмент нове антимонополске политике јесте борба против картела. Сходно томе, и законска решења су прилагођена овом приоритету. Картели представљају кривично дело *per se* и за них су предвиђене најтеже новчане казне. Остали хоризонтални споразуми нису кривична дела и за њих су предвиђене нешто блаже новчане казне. Највећа пажња је посвећена третирању вертикалних споразума, који у највећем броју случајева представљају унапређење, а не нарушавање конкуренције на тржишту. Сходно томе, Закон забрањује искључиво неке специфичне облике вертикалних споразума, сви остали су допуштени, а терет доказивања је на телу које спроводи Закон.

Нова антимонополска политика познаје категорију доминантног положаја на тржишту и његове злоупотребе. При томе се водило рачуна да ова одредба Закона не створи простор за злоупотребу антимонополске политике, како од стране државе, па да се претвори у инструмент свеприсутне државне контроле цена, тако и од

¹ Нова антимонополска политика: предлог решења, ЦДДС, 2003

стране конкурената, па да се претвори у инструмент нелегитимне борбе против конкурената. Сходно томе, постављени су строги критеријуми за дефинисање доминантног положаја на тржишту.

Новина је и то да нови Закон омогућава контролу интеграција као механизма настајања неконкурентних тржишних структура. Применом те контроле предупредује се стварање таквих структура, односно настајање доминантног положаја на тржишту, па се тиме и умањује потреба за контролом таквог положаја, односно његове злоупотребе.

Коначно, предвиђа се и формирање новог антимонополског тела, независног од извршне власти, одговорног парламенту и одвојеног од партијске политике. Извесно је да ће процес институционалне изградње бити дуготрајан, али се може очекивати да ће у року од једне године доћи до значајног побољшања на плану антимонополске политике, конкуренције на тржишту, па и оног дела побољшања корпоративног управљања који је директно везан за појачавање конкуренције на тржишту.

Поред антимонополске политике, односно спровођења антимонополског законодавства, која представља политику подстицања конкуренције у ужем смислу, Србији је потребна и политика јачања конкуренције у ширем смислу. Ту првенствено долази уклањање бројних баријера уласку нових фирми у делатност и изласку фирми из делатности, као добром методу да се подстакне конкурентност у економији и обезбеди добро управљање предузећима. Да би се уклониле или, бар, умањиле баријере потребно је реформисати многа подручја политичког и економског живота Србије. На првом месту, то је политичко стање у Србији, односно дефинитивно утврђивање државних граница, ублажавање тензија око заједнице Црне Горе и Србије, решавање проблема Косова и смиривање политичких напетости на домаћој политичкој сцени. Друго, то је наставак економских реформи, од подстицања економског раста и повећања штедње до смањења сиве економије и борбе против корупције. На крају, то су институционалне реформе, које би требало да олакшају власништво над некретнинама, унапреде радно законодавство, ојачају заштиту уговора и својине уопште и слично.

Поред тога, даље јачање конкуренције на домаћем тржишту подразумева да домаћи произвођачи буду изложени снажној конкуренцији из увоза, тј. конкуренцији светских произвођача. То подразумева даљу и свеобухватну либерализацију спољнотрговинских токова, односно уклањање царинских и ванцаринских баријера увозу. Иако су у току протекле две године многе од тих баријера уклоњене, домаћи произвођачи су још увек, нарочито у неким делатностима, поприлично заштићени, тако да остаје још доста посла на плану спољнотрговинске либерализације. Приступање Светској трговинској организацији (WTO) и процес стабилизације и асоцијације са ЕУ (SAA) могу да буду добри поводи за даље уклањање баријера увозу, односно појачавање увозне конкуренције на домаћем тржишту.

XV Борба против корупције

Још увек високи степен корупције у Србији, као и потпуно неделотворна антимонополска политика, идентификовани су као специфични узроци проблема корпоративног управљања у српским предузећима. Треба указати на специфичност везе између ових феномена и проблема корпоративног управљања. Може се рећи да се у овом случају ради о факторима проблема корпоративног управљања који су од секундарног значаја. Другим речима, решавањем проблема корупције и проблема неделотворне антимонополске политике неће се решити проблем корпоративног управљања у Србији. Међутим, решавањем наведених проблема, односно побољшањима на плану корупције и антимонополске политике, појачаће се деловање кључних фактора којима се може решити проблем корпоративног управљања у Србији.

Основни разлог за формулисање предлога решења проблема корупције и проблема неделотворне антимонополске политике заснива се на претпоставци да оваква решења са своје стране делују на решавање проблема корпоративног управљања. Међутим, у случају корупције постоји и повратно дејство те узрочно-последичне везе. Наиме, унапређење корпоративног управљања само по себи доводи до смањења корпоративне корупције, нарочито смањења понуде корпоративне корупције.

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ТРАЖЊА ЗА КОРУПЦИЈОМ

Предлог мера на плану смањења, односно елиминисања тражње за корупцијом има значајан утицај на решавање проблема корпоративног управљања. На том плану може се идентификовати неколико кључних праваца акције.

Прво, очигледно је да се борба против корупције у условима високих потенцијалних ренти може водити борбом против узрока тих ренти. Другим речима, потребно је елиминисати изворе високих потенцијалних ренти, а најчешће се ради о широко распрострањеној државној интервенцији, којом се нарушава слободно тржиште и његово слободно функционисање. Што мање државне интервенције, што више слободног тржишта, то ће бити мањи простор за корупцију – потенцијалне ренте биће мање, па ће се, самим тим, умањити и тражња за корупцијом, независно од

квалитета корпоративног управљања. Сходно наведеном, дерегулација је примарни, на одређени начин и једини делотворан одговор на корупцију која генерише високе потенцијалне износе ренте за корупторе, односно први елемент стратегије борбе против корупције (тражње за корупцијом) у Србији. Иако је на плану дерегулације доста учињено у протекле две године, српска привреда још увек спада у високо регулисане привреде, тако да је од кључне важности спровођење даље либерализације, односно даље умањење државне интервенције. То се односи на све сегменте либерализације, почев од спољнотрговинског режима (за шта треба искористити процес хармонизације економских политика Србије и Црне Горе, односно процес приступања Светској трговинској организацији), преко домаћег тржишта (пре свега уклањањем преосталих субвенција и поштовањем чврстог буџетског ограничења), као и свих других облика државне интервенције који, по природи ствари, претпостављају дискреционе одлуке државних службеника који ту интервенцију спроводе.

Други битан елемент стратегије борбе против корупције је реформа јавног сектора у Србији као главног извора понуде корупције – умањење понуде корупције доводи и до умањења корпоративне тражње за корупцијом. Та реформа је већ започела, она се односи, пре свега, на суштинске промене понашања државних службеника и такву дугорочну реформу није могуће реализовати у само неколико година. Ова реформа обухвата селекцију државних службеника и, у одређеном броју случајева, смањење њиховог броја, обуку преосталих и новопридошлих државних службеника и њихово оспособљавања за ефикасно обављање посла, дефинисање и стриктну примену етичких стандарда (кодекс понашања), као и увећање плата државних службеника. Ова последња мера треба да буде у функцији свеобухватне реформе државне управе, а не да се представља као чудотворан лек којим ће се решити проблем понуде корупције те управе. Започета реформа државне управе у Србији понешто је застала, како из политичких разлога, тако и услед недостатка средстава за финансирање те реформе, тако да је потребно убрзање те реформе, односно давање нових подстицаја да се та реформа убрза.

Следећи елемент стратегије борбе против корупције јесте стварање предуслова за успостављање владавине права. То подразумева законску реформу, тј. доношење нових, савремених закона, који су у сагласности са савременим светским решењима и који су свима разумљиви и релативно су једноставни за примену. Поред тога, потребна је темељита реформа правосудног система, будући да се показало да неефикасност и пристрасност тог система значајно увећава глобалну тражњу за корупцијом корпоративног сектора у Србији. Драматични догађаји у Србији марта 2003. године, атентат на премијера Зорана Ђинђића, увођење ванредног стања и доследна борба против организованог криминала која је започела, показали су све слабости правосудног система, нарочито

раширеност некомпетентности, недостатка подстицаја за ефикасност и корупције. У овом тренутку (април 2003. године) постоји веома снажан политички подстицај да се спроведе свеобухватна реформа правосудног система у Србији, али остаје неизвесно колико дуго ће ти политички подстицаји, настали трагичним догађајем, да трају, будући да је реформа правосудног система дугорочан процес, тј. посао који се не може завршити за неколико седмица. Нажалост, у политичкој елити Србији још увек је раширена илузија да ће хапшење, односно смена неколико судија, односно тужилаца, као и постављање нових људи, бити довољна за спровођење реформе правосудног система. Стога је потребно да се политичкој јавности Србије јасно стави до знања да је реформа правосудног система дуготрајан и мукотрпан процес, али да тај процес једноставно нема алтернативу.

Коначно, један од елемената стратегије борбе против корупције у Србији треба да буде строга казнена политика, односно њена стриктна, доследна и ефикасна примена. Високе казне, односно драстичне кривичноправне санкције, као и висока вероватноћа откривања починилаца кривичног дела корупције и правоснажне пресуде за то кривично дело, представљају снажан фактор одвраћања, односно генералне превенције овог кривичног дела. Овај елемент стратегије борбе против корупције подразумева законодавну реформу (пооштравање казни за корупцију), као и повећану ефикасност полиције у откривању овог кривичног дела, односно њихових починилаца, као и повећану ефикасност правосуђа у гоњењу тих починилаца. Међутим, овај елемент стратегије борбе против корупције, без обзира колико је значајан, сам за себе неће дати очекиване резултате. Наиме, заоштравање ефективне казне политике условиће умањење, односно нестанак ситне корупције, али ће се напори коруптора усмерити ка великим корупционашким пословима, тј. ка корпоративној корупцији великих размера, која прекршиоцима закона доноси велику потенцијалну (очекивану) корист, па су они стога и спремни да се упусте у већи ризик кажњавања.

Наведени елементи стратегије борбе против корупције у Србији, односно њена успешна примена довешће до умањења проблема корпоративног управљања са становишта тражње за корупцијом. Међутим, поставља се питање да ли ће промене у погледу корпоративног управљања, односно агенцијског проблема, довести до промене тражње за корупцијом? Начелно посматрано, агенцијски проблем, односно асиметрија информација, доводи само до прерасподеле корупционашке ренте између власника и менаџера и то у корист менаџера. Што је снажнија асиметрија информација, већи је износ ренте коју менаџер може да присвоји. Будући да оперативне одлуке везане за корупцију, односно за корпоративну тражњу за њом доноси менаџери, што је већа рента коју они могу да присвоји, већа ће бити и тражња за корупцијом. Дакле, јачање проблема корпоративног управљања доводи *ceteris*

paribus до увећања тражње за корупцијом од стране предузећа. Другим речима, побољшања на плану корпоративног управљања доводе до одређеног опадања тражње за корупцијом, али само до одређеног нивоа, будући да при симетрији информација постоје готово идентични подстицаји власницима и менаџерима да, у условима распрострањене државне интервенције, корумпирају државне службенике.

Самим тим, утицај корпоративног управљања на тражњу за корупцијом у оваквим случајевима је поприлично велики. Другим речима, што је мањи општи ниво, односно распрострањеност корупције, односно што је мања државна интервенција на тржишту и што су мање груби методи њеног нарушавања, већи је значај корпоративног управљања као фактора утицаја на корпоративну тражњу за корупцијом. Може се рећи да ће оваква улога корпоративног управљања у Србији добити на значају тек у будућности.

Ипак, значај корпоративног управљања у оваквим ситуацијама расте, имајући у виду генерално недовољно оштру казнену политику према корупторима (онима који дају мито), односно далеко блажу казнену политику према њима, него према корумпиранима (онима који примају мито). На међународном плану (уколико су коруптори и корумпирани из различитих земаља), могућност кривичног гоњења коруптора је тако мала да квалитетно корпоративно управљање представља практично једини лек против корпоративне тражње за корупцијом у таквим случајевима.

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ПОНУДА КОРУПЦИЈЕ

По самој природи ствари, постоји веома чврста веза између корпоративног управљања и понуде корпоративне корупције. При томе је веза двострана. С једне стране, умањење понуде корупције има благотворно дејство на корпоративно управљање. С друге стране, побољшање корпоративног управљања доводи до умањења понуде корпоративне корупције. Извесно је да унапређење корпоративног управљања умањује корпоративну понуду корупције, односно да добро корпоративно управљање представља сигурну брану против ове врсте корупције. Међутим, проблем корпоративног управљања није једини фактор који генерише корпоративну понуду корупције у Србији. Ту постоје још неки фактори.

Пре свега, казнена политика је, начелно посматрано, далеко оштрија у случају примања, него у случају давања мита. Самим тим, менаџер који нуди услуге корупције излаже се далеко већем ризику него у случају тражње за услугама корупције. Поред казнене политике на овом плану, менаџер који нуди услуге корпоративне корупције озбиљно ризикује своју репутацију. Наиме, откривање таквог корупционашког посла драстично квари репутацију тог менаџера на тржишту радне снаге, односно умањује шан-

се да под повољним условима добије следећи посао. Он је обележен као човек који је поткопавао своју компанију – није баш добра референца за добијање следећег добро плаћеног посла. Због свега тога ће свако од менаџера јако добро да размисли пре него што се упусти у нуђење услуга корпоративне корупције.

Сходно наведеном, стратегија борбе против понуде корпоративне корупције у Србији заснива се на елементима који се тичу јачања концентрације власништва над капиталом предузећа, односно повећањем заштите приватних својинских права, као и развоја тржишта радне снаге, односно тржишта менаџера.

Приватизација која се у Србији управо спроводи представља решење наведеног проблема недостатка подстицаја власницима за уклањање, односно умањивање агенцијског проблема. Наиме, продаја већинског дела капитала (не мањи од 70%) предузећа јасно дефинисаном приватном власнику (физичком или правном лицу) довешће до успостављања потпуно другојачије својинске структуре капитала предузећа, односно другојачије структуре власништва. У тој ситуацији доминантни власник предузећа је онај који је животно заинтересован да предузећа послује ефикасно и да напредује, што ће довести до повећања вредности укупног, односно његовог дела капитала предузећа. Другим речима, нови власник предузећа има снажне подстицаје да умањи агенцијски проблем, односно асиметрију информација која сада постоји. Будући да то не мора да чини колективном акцијом (његова управљачка права не захтева подршку мањинских акционара), нови власник избегава и трошкове колективне акције, нарочито трошкове превазилажења проблема слепог путника (*free rider*). То никакао не значи да ће се приватизацијом у Србији агенцијски проблем у потпуности превазићи, али се бар у погледу промене структуре власништва (према постојећем моделу приватизације) стварају предуслови за превазилажење, односно умањивање тог проблема у домаћим предузећима. Сходно томе, потребно је наставити и убрзати примену постојећег модела приватизације и издржати партијско-политичке притиске за промену тог модела.

АНЕКС: Принципи корпоративног управљања ОЕЦД-а

I ПРАВА АКЦИОНАРА

Корпоративно управљање треба да заштити права акционара.

- А. Основна права акционара укључују право на: 1) поуздане методе регистрације власништва, 2) пренос акција другима, 3) добијање релевантних информација о корпорацији на време и на редовној основи, 4) учествовање и гласање на скупштини акционара, 5) избор чланова одбора,¹ и 6) учествовање у профиту корпорације.
- Б. Акционар има права да учествује у одлучивању, а и да буде довољно обавештен, о фундаменталним променама у корпорацији, као што су: 1) промена статута или другог сличног документа компаније, 2) ауторизација нових акција, и 3) ванредне трансакције које у суштини резултирају продајом компаније.
- В. Акционар би требало да има прилику да ефективно учествује и гласа на скупштинама и да буде информисан о правилима, укључујући и процедуре гласања, која се примењују на скупштинама акционара:
1. Акционар треба да буде снабдевен довољним и на време датим информацијама о датуму, локацији дневном реду одржавања скупштине акционара, као и потпуном и на време датом информацијом о којим ће се питањима одлучивати на скупштини.
 2. Акционарима треба обезбедити, уз разумна ограничења, могућност да постављају питања одбору и постављају тачке на дневни ред скупштине.
 3. Акционари треба да имају могућност да гласају лично или у одсуству и једнако право би требало давати гласовима датим било лично, било у одсуству.
- Г. Структура капитала и аранжмани који омогућавају одређеним акционарима да остваре контролу диспропорционалну њиховим акцијама треба да буду саопштени.

1 Појам одбора обухвата и управни одбор и, где постоји, надзорни одбор.

- Д. Треба дозволити да тржиште контроле корпорација функционише на ефикасан и транспарентан начин.
1. Правила и процедуре којима се спроводе аквизиције контроле корпорација на тржиштима капитала и ванредне трансакције као што су мерџери и продаје знатних делова имовине корпорације треба да су јасно изнети и објављени тако да инвеститори разумеју своја права и могуће излазе. Трансакције би требало да се одвијају по транспарентним ценама и по фер условима који штите права свих акционара према класи њихових акција.
 2. Изуми против преузимања фирме не смеју штитити менаџмент од полагања рачуна.
 3. Акционари, укључујући и институционалне инвеститоре, треба да имају на уму трошкове и користи од искоришћавања њихових гласачких права.

II ЈЕДНАК ТРЕТМАН АКЦИОНАРА

Корпоративно управљање треба да осигура једнак третман свих акционара, укључујући и мањинске и иносјране акционаре. Сви акционари треба да имају прилику да остваре задовољење код нарушавања њихових права.

- А. Сви акционари из исте класе треба да буду третирани једнако.
1. У оквиру једне класе сви акционари треба да имају иста гласачка права. Сви инвеститори треба да могу да добију информације о гласачким правима која припадају свим класама акција пре него што их купе. Свака промена гласачких права треба да буде предмет гласања.
 2. Чувар акција (*custodian*) треба да гласа на начин договорен са власником акција.
 3. Процес и процедура скупштине акционара треба да омогући једнак третман свих акционара. Процедуре предузећа не треба да учине гласање непотребно тешким или скупим.
- Б. *Insajder trading* и послови са самим собом који представљају злоупотребу треба да буду забрањени.
- В. Од чланова одбора и менаџера треба захтевати да искажу било какав материјални интерес у трансакцијама или стварима које се тичу предузећа.

III УЛОГА ДРУГИХ ЗАИНТЕРЕСОВАНИХ У КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЉАЊУ

Корпоративно управљање треба да призна права других заинтересованих заснованих на закону и да охрабри активну сарадњу

*између корпорације и других заинтересованих у стварању бојати-
стива, зайослења и одрживости финансијски здравих предузећа.*

- A. Корпоративно управљање треба да осигура да су права других заинтересованих заштићена законом и поштована.
- B. Када су интереси других заинтересованих заштићени законом, они треба да имају могућност да остваре ефективно задовољење код кршења њихових права.
- B. Корпоративно управљање треба да дозволи механизме за партиципацију других заинтересованих засноване на мери-лу јачања перформанси.
- Г. Када учествују у процесу корпоративног управљања, други заинтересовани треба да имају приступ релевантним информацијама.

IV ОТВАРАЊЕ ИНФОРМАЦИЈА И ТРАНСПАРЕНТНОСТ

Корпоративно управљање треба да на време обезбеди тачне информације о свим материјалним стварима који се односе на корпорацију, укључујући финансијску ситуацију, перформансе, својину и управљање компанијом.

- A. Откривање информација треба да укључи, али не и да буде ограничено на, материјалне информације о:
 - 1. Финансијским и оперативним резултатима компаније.
 - 2. Циљевима компаније.
 - 3. Највећим власништвима акција и гласачким правима.
 - 4. Члановима одбора и главним извршним лицима и њиховим зарадама.
 - 5. Предвидљивим факторима ризика.
 - 6. Материјалним питањима запослених и других заинтересованих.
 - 7. Структури и политикама управљања.
- B. Информације треба да буду припремљене, одитоване и саопштене у складу са високим стандардима рачуноводственог, финансијског и нефинансијског саопштавања и одитовања.
- B. Годишње одитовање треба да буде изведено од стране независног одитора како би било остварено спољно и објективно осигурање о начину на који су финансијски извештаји припремљени и представљени.
- Г. Начини дистрибуције информација треба да обезбеде фер, на време и јефтин приступ релевантним информацијама од стране корисника.

V ОДГОВОРНОСТИ ОДБОРА

Корпоративно управљање треба да осигура стипаиешко вођење компаније, ефективан надзор над менаџментом од стипране одбора и полагање рачуна одбора компанији и акционарима.

- A. Чланови одбора треба да делују на основу потпуних информација, у доброј вери, са потребном марљивошћу и пажњом и у најбољем интересу компаније и акционара.
- B. Када одлуке могу различито утицати на различите групе акционара, одбор треба да третира на фер начин све акционаре.
- B. Одбор треба да осигура подвргавање одговарајућим законима и да узме у обзир интересе других заинтересованих.
- G. Одбор треба да испуњава одређене основне функције, као што су:
 - 1. Преиспитивање и вођење корпоративне стратегије, основне планове акције, политику ризика, годишње буџете и бизнис планове; постављање циљева перформанси; надзор над реализацијом и корпоративним перформансама; и надгледање главних капиталних расхода, аквизиција и продаја.
 - 2. Избор, награђивање, надзор и, када је потребно, замењивање главних извршних лица и надзор над планирањем њихових наследника.
 - 3. Преиспитивање зарада главних извршних лица и чланова одбора и обезбеђење формалног и транспарентног процеса номинације одбора.
 - 4. Надзирање и управљање потенцијалним конфликтом интереса менаџмента, чланова и акционара, укључујући злоупотребе имовине корпорације и трансакција са повезаним лицима.
 - 5. Обезбеђење интегритета система рачуноводства и извештавања корпорације, укључујући независно одитовање, и да су одговарајући системи контроле у функцији, а посебно надзор ризика, финансијске контроле и подвргавања законима.
 - 6. Надзор ефективности праксе управљања која се примењује и њене промене када је потребно.
 - 7. Надзор процеса објављивања информација и комуникација.
- D. Одбор треба да буде у стању да изврши објективно просуђивање послова корпорације, независно од менаџмента.
 - 1. Одбор би требало да размотри одређивање довољног броја неизвршних чланова одбора способних да испоље независан суд за послове где постоји потенцијални конфликт интереса. Примери таквих главних одговорности

- су финансијско извештавање, кандидовање и зараде извршних лица и чланова управног одбора.
2. Чланови одбора треба да одвоје довољно времена својим одговорностима.
 3. Како би испунили своје одговорности, чланови одбора треба да имају на време приступ тачним и релевантним информацијама.