

УНИВЕРЗИТЕТ СИНГИДУНУМ
ДЕПАРТМАН ЗА ПОСЛЕДИПЛОМСКЕ СТУДИЈЕ

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

УТИЦАЈ ДИСПЕРЗИЈЕ ВЛАСНИШТВА НА
ЕФИКАСНОСТ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА
У ПРЕДУЗЕЋИМА И БАНКАМА У СРБИЈИ

Ментор:

Проф. др Зоран Јеремић

Кандидат:

мр Зоран Обрадовић

Београд, 2012.

САДРЖАЈ

УВОД

1. Теорија корпоративног управљања.....	7
1.1. Права власника и дискрециона моћ управе –менаџера.....	7
1.2. Заштита власника –инвеститора.....	15
2. Корпоративно управљање у различитим власничким структурама	
У Србији.....	26
2.1. Друштвена својина и корпоративно управљање.....	26
2.2. Инсајдерска приватизација и корпоративно управљање.....	28
2.2.1. Проблем неефикасности управљања у инсаједском моделу	
приватизације.....	33
2.3. Екстерна приватизација и корпоративно управљање.....	37
2.4. Држава као акционар и корпоративно управљање.....	43
3. Трансформација банкарског сектора од 1998.године до данас у погледу	
промене власничке структуре.....	46
3.1. Корпоративно управљање у банкама са већинским државним	
Капиталом.....	52
3.2. Корпоративно управљање у банкама са већинским	
страним капиталом.....	52
3.2.1. Основна начела корпоративног управљања у банкама са већинским	
страним капиталом.....	59

4. Корпоративно управљање и власничка структура.....	66
4.1. Права акционара и кључне функције власништва (регулатива, пракса).....	66
4.1.1. Регистрација власништва – Централни регистар хартија од вредности.....	69
4.1.2. Права акционара у отвореним и затвореним акционарским друштвима.....	71
4.1.3. Кључне функције власништва: издавање акција, гласање акционара, расподела дивиденди, транспарентност у објављивању информација.....	72
4.2. Корпоративно управљање у правној регулативи Србије.....	81
4.2.1. Управљање у друштвеном предузећу (органи управљања, власничка права, искуства и перформансе).....	81
4.2.2. Власничка права и корпоративно управљање у процесу транзиције у Србији до 2001. године.....	86
4.2.3. Власничка права и корпоративно управљање у процесу транзиције у Србији после 2001. године	92
4.2.3.1. Утицај модела приватизације на квалитет корпоративног Управљања.....	93
4.2.3.2. Квалитет корпоративног управљања у Србији након	

приватизације.....	100
5. Корпоративно управљање и корупција („агенцијски проблем“).....	105
5.1. Корпоративно управљање и корупција у Србији у условима друштвеног власништва.....	107
5.2. Корпоративно управљање и корупција у Србији током транзиције.....	114
6. ОЕЦД стандарди корпоративног управљања.....	127
6.1. Усаглашеност стандарда корпоративног управљања у Србији са ОЕЦД принципима.....	127
7. Корпоративна ефикасност	153
7.1. Теоријске поставке.....	153
7.2. Опредељење за главне индикаторе мерења корпоративне ефикасности предузећа и банака.....	159
8. Корелација између корпоративне ефикасности (у погледу главних индикатора ефикасности) и власничке структуре.....	173
8.1. Корпоративна ефикасност: власник и менаџер исто лице (ситуациона анализа у конкретним фирмама).....	173
8.2. Корпоративна ефикасност: мањи број већинских акционара (ситуациона анализа у конкретним фирмама).....	190
8.3. Корпоративна ефикасност: у великој дисперзији власништва (ситуациона анализа у конкретним фирмама).....	204

8.4. Корпоративна ефикасност банкарског сектора у Србији.....	211
9. Побољшање корпоративне ефикасности у постојећој власничкој структури.....	222
9.1. Корпоративна ефикасност - власник и менаџмент једно лице....	222
9.2. Корпоративна ефикасност у власничкој структури мањег броја Акционара.....	226
9.3. Корпоративна ефикасност у великој дисперзији власништва.....	231
ЗАКЉУЧАК.....	237
Литература.....	245

ПРИЛОЗИ:

Прилог бр.1. Параметри предузећа и банака у различитим дисперзијама власништва.....	252
Прилог бр.2. ОЕЦД принципи корпоративног управљања.....	303
Прилог бр.3. - Упитник за корпоративно управљање у различитим дисперзијама власништва.	308
Упитник за финансисјки менаџмент у различитим дисперзијама власништва.....	311

УВОД

Тема корпоративног управљања све више добија на значају у светским размерама почев од азијске кризе 1997.године, руске из 1998.године и најновијих банкрота и скандалана у САД током 2001., 2002.након избијање глобалне кризе која је захватила САД крајем 2008.године. Основни проблем корпоративног управљања, у уобичајеном значењу тог појма је одвојеност власништва (својине) од управљања. Досадашња искуства су показала да управљачи (менаџери) немају исте циљеве као власници – принципали. Због тога, власници на различите начине настоје да настоје да натерају управљаче да раде у њиховом, а не у свом интересу.

У модерним привредама све фирме се могу грубо поделити на две групе. Прву чине фирме којима управља власник или неколико њих. То су по правилу мала породична предузећа. Другу групу чине предузећа, односно корпорације којима власници не управљају већ то чине професионални менаџери. Тек се код предузећа из ове групе јавља корпоративни проблем управљања или у економској теорији познат као агенцијски проблем. Основни проблем је како да се створе механизми, који ће успешно да делују да менаџери или предузетници раде у корист власника а не у своју корист или у корист другог власника или другог инвеститора.

У Србији проблем корпоративног управљања је дубок и ургентан. Предузећа у Србији су лоше вођена у поређењу са светским стандардима, првенствено због вишедеценијских неуспешних експеримената са различитим типовима власништва почев од државног, друштвеног па све до повратка провереном – ефикаснијем систему приватне својине и већ испробаним механизмима управљања приватним предузећима.

Сам прелазак у приватну својину, поготово на начин који је рађен у Србији не значи да се аутоматски успоставља ефикасно управљање предузећима. Наиме, и приватна својина пати од проблема недовољно доброг корпоративног управљања.

Односно, проблем власника и менаџера је универзални проблем који је био један од узрока настанка светске економске кризе у САД крајем 2008.године и која је захватила цео свет. Ипак, регулатива заштите власника се усавршава, мењају се методи и механизми заштите власника и доприноси унапређењу корпоративног управљања.

Овај рад представља теоријску и практичну анализу корпоративног управљања у Србији у време транзиције. Резултати анализе у конкретним предузећима треба да дају узроке слабости корпоративног управљања и практичне предлоге како да се унапреди корпоративно управљање и ефикасност менаџмента предузећа и банака у Србији. Анализом су обухваћена предузећа где су власник и менаџер једно лице, углавном породична предузећа или предузећа са мањим бројем власника. Вршена је анализа и акционарских друштава – предузећа са већим бројем власника у погледу ефикасности менаџмента са мерама које могу допринети ефикаснијем менаџменту. Уједно, подизање нивоа ефикасности менаџмента подиже се кредитни бонитет предузећа и банака као продукта успешног управљања а тиме и увећава профит и раст предузећа као основни циљ власника предузећа.

1. Теорија корпоративног управљања

1.1. Права власника и дискрециона моћ управе – менаџера

Корпоративно управљање је област која се пре свега бави правима акционара, односно како да власници акција обезбеђују себи принос на своју инвестицију. Механизми корпоративног управљања су правне, али и економске институције, на које могу да утичу државне институције кроз законодавну активност, али исто тако укључује и моралне категорије менаџера. Слаба конкурентност капитала на српском тржишту, као и успореност његове реалокације на недовољно јак начин

утичу на менаџере да дисциплинују свој рад и побољшају корпоративну ефикасност.

Акција као комплексан правно економски институт коју издаје акционарско друштво је корпоративна исправа која власницима даје одређена права и то првенствено права управљачког карактера. Правно гледано, може се тврдити¹ да акција није стварноправна (власничка) хартија од вредности, већ корпоративна исправа која даје одређена чланска права. Тако дефинисана акција је мера интереса акционара у акционарском друштву. Акција се може посматрати и као специфичан финансијски инструмент који даје право власнику на приход и право да утиче кроз управљачке механизме на пословање корпорације.

У основи свака акција исте класе даје свом акционару иста права. Код обичних акција, углавном је реч о праву на дивиденду и на део стечајне или ликвидационе масе. Уколико компанија оде у стечај или ликвидацију, тада је реч о имовинским правима. Свакако да за уобичајену праксу од важнијег значаја су права на управљање привредним друштвом.

Носиоци интереса, акционари који учествују у корпоративном управљању, у великој мери зависе од националних закона и праксе и варирају од земље до земље. Права и обавезе акционара, у принципу, су сразмерна висини капитала у привредном друштву. Органи управљања у друштву имају интерес да посебну пажњу посвете улози носиоца интереса, тј. власницима.

„Историја корпоративног управљања обележила је и низом добро познатих пропаста друштава. Ране деведесете године прошлог века били су сведок напада Maxwell Group на пензијски фонд групације дневних листова Mirror Group и краха Bearings банке. И нови век је драматично почео, уз спектакуларан крах Енрона у САД, замало банкротство компаније Vivendi Universal у Француској и недавни скандал у Парламенту у Италији.“²

¹ Васиљевић Мирко, Водич за читање Закона о привредним друштвима, 2004
Удружење правника у привреди Србије и Црне Горе, Београд, 2004. године, стр.299-301

² ИФЦ „Корпоративно управљање“, Београд, 2008. године, стр.9

У Србији се много тога променило од времена брзог стицања великих вредности имовине и злоупотреба при формирању трансферних цена, које су биле иманенте почетком процеса транзиције. Финансијска криза деведесетих година прошлог века изазвала је још драматичнију реакцију. Последњих година, доношењем Закона о привредним друштвима, Закона о тржишту хартија од вредности, усвајањем Кодекса корпоративног управљања у Привредној комори Србије 2005.године, дошло је до позитивних промена које су увеле значајан ред у корпоративном управљању у Србији.

У основи теорије и праксе корпоративног управљања је настојање да се реши тзв. „агенцијски проблем“, односно однос принципал-агент, тј. власник-менаџер. То је проблем са којим се суочава власник капитала - инвеститор, односно акционар, у настојању да спречи менаџера - агента, коме је капитал поверен на управљање са циљем да донесе власнику оптималан приход. Сам појам „управљање“ упућује да се ради о моћима, односно овлашћењима. Носиоц те управљачке моћи је у функцији менаџера, односно главног менаџера - генералног директора. Основне поставке почетног уговора који се закључује између менаџера и власника је почетна, односно полазна прича једног крајње неизвесног пута. Све варијанте је тешко предвидети. Могуће је да привредно друштво, односно власник жели да се обезбеди додатни прилив капитала који може да се оствари кроз два начина издавањем нових акција или повећањем вредности постојећих акција. Олуку да се повећа основни капитал кроз повећање номиналних вредности акција ии издавањем нових акција одлуку доноси Скупштина акционара. Управни одбор може да одлучује о издавању нових акција уколико је овлашћен оснивачким актом у тим ситуацијама активну улогу може да добије и менаџмент. Пошто издавање нових акција води разводњавању права постојећих акционара, стога право прече куповине имају постојећи акционари. У циљу заштите права акционара Комисија за хартије од вредности даје одобрење за издавање додатних емисија хартија од вредности и води евиденцију издатих хартија од вредности. Због законских одредби који штите власника менаџерска права и активности који могу да допринесу да власник изгуби већински пакет акција, а у исто време добије већи принос на постојеће акције, или да изгуби и контролни пакет акција и комплетно

право управљања без могућности да остварује очекивани принос на капитал су под контролом Управног одбора и Скупштине акционара. Међутим, различити модалитети су чести у пракси. Латентна опасност од сложености тржишних услова, с једне стране, и могућности да менаџери раде у свом интересу или у интересу другог инвеститора је увек присутна. С друге стране, дисциплинујући ефекат на менаџере је могућа конкуренција на тржишту менаџера и могућност њихове смене уколико се од стране Управног одбора, скупштинских органа и других регулаторних тела примети менаџерска активност која иде на штету власника капитала.

У Србији не постоји конкуренција на тржишту менаџера. Успешно вођење предузећа у процесу пре приватизације у Србији је добра препорука за нове власнике да менаџере задржи. С друге стране, предузећа настала оснивањем од стране власника (затворена друштва, углавном мањег броја власника) немају проблем корпоративног управљања садржаном у агенцијском проблему, али имају проблем професионалног вођења и напретка таквих предузећа у сложеним тржишним условима.

Сам појам управљање сугерише да се ради о моћи, односно правима и овлашћењима. Почетни уговор између менаџера и власника капитала има кључну улогу и требало би да утврди које обавезе има менаџер у смислу остваривања пословних резултата, односно профита. Посебно се посвећује пажња пословним активностима менаџера у различитим пословним случајевима. Међутим, немогуће је предвидети сваку могућу пословну ситуацију у којој се менаџер и власник могу наћи. Стога је почетни уговор увек мањкав и остаје на слободно тумачење менаџера да је то требало да уради како је урадио или је требало другачије, по мишљењу власника. Непотпуни уговори и многе непредвиђене ситуације јачају резидуална права менаџера и дају дискрециону моћ за доношење одређених пословних одлука које могу, али не морају бити у корист власника. Стога је суштина решавања односа власник-менаџер ефикасна додела резидуалних права у условима у којима почетни уговор и непрекидан и свеобухватан надзор над агентом нису технички могући, при постојању дискреционе моћи менаџера.

Вођење фирме захтева врло специфична знања која власници-принципали немају. Стога је немогуће да неко ко мање зна контролише некога ко више зна у специфичним областима за које је принципал мање стручан. Због тога је кључна позиција власника да менаџер максимизира профит на капитал, који је менаџеру поверен на управљање, тј. циљна функција менаџера је максимизација профита, односно вредности фирме. „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“.³

Међутим, права власника, акционара, су најмање заштићена, јер се свим интересним групама у пословном процесу дају конкретна права дефинисана уговором: кредиторима, добављачима, запосленима. Интереси кредитора су заштићени разним материјалним и нематеријалним обезбеђењима које кредитори узимају да би одобрили кредит. Добављачи, такође, уколико им поверилац не исплаћује дугове, штите своја права из стечајног законодавства инструментима обезбеђења и уговорима, односно добављачи могу повериоца да отерају у стечај ако им се не намири потраживање. Међутим, сам стечај за повериоце врло често може да има већу штету за њих него опстајање компаније и постепена наплата заосталих потраживања.

Интереси запослених се морају поштовати кроз систем колективног уговарања зараде запослених исплатом плата у кратким роковима. Блокаде рада фирми, опструкције, штрајкови понекад могу бити нелогичан али ефикасан метод за ефикасну наплату својих права, која директно могу угрозити пословање фирме, а самим тим директно угрозити права власника-принципала.

Уколико би се неко упустио у формулацију да однос власника и менаџера регулише у свим могућим ситуацијама, такав уговор би морао да примени и

³ Борис Беговић, Рајко Буквић, Бошко Живковић, Бошко Мијатовић и Драго Хибер: „Унапређење корпоративног управљања“, 2003. године, Центар за либерално демократске студије, Београд, страна 14

спроведе суд. „Судови у већини земаља немају ни могућности ни знања да то ураде. Чак и у САД, које су земља са завидном правном традицијом, тзв. „Business judgment rule“ спречава судове да се сувише мешају у пословање компаније у оцену менаџерског просуђивања. По правилу, судови се баве само озбиљним повредама и правима инвеститора“.⁴

Када су у питању компаније са великом капитализацијом, по правилу су фирме у власништву великог броја инвеститора. Сваки од тих инвеститора поседује релативно мали део те фирме. Инвеститори у овим компанијама су обично недовољно информисани, немају довољно интереса због великих трошкова контроле у поређењу са својим правима, а, такође, ни стручности да се упуштају у сложено пословање великих компанија. У земљама које имају велике компаније по правилу је тржиште капитала ликвидно и развијено. Незадовољни акционари са менаџментом увек могу да продају акције. Гласање изласком, продајом акција је важан инструмент корпоративног управљања. Цена акције вреднује рад менаџмента, мада менаџери знају понекад више од берзе да фирма више вреди него што је берзанска вредност акција. Ово је посебно карактеристично за земље у транзицији као што је Србија, где неразвијено, неефикасно и неликвидно финансијско тржиште тешко може да одреди праву цену акције једне фирме. У таквим условима агенту се дају већа резидуална контролна права него што принципал може и да претпостави. Искоришћавање инвеститора у таквим ситуацијама може да добије врло разноврсне облике. Прво, менаџер може једноставно присвојити капитал инвеститора трансфером ресурса, односно продајом производа и услуга фирме испод тржишне цене фирми која је у власништву менаџера. Таква фирма, наравно, је формално у квази власништву-власништву невластника, која служи само за постепени пренос капитала. У многим земљама овакви методи се лакше откривају у условима развијеног тржишта роба и услуга. Отуда менаџери у таквим земљама користе суптилније начине како би себи обезбедили привилегије, од супер луксузних опремања канцеларија до

⁴ Катарина С. Ђулић: „Корпоративно управљање и концентрација власништва у Србији“, докторска дисертација, Економски факултет у Београду, стр.28

куповине скупих аутомобила, пословних авиона са правом да их користе у пословне и приватне сврхе.

„Дајем нове чињенице о озбиљности агенцијских проблема мерењем одређене врсте понашања компаније где има потенцијала за злоупотребу менаџерског положаја – употреба корпорацијских авиона (the use of corporate jets). Менаџери у многим компанијама путују авионима или другим авио средствима, који су у власништву или лизингу њихових послодаваца. Већина ових активности је вероватно перфектно у складу са максимизацијом вредности акционара. Приватни *jet*-ови могу да сачувају доста времена које је од непроцењиве вредности за менаџера и могу да служе као ефикасан облик компензације. Међутим, исто тако је могуће да менаџери претерају са употребом корпорацијских *jet*-ова уколико акционари нису у могућности да прате или предузму иницијативу на одговарајући начин. Авио превоз може да буде прилично скуп – годишњи оперативни трошкови могу да достигну и до 5 милиона америчких долара по авиону, при чему су типични трошкови 1 милион америчких долара. Ове вредности су, међутим, релативно мале у поређењу са приходима или профитом компанија које су проучаване у овом раду. Најважнији разлог за изучавање авио возног парка је да би било који уочљив трошак могао да представља врх већег леденог брега агенцијских трошкова.”⁵

Jesse Edgerton у својој анализи “Агенцијски проблем у јавним фирмама”, објашњава да у САД-у често није могуће размотрити понашање у приватним компанијама из једноставног разлога што оне нису у обавези да јавно издају расположиве информације. Овај недостатак података је други кључни мотиватор да фокус овог рада буду услуге корпорација које дају авионе на коришћење. Постоје приватни продавци база података, који сакупљају информације о свим пословним авионима – било да су њихови власници отворена акционарска друштва или приватне компаније – примарно за употребу других компанија у маркетингу роба и услуга корисницима пословних авиона. Ови подаци дају неубичајену могућност да се упореди понашање у јавним и приватним фирмама.

⁵ види Agency Problems in Public Firms: Evidence from Corporate Jets in Leveraged, страна 15

“Резултати показују да отворена друштва користе веће авио флоте него на очиглед сличне компаније у приватном власништву. У узорку свих отворених и затворених друштава САД, које су у 2008. години имале продају већу од 1 милијарду америчких долара, закључује се да компаније са приватним власничким капиталом користе значајно мање авио флоте чак и при задатој величини, индустрији и локацији на разне флексибилне начине. Процене указују да је вероватноћа најмање 25 процената мања да компаније у приватном власништву користе *jet*. Узимајући у обзир да се користи најмање један *jet*, оне имају мање флоте када се мери укупан капацитет путничких седишта. Компаније у приватном власништву имају просечан рацио седишта *jet*-а према приходима од продаје који је за више од 40% нижи него код сличних јавних компанија.”⁶

Веће трошкове власник ће сносити када менаџер доноси одлуку у случајевима претераног инвестирања, односно када менаџер реинвестира слободне токове готовине у пројекте који лично њему више одговарају него експанизацији фирме. Реч је, дакле, о пројектима који дају много више користи самом менаџеру него фирми коју води. У случају када је менаџер мали акционар, на пример ако има 8% акција које вреде 2.000.000 евра, веће користи ће да има ако купи на терет фирме пословни авион који исто кошта, а у ситуацији је да га готово само он и његови најближи сарадници користе.

⁶ Исто, стр.16

1.2. Заштита власника – инвеститора

Заштита права власника капитала-акционара је централни елемент корпоративног управљања. „Власници су кључна интересна група у предузећу, што проистиче из чињенице да је капитал кључни фактор егзистенције предузећа. Они су група која ризикује свој капитал, па је нормално да се њихови интереси дефинишу као одлучујући“.⁷

Полазна основа права власника је правни систем различитих земаља које се могу сврстати у две велике правне традиције. Прва је европско право, тј. цивилни правни систем кога у основи чини римско право и англосаксонски правни систем, који је у основи енглески по свом пореклу. Унутар цивилног-европског правног система могу се без дилеме разврстати три правна система: немачки, француски и скандинавски. Европско и англосаксонско право су се колонијалним освајањем и ратовима раширили свуда по свету. Другим речима, формалне институције и правни систем многих земаља у свету, поред својих специфичности имају дубоке корене у ове две велике групе правних фамилија и традиција.

Велики део дискусије о проблемима корпоративне управе наглашава неуспех менаџера да делују у корист акционара у компанијама у ширем власништву. Ова дискусија се типично води претпоставком да када је већи део власништва у рукама инсајдера води ка бољој корпоративној управи. Ово је зато што је мања вероватноћа да менаџери, који поседују веће пакете власничког капитала у својој компанији, предузму радње које смањују вредност њихових акција. Ова логика, надаље, указује да би агенцијски проблеми могли да се минимизирају у компанијама које су у ужем власништву, као што су оне које су породично контролисане.

Овакво становиште је сигурно релевантно у привредама, као што су САД и Велика Британија, где је већина великих фирми у ширем власништву. Међутим, у другим

⁷ др. Живко К. Костић, др. Мирослав М. Миливојевић: „Економика предузећа“, Институт за економику и финансије, Београд, 1998., стр.62

земљама, већина великих фирми су део породичних бизнис група. У породичној бизнис групи, породична фирма има контролне пакете у неколико отворених акционарских друштава, од којих свака има контролни пакет у још већем броју отворених акционарских друштава. Заправо показујемо да такве структуре подстичу сопствени скуп агенцијских проблема. У компанијама у ширем власништву постоји забринутост да професионални менаџери могу да направе пропуст у својој повереничкој дужности да раде у корист јавних акционара. У компанијама, које су власништво породичних бизнис група, постоји забринутост да би менаџери могли да делују за породицу која држи контролни пакет, а не за акционаре уопште.

“Ови агенцијски проблеми су: употреба пирамидалних група како би раздвојили власништво од контроле, заштита породица са контролним пакетом и трансакције ван дохвата руке (*non-arm's length transactions*) (*tunneling*) између повезаних компанија које су на штету јавних инвеститора. За сада једноставно не знамо да ли ови агенцијски проблеми представљају озбиљније препреке општем просперитету од оних који погађају компаније у ширем власништву.

Породичне компаније су увек биле важне за привреде слободног тржишта. Имена Rothschild, Medici, Ford, Thomson, Krupp и Mitsubishi су неодвојиве од мудраца економског развоја данашњих индустријских демократија. Заиста, речи Adama Smith-а одражавају гледиште да су компаније са „заједничким капиталом“ (у ширем власништву) озлоглашене да одвлаче пажњу од правих покретача раста у слободној предузетничкој економији: породичне компаније.”⁸

Менаџери компанија могу да предузимају акције у своју корист првенствено уколико је менаџерским уговором дефинисано као право менаџера да као резултат успешног рада добије део акција. Међутим, менаџери боље знају како њихова компанија послује од вредновања њихових акција на берзи, стога понекад менаџери преко трећих лица или других инвеститора могу да преузимају акције

⁸ Agency Problems in Large Family Business Groups, Entrepreneurship: Theory and Practice, Summer 2003, Vol. 27, Iss. 4; str.367-372, Rendall Morck and Bernard Yeung

предузећа којим руководе. И компаније и органи државне управе су поставили различите механизме како би ублажили овај агенцијски проблем, а значајан део истраживања у области корпоративних финансија је, такође, посвећен његовом изучавању.

Ови покушаји да се ублаже агенцијски проблеми су се показали посебно успешним у САД-у. САД су високо рангиране према међународним мерама квалитета корпоративне управе: тржишта капитала САД су изузетно дубока и ликвидна у поређењу са другим земљама.

“Политичари, инвеститори и бизнисмени, такође, настављају да разматрају меродавност одређених законских прописа. Раних 2000-тих, разоткривање корупције и злоупотребе у фирмама, као што су Enron и World-com, подстакло је пооштравање захтева управе у форми *Sarbanes-Oxley* акта и строжије стандарде берзанског листинга. Неки су зато коментарисали да су ови захтеви донели непотребне трошкове таквих обавеза за компаније. Од избијања финансијске кризе у јесен 2008. поново је покренута полемика. Комисија за хартије од вредности и званичници управе су захтевали мандаторни приступ и *say on pay* правила, Влада САД је донела рестрикције у исплатама у фирмама у којима има удео у власништву, а приватни акционари у фирмама као што је Goldman Sachs су јаче притисле како би лимитирале компензацију. Бизнис групе се типично супротстављају оваквим предлозима са аргументом да би њихови трошкови премашили користи.”⁹

Међутим, посебна пажња је посвећена корпоративном управљању и од посебне је важности за привредна друштва која послују у условима транзиције. Тај оквир и циљеве разних опсервација корпоративног управљања у транзицији користи и ова дисертација.

Формална правила корпоративног управљања у развијеним земљама и земљама у транзицији на државном нивоу па до појединачне компаније често су врло

⁹ Agency Problems in Public Firms: Evidence from Corporate Jets in Leveraged Buyouts, Jesse Edgerton, Federal Reserve Board, str.15, August 15, 2010

слична. Међутим, пракса се јако разликује од земље до земље, па чак и од компаније до компаније. „Недавна истраживања потврђују ову тезу указујући да је примена правила и владавина права централна функционална разлика између развијених тржишних економија, с једне стране, и економија у развоју, тј. транзицији, са друге стране.

Отуда хипотеза да решења треба тражити у институцијама које се мање ослањају на принудну примену права од стране државе (фактичка заштита).“¹⁰

Због неодговарајуће владавине права и недостатка правне заштите, поготово мањинских акционара, концентрација власништва у многим транзиционим земљама се показала као најефикаснији механизам корпоративног управљања. Премда концентрација власништва решава неке принципал-агент проблеме, концентрација власништва као концепт са собом носи велике трошкове. Проблеми са применом правила корпоративног управљања највише погађају компаније које тражи екстерно финансирање и инвеститоре. Суштина свих финансијских трансакција приликом куповине акција је пре свега обавеза компаније да обезбеди инвеститору обећану стопу приноса. Обавезивање компаније и њеног менаџмента је карика преко које неадекватно корпоративно управљање кроз самовољно функционисање менаџмента у разним пословним ситуацијама утиче на инвеститоре и на цену капитала. Уколико нема кредибилног обавезивања менаџмента да ће да обезбеди обећани принос инвеститору, сваки инвеститор креће од најгорег могућег сценарија, тј. од претпоставке да ће га менаџер преварити и да му се принос неће вратити.

Друго, корпоративно управљање у земљама у транзицији не решава само проблем компаније и менаџмента према инвеститорима, већ и усклађује права разних заинтересованих лица, дакле поред менаџера и акционара и права поверилаца и запослених. У неретким ситуацијама када инвеститор постане доминантан власник често избијају на површину скривене обавезе фирме према

¹⁰ Acemoglu, Daron, Sims Johnson and James A. Robinson, 2001, „The Colonial of Comparative Development: an Empirical Investigation“, American Economic Review, 91, 1369-1401, према Катарина С. Ђулић: „Корпоративно управљање и концентрација власништва у Србији“, докторска дисертација, стр.97, Економски факултет у Београду

разним повериоцима, након тога и нагомилана незадовољства запослених. Инвеститор и менаџмент стају на једну страну, све док се не реше проблеми са повериоцима и запосленима, након чега се менаџмент и инвеститор окрећу циљу ка већем остварењу профита у коме свако добија нову улогу. Неадекватно решавање ових проблема према повериоцима и запосленима доприноси мањој понуди за изворима екстерног финансирања и високој цени капитала уз драстично ниже вредновање фирме. Није редак случај да актуелни менаџмент пре приватизације свесним деловањем одведе фирму у стечај, да би након тога био понуђен само капитал фирме без радника. Потенцијални инвеститор се у тој ситуацији не бави запосленима, већ одабира по својој вољи новозапослене у новоформираној фирми.

Овакви методи долажења у позицију да инвеститор купује капитал фирме нису предмет истраживања у овој дисертацији, али су само дати као напомена својствена у условима транзиције.

Велики акционар у земљама у транзицији решава многе проблеме: смањује потребу за екстерним финансирањем, врши комплетну контролу над менаџментом или сам учествује у управљању фирмом, он креира велики проблем - заштите мањинских акционара. Овде имамо однос принципал-принципал, који је карактеристичан за земље у транзицији. Изазов је онда да се приликом развоја система корпоративног управљања у увођењу стандарда развијених тржишта не угрози превише тренутна благонаклоност система већинском власнику. Уколико о томе власник не поведе рачуна, последице могу бити да се угрозе корпоративни принципи принципал-агент, да се принципал бави менаџментом што значи увођење нове праксе у управљање компанијом, што може да буде корак назад у професионалном односу према савременим принципима менаџерског управљања. Дакле, у овој ситуацији јако је важно да се регулишу велики активни акционари, а да се притом добије најбоља равнотежа између лојалности и дискреције менаџмента и заштите мањинских акционара.

Наредна табела¹¹ има за циљ да систематизује механизме (институције) корпоративног управљања, који у земљама у транзицији имају значај, као и интервенције у смислу економске праксе и политике државе које би те механизме ојачале.

Табела 1. Механизми корпоративног управљања у земљама у транзицији

Механизам корпоративног управљања	Релативан значај	Простор за интервенцију
Велики акционари, тј. концентracија власништва	Вероватно најважнији механизам	Ојачати заштиту мањинских акционара без демотивисања већинског власника
Преузимање компанија, тј. тржиште корпоративне контроле	Слабо функционише ако је власништво веома концентрисано; ако није адекватно регулисано, постаје дискриминаторно у корист преузимаача (Србија)	Отклонити класичне механизме заштите које користи менаџмент; ставити власничку структуру и контролу на увид јавности; заштити мањинске акционаре у процесу преузимања; развити банкарски систем
Прокси борбе	Не може да има ефекта ако је власништво веома концентрисано	Побољшати технологију комуникације са и међу акционарима; ставити власничку структуру и систем корпоративне контроле на увид јавности

¹¹ види Berglof, Erik and Claessens, Stijn: „Enforcement and Corporate Governance“ (September 2004), World Bank Policy Research Working Paper No. 3409

Управни и надзорни одбор	Немају јак утицај ако акционар који има контролу над компанијом може лако да их постави и смени	Увести елементе који јачају независност директора; обука директора; јавно гласање; кумулативно гласање евентуално
Компензација директора и чланова управног и надзорног одбора	Од мањег значаја ако акционар који има контролу над компанијом може да их лако постави и смени и ако има приватне користи (бенефиције)	Јавност компензација и правила о конфликту интереса
Мониторинг од стране банака	Важан, али квалитет зависи од здравља банака, регулативе и институционалног оквира	Јачање банкарског система; увођење кредитног регистра; јачање улога посредника на финансијском тржишту
Активност акционара	Потенцијално значајна, нарочито код великих компанија са великим бројем малих акционара	Подстицати комуникацију међу акционарима; ијачати заштиту мањинских акционара; ојачати улогу институционалних инвеститора
Мониторинг од стране запослених	Потенцијално врло значајан, нарочито у мањим компанијама са висококвалификованом радном снагом где претња одласком има јак	Информисање запослених; могуће учествовање запослених у управи; обезбеђење флексибилног тржишта радне снаге

	ефекат	
Парница	Критично зависи од квалитета судства и генералног институционалног оквира, али може да да резултате	Подстицати комуникацију међу акционарима; омогућити акционарима да воде парнице као и колективне тужбе, али водећи рачуна да се спречи претерано парничење
Медији и друштвена контрола	Потенцијално значајни, али зависе од конкуренције, квалитета и независности медија	Подстицати независност и конкуренцију; користити медије и за едукативне кампање
Репутација и добровољно извршавање обавеза	Важно када влада опште непоштовање правила, али има већег ефекта када је институционални оквир јачи	Зависи од развојних могућности и тражења ренти; подстицати конкуренцију на тржишту рада и капитала
Билатерални приватни механизми	Важни, јер могу бити специфично прилагођени односу, али могу донети нежељене ефекте и од њих немају користи трећа лица	Захтевају функционисање судства
Арбитража, ревизори и други мултилатерални механизми	Потенцијално важни нарочито ако име корен у самом правном систему (тј. законима и институцијама); остаје проблем спровођења; злоупотребе ревизија се	Држава треба да подстакне ове механизме; решавање конфликта интереса; обезбедити конкуренцију

	дешавају; обратити пажњу на конфликте интереса	
Конкуренција	Ограничава простор за погрешну алокацију фактора производње, укључујући финансирање	Подстицање конкуренције на свим факторским тржиштима укључујући отварање тржишта страним конкурентима

Треба нагласити да од земље до земље зависи који механизми дају најбоље резултате, као и колико одређеним механизмима у којим земљама се може утицати економском политиком и другим државним мерама и подстицајима.

У многим ситуацијама принципал и менаџер се могу окренути и аутономним изворима финансирања, али то често значи ограничене могућности раста, лошу диверзификацију власника и слабу ликвидност власника такве фирме.

Закон о привредним друштвима Србије („Службени гласник РС“, број 125/04) дао је узорне правне одговоре за потребе корпоративног управљања како да мала и средња привредна друштва имају неограничену могућност прављења управљачке структуре према својим потребама, док велика привредна друштва, по правилу отворена привредна друштва морају да следе законска решења, која су у функцији контроле власника-акционара над управом друштва и потребе заштите инвеститора у хартије од вредности тог друштва кроз јачање функције скупштине акционара, независни директори у управном одбору, независне комисије за накнаде члановима управе и извршним директорима и комисије за накнаде члановима управе, независни ревизори, јачање права мањинских акционара, доступност аката друштва акционарима, могућност специјалне ревизије, и слично.

Закон о привредним друштвима пружа бројне гаранције за заштиту права акционара. Неке од ових гаранција се односе на организацију скупштине акционара које су углавном процедуралне природе. Посебне одреднице се односе

на посебне обавезе органа управљања и руководиоца друштава, на пример чланова управног одбора, генералног директора и чланова извршног одбора.

У складу са Законом о привредним друштвима, привредна друштва својим оснивачким актом, односно статутом утврђују права акционара и јасно дефинишу механизме којима се обезбеђује њихова реализација и заштита. Сходно специфичностима пословања привредног друштва могуће је интерним актом поједине одредбе прилагодити конкретним потребама.

Поред заштите која се нормативно регулише и представља основни вид заштите права акционара, Законом о привредним друштвима предвиђена је судска заштита као облик акционарских права. Законом о привредним друштвима за заштиту акционарских права утврђена је надлежност трговинских судова. Могућност акционара да покрену судске поступке против лица која имају дужности према друштву у виду тужбе за накнаду штете коју су претрпели акционари значајно подиже одговорност чланова управног и извршног одбора. Свакако да су до сада ретки случајеви покретања судских спорова, али овај институт ће све више да добије на снази позитивним примерима заштите права акционара.

Заштита права мањинских акционара је кључно питање за многе инвеститоре који разматрају да инвестирају у Србији. Моћни већински власници и менаџмент често не обраћају пажњу на права мањинских акционара. Са друге стране, мањински акционари су неорганизовани и пасивни што је доказ недостатка акционарске културе међу инвеститорима у Србији. Понекад је природна пасивност малих акционара, који су акције добили бесплатно и постали мали акционари преко ноћи за разлику од малих акционара који су купили акције на берзи. Свакако један од битних активности малих акционара је удруживање права акционара и заједничко деловање. У ту сврху мали акционари имају право увида у листу акционара што им омогућава да остварују међусобне контакте и да покрећу одређена питања која сматрају да су у интересу малих и великих акционара.

Акционарски споразуми могу бити врло важан инструмент за заједничко деловање акционара. У ствари, такви споразуми омогућавају мањинским акционарима да

досегну, нпр., 20% у циљу избора стручних повереника који ће погледати финансијске извештаје. Могућа је ситуација да мали акционари направе одређени споразум са чланом управног одбора и покушају да направе одређени утицај у циљу покретања одређених питања која сматрају да су у интересу привредног друштва и њиховом личном интересу. Акционарски споразуми су у принципу приватни уговори из домена грађанског права. Понекад акционарски уговори могу се користити за злоупотребу права акционара и присиљавању акционара да делују на одређени начин који одговара члановима управног или извршног одбора. Такве споразуме познају многа законодавства у развијеним земљама у домену позитивне праксе корпоративног управљања.

У друштвима чијим се акцијама тргује јавном понудом предвиђа се транспарентност контроле над гласањем тако што ће захтевати де се такви аранжмани објаве. По Кодексу корпоративног управљања захтева се да о сваком уговору о гласању буде обавештена скупштина акционара на следећој наредној седници.

Једна од варијанти привременог укрупњавања гласова малих акционара је прикупљање пуномоћја за заступање ситних акционара на седницама скупштина предузећа. Проблем ситних акционара је изразита скептичност и незаинтересованост, јер знају да немају значајан утицај на процес корпоративног управљања. У тој ситуацији никоме не поверавају свој глас или га унапред дају менаџменту што је честа пракса, јер пракса менаџмента им је позната а потпуно је неповерење према непознатим лицима која од њих траже подршку, односно своје управљачко право.

2. Корпоративно управљање у различитим власничким структурама у Србији

2.1. Друштвена својина и корпоративно управљање

Друштвена својина као категорија у теорији и пракси добија на значају увођењем самоуправног система 1950. године - доношењем Закона о предаји предузећа на управљање радницима. Самоуправљање као систем представља стару комунистичку идеју, коју су у својим делима увели класици марксизма учењем о отуђењу човека и рада у класичном друштву које ће на место капиталиста власт над капиталом узети радничка класа и изградити друштво без експлоатације радничке класе од стране капиталиста.

Социјалистичко самоуправљање заснивало се на удруженом раду и средствима за производњу у друштвеној својини и учешћу радника у управљању производњом и расподелом друштвеног производа системима расподеле: примарном, секундарном и терцијалном. У систему социјалистичког самоуправљања радничка класа, називани у самоуправној терминологији „радни људи“, декларисано је да равноправно одлучује о свом раду, условима и резултатима рада и расподелом друштвеног производа.

Социјалистичко-самоуправни систем у идејном погледу се сматрало да превазилази отуђеност рада од резултата рада, чиме се укида супротност између рада и капитала а самим тим и рада и резултата рада. Управљање се заснивало на непосредном самоуправљању радничке класе кроз: зборове радника, референдуме и друге облике личног изјашњавања и посредног, делегатског система избором радничког савета који је, уствари, представљао управни одбор. Раднички савет је бирао инокосни пословодни орган, односно директора. Такође, раднички савет је бирао и орган радничке контроле (интерна ревизија) која је имала контролну улогу. Свакако у условима социјалистичког самоуправног система одлучујућу улогу је имала Комунистичка партија, која је држала унитарну политичку власт и у основи управљала комплетним друштвеним системом. Свака

сличност са капиталистичким системом била је вешто избегавана и критикована као рецидиви прошлости у циљу кретања ка бескласном друштвеном уређењу.

Од 50-их, 60-их па до 70-их година стабилном привредном расту у бившој СФРЈ погодовао је стабилан социјалистички систем и стабилан источни блок. У бившем источном блоку почеле су да се дешавају крупне промене колапсом социјалистичког привредног и друштвеног система. Општа приватизација, која је бојажљиво а затим све брже добијала на значају, мењала је власничку а тиме и организациону трансформацију предузећа. „Предузећа морају мењати све, од структуре преко начина управљања до схватања и начина размишљања људи у њима. Стога је тема организационе трансформације у земљама бившег источног блока исто тако значајна, ако не и значајнија“. ¹²

Упркос многим критикама које могу да се припишу систему, који је нестао услед утицаја развоја приватног власништва и колапса социјалистичког система, несумњиво да је изузетан привредни развој, посебно од 60-их и 70-их до 80-их година, на овим просторима био вођен привредним субјектима са врло едукованим менаџментом. Реални раст националног дохотка, производних фондова и запослености, који након тога није забележен на овим просторима, није могао да буде продукт приученог менаџмента већ напротив. "У периоду од 1952. до 1964. године национални доходак у Југославији је растао просечно годишње по стопи (геометријској) од 9,23 односно до 10,78 у укупној привреди, односно њеном друштвеном сектору". ¹³

Тих година настајала је кооперативна сарадња у металском комплексу са врхунским компанијама из тих области у светским размерама: „Прве петолетке“ из Трстеника са Boeing-ом, Wabcom Westinhaus-ом, Linde-ом, Завода Црвена Застава са Fiat-ом, „14 октобра“ са CTF-ом, компанијама које су у то време биле врхунске светске компаније.

¹² Небојша Јанићијевић: „Корпоративна трансформација“, стр.29, ТИМИТ Београд, 1994

¹³ др Драгутин Марсенић: „Односи акумулације и потрошње у југословенској привреди“, стр.227

У условима опшег запажања запослених на рад руководећег тима-менаџмента имао је за резултат смене и напредовања по методу „step by step“. На врх компаније се није долазило по партијској припадности (сви су припадали истој партији), која је иманентна у вишепартијској демократији, већ кроз постепено напредовање и филтере општег јавног мњења и запажања успешности у свакодневном раду. С друге стране, постојали су механизми такозване друштвене заштите у законским актима и интерној регулацији, као на пример:

- сменити пословодни орган,
- сменити са дужности поједине раднике на руководећим радним местима,
- распустити раднички савет,
- распустити извршни орган, итд.

Дакле, радило се о суштинској контроли менаџмента у свакодневном раду. Резултат је био висок привредни развој и едукован менаџмент, који је био укључен у светске технолошке и трговинске токове. Утицај на такво понашање менаџмента био је подстакнут јаким утицајем политичког окружења и јаком интерном контролом запослених.

Свакако да је било менаџмента, који је своје личне интересе остваривао упркос интерним и екстерним контролама и сходно томе агенцијски проблем је имао општи друштвени надзор насупрот механизма надзора приватног власника над менаџментом у капиталистичким системима.

2.2. Инсајдерска приватизација и корпоративно управљање

Инсајдерска приватизација у нашој земљи утемељена је у свести радника, као ствараоца, произвођача а тиме и права на власништво. Односно, инсајдерска приватизација у великој мери одредила српско тржиште акција и сам концепт корпоративног управљања. Стога, врло је важно обрадити аспект инсајдерске приватизације у наредном делу рада.

Концепт друштвене својине на југословенским просторима имао је утицај на процес приватизације у наредним годинама транзиције након распада бивше Југославије. Комплексност правног, социолошког и општег јавног мњења у Србији испољио се у првом кораку када се постављало питање ко би, у случају евентуалне продаје друштвеног предузећа, требало да прими новац. Често су се и економисти бавили анализама, колико је за раст друштвеног предузећа спонзор била држава кроз одобравање повољних кредита, субвенција и слично, а колико су радници својим радом доприносили расту предузећа.

Правни аспект приватизације онемогућавао је уставни концепт. Наиме, по тада важећем Уставу, својинску трансформацију предузећа могли су у име радника да донесу једино самоуправни органи. Запослени су лицитирали шта би могли да добију шта да изгубе. Никоме није ишло у прилог да се изгубе самоуправна права, чак и добијањем акција, бесплатних акција радник-акционар, сматрало се био би погођен, јер би се његово право сводило на право гласа сходно вредности акција, што би могло да значи да би менаџмент директори били доминантни фактори у предузећима, а да би се самоуправни систем и права радника бацали под тепих. Да би се радници подстакли да, ипак, донесу такву одлуку о својинској трансформацији, нарочито на савезном – федералном нивоу, била је понуђена широка лепеза стимулативних подстицаја: исплата дела личних доходака кроз добијање инсајдерских акција, одредбе о управљачким надлежностима малих акционара. Приватизација је била необавезна и делимична. „У околностима када је радничко самоуправљање уврежено у систем и када је код запослених развијен осећај сопствености над предузећем, било је рационално очекивати отпор радника који је могао, нарочито у почетним фазама, представљати озбиљну препреку приватизацији“.¹⁴

Стога су први приватизациони закони у свим бившим републикама бивше Југославије, 1989. године, наилазили на отпор радника. Међутим, са економске тачке гледишта таква приватизација, иако је давала многе погодности

¹⁴ Катарина С. Ђулић: „Корпоративно управљање и концентрација власништва у Србији“, докторска дисертација, стр.125, Економски факултет у Београду

запосленима - чистих поклона радницима није добила већи значај. Прво такво поклањање имовине без добијања новог капитала, који је био већини предузећа неопходан, губио је сваки смисао.

Међутим, системско привилеговање запослених имао је за циљ и тежњу државе да се одобровоље радници давањем бесплатних акција, да се искомпензују очекивани губици запослених које је било реално да очекују приликом реструктурирања, отпуштања, смањења зарада и сл. У таквим ситуацијама држава и политичка власт увек води социјалну политику очувања расположења највећег броја становништва. Познато је да су тадашњи велики системи имали на десетине хиљада радника, што је увек била социјална сила, врло снажна сама по себи.

Дакле, транзиција ка тржишној економији у Србији први пут покренута је 1989.године у време социјалистичког поретка у СФР Југославији. Основни принципи тог првог процеса били су реформа самоуправног социјалистичког система доношењем Закона о приватизацији и почетак приватизације доношењем Закона о транзицији. Реч „приватизација“ још увек се изговарала са дозом неповерења, скептицизма, јер су јаке предрасуде владале према систему где приватна својина треба да замени друштвену својину као специфичну својину која је имала карактер „несвојине“.

Политичке тензије у земљи довеле су до њеног распада 1991.године, ратова и економског колапса у Србији, па тиме и колапса процеса транзиције – приватизације.

Транзиција није стагнирала већ и назадовала, јер је дошло до постојања паралелно два система власништва: приватног и друштвеног. Приватно власништво се у тим годинама транзиције показало као ефикасније од друштвеног првенствено великим преливањем друштвеног капитала у приватна предузећа разним комерцијално-финансијским трансакцијама. Политичка власт понета националним заносом покушавала је да преживи све кризе и постигла је потпуну контролу над економским животом.

Контрола економских процеса одвијала се кроз форсирање појединих грана и делатности контролом цена, монополским положајем државних предузећа, примат дужничког лобија у односу на повериоце, систем контроле увозних и извозних контингената. Тржиште девиза је функционисало по тржишним законима упркос закону о девизном пословању који је заговарао девизни фиксни курс. Поштовање закона о девизном тржишту и фиксни курс представљао би велику криминалну радњу. Ретко где у свету може се наћи пример да стриктно поштовање закона изазива највећу могућу малверзацију и криминал. Те чињенице био је свестан не само менаџмент већ и запослени. Често је организација синдиката водила рачуна да контролише менаџмент са циљем да се закон максимално избегава и на тај начин штити капитал предузећа.

Упркос многим недостацима у функционисању економског система, Србија је изградила многе институције стандардне тржишне привреде: Закон о предузећима, затим закони о приватизацији, стечају, страним улагањима, порезима, антимонополски закон, Закон о рачуноводству и финансијама, колективни уговори, и други закони. Постојале су институције које су формално једнаке онима у развијеним тржишним привредама – самостална предузећа, централна банка, пословне банке, судови, бесцаринске зоне, судови, арбитраже, коморе, организовани синдикати. Улазак у посао нових предузећа био је слободан, била су слободна посредовања и продаја имовине. И поред тог изграђеног економског система, закони се нису доследно поштовали, јер је партијска припадност и партијска привилегија често била изнад закона.

Процес приватизације заснован на ваучерској приватизацији дељењем бесплатних акција до 70% капитала у основи је био поново увођење јаког самоуправног система у коме радници постају сходно годинама радног стажа и формални власници капитала. Главни недостатак таквог модела приватизације био је немогућност добијања свежег капитала који је био неопходан у циљу модернизације дотрајалих производних капацитета и обртног капитала чија је цена код пословних банака била нетржишна.

Застој у транзицији у Србији током деведесетих година узрокован због економске блокаде и неадекватне тржишне законске регулативе учинили су да у Србији у наслеђе током деведесетих остану негативни механизми функционисања неефикасне душтвене и државне својине. Упркос дискриминацији приватног сектора креираног на државном нивоу, приватни сектор постао је упијач профита друштвених и државних предузећа. Присутна доминација политике у привредним токовима је иманентна земљама у транзицији што се одразило и у Србији. Присутна финансијска недисциплина и фаворизовање великих државних предузећа, која су генерисала велике губитке, постала је велика кочница здравим предузећима. Широка криминализација и корупција унутар великих државних система учинили су да приватна предузећа црпе профит из пословања са овим предузећима. У таквој ситуацији тржиште девиза, капитала, радне снаге, цена постало је полуилегално и нерегуларно. Приватизација је била успорена и неодлучна. Плаћање пореза је било нерегуларно, јер су постојала повлашћена предузећа која су политичко-партијским спрегама избегавала исто. Повлашћена предузећа нису морала да плаћају обавезе за електричну енергију и гас, што је додатно вршило притисак на предузећа која их редовно измирују. Кредитима из примарне емисије фаворизована су повлашћена предузећа са добрим политичко-партијским везама што је доприносило повећаном инфлаторном притиску. Присутне баријере у увозу омогућиле су разне малверзације надлежних за њихово издавање. Овакав амбијент умногоме је паралисао тржишне институције.

Иако инсајдерска приватизација не доноси држави приход у буџет, њено форсирање политички је мотивисано ради чувања мира у кући због психо-социјалних и политичких разлога. Офанзивна стратегија државе давањем великих попуста довела је до екскалације у периоду хиперинфлације током 1993.године. Високо инфлаторно обезвређивање дуга за куповину акција на рате екскалирало је тако да је велики број предузећа потпуно приватизован захваљујући непостојању одредбе о ревалоризацији дуга за инфлацију.

Ревизијом по савезном Закону из 1994.године покушао се решити проблем неправедности првог таласа приватизације. Наиме, након стабилизације цена

почетком 1994.године ступањем чувених мера гувернера Драгослава Аврамовића¹⁵ поставило се питање шта урадити са инфлаторном добити у поступку приватизације. Решење је нађено доношењем закона о ревалоризацији, којим су инфлаторни добици грађана поништени, али је и приватизација битно враћена уназад. Овакав поступак поставио је питање правне сигурности у држави, јер су се декретом узимала законски стечена права. Наиме, иако су постојале разлике у начину вредновања капитала и имовине предузећа и формулама којима су радници стицали инсајдерске акције где правде није било, али исто тако свако ретроактивно поништавање закона који су били на снази, имплицирало је правну несигурност и врло горко уверење да су неки слојеви били незаслужено кажњени а неки награђени.

Поред врло важних аспеката инсајдерске приватизације на правне, политичке, институционалне аспекте и ефеката на буџет, свакако да је кључно питање у инсајдерској приватизацији утицај овог модела на корпоративно управљање и ефикасност менаџмента у предузећима и банкама.

2.2.1. Проблем неефикасности управљања у инсаједском моделу приватизације

Питање ефикасности је један од највећих проблема метода инсајдерске приватизације. За ефикасност управљања важно је како се вреднују зараде запослених, са једне стране, и како се вреднује капитал предузећа. Радник-акционар, налази се пред врло специфичном дилемом:

-да ли му је циљ да буде максимизација зараде као запосленог који радећи жели да има већу зараду за задовољење сопствених потреба или

¹⁵ др Драгослав Аврамовић, гувернер Народне банке Југославије (02.03.1994.-15.05.1996.) и главни координатор припрема економско-социјалног и финансијског програма 1995-1997. године

-да има мању зараду и да део зараде иде у повећање капитала предузећа, јер би, на тај начин, имао већу вредност акција и можда будући већи принос на капитал-дивиденду.

Међутим, у условима нестабилног привредног окружења, у предузећима у којима постоје различити проблеми и општа неизвесност његове позиције на тржишту, веће вредновање текућих зарада је схваћена као прихватљивија опција. Овакав општи став је релативизован у трећем таласу приватизације када је доласком стратешких партнера вредност акција била од великог значаја, јер су се остварили велики приноси по основу радничког акционарства, тако да се у очима запослених акционара тек након неколико година увидео значај и сопствене користи од инсајдерске приватизације.

Радничко акционарство даје предузећу својство и прерогативе запослених да и даље управљају предузећем по старим моделима самоуправног система. Све док је велика дисперзија власништва над акцијама, предузеће у управљачком систему је типично самоуправно предузеће.

Укрупњавањем акција, било да их купује део запослених, менаџмент или стратешки партнер, полако се радници опредељују да се мање баве самоуправљањем а више бољим и ефикаснијим радом, јер продајом својих акција постају свесни да им остаје само рад и дисциплина као једини адути да буду задржани као радници. У тој фази, јављала се већа корпоративна ефикасност и боља продуктивност рада као страх радника од губитка посла.

Један од основних циљева приватизације је управо да се успостави нова управљачка структура и да се способни и одговорни менаџери поставе на управљачка места. Инсајдерска приватизација јесте у почетку личила на типично самоуправно предузеће, да би у наредном периоду укрупњавањем акција управљање од стране радника сведено на најмању могућу меру. Комплетна управљачка моћ прелази на управни, надзорни одбор и директора. Раднички савети, самоуправна радничка контрола, збор радних људи и разне самоуправне комисије су прошлост. За разлику од самоуправљања где су запослени имали

утицај на пословне одлуке предузећа, делимично су те одлуке у инсајдерском приватизацијом биле мера моћи и утицаја, док власничким преображајем и укрупњавањем акција, менаџмент предузећа преузима управљачку моћ а тиме подиже и корпоративну ефикасност. Самим тим, за разлику од самоуправног предузећа, које је зависило од спољних утицаја, на пример, политичког постављења директора, након инсајдерске приватизације, а посебно укрупњавањем капитала, утицај спољних политичких фактора сведен је на минимум.

Радничко акционарство и врло ограничен промет акција фаворизују откуп тих акција од стране менаџера, који су по правилу имали далеко веће зараде, с једне стране, и веће привилегије да дођу до разних нерегуларних прихода у “пријатељској” сарадњи са приватним сектором који је добијао све већи значај. **Радничко акционарство постепено еволуира у менаџерско акционарство.** У многим мањим фирмама група менаџера по правилу долазила је до контролног пакета акција, контроле органа управљања а тиме и немогућност смене менаџера.

У оваквој власничкој структури врло је битно расветлити управљачки аспект инсајдерске приватизације. Свакако да се са аспекта управљања може оценити позитиван помак, имајући у виду да је ова транзициона промена значила промену самоуправног система - радничког самоуправљања у корпоративно управљање. Међутим, скупштине акционара неодољиво су подсећале на зборове радника, јер се увек постављало питање социјалне правде за све одлуке. Запослени показују много мање склоности променама, које су наметнуте повећањем ефикасности и смањеном трошкова. Са друге стране, директори су тежили очувању положаја а запослени сигурности радног места и зарада. Проблеми крађе друштвене имовине, неконкурентности друштвених предузећа и даље су били иманентна појава. Оваквим променама корпоративно управљање је као концепт било само на папиру. Навике се споро мењају. Ускраћивање радничких права не ретко завршавало се штрајком и општим губљењем вредности слабашних фирми. Овакав концепт инсајдерске приватизације није повећао ефикасност рада предузећа нити побољшао ефикасност привређивања.

Овакав концепт инсајдерске приватизације био је иманентан за подручје централне и источне Европе почетком деведесетих година. Основне карактеристике су биле:

- 1) значајна контрола од стране инсајдера, запослених и првенствено менаџера путем директне или индиректне контроле акција запослених,
- 2) држава није још била спремна да покрене приватизације великих инфраструктурних система, јавних и комуналних предузећа и
- 3) због нетржишне, монополске и бирократске апаратуре интитуционални инвеститори још увек су бојажљиво улазили у власничке структуре тих предузећа.

У банкарском сектору структура власништва је била углавном државна, друштвених или мешовитих акционарских друштава. Банке су често вршиле емитовање акција различитих номиналних вредности. У таквој ситуацији акције из различитих емисија имале су различита управљачка права. У условима законског ограничења камате, клијенти су на силу терани да купе емитоване акције банака и тако насилно постају акционари својих кредитора. Банкарски систем носио је својства транзиционих промена, опште монетарне нестабилности и нагле промене капитала банака. Корпоративна ефикасност је била блокирана од стране самих управних одбора у коме су били заступљени представници највећих депозитара и кредитора који су могли директно да утичу на рад менаџмента.

2.3. Екстерна приватизација и корпоративно управљање

Током 2001. године започет је нови други талас приватизације у Србији, одлучнији него у претходној деценији. Разлог је нова власт која је дошла 2001.године и чија је програмска централна тачка убрзана приватизација ка либералном капитализму и демократском поретку.

Закон о приватизацији усвојен је јуна 2001.године (Сл. Гласник бр.38), који је један од фундаменталних транзиционих закона. Овај закон је изузетно важан за корпоративно управљање, јер од карактера својинских односа насталих током приватизације државног сектора зависи и начин управљања и однос снага у приватним предузећима.

Продаја већинског капитала као основна техника приватизације требала је да реши питање ефикасности. Продаја већинском власнику (стратешком партнеру) требало је да реши проблем корпоративног управљања.

Основни концепт је продаја 70% друштвеног, односно државног капитала предузећа; остатак се бесплатно додељује запосленима и/или свим грађанима Србије. Основ доношења оваквог закона било је уверење да је будуће добро корпоративно управљање најбоље у предузећима којима управља један доминантан инвеститор. Наиме, куповином контролног пакета власништва од 70% инвеститор може лако да контролише менаџмент и успешно доприноси квалитетнијем пословању што би требало да резултира повећаним кредитним бонитетом предузећа код банака а тиме и већим профитом као крајњем циљу власника – инвеститора. Продајом контролног пакета акција од 70% инвеститори или конзорцијум инвеститора предузећа се трансформисао у акционарска друштва и тиме је менаџменту дато право да доноси одлуке за које ће да одговара власнику – инвеститору.

Законом о приватизацији процентуално су утврђени износи капитала предузећа које се приватизује а бесплатно се преносе без накнаде запосленима. Запосленима се поклања до 30% акција у предузећима која се продају аукцијом и до 15% у предузећима која се продају на тендерима, уз индивидуалне лимите по

запосленом. Право на учешће у бесплатној подели капитала имају само држављани Републике Србије, који су запослени или су били запослени и његови пензионери.

Са становишта корпоративног управљања, важно је констатовати да поклон од 30% капитала предузећа, ма колико значајан у апсолутном смислу, уопште не мења суштину корпоративног управљања, јер већински власник са значајно већинским капиталом доминантно детерминише начин функционисања предузећа.

Закон из 2001.године био је подвргнут битним изменама у неколико наврата. Прво су 2002.године уредбом о аукцијама почетне вредности битно снижене, поступак аукције поједностављен, чиме је дат нов замах у темпу и ефикасности аукција као доминантног метода приватизације. Тендери углавном намењени великим системима и страним компанијама су се ретко реализовали како због спорости у тржишним реформама, тако и због тога што је велики број великих профитабилних предузећа већ био приватизован: Хемофарм, Телеком, ДИН, итд.

Новом изменом закона о приватизацији у марту 2003.године (Сл.Гласник бр.18) задат је велики ударац самоуправним рецидивима у предузећима. Тим изменама закона укинута је потреба да се запослени сложе са купопродајом, већ је искључиво предвиђено да држава преко Агенције за приватизацију потписује уговоре. Истовремено је промењена политика социјалних програма, са перода од 3 до 5 година, значајно је смањено време за дозволу отпуштања радника од 1 године. Након тога, 2005.године изменом Закона о приватизацији (Сл.Гласник бр.45) Агенција за приватизацију је добила право да лако раскида уговор са купцем ако купац није поштовао уговор о приватизацији. У тежњи да се велика друштвена предузећа учине атрактивнијим, предвиђена је могућност условног отписа државних потраживања према предузећу које се приватизује. Ономогућени су директори у спречавању котизације акција својих предузећа једноставним одбијањем потписивања проспеката.

Директори друштвених предузећа су имали велики утицај на синдикате да их побуне и инструкују да одређени стратешки партнер није добар за њихово

предузеће. Такав утицај је имао елементе социјалне опструкције према доласку инвеститора са претњом штрајковима и елементима непријатељског преузимања предузећа. Основни мотив директора тих друштвених предузећа је био да остану на руководећим местима на којима су већ присутни, јер долазак стратешког партнера таква места им нису загарантована. Током 2006.године приликом реалне могућности да се прода један део “Прве петолетке” из Трстеника реалним интересовањем за 4 велика предузећа из система Прве петолетке опструкцијама руководства у спрези са синдикатима успешно је одбрањен концепт да је целисходније продати комплетан систем стратешком партнеру него појединачна акционарска друштва заинтересованим инвеститорима. Тиме је испуштена велика шанса да се један део система прода успешним инвеститорима што би био подстицај продаје и осталих привредних друштава. Таква шанса се није након тога појавила. Након избијања светске кризе интересовање за куповину великих система, који су технолошки и тржишно у великом заостатку за светским стандардима, је потпуно престало. Таква предузећа, која су били носиоци привредног развоја из области металског комплекса, као што су: МИН-Ниш, ЕИ – Ниш, ИМТ, “Прва петолетка”, “14. октобар” и многи други, осуђени на постепена гашења и постепено изумирање какву судбину је доживела некада јако успешна компанија “Вискоза” из Лознице. Давањем разних субвенција ради очувања привидних радних места и технолошким заостајањем ове некада успешне компаније са негативним капиталом нису интересантне стратешким партнерима. Метод стечаја и куповине чисте имовине без обавеза је један од метода отпочињања живота нових фирми са новим тржишним програмима. О великој штети по државу за гашење овако успешних компанија излишно је говорити. Од ефикасног менаџмента и савремених принципа вођења ових фирми седамдесетих и осамдесетих година прошлог века до неуспелих приватизација и неуспелог привлачења екстерних инвеститора, који би решили питање корпоративног управљања, је обимна тема која превазилази амбиције овог рада. Свакако да свака од ових компанија има своје специфичности, али је општа оцена да приватизација код њих није била успешна а тиме и питање корпоративне ефикасности није успешно решено.

У Србији је до 2000. године приватизован мали део друштвеног и државног капитала. До јесени 2000. године процес приватизације започет је по моделу из 1997. у око 350 предузећа, а завршен само у осамнаест. То су углавном била мања предузећа са скромним капиталом, па је укупна вредност емитованих акција достигла само 12 милијарди ондашњих динара. Једино велико предузеће, које је (делимично) приватизовано је Телеком где је 49% власништва прешло у руке СТЕТ-а и ОТИ-а 1997. године.

У периоду од 2001. до 2004. године приватизовано је 1382 предузећа, што је два по једном радном дану. Ово је била сасвим примерена брзина продаје, али је недовољна са становишта којом се предузећа продају. Врло мали број великих предузећа се продаје. Велика предузећа, носиоци привредног развоја у којима је највећа концентрација капитала и радника, тешко наилазе на купца. Приход од приватизације за ове три године изнео је само 1,5 милијарди евра.

За предузећа за која није било реалних изгледа да нађу купца у садашњем стању предвиђен је процес реструктурирања као приватизациона припрема. Око седамдесет предузећа укључено је у групу за реструктурирање. Две су биле основне идеје како да им се помогне: прво, да се нека од њих поделе на више предузећа и продају атрактивно, а у стечај пошаљу она која не нађу купца; друго, да се изврши отпис дела дугова према држави како би им се вредност подигла изнад нуле.

Поред убрзане приватизације након доношења Закона о приватизацији 2001.године кренуло се у многе друге реформе. Спољнотрговински односи су битно либерализовани укидањем квантитативних (нецаринских) ограничења. Царинска заштита домаћих произвођача сведена је на умерене границе. Као резултат тих акција, српска привреда и српско тржиште, жељно квалитетније увозне робе, почело је да увози неселективно све врсте роба, тако да се трговински дефицит повећавао. Социјална политика је из предузећа измештена на државу, где јој је и место. С друге стране, један број домаћих предузећа погођена слободним увозом постала су неспособна да сервисирају непродуктивно велики број радника. Полузатворена економија овим предузећима у претходној деценији

омогућила је готово сигурно домаће тржиште што је преко ноћи изгубљено наглом либерализацијом спољно трговинског режима.

Финансијско законодавство битно је унапређено. Платни промет је са Службе друштвеног књиговодства пребачен у банке. Четири највеће државне банке (Београдска банка, Беобанка, Југобанка и Инвест банка) отеране су у стечај. Иако неликвидне, ове банке су годинама политички спречаване да наплате своја потраживања и реализују хипотеке државних предузећа. Задржавањем у пословној функцији ових банака није било могуће извршити приватизацију, јер су ове банке држале велики број предузећа под својом контролом –финансијском, јер су имале инструменте обезбеђења кредита или власничком контролом – хипотекама над некретнинама. Након отварања стечаја донети су законски акти, који банкама у стечају не дозвољавају реализацију хипотеке уколико је предузеће у процесу реструктурирања или приватизације. Држава је могла да донесе таква акта, јер је била у основи доминантан поверилац четири велике српске банке. Иако убрзан и уз доста успеха, процес приватизације се одвијао уз афере и корупције поготово са предузећима која су свесно натерана да остварују губитке, смање вредост капитала а која су имала атрактивне некретнине.

Борба против корупције је покренута уз много политичке буке, али је у процесу спровођења била без већих резултата. Борба против корупције је највише осетна смањивањем државне корупције у појединим државним службама, попут царинске администрације. Наиме, дерегулација спољнотрговинског режима довела је до веће либерализације спољнотрговинског промета а тиме и мање државног административирања, односно и мање организоване државне корупције.

Закон о предузећима, који је усвојен 1996.године, и даље је након 2001.године био у примени. Тај закон је био конципиран у добром правцу: од претерано флексибилног закона, од рудиментарног и неумешног закона о предузећима из 1989.године, дефинисан је прецизнији и строжији концепт регулације предузећа, али не довољно савремен у условима сложене тржишне привреде. Доношење Закона о привредним друштвима Србије (Сл.Гласник РС, број 125/04) дало је могућност да мала и средња привредна друштва имају неограничену могућност

прављења управљачке структуре према својим потребама, док велика привредна друштва, по правилу отворена акционарска друштва, морају да следе законска решења која су у функцији потребе контроле власника (акционара) над управом друштва и потребе заштите инвеститора.

Избијањем светске економске кризе у последњем кварталу 2008.године и колапсу највећих светских берзи, поготово у САД где је и настала криза која се врло брзо проширила на готово цели свет. Европа је, такође, одмах осетила драстичан пад акција финансијских институција, поготово банака. Пошто је Европа највећи инвеститор у Србији, одмах након избијања кризе осетио се проблем недовољних страних инвестиција као драстичан пад нових инвестиција (greenfield investments). Упркос значајнијем смањивању ризика земље, једностраним приступом ССП (Споразума о стабилизацији и придруживању) и достављањем званичне кандидатуре у чланство у Европској Унији, ни почетком 2010. године не види се значајнији прилив страних инвестиција.

Низак ниво домаћих инвестиција може се између осталог објаснити и оскудношћу довољно сопственог капитала домаћих предузећа и цене капитала на домаћем финансијском тржишту. Субвенционисање камате од стране Владе Србије преко Фонда за развој има за последицу оживљавање привредне активности, имајући у виду значајан пад индустријске производње током 2009.године у износу од 12,1% у односу на 2008.годину.

Недостатак страних инвестиција има за последицу успорен процес аукцијске и тендерске продаје предузећа. Током 2009.године на аукцији је продато 97 предузећа за 80,9 милиона евра. Стране директне инвестиције (greenfield investments) бележе драстичан пад у односу на 2007.годину када су износиле 3.5 милијарди евра, 2008.године 3 милијарде, 2009.године биле су само 1,9 милијарде евра.

Стране директне инвестиције 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 предузећа и средња предузећа једног или малог броја власника капитала.

2.4. Држава као акционар и корпоративно управљање

Државно власништво над капиталом, иако је напуштено 1950.године, односно доношењем закона којим се државно власништво претвара у друштвено и предају предузећа на управљање радницима, још увек је присутно у разним државним и јавним предузећима или као већински или мањински акционар у појединим акционарским друштвима. Упркос неефикасности државног система власништва у погледу ефикасности управљања, државно власништво у акционарским друштвима може да буде доминантно по утицају на управу, односно менаџмент.

У улози акционара држава може да има низ специфичних циљева од којих је максимизација профита као директан ефекат за буџет. Држава може свој положај да злоупотреби ако се представља као први међу једнакима, јер своју моћ може да изрази преко утицаја на разне државне институције. Држава преко Акционарског фонда у време транзиције у Србији била је први ако не и највећи продавац акција на берзи. У изузетним случајевима се пакет акцијског фонда продаје на тендеру, односно аукцији. У почетку изношења тих акција користила се стандардна метода „минимална цена минимална количина“, односно *de facto* лицитација по цени навише. На овај начин, овај метод је стварао тржиште фирми а не тржиште акција. У том циљу акта берзе покушавале су да спрече ову појаву али је ефекат био – циклус преузимања предузећа. Овакви ефекти су последица врло плитког тржишта и недостатка капитала усмерених ка широком акционарству. Након драстичног пада цена акција током 2009. и 2010. године овај феномен се типично испољава: преузимања контролног пакета акција предузећа-циклус куповине предузећа као облик трговања акцијама Акционарског фонда.

У склопу нове законске регулативе од 2001.године донети су нови закони о приватизацији и Акцијском фонду. Основна концепција Закона о Акцијском фонду

била је да се акције морају у року од 6 година продавати на берзи и да не носе право управљања како би се предупредило мешање државе именовањем послушних партијских кадрова у управне одборе по основу државног власништва. Акцијски фонд је требало да перманентно продаје акције а не да пасивно чека када неко иницира акцију па да се тек онда реагује.

Функционисање Акцијског фонда у периоду од 2001-2005.године имало је неколико концепцијских недостатака:

- непостојање управљачког права над акцијама Акцијског фонда прећутно је тумачено као да то право припада менаџменту или синдикату, све у зависности од јачине једног или другог фактора у конкретном предузећу,
- у креирању берзанских процедура избијао је сукоб између државе коју је заступала комисија за хартије од вредности и интересних група око механизма продаје, што је доводило неретко до скандала и обезвређивања државног пакета акција,
- у одређеном броју предузећа продавана је актива или давана у дугорочни закуп, што је реално смањивало вредност државног капитала а тиме и вредности акција у поседу Акцијског фонда.
- вршене су докапитализације у појединим фирмама како би се државни пакет акција смањио испод контролног, па као такав је био без интересовања за даљу продају.

Изменама Закона о акцијском фонду (Сл.гласник 45/2005) 2005.године учињени су врло битни помаци да се ојача позиција Акцијског фонда у неколико сегмената:

-прво, дефинисано је да су акције Акцијског фонда са правом гласа и да Акцијски фонд одлучује о битним случајевима: смањењу, односно повећању капитала акционарског друштва, реорганизацији акционарског друштва, залагању ствари, успостављању хипотеке, давању или узимању у дугорочни закуп и располагању непокретностима велике вредности.

-друго, акције Акцијског фонда се продају на берзи,

-треће, рок за продају акција се лимитира на 6 година и

-четврто, кривично се санкционише избегавање да се достави проспект берзи и онемогући трговање, али само акцијама која имају државни пакет.

Оваквим изменама и допунама Закона о акцијском фонду повећава се улога и овлашћење Владе у продаји акција Акцијског фонда. Оваква опредељења су изазвала различите коментаре како стручне јавности тако опште полемике у вези намера Владе и коментаре о различитим аранжманима продаје.

Државни капитал присутан у јавним комуналним предузећима значи и контролу државе над општим добрима ради задовољавања општих друштвених потреба. Државни монопол може да значи контролу цена и неефикасно пословање. Разни губици јавног-државног комуналног сектора морају се покривати средствима пореских обвезника. Уз то, ове фирме често имају вишак запослених и стварају латентне губитке. Са друге стране, приватна ефикасност у делу корпоративног управљања може да значи и смањење квалитета услуга у условима када се државни монопол замени приватним монополом а све у циљу већег профита. Стога, приватизација јавно—комуналног сектора има врло озбиљне социолошке, економске и правне реперкусије. С друге стране, лако га се не одричу ни политичке партије које свој послушни кадар шаље у та предузећа не уважавајући принципе повећања корпоративне ефикасности и подизања професионализма менаџмента. Један од метода, који је већ законски применљив, је јавно и приватно партнерство. Улагања стратешког партнера у јавни сектор под контролом државе је један од метода којим се долази до ефикаснијег менаџмента; са друге стране, могуће је да државни капитал буде доминантан или значајан како би се једно зло „државни монопол“ заменио још горим „приватним монополом“. Конкуренција је, свакако, врло ефикасан метод борбе против монопола, с тим што га у појединим сегментима није могуће остварити - на пример, јавно водопривредно предузеће у локалној самоуправи често нема могућности да има конкурента у делу својих услуга.

3. Трансформација банкарског сектора од 1998.године до данас у погледу промене власничке структуре

У банкарству наше земље деведесетих година прошлог века доминантно место припадало је „старим друштвеним банкама“. Све старе банке биле су у друштвеној својини. Њихов број је био преко 100 - на пример 1993-106, 1994-107, 1995-104, 1998-106, 1999-80. До прелаза са 106 банака, колико је имало наше банкарство 1998., на 80, колико је имало 1999.године, дошло је због утапања малих банака у систем Београдске банке услед ратног стања; та, 1999. година, у којој је дошло до драстичног пада броја банака, узета је као референтна година након које долазе године убрзаних реформи у банкарском сектору.

Државна и друштвена предузећа су били утицајни власници банака и налазили су се у трострукој улози: као најзначајнији корисници кредита, депоненти и као власници. Из троструке улоге, који су имали клијенти банке, проистекао је велики утицај дужника на управљање банкама. Често су директори друштвених предузећа седели у управним одборима што је често доводило до привилегованог узимања новца и концентрације кредитног ризика на малом броју клијената. Таква ситуација доводила је до високог удела ненаплативих потраживања од државних и јавних предузећа. На страни пасиве постојали су замрзнути девизни извори-инострани дуг и стара девизна штедња. Банке су због економских санкција биле одсечене од међународног тржишта капитала. Банкарски извори су били краткорочни и нестабилни. Креирање кредитног портфолија је било сходно изворима углавном краткорочно. Подела биланса банака на девизни и динарски део показала је да преко 75% билансне суме отпада на девизни део што је значило велику изложеност ризику девизног курса. Камате нису могле да надокнаде инфлаторни губитак банака чиме је извршен додатни удар на слаб капитал банака. У условима спољног окружења у којима је наша привреда пословала и непостојања буџетских средстава за докапитализацију банкарског сектора, реструктурирање банкарског сектора било је „*conditio sine qua non*“. Без опоравка банкарског сектора и здравог банкарског система нема ни стварног опоравка привреде.

Пословна 2001.година била је у знаку припрема за почетак убрзане реформе банкарског сектора, који се огледао у неколико битних захтева монетарних власти:

- достизање минималног оснивачког дела акционарског капитала у износу од 10 милиона евра,
- избор стратешких инвеститора за докапитализацију и
- припајање домаћих банака како би се испунио капитални цензус.

Током ових мера за кратко време током 2001. од 81 банке, 18 банака је изгубило дозволу за рад, 2 банке стављене су под стални надзор Народне банке. Агенција за санацију банака и осигурање депозита преузела је 9 банака у циљу њихове санације или ликвидације. Студија о оправданости санације показала је да су за 4 од преузетих 9 банака укупни трошкови ликвидације нижи од укупних трошкова санације, да су велике државне банке: Беобанка, Београдска банка, Инвест банка и Југобанка имале негативан капитал због лоше контаминиране активе што је резултирало отварањем стечаја над овим банкама почетком 2002.године.¹⁶

„Идеолошке поделе и острашћености око овог крупног питања вероватно су разлог што до данас нема аргументованих анализа и одговора на питања као што су: колико би се средстава добило продајом банака чија би актива била „очишћена”, какви су заиста ефекти стечаја 4 велике банке, будући да он ни после 8 година није при завршетку, колики би заиста био алтернативни трошак да све ове банке нису отишле у стечај, (будући да је након тога дошло до отписа око 70% потраживања по основу Париског и Лондонског клуба и конверзије дуга у капитал, па да је након конверзије и издвајања лоше активе једна од великих продата), итд. Проблем који никада није био у жижи јавности је и управљање енормном имовином банака у стечају и чињеница да су билансна сума и приходи банака у

¹⁶ Аутор овог рада је прихватио да води стечај Беобанке и осети све пословне, економске, социјалне и политичке реперкусије гашења највеће банке по старој девизној штедњи и броју радника у бившој СФРЈ, јер о другим пословним параметрима тадашњих банака било је тешко говорити.

стечају до пре пар година још увек били знатно већи од банака које послују на тржишту, што довољно говори о томе да је банкарски сектор у Србији још увек недовољно развијен, без обзира што у финансијском сектору постоји банкоцентричност.”¹⁷

Од укупно 81 банке, колико је било почетком 2001.године, на крају 2001.године остало је да ради 55 банака. Од овог броја као здраве финансијске организације оцењене су 34 банке, 6 банака је било релативно здраво уз обавезну докапитализацију, 1 банка је оцењена као проблематична и 9 банака је стављено под управу и праћење Агенције за санацију банака и осигурање депозита. Капитално јачим банкама припојено је 12 банака, док је основана 1 банка са домаћим капиталом и 4 банке са мешовитим капиталом.

Током 2003.године долази до даље убрзане реформе банкарског система. Банке преузимају платни промет од Службе друштвеног књиговодства која се гаси. Улазак иностраних банака се одвија по двоструком моделу, било продајом државног капитала Јубанке Alpha банци или оснивањем банака са страним капиталом: Raiffeisen банка, HVB и Нуро Alpe Adria банка, док је од страних банака била присутна само Societe Générale банка, која послује већ пуних 30 година на нашем тржишту. Стране банке дошле су на наше тржиште куповином домаћих банака: Intesa је купила Делта банку, Erste банка Новосадску банку, EFG Eurobank Националну штедионицу-банку, Национална банка Грчке Војвођанску банку, Credi Agricol Меридиан банку...Од станих банака које данас послују на српском тржишту најбројније банке су из Грчке, Аустрије, Италије и Француске.

У Србији данас послују 33 банке са страним и домаћим капиталом са укупно преко 2.400 експозитура што указује на распрострањену банкарску мрежу на целој територији Србије. Укупна билансна сума износи преко 22 милијарде евра. У банкама ради око 27.000 запослених. Стара девизна штедња је регулисана

¹⁷ Проф.др Зоран Јеремић: „Приватизација и консолидација банкарског сектора Србије“, Извор: Политика, 14.јуни, 2011.Прилог листа Политика: Двадесет година приватизације у Србији од 2000. До 2010.)

обвезницама старе девизне штедње доспећа до 2016.године. Агенција за осигурање депозита осигурава појединачне депозите до 50.000 евра, што је вратило поверење у девизну штедњу која износи око 6 милијарди евра.

Удео банака са већинским страним капиталом у укупној активи банкарског сектора је већи од 70%. Улазак страних банака на домаће финансијско тржиште резултирао је не само растом капиталне снаге домаће банкарсе индустрије, већ и новим могућностима, који приступ ових банака светском тржишту капитала даје домаћој привреди у смислу њене интеграције са светом. Овакве трендове и даље треба очекивати - међусобна конкуренција банака ће довести до смањења каматних стопа и тиме омогућити динамичнији рад српске привреде. С друге стране, то ће омогућити и веће профите банкама, јер повећањем пословног полагаја предузећа банкама ће омогућити веће кредитно ангажовање и реални раст зарада запослених као услова већег кредитног ангажовања у сектору становништва.

Банкарском сектору дугорочно највише одговара стабилан и предвидив економски амбијент. У релативно стабилним економским условима од 2000-2008 године, банкарски сектор има релативно стабилан раст кредитног портфолија у сегменту становништва и привреде. Наступањем светске економске кризе током 2009. и 2010.године задуженост државе бележи значајнији раст.¹⁸

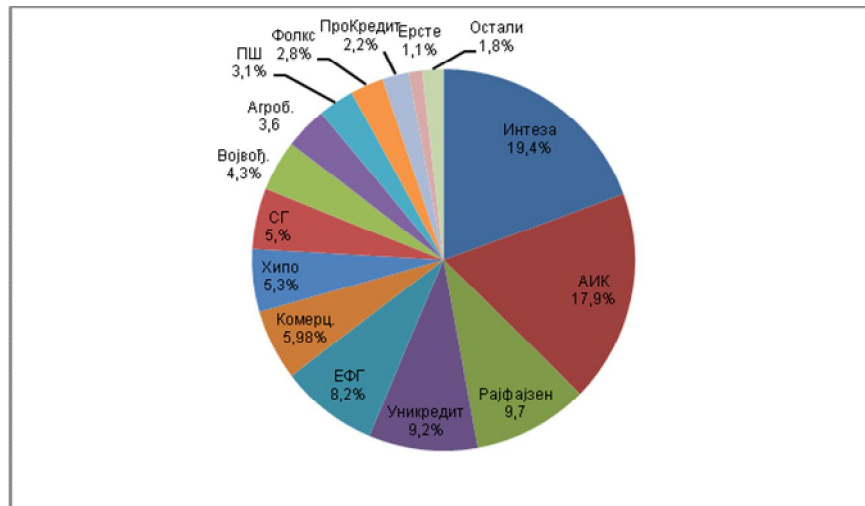
Графикон 1.

¹⁸ Извор: www.nbs.rs, према проф.др Зоран Јеремић „Банкарски сектор у Србији – прошлост, садашњост будућност“



Банкарски сектор остао је стабилан и у кризној 2009.години. Мада је банкарско тржиште уситњено, банке са страним власништвом су доминантне у остварењу профита у 2009.години; осим домаће АИК и Комерцијалне банке доминантну добит остварују банке са доминантним страним капиталом; од домаћих банака са страним капиталом доминантно учешће имају: Intesa, Raiffeisen, UniCredit, Нуро и SG банка.

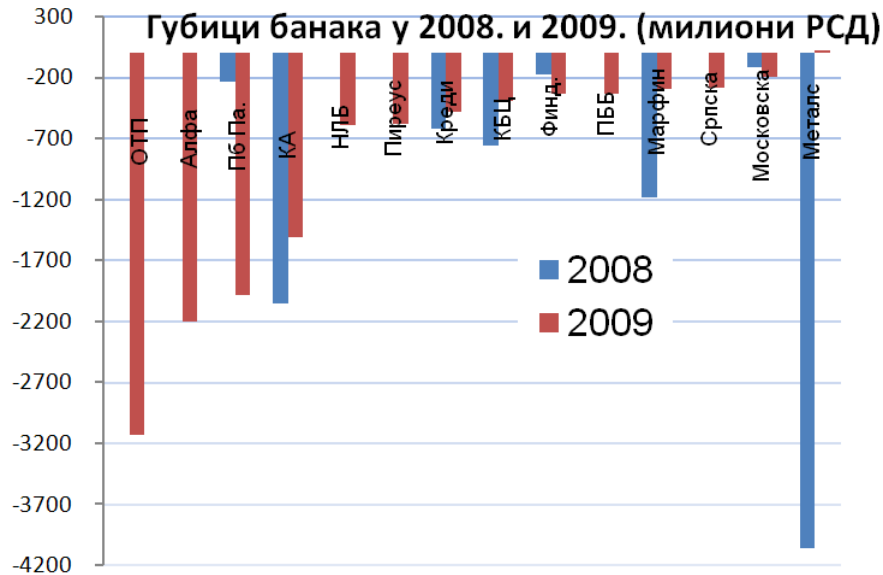
Графикон 2: Учесће банака у укупно оствареној добити¹⁹



¹⁹ Исто, стр.

Разлози за забринутост већи су када се погледа групација банака која је исказала губитак у пословању. За 2008. годину губитке је исказало 8 банака у износу од 9,1 милијарду динара, док је за 2009. губитке имало 14 банака у укупном износу од око 12,5 милијарди динара.²⁰

Графикон 3.



Током 2009. и 2010. године економска криза, која се у значајној мери осетила у Србији, зауставила је динамичан раст банкарског сектора. Привреда је почела да стагнира, а самим тим предузећа исказују лошије резултате него претходних година. Резултат таквог стања је да привреда постаје неликвидна и доводи се у питање отплата постојећих кредита, самим тим и повећане резервације по основу лоших пласмана у сектору привреде, односно смањење профита банака.

²⁰ Исто, стр.

3.1. Корпоративно управљање у банкама са већинским државним капиталом

Корпоративно управљање у старим нетрансфомираним банкама до краја деведесетих година прошлог века у нашој земљи сводило се на троструку улогу клијената банке: као депонента, власника и корисника кредита. У пракси слабе судске заштите поверилаца-кредитора перманентно је умањиван капитал банака било услед добијања привилегованих кредита сувласницима банака или због великог кашњења и великих резервација што је директно умањивало капитал банака. Перманентно је формиран висок ниво ненаплаћених потраживања што је чинило контаминирану активу банке.

Након убрзаног процеса приватизације створено је приватно власништво у реалном сектору, а тиме је изгубљена пословна моћ великих друштвених привредних система, извршена је реформа банкарског и финансијског система и створена је нова, измењена структура власништва над банкама. Власничке промене у корпоративној структури узрочно-последично се одразило на власничку структуру банкарског сектора и развој финансијског тржишта и његових сегмената. Тако формирана банкарска пасива у банкама, које имају мање или веће учешће државног капитала, ставља у први план базичних банкарских начела: начело ликвидности, начела сигурности пласмана и начела рентабилности и профитабилности у пословању. Утицај измењене власничке структуре уводи низ питања у функционисање банака са државним капиталом у циљу остваривања што већег приноса на државни капитал, као што су:

- организационе структуре по угледу на моделе банака са иностраним капиталом,
- начин руковођења банком – повећањем професионализма и стручности,
- управљање трошковима банке,
- примене унифицираних стандарда у пословању банке,
- економске оправданости развоја банкарске мреже.

Свакако да, поред државних акционара, мањински акционари учешћем у раду у управним одборима настоје да банка буде профитабилнија; тиме и вредност њихових акција има бољу тржишну верификацију. У одређеним управним одборима ових банака мали број је приватних инвеститора, који подсећају на рецидиве прошлости, да добијају привилеговане кредите од својих банака, јер је мониторинг управе од стране ревизора и законска регулатива у том погледу знатно рестриктивнија.

Упркос дугогодишњој стратегији САД и Европе на либералној стратегији глобалне акумулације транснационалног капитала и потискивања свих облика не-капиталистичких друштвених односа, након разорног избијања кризе крајем 2008.године у Америци и убзаног преноса кризе у Европи све више се спомиње „подржављење банака“ као могуће привремено спасоносно решење. Реторика светске политичке и финансијске елите са све мрачнијим прогнозама глобалног опоравка у први план ставља нека решења која су до јуче била неприхватљива и немогућа. Подржављење банака је један од тих. Деценијама декларисана као комунистичко-социјалистичко оруђе ретроградних система Истока, одједном је постало последње оруђе одбране дела банкарског система у Немачкој, Аустрији, САД и Великој Британији. „Власник контролог дела акција посрнуле минхенске банке „Нуро Real Estate“, Fluor је јуче сазнао за одлуку немачке владе да први пут од 1931.године дозволи национализацију банака. Суочена са баснословним губицима ирског огранка банке „Нуро“ прошле јесени немачка коалициона влада се месецима гложила око модела акције неопходног за очување стратешке финансијске институције“.²¹

На српском банкарском тржишту држава Аустрија постала је власник 67% одсто акција Нуро Алпе Адриа банке. „Досадашњи већински власник банке, немачка групација „Бајерн ЛБ“, објавила је да ће уступити аустријској држави својих 67% удела у „Нуро Алпе Адриа“ за један евро, а за исту симболичну суму своје учешће продаће остала два сувласника посрнуле банке“.²² Преузимање од стране државе

²¹ Политика, издање 22.02.2009., Тања Вујић: „Банке прелазе у државно власништво“

²² Политика, издање 14.12.2009., „Нуро Алпе Адриа у државном власништву“

ради спасавања посрнуле банке значило је одржање финансијске стабилности аустријске економије. Аустријска држава је обезбедила из буџета 450 милиона евра ради санације и повећања ликвидности банке. Ова активност значи већи мониторинг од стране Централне банке Аустрије као и надлежних министарстава. Са друге стране, очувана је стабилност штедних улога грађана, јер банкротство ове велике аустријске групације имало би драматичне негативне последице у поверење у банкарски систем са несагледивим последицама по финансијску и привредну стабилност аустријске економије.

У српским банкама доминантно државно власништво имају три банке: Српска банка (96,5 %), Поштанске штедионице (63,7%) и Привредне банке Панчево (92,9%). Агенција за санацију банака је урадила елаборат о спајању ових банака, али до спајања није дошло. Држава има мањински удео у Чачанској банци (38,8%), Комерцијалној (38,6%), Јумбес банци (21%), Агробанци (20%) и Привредној банци Београд (19,4%). Доминантно државне банке и банке са мањинским државним капиталом не могу да одрже конкуренцију домаћих банака са страним капиталом.

Из ове групе банака државних банака Комерцијална банка је једина озбиљна конкуренција банкама са страним капиталом.

Од домаћих банака са мешовитим капиталом, поред Комерцијалне банке, АИК банка из Ниша бележи добру профитабилност (најпрофитабилнија банка у Србији у односу на активу и број запослених) и значајно тржишно учешће у делу кредитног портфолија и у делу домаћих депозита.

Стране банке на српском банкарском тржишту имају брз раст активе и тржишног учешћа. У значајној мери доминирају по свим банкарским параметрима. У пасиви стране банке имају велике обавезе према матичним банкама из своје групације. Кредитирање клијената код ових банака не зависи од депозита добијених од клијената. Цена капитала њихових иноизвора је повољнија од извора домаћих банака. Ова предност је одлучујућа за брз раст активе и тржишног учешће ових банака.

Корпоративно управљање у банкама са доминантним државним капиталом или у значајном власништву државе у великој је зависности од утицаја политичке партије на менаџмент банке, која је добила да управља одређеном банком. У бившем социјалистичком систему постојао је партијски монопол једне партије и био је оправдан идеологијом тог доба. Ова фаза транзиције карактерише партијска подела плена на одређеним финансијским и привредним институцијама. Оваква пракса доводи до пада корпоративне културе и слабљења тржишне позиције банака.

Док је у ранијем социјалистичком систему постојао јавни конкурс за избор директора банака, сада се унутрашњим договорима у оквиру партије, која је добила одређену финансијску институцију, бирају кадрови. Партијска владавина финансијским институцијама онемогућава квалитетну институционалну контролу и онемогућава ефикасан рад и ефикасно корпоративно управљање. Често менаџмент има дилему да ли да задовољи партијску подршку и кадровима из своје партије подари неко квалитетно место у руководној структури или да се руководи принципима ефикасног корпоративног управљања. Са друге стране, партијска повезаност може да има и позитивне ефекте када партијски другови без економских принципа и пословне логике држе позамашне депозите и, на тај начин, се промовишу лични и партијски интереси, а не економски интереси ентитета којим се руководи.

3.2. Корпоративно управљање у банкама са већинским страним капиталом

Корпоративно управљање у банкама са већинским страним капиталом сматра се суштинским идентитетом банке и условом стварања трајних вредности акционара, као и осталима којима је у интересу сигурно пословање банке и то, пре свега, клијентима, запосленима и државним институцијама.

Значај који се придаје успешном корпоративном управљању у банкама произилази, пре свега, из значаја који банке имају у финансијском и економском систему једне земље. Наиме, банке су једине законом овлашћене депозитне

институције и као такве су главни генератори штедње и обртног капитала. Са друге стране, као кредитне институције, банке су и даље најзначајнији извор финансирања привреде, с обзиром на релативно мало учешће тржишта капитала у привредном систему. То се посебно односи на економске прилике у Србији. Током вишегодишњих санкција, изолације и бомбардовања наша предузећа су остала без обртног капитала. Такође, долазак страних инвестиција често не значи да матичне компаније обезбеђују довољно обртног капитала, већ се тражи обртни капитал од домаћих банака. Из такве њихове улоге произилази и њихова непосредна одговорност за правилну алокацију слободних средстава привреди и њихову најбољу искоришћеност.

У основи пет основних закона регулишу односе у финансијском сектору у Србији: Закон о привредним друштвима, Закон о банкама, Закон о осигурању, Закон о хартијама од вредности и Закон о пензијским фондовима. Закон о банкама садржи најобухватнији и најделотворнији оквир корпоративног управљања. Доношење овог закона резултат је хармонизације нашег финансијског законодавства са прописима Европске уније и Базел II стандардима, као и усклађивање прописа из банкарског сектора са нешто раније донетим прописима, који регулишу неке друге области финансијског пословања у Србији.

У том смислу банке примењују важеће екстерне и интерне прописе. Екстерне прописе уређује регулатива Централне банке и локални прописи, који су наведени у српском законодавству. Интерни прописи углавном су на примени екстерних прописа централне монетарне и финансијске власти дате земље као и правила матичне банке, односно групације. Када су прописи регулаторног окружења у супротности са важећим прописима ино-банкарске групације примењују се прописи регулаторног окружења. Одговорна банкарска групација држи да се добро корпоративно управљање остварује не само испуњењем регулаторних захтева, већ да оно произилази и из корпоративне културе менаџмента и запослених.

Док примена банкарских конзистентних прописа може да води преузимању мањег ризика и очувању капитала власника, такође, власничка структура у страним банкама може да утиче на степен преузимања ризика и профитабилност банака.

“Нижи степени ризика могу да се јаве када су власници приморани да инвестирају више њихових личних средстава у банку, а обрнуто се дешава када капитални захтеви не приморавају власнике да инвестирају већи део личних средстава у банку – мада они могу да подстакну стварање веће количине капитала. Међутим, Leaven и Levine додају да, зато што је однос између ризика и прописа критично зависан о појединим банкама од власничке структуре, које утичу на то да однос између прописа и процене банкарског ризика може да варира према власничкој структури, неопходно је размотрити и утицај власничке структуре како би се приказала прецизнија анализа преузимања банкарског ризика”.²³ Надаље, они илуструју своје разматрање демонстрирајући како однос власничке структуре и банкарских прописа утиче на понашање појединих банака везано за преузимање ризика. “Разматрају се следеће теорије:

- Да ефекат прописа на ризик зависи од релативног утицаја власника који постоје у оквиру управљачких структура појединих банака.
- Банкарски регулатори утичу на иницијативе власника о преузимању ризика на другачији начин него што утичу на менаџере (банковна теорија)
- Да власничке структуре утичу на способност власника да сами утичу на ризик (теорија корпоративног управљања).

Као одговор на питања као што су:

- i) зашто је корпоративна форма организације, коју чини „широко расута“ власничка структура честа појава – имајући у виду „позитивне агенцијске трошкове”;
- ii) зашто је раст власничког капитала у таквим организацијама огроман
и
- iii) зашто су многи вољни да повере огроман део свог богатства људи, који

²³ види The role of external auditors in corporate governance> agency problems and management of risk, Ojo, Marianne, str.236, Center for European Law and Politics, University of Bremen, 06. July 2009

немају много интереса за њихово благостање.

Jensen и Meckling упућују на аргумент, који су изнели Manne, Alchian и Demsetz, наиме, да се предност корпоративне форме (у облику сопственог власништва или партнерства) приписује ограниченој одговорности од сопственог власничког капитала.²⁴ Имајући у биду доминантно власништво мањег броја већих акционара, власници су свесни да већу одговорност за њихово сопствено огромно богаћење има менаџмент и упркос огромном власништву постају мање утицајни у односу на менаџмент. Отуда се могу објаснити огромни бонуси које носе врхунски менаџмент за повећану профитабилност и остварење зацртаних планова од стране власника према резултатима које исказује менаџмент.

Независна ревизија коју врши независни ревизор у банкама омогућава да се изрази мишљење о квалитету припремљених финансијских извештаја и тиме стекне поверење акционара, запоселних и учесницима на финансијском тржишту. Поред тога што имају фундаменталну функцију у преношењу финансијских резултата у јавност, ревизорски одбор служи као представник интереса акционара и обавезан је да омогући процес у којем менаџери, екстерни ревизори и извршни директор могу бити испитивани и позивани на одговорност – уколико је потребно. Ревизорски одбор није само одговоран за надзор процеса финансијског извештавања, већ и за ефективност интерне контроле компаније, интерне ревизије – где је потребно, и система управљања ризиком. Такође, има задатак надзора статутарне ревизије годишњих и консолидованих рачуна.

3.2.1. Основна начела корпоративног управљања у банкама са већинским страним капиталом

Корпоративно управљање у основи представља постављање циљева друштва и утврђују се средства за остваривање тих циљева. У основи овог сегмента ради се о банкама са већинским страним капиталом. Да би се остваривали постављени

²⁴ Исто, стр.241

циљеви размотрићемо основна начела управљања у банкама са вечинским страним капиталом.

Заштита права акционара. Акционари остварују право гласа на Скупштини банке, а самим тим и акционари имају право на дивиденду и друга права у складу са регулаторним прописима у датој држави као и на основу Статута банке. Најмање једном годишње Управа банке сазива Главну скупштину банке објавом позива на начин да информисе чланове скупштине. Пре редовне скупштине акционара Надзорни одбор испита годишњи финансијски извештај о пословању банке и предлог одлуке о употреби добити. Прихватањем извештаја о пословању за претходну годину Скупштина доноси одлуку о давању или разрешењу чланова Управног, Надзорног и Извршног одбора банке. Поред ових основних питања Скупштина одлучује о изменама и допунама Статута банке, као о изменама и разрешењима чланова Извршног, Надзорног и Управног одбора.

Успостављање организационе структуре, која омогућава остваривање стратешких циљева и афирмације основних корпоративних вредности банкарске групације. Модел организационе структуре се дефинише тако да се јасно дефинише надлежност послова сваког организационог дела, делегирању надлежности сваког организационог дела а самим тим и јасно делегирање организационих делова за доношење одређених пословних одлука.

Надзор пословних активности се остварује кроз функционисање система организационих контрола и извешава се банкарска групација о хоризонталним активностима по функцијама.

Успешна сарадња Надзорног одбора и Управе банке. У том циљу Извршни одбор банке уз сагласност Надзорног одбора усваја основна документа банке-буџет за наредну годину и стратешки план пословања за одређено раздобље, обично за период од три до пет година. Важан део успешне сарадње Надзорног одбора и Извршног одбора банке, по правилу, се дефинише пословном политиком која се усаглашава са банкарском групацијом и конкретним кретањем економског окружења у којима банка послује. Надзорни одбор може у свако доба од Извршног

одбора банке да затражи информацију о питањима везаним за пословање банке а која могу у значајној мери да утичу на њен положај на локалном финансијском тржишту.

Успостављање јасне линије руковођења и одговорности у банци. Извршни одбор води послове банке на личну одговорност и заступа према трећим лицима. У организационом смислу сваки члан Извршног одбора по вертикалној линији руководи одређеним пословним делом банке: привреда, становништво или пратећим непословним деловима: ризик банке, банкарске операције, кадрови, маркетинг, правно одељење и сл. У вођењу послова банке Извршни одбор нарочито осигурава да банка послује у складу са правилима о управљању ризицима: системско праћење, процену и стратегију процедура за управљање ризицима, системско праћење, процену и стратегију одржавања нивоа адекватности капитала у односу на ризике којима је банка изложена у свом пословању. Функционисање система интерних контрола за сва подручја банке несметано уз сву пажњу и помоћ обавља послове интерна ревизија. Банка води пословне и друге књиге и пословну документацију, саставља финансијске и друге извештаје у складу са рачуноводственим и другим прописима и стандардима дефинисаним законом земље у којој банка послује. О резултатима сваке појединачне банке извештава се групација, која сумира резултате на нивоу групе. Председник Извршног одбора руководи Извршним одбором и усклађује све пословне функције и функције подршке у банци; у име Извршног одбора подноси извештај Управном одбору и Скупштини. Извршном одбору банке у раду помажу одбори и тела банке: кредитни одбор, одбор за управљање активом и пасивом, одбор за управљање променама и compliance функције и други одбори.

Добре и транспарентне односе и комуникацију између свих органа банке, запослених, менаџмента, акционара и клијената банке. У банци као друштвено одговорној финансијској институцији дефинисане су основне комуникационе поставке, које дају смернице за свакодневно комуницирање и односе са јавношћу. Тачно је дефинисано ко има овлашћење за давање одређених информација за

јавност. Такође, банке са страним капиталом имају развијену интерну комуникацију о текућим резултатима банке и банкарске групације.

Базелски комитет наглашава улогу четири значајне форме надзора, које треба укључити у организациону структуру банке да би се обезбедила примена здравог корпоративног управљања без обзира на форму коју банкарска организација користи:

- 1) надзор који врше Управни или Надзорни одбор;
- 2) надзор који воде појединици, који нису укључени у дневно вођење различитих области пословања банке;
- 3) директна линија надзора различитих области пословања и
- 4) независне функције управљања ризицима, комплајанса и ревизије.²⁵

Базелски комитет је, у циљу остваривања ефективног корпоративног управљања, формулисао извесне принципе за које сматра да представљају значајне елементе процеса, а то су:

1. Чланови управног одбора морају да буду квалификовани за своју позицију, да разумеју своју улогу у процесу успешног управљања банком и да су у стању да просуђују о њеном пословању. Овај принцип се односи, пре свега, на потребне стручне квалификације и искуство чланова управног одбора, као и њихову независност од утицаја различитих заинтересованих страна;
2. Управни одбор треба да одобрава и надгледа банчине стратешке циљеве и корпоративне вредности, које се преносе широм организационе структуре банке. Према томе, Управни одбор је тај који је одговоран за утврђивање основних циљева пословања и поштовања основних вредности здравог корпоративног управљања од стране свих организационих делова у банци;
3. Управни одбор мора да успостави и да се стара о остваривању линија

²⁵ „Јачање корпоративног управљања за банкарске организације“, Базелски комитет за банкарску контролу, фебруар 2006.

- одговорности широм организације банке;
4. Управни одбор треба да обезбеди да одговарајући надзор, који спроводи више руководство, буде конзистентан са политиком одбора;
 5. Управни одбор и више руководство треба да ефективно користе резултате функције интерне ревизије, екстерних ревизора и интерне контроле;
 6. Управни одбор треба да обезбеди да политика и пракса компензације буду конзистентне са корпоративном културом банке, дугорочним циљевима и стратегијом, као и контролним окружењем;
 7. Банком је потребно управљати на транспарентан начин;
 8. Управни одбор и више руководство банке треба да разумеју њену оперативну структуру и када банка послује у окружењу, односно кроз структуру која омета транспарентност.²⁶

Појавом банака са страним капиталом на српском финансијском тржишту убрзано је враћање поверење грађана у банкарски систем. Такав тренд треба очекивати и у наредном периоду. У већини страних банака евидентиран је квалитетно нови однос према капиталу и начину управљања капиталом. Боља организација рада и стандардизација процедура резултирао је већом ефикасношћу пословања и пажљивије управљање ризицима, бољим финансијским резултатима што је један несумњиви резултат квалитетног корпоративног управљања банака са већинским страним капиталом.

У својој организационој структури, у циљу ефикаснијег и сигурнијег корпоративног управљања, излагање ризицима је неизбежно и јавља се услед прикривених и непредвидивих разлога. У том смислу, један од најважнијих циљева менаџмента је да идентификује и процењује ризике и да управља ризицима у складу са Законом о банкама као и својим групацијским прописима. Најчешћи ризици, које банка посебно третира и за које формира посебну организациону структуру, су:

²⁶ Исто, стр.89

- кредитни ризик,
- ризик изложености банке,
- ризик ликвидности,
- тржишни ризици (обухватају каматни и девизни ризик),
- оперативни ризик.

Примећено је да домаће банке последње наведеном облику ризика – оперативном ризику - не посвећују довољно пажње више да би се задовољила регулатива НБС-а. Стране банке врло прецизно анализирају могуће оперативне ризике услед неадекватних процедура у банци или непоштовања процедура од стране запослених, услед неадекватног управљања информационим системом или непредвиђених екстерних догађаја (поплаве, земљотреси, пожари) и развијају разне ситуационе могућности рада банке, филијала на резервним локацијама подржану од стране информативне технологије; у том циљу развијају разне пројекте од којих је најважнији пројекат BCM (business continuity management).

Ситуација у привредном сектору се постепено мења, мада се реформе морају брже спроводити, што узрокује неизвесност економске политике, који по оценама међународних финансијских организација, ставља у контекст још увек присутну политичку нестабилност. Присуство високог кредитног ризика у односу на земље централне и источне Европе, са којим се Србија често пореди, није зауставило узлазни тренд кредитне активности банака, које треба очекивати и у наредном периоду. Међутим, креирање новца путем динарских пласмана, по оцени НБС, означено је као један од главних узрока раста монетарног агрегата М1, што је понекад утицало на повећање обавезних резерви НБС.

Банке са страним капиталом имају изражен софистицирани приступ у оцени и управљању кредитним ризиком, као резултат односа у управљању капиталом. Он је омогућио не само поменути динамику кредитне активности, већ је резултирао и поправљањем капитала билансне aktive по критеријуму изложености ризику. Осим повећаног облика кредитирања и тренда динамичког раста, пословно банкарство у Србији учинило је још једну квалитетну значајну промену и то у

структури кредитног портфолија, у којој доминантно учешће имају кредити одобрени привреди - оно бележи динамику раста у корист становништва. Овакве трендове треба очекивати и у будућности, јер по оцени задужености сектор становништва није задужен у мери колико је ситуација у земљама у окружењу сличног степена и привредног и друштвеног развоја.

Савремена банкарска пракса указује да један од кључних фактора успеха модерне банке управо њено највише руководство – њен „топ менаџмент“. Управо се у деловању ове функције банке могу испољити кључни проблеми управљања савременом банком, који могу имати за пословање банке веома лоше последице. У најкраћем, те последице могу се свести на следеће:

- недовољно управљање променама,
- неодговарајућа ораганизациона структура која не може да задовољи потребе турбулентног финансијског окружења,
- неодговарајући стратегијски приступ и
- неодговарајућа пословна и продајна клима.

Остваривање пословних задатака менаџмента у променљивим и динамичним условима је постао критичан фактор успеха банке. Добро је познато да се листи кључних разлога, због којих једна банка може да оде под стечај, поред лоших пласмана и пада економије може додати и лош менаџмент банке. Односно, менаџмент банке који није у стању да антиципира у будућем току промена у окружењу и да прилагоди микс тим променама и тако оствари прихватљив ниво профита може да представља генератор губљена тржишних позиција банке, слабљења остваривања губитка и напослету банкротства.

Знања и способности које морају поседовати савремени менаџери, поред знања о банкарској техници и технологији која је полазна претпоставка, морају бити изнад садашњег нивоа у нашим банкама. Нема сумње да су данас знања људи у нашим банкама на солидном нивоу, али се то не може рећи и за знања из менаџмента. Мисли се да менаџмент тим банке није у стању, без обзира на разлоге, да

предвиди ток и правац тржишних промена у окружењу и прилагоди свој пословни микс тим променама и оствари довољан ниво профита којим ће бити власници, односно акционари задовољни. Чак и у много развијенијим банкарским институцијама развијених земаља, као што је, на пример, америчко банкарство, осећа се недостатак квалитетног менаџмента. Нарочито се то осећа у спровођењу даљих реформи, чија знања и способности подразумевају предузимања ризика у банкарским пословима. Основни проблеми савремених банака је управљање ризиком. “Ви не можете добити новац за покривање губитака из ваздуха. Он мора доћи од клијената и деоничара.”²⁷

Потребу за већим образовањем из менаџерских знања и вештина изазвала су два фактора: 1) нарасла конкуренција проузрокована дерегулацијом и 2) раније окружење, које је захтевало добро знање из администрације, али не и потребу вештина управљања и лидерства.²⁸

Очигледно је да уз брзе промене у свим сегментима банкарске средине основне карактеристике утичу на њено пословање. Прилагођавање тим променама, са једне стране, и способност банке да преузима на себе већи ризик, са друге стране, чини пословање банке јако сложеним у турбулентном финансијском окружењу. Промене у окружењу доводе до конфликта новог слоја менаџера и традиције интуитивног одлучивања. Управљачке перформансе посебно „топ менаџмента“ треба да уважавају контролу кључних фактора успеха савремене банке. Зато се сматра да су истински банкарски лидери они који:

- „1) имају јасну визију пословања,
- 2) саопштавају својим сарадницима своју визију пословања,
- 3) предузимљиви су и

²⁷ види “The New York Times, Sunday, June 16, 1991., section The Week in Review, страна 5.

²⁸ види James H. Donnelly and Steven J. Skinner: The New Banker - Developer Leadership in a Dynamic Era, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1989., страна 6.

- 4) опседнути су перфектношћу“.²⁹

4. Корпоративно управљање и власничка структура

4.1. Права акционара и кључне функције власништва (регулатива, пракса)

Примарни интерес у акционарском друштву имају акционари, с обзиром на то да они оснивају акционарско друштво на уговорној основи ради остваривања примарне функције – профита. Међутим, капитализам не значи да власници формирају фирму само да би згртали профит не поштујући права запослених, да не воде рачуна о друштвеној одговорности, екологији и правди.

Теза о искључивом интересу акционара у компанији има као претпоставку јединственост тог интереса, што у пракси није случај. Осим кад је реч о једночланом друштву, због постојања више власника овај интерес није хомоген. Пут ка специфичним сукобима интереса акционара отвара и сама чињеница да се оснивачки акти упркос уговорној природи могу мењати већином акционара. Дешава се да је интерес већинског акционара супротстављен интересима мањинског власника. Интереси акционара нису хармонични ни зависно од врсте акционарског друштва, ако је реч о затвореном друштву (право прече куповине акција постојећих акционара), док то није случај у отвореном акционарском друштву.

Акционари су као власници и носиоци ризика пословања акционарског друштва чије акције поседују, тако да у случају стечаја или ликвидације акционарског друштва, акционарима припада остатак стечајне масе након подмиривања свих поверилаца. Остатак ликвидационе масе се дели акционарима. Постоји равноправност у деоби ликвидационог остатка акционарима исте класе, с тим што се приоритетним акционарима дели ликвидациони остатак по приоритету, односно у случају стечаја ови акционари су у преимућству.

²⁹ види Leonard L. Berry, David R. Bennet and Carter W. Brown: Service Quality – A Profit Strategy for Financial Institutions, Dow Jones -Irwin, Homewood, Illinois, 1998., стр. 83.

Основни капитал акционарског друштва може се увећати само радом запослених, те отуда власници друштва и сами имају интерес да штите позицију запослених, који са своје стране имају интерес да одрже своју запосленост и да им се побољшају услови рада и повећају примања. “Снажнија интеграција запослених у корпоративну структуру акционарског друштва у савременим правима решава се путем формирања разних форми партиципације и саодлучивања у управљању и/или преко посебног тела-савета запослених.”³⁰

Запослени постају интегрални стуб акционарског друштва на уговорној основи из којих црпе своја права и обавезе одређена делом уговором о раду, а делом Законом и колективним уговором. Угроженост права запослених нарочито је изражена ако наступи стечај акционарског друштва или ако реорганизација не успе.

Отворена акционарска друштва, у економском смислу често средња и велика, имају одвојену управу од власника – акционара. Управа акционарског друштва, која је одвојена од власника, налази се у специфичном заступничком положају. Односи између акционара и управе уређују се посебним уговором. Управа акционарског друштва може бити супротстављена интересима запослених у ситуацији када се расправља о колективном уговору у циљу дефинисања нивоа зарада. Поред тога, управа може да ускраћује давање неких информација запосленима. Специфично је да управа не одговара лично за обавезе друштва, али је у обавези да ради у „најбољем интересу друштва“. Понекад, када Управа друштва треба да донесе одлуку за коју није компетентна, може се ослонити на мишљење стручних лица, институција и агенција коју ову област боље познају. У случају да овакве одлуке, које се доносе, на основу екстерног мишљења често управа жели да се заштити од консеквенци примене таквих одлука.

Управа акционарског друштва је носилац ризика по више основа. Као прво, може бити субјект одговорности како статусне тако и имовинске, под одређеним претпоставкама. Ова питања морају бити детаљно уговорно уређена у односима

³⁰ проф. др Мирко Васиљевић: „Корпоративно управљање“, стр.60, Правни факултет, Београд, 2007.

компаније и управе друштва. Такође, Управа друштва се штити клаузулама такозваног „дијамантског“, „златног“ или „сребрног“ падобрана, који обухватају накнаде управи ако се управа разрешава без посебног разлога.

У великим акционарским друштвима управа друштва не води дневне послове друштва, већ то чине извршни директори (менаџери), који могу бити чланови управе и то унутрашњи чланови управе а не спољни. У основи, њихов интерес се поклапа са интересима и ризицима управе или да припремају предлоге одлука за управу. Када је у питању доношење пословних одлука ради се о делегираним овлашћењима управе и одговорност је аналогна одговорности управе. У тим случајевима, као и код управе менаџери морају бити предмет уговорног уређивања посебно када су накнаде у питању како би менаџери били мотивисани да доносе одлуке као да су акционари.

Одељци ³¹1. и 2. ОЕЦД принципа фокусирани су на основна права и једнак третман акционара. Основна начела акционара укључују права на: (1) поуздане методе регистрације власништва, (2) пренос акција другима, (3) благовремено и редовно добијање релевантних информација о корпорацији, (4) учествовање и гласање на скупштини акционара, (5) избор чланова одбора (управног и, где постоји, надзорног одбора) и (6) учешће у добити корпорације. Систем корпоративног управљања мора да обезбеди једнак третман свих акционара, укључујући и мањинске акционаре. Сви акционари би требало да имају ефективне правне инструменте у случају повреде свих права. Коначно, сви акционари исте класе морају бити третирани на исти начин.

³¹ Мисија ОЕБС-а у Србији, СТР. 7.ОЕЦД ПРИНЦИПИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА, Креатива Београд, 2004.

4.1.1. Регистрација власништва – Централни регистар хартија од вредности

Власничка регистрација у Србији решена је на задовољавајући начин. Институција задужена за вођење евиденције о законским имаоцима права на хартије од вредности и за сигуран и благовремен пренос власништва је Централни регистар хартија од вредности. Хартије од вредности се преносе и евидентирају у облику електронског записа у информационом систему ЦРХОВ.³²

ЦРХОВ је формално започео са радом 1.јануара 2004.године на основу Закона о ХОВ. База података о законитим власницима акција стечених у току приватизације преузета је од Агенције за приватизацију – Привременог регистра, сам процес преноса почео је 12.јануара 2004.године. Иако је пренос података у значајној мери спроведен још увек у пракси постоје проблеми са фирмама, које због инсајдерске приватизације имају велики број малих акционара, који још нису на слободном берзанском тржишту и који нису ажурирали нити регистровали своја власничка права у ЦРХОВ.

ЦРХОВ за своје чланове: брокерске куће, банке и берзе прима податке за пренос права на хартијама и отвара и води рачуне својих чланова и њихових клијената. Рачуни морају бити отворени у име и за рачун правног власника чиме је обезбеђена транспарентност имовине чланова и њихових клијената. Такође, ЦРХОВ омогућава брз и једноставан упис права трећих лица на хартијама од вредности. Заложене хартије од вредности се могу лако продати по захтеву власника.

Емитенти могу регистровати нову емисију хартија од вредности након што су добили сагласност Комисије за хартије од вредности. Емитенти имају широк спектар услуга у сфери вршења корпоративних радњи које ЦРХОВ може да пружи, а то су: исплата главнице и куповина обвезница, исплата дивиденде, обавештавање законских власника акционара о одржавању скупштине акционара и позив за давање заступништва, такође, и о јавној понуди за преузимање акција.

³² „Сл. Гласник РС“, бр.47/2006

За трговање хартијама од вредности на берзи, ЦРХОВ је универзална страна у трансакцији и у случају неизвршења обавеза могуће је активирање процедуре за принудно извршење берзанских трансакција, уз могућност да један од учесника не изврши своју обавезу.

Комисија за хартије од вредности је задужена за надзор над законитошћу пословања ЦРХОВ по члану 251 Закона о ХОВ. На основу решења и других одлука, Комисија ЦРХОВ врши упис нових хартија на рачуне законским власника. Такође, Комисија даје сагласност на битна акта ЦРХОВ. Поред одређених недостака, који су поменути, општа оцена је да ЦРХОВ врши све функције поверене законом на ефикасан начин и на тај начин подиже корпоративну ефикасност и заштиту права власника акција.

4.1.2. Права акционара у отвореним и затвореним акционарским друштвима

Законом о привредним друштвима прави се разлика између отвореног и затвореног акционарског друштва са строгим правилима која важе за отворена акционарска друштва, као на пример:

- ревизија финансијских извештаја,
- објављивање пословних извештаја,
- улога комисије за хартије од вредности, итд.

Сви ови институти су омогућили заштиту јавног интереса акционара, односно инвеститора. Разлика између отворених и затворених акционарских друштава је битна и са становишта слободе преносивости акција. У том смислу дајемо преглед поређења отворених и затворених акционарских друштава.

Tabela br.2³³

	Отворена друштва	Затворена друштва
Број акционара	Без ограничења	Максимално 100
Мимимални основни капитал	25.000 ЕУР	10.000 ЕУР
Издавање акција	Јавни позив за упис. Затворени упис дозвољен у складу са Законом о привредним друштвима	Затворен упис само међу оснивачима или другим унапред одређеним лицима. Не могу да врше упис јавном понудом.
Преносивост акција	Нису дозвољена никаква ограничења	Постоји могућност потенцијалних ограничења ако се унесе у оснивачки акт
Управни одбор	Обавезан	Обавезан Управни одбор или директор
Надзорни одбор	Обавезан	Необавезан
Објављивање извештавања	Друштво мора да објављује широк списак информација које се односе на његово пословање	Друштво мора да објављује јавне информације ако јавно емитује обвезнице или друге дужничке хартије од вредности. У супротном нема обавезу по ЗПД.

³³ Корпоративно управљање, ИФС, стр.33, Београд 2008

4.1.3. Кључне функције власништва: издавање акција, гласање акционара, расподела дивиденди, транспарентност у објављивању информација

Издавање акција. Битна разлика између затвореног и отвореног акционарског друштва је недостатак јавног тржишта код затвореног акционарског друштва. Прво, непостојање јавног тржишта чини веома низвесним вредновање акција затвореног акционарског друштва што додатно компликује улаз додатних потенцијалних инвеститора. Друго, недостатак активног тржишта повећава могућност конфликта око политике дивиденди.

Потреба за готовином појединачног акционара може бити осујећена одлуком друштва да значајан део добити реинвестира. Банке могу бити невољне да акције затворених друштава узму као колатерал због ограничења у промету тим акцијама. Такође, недостатак јавног тржишта умањује значај менаџера као награду за успех компаније. На основу свих ових закључака следи да је затворено акционарско друштво врло блиско друштву са ограниченом одговорношћу.

Гласање акционара. Према ОЕЦД принципима, акционари би требало да имају могућност да учествују и гласају на скупштини акционара и морали би бити обавештени о процедуралним правилима. Поред тога, акционари морају да добију комплетне информације које се тичу седнице скупштине привредног друштва. Међутим, иако је право гласања формално дато, у пракси га је тешко реализовати. Поред недостатка мотивације, ако је глас акционара безначајан, ограничења могу бити и техничке природе: закаснео позив, даљина локације где се одржава скупштина, недостатак информације о дневном реду, немогућност да се предложе нове тачке дневног реда.

Отворено акционарско друштво мора да има управни одбор, док затворено акционарско друштво или друштво са ограниченом одговорношћу има право на избор између директора и управног одбора.³⁴ Закон о привредним друштвима дефинише надлежност управног одбора који је углавном одговоран за утврђивање стратегије и пословних приоритета, као и за усмеравање и контролисање рада

³⁴ Закон о привредним друштвима. Члан 307.

руководиоца. Такође, оснивачким актом одређене надлежности управни одбор може да добије од скупштине акционара. Мађутим, у отвореним акционарским друштвима, јако је важна структура управног одбора. „Емпиријске студије о величини борда директора откивају везу са перформансама компаније. Goodstrein сугерише да већи управни одбор је разноврснији и има више веза са спољашњим окружењем и добија више информација о корпоративној политици која ће да побољша ефикасност. Штавише, такође је боље уколико моћни и ауторитативни директор је председник управног одбора. Овом анализом дошло се до става да је већи управни одбор бољи уколико је већа дисперзија власнитштва и где мањински акционари нису довољно посвећени управљању и не постоји бољи начин за кредибилно управљање.“³⁵

По нашем Закону о привредним друштвима, разликују се редовне годишње и ванредне седнице скупштине. Закон прописује да се писмени позив за седницу скупштине акционара упућује најкасније 30 и најраније 60 дана пре дана одржавања редовне седнице скупштине, а писани позив сваком акционару за ванредну скупштину најкасније 15 и најраније 30 дана пре скупштине. Годишња редовна скупштина се одржава у седишту друштва.

Према ОЕЦД стандардима, сви акционари унутар једне класе акција морали би имати једнако право гласа. Сви инвеститори би морали имати право да добију информације о праву гласа које прати сваку класу пре него што купе акције. Било каква накнадна измена права гласа морала би бити предмет одлучивања самих акционара.

Расподела дивиденди. На први поглед, дивиденде су резултат ефективног система правне заштите акционара. Под ефективним системом, мањински акционари користе своје правне моћи да приморају компаније да избацују готовину, тиме спречавајући инсајдере да узимају превелики део добити компаније за сопствену корист. Акционари то могу да учине гласајући за директоре који нуде бољу дивидендну политику, продајом акција потенцијалним

³⁵ Douglas Nanka-Bruce: стр.114. Corporate Governance Mechanisms and Firm Efficiency. Faculty of Economic Sciences and Business, Barcelona, Spain, october, 2010.

непријатељским узурпаторима који затим добијају контролу над компанијама које не исплаћују дивиденду, или судским гоњењем компанија које преобимно троше на оне активности које користе само инсајдерима. Поред тога, добра заштита инвеститора чини диверзију активе правно ризичнијом и скупљом за инсајдере и тиме повећава релативну привлачност дивиденди за њих. Што су већа права мањинских акционара, више готовине они извуку из компаније под једнаким осталим околностима.

Важно је уочити да се овај аргумент не базира на чињеници да мањински акционари имају одређена права на дивиденде сами по себи, већ на то да имају већа општа права гласања за директоре и противљења експропријацији богатства. “Добар пример из САД је Кирк Керкориан који је натерао Chrysler Corporation да изда своју готовину исплатом дивиденди 1995-1996. Као велики акционар у Chrysler -у, Керкориан није имао одређена права на дивиденде, али је употребио механизам гласања како би поставио своје људе у одбор, а онда присилио чланове одбора да значајно повећају дивиденде. Други добар пример је Velcro Industries, произвођач чувеног „touch fastener“ смештен на Курасао на холандским Антилима „где акционари немају право на другачије мишљење“ (Forbes, 15. октобар 1990.). Две трећине акција Velcro Industries су контролисане од стране породице Cripps која води Velcrom (Forbes, 23. мај 1994.). 1998., и поред поседовања огромних готовинских резерви, компанија је отказала дивиденде „за догледну будућност“, (Forbes, 3. октобар 1998.), делистирала се са берзе у Монтреалу и агресивно амортизовали средства да умање добит, очигледно „да откупе мањинске акционаре Velcro-а за јефтино“ (Forbes, 23. мај 1994.). Цена акције се утопила и 1990. са дивидендама које су остале на нули, Crippses је понудио да откупи мањинске акције за нешто изнад тржишне цене. Мањински акционари су покренули судски спор у Њујорку. „Када је њујоршки судија пресудио да САД има правну надлежност, тајновити Сир Humphrey Cripps је одлучио да повуче своју понуду радије него да подлегне америчком суду“ (Forbes, 23. мај 1994.)”³⁶ Компанија је после тога повратила исплате дивиденде. Овај случај

³⁶ види Agency Problems and Dividend Policies Around the World, Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, стр.294, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, January 1999

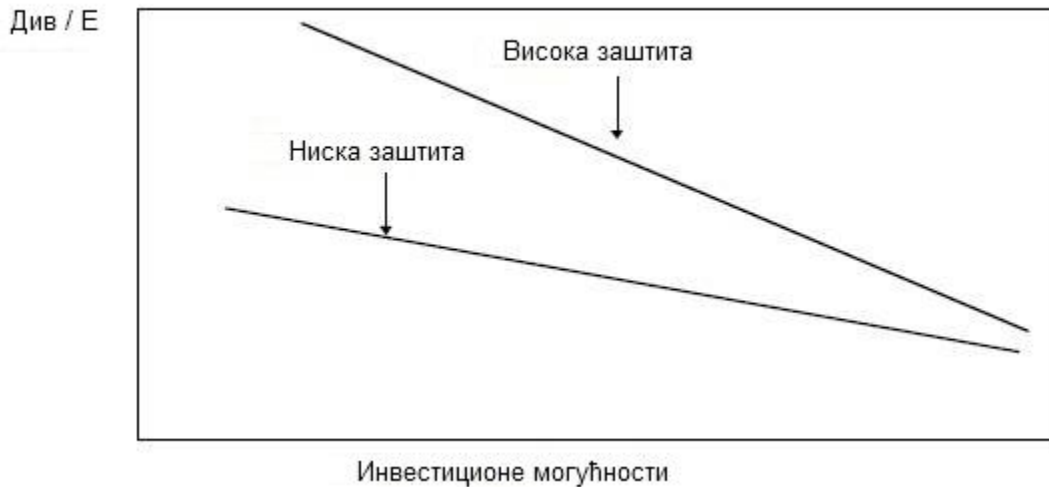
илуструје да у земљи са високом заштитом, као што је САД, насупрот земљи ниске протекције као што је Холандија, акционари су у могућности да екстракују дивиденде од компанија у смислу њихове способности да се одупру притиску радије него да имају одређена права на дивиденду саму по себи.

При поређењу земаља са различитим квалитетом заштите акционара, становиште да је боља заштита повезана са вишим износима исплате дивиденде је спорно. Постоји још једна импликација ове теорије. Узмимо у обзир земљу коју карактерише добра заштита акционара и упоредимо две компаније у тој земљи: једну са добрим могућностима инвестирања и проспеката раста и другу са slabим очекивањима. Акционари који се осећају заштићено би прихватили ниже дивиденде и високе реинвестиционе стопе од компаније са добрим очекивањима, јер они знају да када инвестиције у овој компанији дају резултате, могли би да извуку и високу дивиденду.

Насупрот томе, зрелој организацији са лошим инвестиционим могућностима не би било дозвољено да инвестира непрофитабилно. Као последица, са добром заштитом акционара, компаније са високим растом би требало да имају значајно ниже дивиденде него оне са ниским растом. Супротно, када је заштита акционара слаба, не бисмо засигурно очекивали такав однос између исплата и раста како би акционари могли да покушају и узму оно што могу – што не би морало да буде много – одмах. Ово је, такође, ставка за разматрање. Импликације које се тичу агенцијског модела дивиденди као резултата су илустроване на слици 1.³⁷

Графикон 4: Модел дивиденди као резултата - Дивиденде као супститут за правну заштиту акционара

³⁷ Исто, стр.296



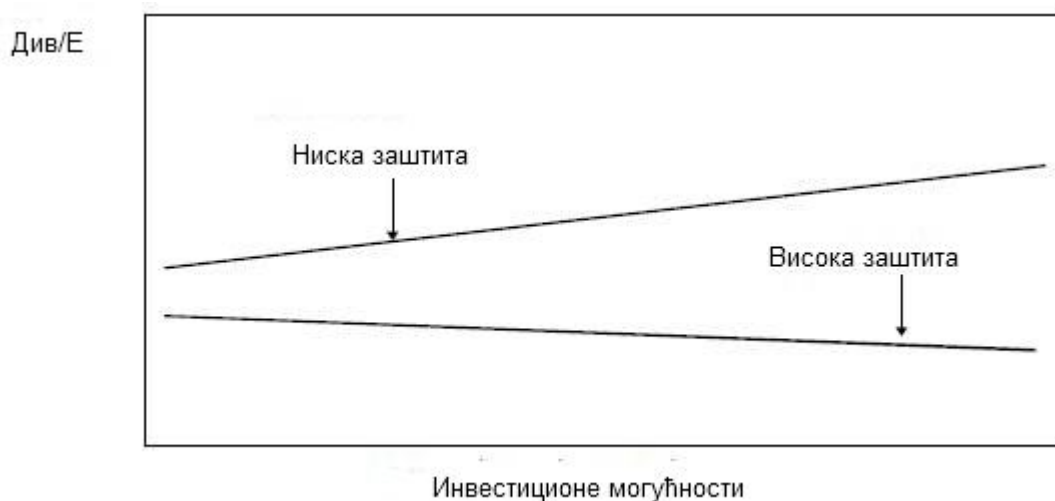
Алтернативни агенцијски аспект је да су дивиденде супститут правној заштити. Овакво гледиште је пресудно засновано на потреби компанија да изађу на екстерна тржишта капитала ради финансирања, макар повремено. Да би могла да повећа екстерне изворе финансирања уз атрактивне услове, компанија мора да изгради репутацију у ублажавању акционарске експропријације. Један начин за изградњу такве репутације је исплата дивиденди, што смањује оно што је остало за експропријацију. Да би овај механизам функционисао, компанија никада не сме да пожели и „уновчи“ своју репутацију стопирајући дивиденде и потпуно експропријатишући акционаре. Компанија никада не би желела да уновчи ако, нпр., постоји довољно несигурности око њених будућих токова готовине да је алтернатива повратка на тржиште капитала увек драгоцене.

Репутација компаније по добром третману акционара је највреднија у земљама са слабом правном заштитом мањинских акционара, који немају много других алтернатива на које би се ослонили. Сходно томе, потреба за дивидендама у изградњи репутације је највећа у таквим земљама. Насупрот томе, у земљама са већом заштитом акционара, потреба за репутационим механизмом је слабија, па је, према томе, мања и потреба за исплатом дивиденди. Овакав став подразумева да, уколико су остале околности исте, рачна исплате дивиденди би требало да су

виша у земљама са слабијом правном заштитом акционара него у онима са јаком заштитом.

Поред тога, са овог аспекта, компаније са бољим изгледима за раст, такође, имају јачу иницијативу (мотивацију) да изграде репутацију како оне имају потенцијално веће потребе за екстерним финансирањем, ако су други услови константни. Као резултат, компаније са бољим изгледима раста би могле да изаберу виша рачица исплате дивиденди него компаније са slabим изгледима за раст. “Међутим, фирме са бољим изгледима, такође, имају и бољу текућу искоришћеност средстава него компаније са slabим изгледима раста. Веза између изгледа за раст и рачица исплате дивиденде је, према томе, нејасна. Слика 2 илуструје импликације овог супститутног агенцијског модела дивиденди.”³⁸

Графикон 5: Супститутни модел дивиденди



У српском законодавству експлицитно је забрањено да појединачни споразуми или уговори акционара одређују друге критеријуме исплате дивиденди, који би

³⁸ Исто, стр.297

угрозио начело равноправности акционара. Када је реч о обичним акцијама, постоје два услова да би се дивиденда делила акционарима и то:

-постојање дивиденди и

-одлука надлежног органа.

Ова два услова се примењују кумулативно, односно морају оба да буду испуњена да би акционари добили дивиденду као принос на своје акције. Важно је напоменути да исплата дивиденди може бити предмет одређених законских или других ограничења, односно компанија у тим случајевима нема искључиво право одлучивања по питању исплата. Дивиденда може бити исплаћена само из добити. Добит, која је предмет расподеле, може бити остварена у текућој години, али је могуће дивиденду исплатити из добити кумулиране у претходним годинама. У складу са нашим законским решењима додаје се да прво морају бити покривени евентуални губици из ранијих година, део се мора расподелити у законске резерве, а тек онда је могуће и власницима капитала расподелити дивиденду.

Основни облик и најчешћа форма расподеле добити у предузећу јесу новчане дивиденде. Пракса у развијеним тржиштима је да Управни одбор доноси предлог о исплати дивиденде акционара, а скупштина акционара доноси коначну одлуку. По нашем Закону о привредним друштвима, омогућено је Управном одбору да донесе одлуку о исплати дивиденде уколико је такво овлашћење предвиђено Статутом друштва. Тако донета одлука Управног одбора је обавезујућа за друштво и акционари морају добити дивиденду тачно на одређени дан.

У САД се дивиденде исплаћују квартално, док је у Енглеској пракса да се дивиденде исплаћују полугодишње. Ове кварталне и полугодишње дивиденде имају третман аконтације, док се коначна исплата дивиденди спроводи на крају пословне године наког израде годишњег обрачуна резултата пословања. У нашем законодавству привремене дивиденде се могу исплаћивати у виду аконтације само уколико унутар слободних средстава друштва постоје средства опредељена за ту намену. Укупно исплаћене аконтације током године не могу да пређу остварену добит из претходне године увећану за нераспоређену добит из ранијих

година и резерве издвојене за те намене уз претходно покриће губитака из претходних година.

Уместо новчане дивиденде акционари могу добити одређени број акција. Овакав начин исплате дивиденди путем докапитализације из добити, са становишта предузећа, нема ефекта на стварну вредност фирме, али долази до промене у вредности капитала. Такође, у овом случају не долази до одлива средстава предузећа, предузеће постаје ликвидније а тиме се ствара претпоставка за већу профитабилност у наредном периоду, имајући у виду да обртни капитал представља замајак стварању већег профита у наредном периоду. Поред тога, овакав вид исплате дивиденди не прати обавезу плаћања пореза по одбитку, нити акционар плаћа порез на добити. Стога исплата дивиденде у акцијама не представља опорезиву трансакцију. Међутим, уколико је акционар нерезидентно правно лице, друштво исплатилац има обавезу да обрачуна и плати порез по одбитку по стопи од 20%, односно по стопи утврђеној уговором о избегавању двоструког опорезивања, уколико овакав уговор постоји између Србије и земље чије је акционар резидентна.

Откуп акција представља процедуру у којој предузеће као издавалац откупљује сопствене емитоване акције, које су у поседу акционара. Када су откупљене, ове акције називају се трезорске акције, јер су депоноване у трезору предузећа. Овакве акције немају право гласа и не могу се користити у случају поделе дивиденди и расподеле стечајне масе. Предузеће откупљује сопствене акције из разних разлога од којих је најчешћи заштита цена акција на тржишту и спречавање непријатељског преузимања акција и замена за исплату дивиденди.

Транспарентност и објављивање информација. Компанијама чијим се акцијама тргује на тржишту једно од темељних принципа је благовремена и поуздана упоредна информација. Ако нема такве информације, власници капитала не могу да донесу исправну инвестициону одлуку, што на макро плану има за последицу вишу цену капитала и неефикасну алокацију ресурса. Квалитетне информације омогућавају инвеститорима и јавности да вреднују рад управе, а самој управи да даје квантитативне инструменте, који јој омогућавају да управља компанијом на

ефикаснији начин. Недостатак информација на макро плану има за последицу неефикасну алокацију ресурса и системског ризика, односно вишу цену капитала.

ОЕЦД је дефинисао принципе да корпоративно управљање треба да обезбеди квалитетне и тачне информације о материјално значајним чињеницама, које се односе на компанију, поготово најбитније елементе финансијске ситуације, тржишне перформансе, технолошко-техничке перформансе, својинску структуру и управљање компанијом. Информације о компанији треба да буду припремљене, а ревизор их проверава и верификује. Информације морају да буду саопштене у складу са међународним рачуноводственим стандардима као и финансијског и нефинансијског извештавања. Смисао годишње ревизије финансијског извештаја је у спољној и објективној провери начина на који су они припремљени и представљени. Коначно, начин достављања информација мора да буде транспарентан, једноставан и да обезбеди јефтин приступ од стране заинтересованих корисника. „Улога независне ревизије је да делује као фактор провере и, са својим мишљењем, фактор стварања поверења у презентиране финансијске информације. Она делују у функцији: заштите инвеститора, обезбеђења транспарентности и ефикасности функционисања тржишта хартија од вредности и смањења системског ризика на тржишту хартија од вредности.“³⁹

Када је реч о захтевима за информацијама, интересантно је напоменути да добро уређен пословни систем може да обезбеди високе информационе захтеве, које захтевају банке да би се одобрили кредити предузећима. Наиме, услови одобравања кредита обично подразумевају високе информационе захтеве, које предузећа морају да испуне да би добили кредите. Прикупљајући, на тај начин, додатне информације, банке могу битно да допринесу информационом отварању фирми и да учине велику услугу бољој информисаности потенцијалних инвеститора кроз кредитно рејтинговање предузећа. Поред тога, рационално вођене банке преиспитују сва она предузећа којима су потребни кредити за добро пословање и квалитетно корпоративно управљање.

³⁹ Катарина С. Ђулић: „Корпоративно управљање и концентрација власништва у Србији“, докторска дисертација, стр.202, Економски факултет у Београду

Унутар компаније требало би јасно дефинисати одговорности различитих органа и екстерних ревизора у вези са објављивањем информација. Управа компаније има примарну одговорност за установљивање ефикасног интерног система за сакупљање, обраду, проверу и обједињавање релевантних информација акционарима, заинтересованим лицима, регулаторним и надзорним органима у целини. Један од чланова управе мора да буде независан у односу на управу, али да у исто време има приступ информацијама. Он мора бити задужен за однос са екстерним ревизором и мора осигурати и његову независност. Задатак је да се обезбеди да сви финансијски извештаји и остале информације коректно презентирају пословање компаније и њену финансијску према рачуноводственим стандардима и релевантним законским прописима.

Стање информисаности⁴⁰ у Србији акционара је слично као у целом региону југоисточне Европе. Већ раније поменуто истраживање Беговића и др. је научно истраживање о транспарентности које је до сада спроведено у Србији. То истраживање је потврдило општи утисак да је стање са информисаношћу чланова Скупштине предузећа веома лоше. Тек у 18% анкетираних предузећа чланови Скупштине добијају материјал за Скупштину унапред. У више од половине, 52%, чланови Скупштине добијају информације на самој Скупштини, што значи кратко и усмено излагање од стране менаџмента. Што се тиче обавештавања јавности, поменуто истраживање је показало да три четвртине предузећа не информише ни медије ни економске аналитичаре у пословним имовинама и часописима и на свој вебсајт на интернету. Углавном се само задовољава законска форма достављања завршног рачуна пореским органима и Центру за бонитет.

⁴⁰ Борис Беговић, Рајко Буквић, Бошко Живковић, Бошко Мијатовић и Драго Хибер: „Унапређење корпоративног управљања“, 2003, Центар за либерално-демократске студије, Београд, стр.219-246

4.2. Корпоративно управљање у правној регулативи Србије

4.2.1. Управљање у друштвеном предузећу (органи управљања, власничка права, искуства и перформансе)

О управљању у друштвеним предузећима можемо говорити од настанка југословенског самоуправног система 1950.године све до данашњих дана у завршним фазама транзиције где још у неким предузећима постоји друштвена својина. Када је реч о самоуправном систему – својевремено је представљао модеран систем; у привредној пракси то је био спој различитих облика економске организације, који се временом усавршавао и добијао је многе елементе савременог корпоративног управљања. Законом о удруженом раду, који је донет 25.11.1976.године, постављене су савремене концепције економске организације, која је имала три основна облика: основна организација удруженог рада, радна организација као спој више основних организација удруженог рада и сложена организација удруженог рада као спој више радних организација. На нивоу великих СОУР-а функционисале су интерне банке, финансијске институције, које су управљале финансијама сложених система на врло квалитетан начин уз максималну рационализацију финансијских средстава. У недостатку финансијских средстава могла је екстерно да се задуже само Интерна банка. Унутар СОУР-а успостављени су тржишни и кредитни односи и на тај начин уместо екстерног задужења и плаћања екстерних камата интерно су средства по референтним каматама преношена са једног на друго правно лице. Много година касније у великим привредним системима, на пример у ЕПС-у, данас имамо ситуацију да нека привредна друштва екстерно плаћају камату банкама а друга привредна друштва имају вишак средстава на које банке плаћају врло ниску камату. Очит је губитак таквог система функционисања великих корпоративних система и у приватном власништву, за разлику од некадашњег финансијског функционисања бивших СОУР-а.

Друштвено-економски амбијент друштвене својине није био плански као у Совјетском Савезу, али није била ни чисто тржишна економија, већ нешто између тога. Кадровска управа као битан елеменат корпоративног управљања у таквом систему била је релативно строга; с једне стране сте имали партијску управу, али, са друге стране, непосредну демократију нарочито у фарбрикама: с једне стране партијска контрола – са друге, радничка самоуправа. Наравно, оне нису биле увек међусобно супротстављене, с обзиром да су владајућа партија и радници делили исту комунистичку, левичарску идеологију. Међутим, било је напетости и сукоба између ових структура власти. Истинска, непосредна демократија је постојала једино на нижим нивоима. Ту је демократија, заиста, постојала, јер сви су учествовали у процесу доношења одлука. Али, исто као и у свим социјалистичким земљама тог времена, на вишим нивоима није било превише демократије. Постојала је чврста кадровска политика, која је контролисала ту директну демократију, која се довијала на нижим нивоима. То је био неки облик комбинованог сложеног система, који је имао утицаја на сам систем постављања кључних кадрова, који су непосредно руководили привредним субјектима тога времена. Посебно када се ради о кључним руководећим местима на нивоу великих система, демократија у бази и контрола са партијског врха омогућавале су избор врло квалитетних кадрова тога времена. Постављајући паралелу ондашње и садашње кадровске политике у којој се по политичкој припадности добијају нека велика јавна предузећа без логичног демократског израстања из самог колектива већ партијским договорима, велико је питање квалитета ондашњих кадрова и садашњих лојалних партијских кадрова. Сигурно да транзиционо време није добро за извлачење квалитетних закључака, али је свакако слободна процена да врло често сада нема демократског и природног израстања кадрова из неке средине, већ наметнута решења никако не могу подизати квалитет корпоративног управљања које свет познаје.

Одлуке у друштвеним предузећима су се доносиле независно. Раднички савети су имали своју аутономију. Али, са друге стране, били су под надзором владајуће партије. Треба правити разлику када су раднички савети били независни од оних када су били зависни од одлука са врха. Дешавало се да се доношењем одлука са

врха одређене технологије и документација шаљу у неко подручје ради убрзаног развоја одређених подручја (програми Прве петолетке у оснивање фабрика: „Соко“ Мостар, „Универзал“ Бања Лука, „Амортизери“–Приштина). У тим случајевима Раднички савети нису имали аутономију у одлучивању. Међутим, у производним погонима увек су постојала питања којима су се бавили искључиво стручњаци и за које Раднички савет није имао надлежности да расправља. То су били проблеми техничке природе, стручне инжењеријске ствари везане за технологију, развој производа, итд. Када је реч о квалитету корпоративног управљања у друштвеним предузећима можемо поставити три области:

- **прва** се односила на решавање менаџерских проблема техничке природе. У тим случајевима стручњаци су имали последњу реч. Такво опредељење да се техником искључиво баве стручњаци не поставља се као дилема ни у савременим системима данашњице као што се ни тада није постављала. Стога, ова област корпоративног управљања са становишта бављења уже техничким питањима је истоветна за систем корпоративног управљања у систему друштвене својине као и у капиталистичким системима друштвеног уређења;

- **друго** битно питање корпоративног управљања је расподеладохотка унутар фабрика. У условима када је друштвена својина као опште народна, јавна, заједничка својина свих чланова друштвене заједнице, ипак је питање управљања дохотком и добити пренета на управљање радним колективима. Због неодређене законске регулативе колективи су се тако понашали. Одређене законске обавезе које је дефинисала држава колективи су морали да поштују: минималне амортизације, као и смернице које су колективи прихватили у виду друштвених договора стваране обавезе предузећа у погледу расподеле дохотка, односно акумулације ради увећања друштвене својине. У савременим развијеним тржишним економијама расподела добити није само трпање у џеп акционарима високих дивиденди, већ постоје одређене корпоративне друштвене одговорности које компаније прихватају. У том смислу регулаторна тела окружења су присутна у друштвеним предузећима и савременим корпорацијама западног типа. Сасвим

сигурно, разлике очито постоје поготово што је титулар својине у савременим корпорацијама капиталистичког система познат;

- **треће** област кадровске политике била је вишеслојна укључујући елементе демократије као и елементе партијске дисциплине. Вишеслојна и непосредна демократија је била међу кадровима у самом колективу. Најбољи кадрови су били ти о којима је партијски комитет могао да расправља. Није се дешавало да партија по својој вољи поставља неспособне кадрове, већ су кадрови када се докажу у бази били предмет одлучујуће улоге партије на власти. Не треба, наравно, говорити о екстремима који су увек постојали. У питању је директна демократија на нижим нивоима у избору најбољих кадрова и њиховом кандидовању за најодговорнија руководна места. У савременим корпорацијама власници преко свог механизма управљања постављају професионалне менаџере независно од њиховог природног израстања из саме корпорације што може бити велика предност због стриктног поштовања радне и технолошке дисциплине, а некада и недостатак због непознавања неких битних интерних техно-економских процеса. Радници у друштвеним предузећима не могу бити отпуштени без одлуке комисија и радничког савета. Директор није могао донети одлуку самостално кога ће запослити а кога отпустити. Данас су одлуке менаџера неопозиве по питању пријема радника и отпуштања радника. О демократији и радничким правима у таквим системима излишно је говорити, урпкос постојању јаким синдикалних организација, које често о појединачним случајевима нису кадри да расправљају већ, пре свега, о општим условима плаћања, условима рада и општим бенефицијама свих запослених.

Када говоримо о корпоративној ефикасности предузећа у друштвеном власништву у центар разматрања треба ставити својину над средствима за производњу. „Тако долазимо до питања кључног узрока (узрока свих узрока) наше слабе мотивисаности за рад и резултате тога рада, нашег упостављања таквих односа у производњи и надградњи у којима се рад доживљава као ствар добре воље а не принуде....Јер друштво није правно лице, те друштвена својина као уставна и законска категорија нема свог правног титулара. Отуда, по тим критичарима, не

постоји било каква мотивација код корисника друштвених средстава за очување интегритета тих средстава и за њихово увећање.⁴¹

Упркос чињеници да је друштвена својина и самоуправни социјализам био национална лабораторија, неки резултати таквог система не могу бити оспорени са становишта корпоративног управљања, о чему је било речи. Са ове временске дистанце, упркос чињеници да су самоуправни систем и друштвена својина били национална лабораторија или чак наднационална лабораторија, систем у коме су мирно живеле различите нације, где је функционисала национална економија, где је национални вођа својом харизмом ујединио мноштво народа, премда тоталитарна имала јасну космополитску улогу, не могу се оспорити поједине вредности у корпоративном функционисању које су речене, упркос што разним сагледавањима појединих категорија долазимо до одређених противречности. Иако је постојала реална демократија у избору кадрова и радничким правима као несумњив квалитет друштвених односа, иста је, на жалост, немогућа у данашњој глобализацији у глобалном капитализму, јер је приватна својина као ефикаснији облик својине нормализована и опште прихваћена у свету.

4.2.2. Власничка права и корпоративно управљање у процесу транзиције у Србији до 2001. године

Прелаз ка тржишној економији, односно фаза транзиције два пута је покренута у Србији. Најпре 1989.године током социјалистичког поретка у бившој Југославији. Основне карактеристике првог таласа транзиције биле су макроекономска стабилизација и реформа самоуправног система, који је показивао слабости у функционисању. Почетни облици транзиције били су доношење Закона о предузећима и Закона о приватизацији. Политичке тензије у земљи су биле

⁴¹ Др Миодраг Милентијевић: „Детерминанте мезоекономских система“, Народни универзитет Трстеник, стр.233. Трстеник, 1966.

изражене; формирање политичких партија на републичком нивоу претходило је распаду Југославије 1991.године, ратовима и економском колапсу Србије, а тиме и колапсу првог таласа транзиције, који је требало да унапреди корпоративно управљање повећавањем приватног власништва у општем друштвеном миљеу. Након тога транзиција у Србији је битно била успорена, јер је била врло специфична комбинација социјалистичког система и нових капиталистичких елемената са снажном влашћу, која је покушавала да организује функционисање државног и привредног система у условима економских санкција и општег пада животног стандарда становништва.

За успешан ток транзиције неопходни су одговарајући макроекономски предуслови, као и процеси који се везују за ниво предузећа. Наша земља је једна од ретких земаља централне и источне Европе, која је имала економске санкције које су утицале да се у привреди појаве негативни трендови у пословању привредних субјеката, успорен је развој финансијског тржишта и доток иностраног капитала као потенцијалних инвеститора. Почетком 90-их година Србија је имала укупно боље привредне услове и претпоставке успешне транзиције од већине земаља централне и источне Европе. Међутим, због поменутих околности Србија је почела нагло да заостаје 90-их година у процесу транзиције.

Суштина транзиције је у превођењу привреде из зоне неефикасности у зону ефикасног тржишног пословања. За проблеме друштвене и државне привреде са правом је акценат стављан на својински облик – друштвено власништво, као инфериорно по ефикасности на основу лоших подстицаја које даје онима који управљају. Битно унапређење очекивало се са правом од приватизације и преласка предузећа из руку партијских чиновника у руке приватних власника, који имају далеко више мотива да ефикасно раде и унапређују пословање фирме. До раста ефикасности долази због тога што је власничко управљање ефикасније од невластничког. Транзиција је неопходна да би се дошло до компатибилности са релевантним тржишним привредама. Основни процес изградње интегралне тржишне привреде је приватизација.

Отпочињање процеса транзиције у Србији је везано за доношење Закона о својинској трансформацији, објављеног у Службеном гласнику бр.32/97. Својинска трансформација у предузећима је могла да се спроведе на један од три могућа начина:

1. аутономно,
2. према посебном програму који доноси надлежни орган предузећа уз сагласност Владе Србије,
3. уз сагласност оснивача, у вези са чим програм и одлуке доноси надлежни орган предузећа, уз сагласност оснивача и Владе РС кад Република Србија није оснивач.

„Највећи број друштвених, мешовитих и јавних предузећа, којих је у Србији на дан 30.06.1997. године било 64.564, а која су тада запошљавала 1.648.636 радника, треба да буде власнички трансформисан на први од поменутих начина, тј. аутономно.“⁴² По посебној уредби одређена су предузећа, која ће се трансформисати по посебном програму. На списку су се тада налазила 75 предузећа. Велики број предузећа до данашњег дана није приватизован. Са овог списка од 75 предузећа на успешан или мање успешан начин до сада је приватизовано укупно 26 предузећа. Успешне приватизације са овог списка су дуванске индустрије, фармацеутске и фабрике цемента, од индустријских компанија ваљаоница бакра и алуминијума Сеојно. Многе компаније су остале неприватизоване („Мин“ –Ниш, ЕИ Ниш, „Иво Лола Рибар“, „Прва петолетка“, итд.) или је покренут стечајни поступак (РК Београд, Уес југосекспорт, „Вискоза“ Лозница). Предузећа, која до сада нису приватизована, имају неизвесну пословну будућност.

Компанијама са друштвеним капиталом и значајном оријентацијом на иностранство завођењем економских санкција (1992.године) значајно је смањен обим

⁴² др Јован Ранковић, др. Гаврило Илић: „Перформансе предузећа на списку посебног програма“, Економика предузећа, 1998., 46, Специјални број, стр.3-4

производње и промета, што је праћено дезинвестирањем и смањењем залиха. Технолошки и програмски заостатак у односу на сличне компаније са Запада учинио је да ове фирме имају неизвесну пословну будућност, јер нема заинтересованих инвеститора да би се извршила приватизација. Многе од њих ће бити отеране у стечај, а њихови погони и производни капацитети преоријентисани на сличне или друге делатности где је то могуће. У наредном поглављу биће речи о шансама које су имале поједине компаније да се успешно приватизују и о разлозима због којих до приватизације није дошло.

Квалитет корпоративног управљања привредним субјектима током 90-их година, па све до 2001.године, био је на ниском нивоу; ова оцена је, пре свега, резултат претходних чињеница везаних за власништво највећег дела српске привреде. Уједно, у условима појаве приватних трговинских предузећа и појаве разних злоупотреба од стране менаџмента већина менаџера разних нивоа, па чак и запослени, не само да су незаинтересовани за промене власништва већ су и непријатељски настројени према њима.

Код менаџмента није постојала спремност да се уђе у реструктурирање, односно да се измени суморна свакодневица пословања „њихових предузећа“ са неизвесном, можда бољом будућношћу. Уместо да траже инвеститоре са компанијама на Западу са којима сарађују, напори менаџмента су још увек били у великој мери усмерени на задржавање превазиђених метода и начина пословања. Чест је случај да су своје капацитете изнајмљивали приватним предузетницима и на тај начин споредним путем умањивали вредност капитала тих компанија. Често је менаџмент био усмерен на тражење различитих метода подршке од стране државе. При свему томе није ретка доминација тренутног приватног интереса менаџмента над интересом целог предузећа и запослених у њима.

Пошто је квалитет корпоративног управљања у уској зависности од власништва великог дела неприватизованих предузећа, од предузећа до предузећа постоје

велике разлике. Ипак се сва ова предузећа карактеришу заједничким сличним проблемима, који се могу систематизовати кроз SWOP матрицу.⁴³

Табела 3. SWOP матрица

Предности предузећа	Слабости предузећа
▪ Дуга традиција и производно искуство ▪ Искусна и обучена радна снага ▪ Велика површина грађевинских објеката ▪ Значајни производни капацитети	▪ Висока задуженост ▪ Застарела производна опрема и технологија ▪ Превазиђен производни програм ▪ Сужено тржиште ▪ Велики број запослених, неадекватна квалификациона и старосна структура запослених ▪ Високи фиксни трошкови и неконкурентност ▪ Нерешени имовинско правни односи ▪ Бројни судски спорови ▪ Хроничан недостатак сопствених обртних средстава ▪ Недостатак хуманог капитала и превазиђени начин пословног понашања
Шансе	Опасности
▪ Смањење дугова кроз финансијско реструктурирања ▪ Имплементација социјалних програма ▪ Инвестициона улагања у осавремењене производне технологије и развој производа кроз приватизацију	▪ Интензивирање конкуренције мањих домаћих и великих страних произвођача ▪ Либерализација режима увоза ▪ Неразумевање дела поверилаца за постојећу ситуацију

⁴³ др. Иван Стошић: „Резултати, перспективе и препоруке управљања променама у процесу приватизације у Србији“, 2010., Институт економских наука, Београд, стр.7

▪ Могућности за повећање продаје на домаћем и европском тржишту кроз приватизацију од стране стратешких партнера	▪ Неефикасни систем решавања правних спорова ▪ Политичка нестабилност
--	--

Србија је до 2001.године улазила врло споро у процес транзиције како због екстерног окружења узрокованим економским санкцијама, тако и због непостојања институција тржишне привреде. Номинално су постојале институције тржишне привреде као што су закон о предузећима, страним улагањима, антимонополски, закон о финансијама, рачуноводству и ревизији. Међутим, њихово функционисање у пракси је добијало разне модалитете нетржишне економије. Није постојало тржиште девиза, јер је промет девиза по комерцијалном курсу био забрањен, и радне снаге, јер је била државна политика заштите права радника. У Србији су пре 2001.године егзистирале институције тржишне економије сличне стандардним у развијеним земљама тржишне економије: самостална предузећа, слободне цене, комерцијалне банке, централна банка, итд. Међутим, економски систем није био тржишан. Закони се често у појединим деловима нису примењивали. Кључну улогу је имала држава и социјалистичка партија, која је била свемоћни управљач економских токова.

Корпоративно управљање у великим привредним системима сводило се на одржавање социјалног мира великог броја запослених. Доминантна друштвена и државна својина утицала је на дискриминацију приватног сектора, превага политике над економијом. Тржиште новца, радне снаге, девиза, капитала била је полуилегална. Кредити из примарне емисије су добијала фаворизована предузећа под повлашћеним условима, тако да у условима затворене економије таква предузећа су била вештачки фаворизована. Међутим, у условима затворене економије велики број капацитета иако оптерећен великим трошковима непотребне радне снаге био је у производној функцији. Домаће тржиште је било намењено домаћим предузећима, која су задовољавала домаће потребе за производима више фазе индустријске прераде: аутомобили, трактори, комбајни,

аутобуси, фармацеутска, хемијска и роба широке потрошње. „Ипак, и пословни свет и грађани били су навикнути на тржиште и његове сложености. Стога је Србија 2000.године била спремнија за транзицију него многе источноевропске земље једну деценију раније“. ⁴⁴

Друштвена својина и велики број нерационално запослених радника стварао је потенцијалне социјалне тензије великих система. Од масовних штрајкова зазирао је менаџмент друштвених компанија као и владајућа партија. Таква ситуација резултирала је максимализацију зарада уместо стварање профита. Тиме је дезинвестирање и технолошко заостајање предузећа убзано и почела црна будућност великих привредних система. Транзиција, која је требало да унапреди корпоративно управљање кроз својинске промене и изградњу ефикаснијих предузећа током 90-их година прошлог века, није дала добре резултате. Предузећа су била под великим утицајем синдиката и државно партијског администрања. Ослобађање ових стега, и кроз фундаменталну промену улоге предузећа као ефикасног привредног система, могуће је кроз промену својинских односа заменом друштвено-државних предузећа ефикаснијим приватним предузећем.

4.2.3. Власничка права и корпоративно управљање у процесу транзиције у Србији после 2001. године

Након политичких промена у Србији 2000.године, приватизација се сматрала одлучујућим реформским процесом. Друштвени и државни сектор користили су огромне ресурсе, мада је њихова реална вредност била мања него што се веровало. Ове ресурсе је требало ангажовати по економским принципима и уз принципе савременог корпоративног управљања за чије остварење је неопходна приватна својина као ефикаснији модел власништва. Свакако да једно од првих

⁴⁴ Борис Беговић, Милица Бисић, Катарина Ђулић, Бошко Живковић, Ана Јоловић, Бошко Мијатовић: „Корпоративно управљање; пет година касније“, 2008, Центар за либерално-демократске студије, Београд, стр.16

питања избора је питање избора модела приватизације. Основна дилема је била наставити са досадашњим моделом радничког акционарства који годи широким народним масама, јер по мишљењу радника они су створили национално богатство и они имају највећа права на његову деобу. Овај модел приватизације или ваучерски модел је био популаран до средине 90-их година прошлог века у неким земљама транзиције, или изабрати класични модел продаје који користе развијене земље.

Подела друштвеног, односно државног капитала свим грађанима путем ваучера била је популарна у источној Европи средином 90-их година, али се временом показала као лоша са становишта корпоративног управљања. Искуства из Србије са радничким акционарством упућивала су на одлике враћања самоуправљања на мала врата, а са друге стране предузеће није добило стратешког инвеститора, који би уложио додатни капитал у обртну имовину и опрему у и онако посрнула предузећа и увео савремене методе корпоративног управљања. Метод продаје друштвеног и државног капитала изабран је са намером да се продајом нађу прави купци, тј. они који ће након приватизације извући највише уз основни резон да онај ко плати има економске резоне да најбоље искористи те ресурсе. Поред тога, транзиционој влади су били преко потребни буџетски приходи, који нису били занемарљиви.

4.2.3.1. Утицај модела приватизације на квалитет корпоративног управљања

Са становишта унапређења корпоративног управљања била је дилема да ли продаја акција да иде јавним уписом или већинском стратешком инвеститору. Пошло се од тога да није свеједно да ли је власништво разбијено на велики број власника – велика дисперзија власништва - или је требало имати велику концентрацију капитала на једног власника. Наког таквог сагледавања Влада је одлучила да предност да бољем корпоративном управљању при мањој дисперзији власништва и одлучила се за продају 70% друштвеног капитала једном инвеститору. На тај начин, омогућено је преузимање пуне контроле над

приватизованим предузећем од стране једног већинског власника, који тако може у сопственом интересу да управља предузећем без већих компликација. Међутим, код великог броја предузећа, која су била предмет продаје, морало је да се изврши процес реструктурирања и то првенствено организационо, технолошко а у многим и финансијско реструктурирање.

Оваквим методом приватизације настојао се избећи проблем принципал-агент, о коме ће бити више речи у наредном поглављу овог рада. У основи хтело се да се спрече илегални потези менаџмента да се врши илегални пренос капитала на једног од власника при великој дисперзији власништва. У основи овај проблем је разрешен, јер је ослонац на једног доминантног власника где је контрола менаџмента у великој мери лакша и, на тај начин, уклања се једна од дилема велике дисперзије власништва.

Политички мотиви утицали су да се приликом продаје предузећа запосленима поклања 30% капитала. Међутим, поклон запосленима и грађанима Србије није променио основни модел приватизације, а то је продаја већинског капитала стратешком партнеру или инвеститору у циљу квалитетнијег корпоративног управљања.

У основи, Закон о приватизацији предвидео је два метода продаје и то за мања предузећа метод аукције, а за предузећа са великим капиталом и великим производним капацитетима методом тендера. Овим методом намењеним за већа, стратешки важним и бољим предузећима намењана су углавном стратешким инвеститорима.

Иницијални напори у приватизацији били су усмерени ка најатрактивнијим деловима привреде и то: индустрија дувана, цемента, лекова, хемијска индустрија, шећеране, грађевинског материјала, нафтних деривата. За њихову куповину био је заинтересован велики број инвеститора што је утицало да резултати приватизације у почетку буду веома повољни. “Од 14 најактивнијих предузећа остварен је приход од око 869 милиона евра или нешто мање од

половине укупно остварених прихода”.⁴⁵ У квалитетним предузећима из ове групе може се рећи са ове временске дистанце да је приватизација била успешна, јер је код многих предузећа порастао обим производње и пословних параметара као резултат подизања квалитета корпоративног управљања.

Међутим, постоји група предузећа, која су купована методом аукције са циљем да се дође до квалитетних некретнина на добрим локацијама. Циљ приватизације ових фирми није био да се унапреди постојећа делатност и на том темељу остварују профити већ, пре свега, да се радници отерају из фирми а власнику остану атрактивне некретнине.

“Током периода 2001-2007. године тендерском и аукцијском приватизацијом продат је капитал из 1.632 предузећа, остварено је ЕУР 2,1 милијарди прихода, обезбеђено ЕУР 1,2 милијарди за инвестиције и ЕУР 276,7 милиона за социјални програм. Истовремено је из портфеља Акцијског фонда продато преко 1.220 пакета акција и остварен приход од ЕУР 613 милиона”.⁴⁶ Акције из портфеља Акцијског фонда потичу из приватизације по закону из 1997.године, који је припадао моделу ваучерске приватизације, односно радничког акционарства. По овом моделу приватизовано је око 500 предузећа током 2001.године.

Са становишта овог рада врло је важно извући закључке, који се односе на утицај на квалитет корпоративног управљања и тржиште хартија од вредности приватизације по методи приватизације по Закону из 1997.године у односу на приватизацију по Закону из 2001.године. По моделу приватизације из 2001.године, предмет приватизације био је већински капитал код малих фирми у износу од 70% капитала предузећа. Та предузећа су куповали појединци или различити конзорцијуми. Промета акција тих предузећа није било осим ако нису на берзу излазиле акције, до којих су радници тих фирми долазили у посед по Законима из 1990. или 1991.године. Међутим, модел Закона из 1997.године довео је до велике

⁴⁵ др Иван Стошић: „Резултати, перспективе и препоруке управљања променама у процесу приватизације у Србији“, Институт економских наука, Београд, стр.4

⁴⁶ Борис Беговић, Милица Бисић, Катарина Ђулић, Бошко Живковић, Ана Јоловић, Бошко Мијатовић: „Корпоративно управљање; пет година касније“, 2008, Центар за либерално-демократске студије, Београд, стр.21

дисперзије власништва запослених што је водило приличној трговини, односно практично доминантни промет акција на Београдској берзи заснивао се на промету акцијама предузећима по закону из 1997.године. Међутим, у таквим предузећима због велике дисперзије власништва утицај агенцијског проблема и скривени интерес менаџмента да ради у интересу једног или групе инвеститора. У предузећима у којима је извршена приватизација по методу аукцијске приватизације због доминантог утицаја једног власника на менаџмент предузећа по природи таквог функционисања не поставља се питање присутности агенцијског проблема. На основу претходног разматрања могу се извући два општа закључка:

1. по Закону о приватизацији из 1997.године присутна је велика дисперзија власништва што је могло да утиче на потенцијалну присутност агенцијског проблема у таквим предузећима. Дисперзија власништва оживела је трговину акцијама на Београдској берзи као врло важном тржишном мерилу успешности компанија;
2. по Закону о приватизацији из 2001.године доминантно власништво једног инвеститора онемогућило је агенцијски проблем, јер је власник могао да потпуно контролише менаџмент. Концентрација власништва дестимулативно је утицало да релативно мала предузећа постану отворена акционарска друштва тако да је изостала котизација њихових акција на берзи као важном тржишном механизму вредновања капитала предузећа, односно њихове тржишне верификације.

Упркос релативно добрим резултатима у промени државног и друштвеног капитала доношењем новог Закона о приватизацији 2001. забележене су аферама у вези „намештања“ приватизације атрактивних предузећа. О транспарентности приватизације, која је требало да се врши у интересу целокупног друштва, очито је да је одређена приватизација била у интересу мале групе људи блиској тадашњој

власти, барем када су у питању „атрактивне приватизације“. Због одређених неуспелих приватизација у Србији се још увек појављују спорадични штрајкови као незадовољство због пропасти тих фирми.

У Србији је настојано да се убрза ток приватизације након доношења Закона о приватизацији 2001. године, као и накнадним изменама закона по којима је омогућена куповина предузећа на рате будућим власницима који у време куповине нису имали новца. Имајући у виду да је процењена почетна вредност фирми врло често била потцењена тако да је будући власник могао разним финансијским махинацијама да извлачи новац из фирме на своје име и на тај начин откупљује предузеће новцем фирме коју купује.

У почетним годинама убрзане приватизације није била стриктна контрола порекла новца како налажу норме контроле порекла новца (норме АМЛ).⁴⁷ Стога се може слободно тврдити да је у почетној фази приватизације улазио тзв. „прљав новац“. О могућем квалитету корпоративног управљања фирмама које су купљене таквим новцем излишно је говорити. Циљне фирме за куповину биле су фирме са атрактивним некретнинама. Након приватизације овакве фирме су брзо затваране а остатак предузећа пребациван на лично име купца. Контрола државних органа, односно Агенције за приватизацију у контроли уговорних обавеза у многим случајевима није била доследна. Последњи податак је да је раскинуто око 430 уговора или нешто више од 20% свих приватизација. На пример, у Пољској је раскинуто око 40% свих уговора због непоштовања обавеза купца по сличном методу приватизације.

У Србији приближавањем масовне приватизације Агенција за приватизацију променила је своју улогу. Од институције, која је била оформљена да на најбржи и

⁴⁷ АМЛ - „Anti Money Laundering“, међународни стандарди који заговорају да земље у својим локалним законима израде механизме у спречавању прања новца и финансирању тероризма. Међународни стандарди 40 + 9 препорука скупа земаља за финансијску акцију против прања новца и финансирању тероризма ФАТФ-а (Финанцијал Актион Теск Форце) Светске банке и ММФ-а. Законом о спречавању прања новца и финансирање тероризма објављеном у Сл. гласнику РС бр.20/2009 први пут на прави начин у Србији регулише ову проблематику уз стриктну контролу промета сумњивог новца од стране пословних банака и обуке свих запослених у банкама. До ступања на снагу овог Закона у Србији И поред регулативе и постојање Управе за прање новца, овој проблематици није посвећивана права пажња.

најефикаснији начин приватизује велики број предузећа, од избијања светске економске кризе (тачније од 2009. године) већи је број раскинутих уговора од броја продатих предузећа.⁴⁸

Графикон 6.



На успоравање процеса приватизације како до 2000. Године тако и првим Законом о друштвеном капиталу⁴⁹ окарактерисало је честа измена законске регулативе у области приватизације што је са своје стране успоравало концепт ефикасности корпоративног управљања. Уредба о тендеру мењала се седам пута, а о јавној аукцији четири пута. У наредном прегледу (табела бр.)дата је хронологија промена законских прописа и уредби од децембра 1989. године до децембра 2007. године.

⁴⁸ Подаци за графикон добијени су од Агенције за приватизацију

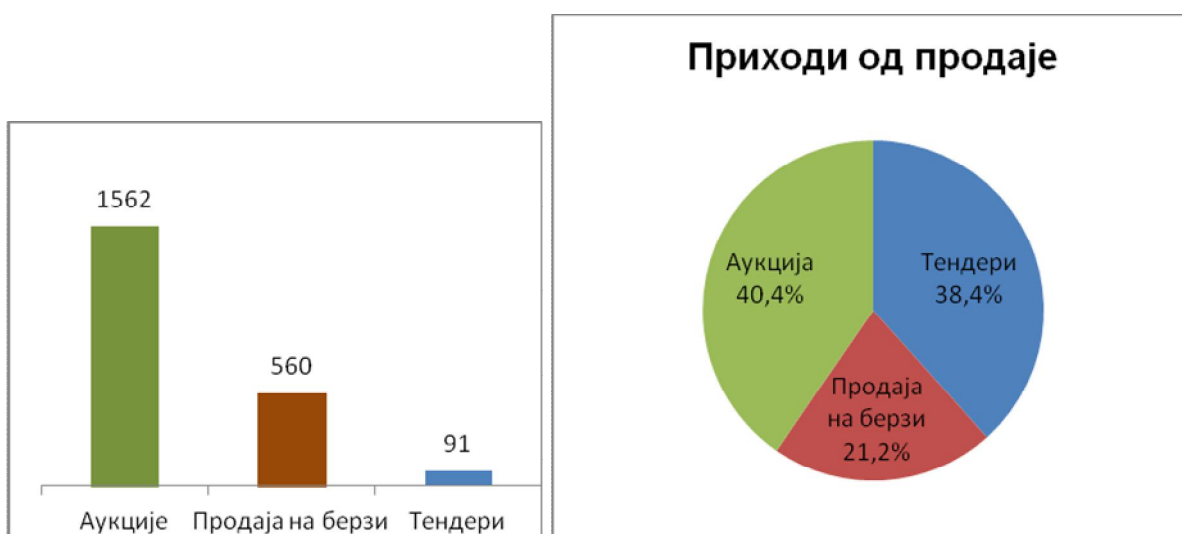
⁴⁹ Сл.лист СФРЈ бр 84/89 и 46/90.

Табела 3.

Закони/Уредбе	Месец и година усвајања основног текста	Број измена и допуна
ЗАКОНИ		
1. Закон о друштвеном капиталу (СФРЈ)	децембар 1989.	1
2. Закон о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине (Р. Србија)	Август 1991.	1
3. Савезни Закон о основама промене власништва друштвеног капитала (СРЈ)	јун 1996.	1
4. Закон о својинској трансформацији у Србији (Република Србија)	јул 1997.	1
5. Закон о приватизацији	јун 2001.	2
6. Закон о Агенцији за приватизацију	јун 2001.	2
7. Закон о акцијском фонду	јун 2001.	1
8. Закон о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације	децембар 2007.	1
УРЕДБЕ (важније и новије)		
1. Уредба о продаји капитала и имовине јавним тендером	јул 2001.	7
2. Уредба о продаји капитала и имовине јавном аукцијом	јул 2001.	4
3. Уредба о поступку и начину реструктурирања предузећа и других правних лица	јануар 2002.	2
4. Уредба о методологији за процену вредности капитала и имовине	јул 2001.	2
5. Уредба о поступку и начину евиденције грађана који имају право на новчану накнаду и на пренос акција без накнаде	децембар 2007.	1

Од јануара 2002. године када су пристигли први приходи од продаје три цементаре и прва реаговања због продаје три шећеране на истом тендеру, закључно са мајем 2001. године продато је укупно 2383 предузећа – укључујући и мањинске пакете на берзи. Приходи од приватизације износили су само 2,7 милијарди еура, од чега је у прве три године приходовано око 50% наведене суме. Структура прихода према моделу приватизације дата је у табели бр. ⁵⁰

ГРАФИКОН 7.



4.2.3.2. Квалитет корпоративног управљања у Србији након приватизације

У Србији стање корпоративног управљања није на нивоу земаља са којима се Србија увек поредила, а посебно за развијеним земљама тржишне економије. Основни разлози су следећи:

- **прво**, још увек није извршена комплетна приватизација. Још увек у Србији нису приватизована велика државна, друштвена и мешовита предузећа, која

⁵⁰ Подаци за графикон добијени су од Агенције за приватизацију

су поред тога и велики губиташи. Нека од тих предузећа су ушла у процес реструктурирања помогнута од стране државе разним социјалним програмима како би остали у функцији чекајући потенцијалног купца. Ситуација се посебно искомпликовала настанком светске економске кризе крајем 2008.године и смањењем иностраних инвеститора за куповину великих привредних система. Познато је да је метод продаје путем тендера био управо намењен иностраним купцима, који имају сличну делатност како би наша предузећа била укључена у велике компаније и постале њихов саставни део. И поред нормативне регулативе, која је успостављена у Србији, корпоративно управљање овим предузећима није напредовало. У предузећима са доминантном државном или друштвеном својином и даље суштински преовладавају стари социјалистичко-самоуправни механизми управљања засновани на друштвеној / државној својини и снажном политичком упливу партије, која је послала свог активисту на ту функцију. У таквим предузећима директор је најважнији фактор одлучивања и поред нормативног регулисања надлежности Управних одбора и Скупштина по Закону о привредним друштвима. На одређене пословне одлуке стратешки утицај политичких фактора је доминантан. Спровођењем политике партије која га је поставила директор има привилегију да добија субвенције од стране државе да компанија не иде у стечај, мада по свим параметрима то би требало да се деси. Међутим, пошто је директор експонент одређене политичке партије, која га је послала на ту функцију, такво бреме незадовољства радника не жели да прихвати на своја леђа, јер би „политички маркетинг“ био негативан. Основни мотив менаџмента је да руководи без одговорности за резултат користећи разне бенефиције које могу сами да аранжирају. Мотив запослених је да примају зараде и да им тече радни стаж а што мање да раде;

- **друго**, културолошки проблем, проблем лоших навика и традиције. Наиме, ни приватизована предузећа нису ослобођена проблема корпоративног управљања. Приватизација није сама себи довољна. Она доноси унапређење управљања, што јасно указује искуство у Србији. Међутим, искусни менаџмент је углавном имао негативна искуства из ранијих времена и тешко се ослобађа

лоших навика као последица традиције. Свакако да има примера и добрих менаџера са великим знањима радећи у великим компанијама, који лоших навика нису имали и лако су се прилагодили новим захтевима тржишне економије. Али, остаје констатација да се навике људи и традиција тешко мењају што ће наредним генерацијама менаџера бити лакше да у старту прихвате методе рада у корпоративним системима другачијег начина размишљања и функционисања;

- **треће**, унапређење законске регулативе и време за његову доследну примену.

Закон о привредним друштвима донет је 2004.године и он на сасвим модеран начин регулише питања модерног корпоративног управљања. Међутим, поједина решења могу бити унапређена, али велики број одредби још увек није ушао у потпуну примену корпоративног управљања. Такође, Закон о тржишту хартија од вредности у неким одредбама могао би да буде унапређен, а посебно код унапређења берзанских правила, а посебно у делу функционисања финансијског тржишта, које је од свог настанка имало доминантан механизам прерасподеле својинских права а мање или готово занемарљиво финансирањем корпорација и јавног сектора. Поред унапређења законске регулативе врло је битна њихова доследна примена и снажна подршка државних органа, нарочито судства.

Квалитет корпоративног управљања може се посматрати из три угла:

- 1) заштита права инвеститора,
- 2) квалитет управљања предузећем, његова ефикасност и цена капитала
и
- 3) развијеност и ефикасност тржишта капитала.

Правна заштита инвеститора је детаљно разрађена у Закону о привредним друштвима. Уколико је доминантан, власник сва права црпи из доминантног власништва и одлучивањем о свим питањима за која покаже интерес. Међутим,

посебно је важан аспект заштите мањинских акционара због рискантне доминације једног власника, те су могући правни институти:

- могућност кумулативног гласања за чланове управног одбора, што повећава шансе мањинског акционара да добију свој глас на Управном одбору,
- права мањинских акционара са најмање 10% акција да сазову Скупштину акционара,
- потписивање начела „једна акција један глас на Скупштини“,
- право акционара да продају акције по тржишној вредности ако се не слажу са неком крупном одлуком, итд.

Уколико би била лоша заштита мањинских акционара неминовно би долазило до веће концентрације власништва и лошу репутацију фирме. Са друге стране, смањује се дубина тржишта капитала и смањује се његова ликвидност.

Механизмом корпоративног управљања менаџмент настоји да на најбољи начин организује предузеће како би постигао максималну профитабилност. У том циљу менаџмент изграђује ефикасност одлучивања и доследну примену менаџерских одлука у њиховој реализацији. Преко ефикасног управљања повећавају се пословне перформансе фирме и цену акција тих фирми.

Ефикасност и развијеност тржишта капитала утичу на поверење инвеститора и приступ капитала на слободном финансијском тржишту. Уколико су лоши економски услови и неразвијене институције на тржишту капитала, цена капитала фирме се нереално формира без обзира на квалитет корпоративног управљања. Српско тржиште капитала је познато као врло плитко тржиште тако да вредновање капитала фирме не поприма реалне тржишне перформансе што негативно утиче на доказивање корпоративне ефикасности српских предузећа.

Корпоративно управљање у Србији након 2001.године у сегменту банкарства одвијао се у позитивном смеру, који је водио ка промени циклуса приватизације банака као нужног предуслова за јачање банкарског сектора и увођење

савремених метода корпоративног управљања. Носилац савремених метода корпоративног управљања имале су иностране банке, односно тзв. стратешки партнери углавном из Европске Уније. Српско банкарство је у релативно кратком року, почев од 2001.године, прошло кроз врло интензивне власничке промене, посебно интензивне од 2004. до 2006.године, када се број банака рапидно смањило од 50 на 37 банака. Можемо слободно рећи да је српско банкарство показало елементе најуспешнијег сегмента транзиције.

Корпоративну ефикасност и корпоративну културу српског банкарства опредељују доминантне банке по билансној суми и тржишном учешћу са већинским страним капиталом. Мале банке, са тржишним учешћем испод 1%, имају губитке у пословању и тешку тржишну утакмицу са далеко моћнијим страним банкама. У неким од мањих банака са мањинским државним капиталом не постоји решен власнички однос, а тиме губе перспективу даљег опстанка. Један од начина је спајање неколико мањих банака како би се повећао њихов потенцијал и користила економија величине и повећали синергетски ефекти. На том пољу јаче банке могу користити ефекте веће економије величине и обима позадинских служби, појачавање преговарачке снаге при прибављању новчаних фондова, стандардизацију софтвера, обезбеђивање заједничких инфраструктурних служби, па самим тим и ефикасније корпоративно управљање што може да помогне остваривању бољих пословних резултата.

Једно врло интересно истраживање о принципима примене корпоративног управљања у области осталих делатности и банкарства извршила је др Катарина Ђулић.

Истраживање је показало да су банке далеко напредније у погледу нивоа развијености корпоративног управљања због традиционално прогресивније праксе у банкарском сектору у поређењу са другим секторима, као и због јаког утицаја страних акционара у српским банкама. Прво, потребно је напоменути да челни људи у две трећине интервјуисаних акционарских друштава у Србији нису упознати са ОЕЦД принципима корпоративног управљања. „Ово је нарочито приметно у акционарским друштвима у сектору грађевинарства (у око 80% фирми

из овог сектора) и у мањим предузећима која запошљавају до 250 људи. У банкарском сектору, међутим, ситуација је сасвим другачија - 92% интервјуисаних банака је упознато са ОЕЦД принципима корпоративног управљања.⁵¹

Општи закључак је да је квалитет корпоративног управљања у српским акционарским друштвима на ниском нивоу. Тој чињеници иде у прилог и још нерешено питање власништва великог дела српских предузећа, нарочито великих компанија са великим капиталом. Међутим, општи ниво корпоративног управљања у српској економији поправља банкарски сектор у поређењу са осталим секторима, првенствено због јаког утицаја страних акционара у српским банкама и њиховом доминантном билансном и тржишном учешћу.

5. Корпоративно управљање и корупција („агенцијски проблем“)

Преовлађујућа теорија о корупцији у области политичких наука као и економије данас је *принципал-агент* модел, односно корупција коју креирају и спроводе менаџери на штету принципала – власника. “Модел надлежни – агент, посебно популарисан кроз радове Susan Rose-Ackerman (1978.) и Roberta Klitgaard (1988.). Теорија *принципал – агент* позиционира анализу корупције у виду интеракције и међуодноса, који постоје у јавним установама и ван њих и заснива се на две основне претпоставке: 1) да постоје конфликтни циљеви између тзв. надлежних (за које се обично претпоставља да заступају јавне интересе) и агената (за које се претпоставља да преферирају корумпиране трансакције уколико користи од таквих трансакција премашују трошкове) и 2) агенти имају више информација него надлежни што резултује у асиметрији информација између две групе учесника (Klitgaard 1988., Williams 1999.).”⁵²

Конкретније речено, према овом гледишту, колективна формација учесника се узима као надлежни орган, који делегира обављање неких државних задатака

⁵¹ др. Катарина Ђулић: „Корпоративно управљање у Србији: транспарентност и објављивање информација“, Квартални монитор бр.15, октобар-децембар 2008. године, стр.81

⁵² види The failure of Anti-Corruption Policies, A Theoretical Mischaracterisation of the Problem, Anna Persson, Bo Rothstein, Jan Teorell, стр.138, QoG Working Paper Series 20010:19

другој колективној формацији учесника, агентима. Као и у било којој ситуацији где се делегира ауторитет, проблем из перспективе надлежних је да би агенти могли да дођу до одређених информација о датом задатку, а који нису вољни да открију надлежним или да имају личне мотивације различите од циља обављања задатка који им је делегиран. Према томе, укратко, са тачке гледишта надлежни – агент, до корупције долази када агент изневери интересе надлежног у сврху сопствене користи. Ова превара је опет омогућена асиметријом информација која постоји између две групе учесника.

Корпоративно управљање посматрано са становишта квалитета заштите, коју систем корпоративног управљања пружа екстерним инвеститорима, односно власницима је важно посматрати у контексту корупције која долази од стране менаџера који руководе корпорацијом. Присутност “агенцијског проблема”⁵³, по којима се интереси менаџера разликују од циљева власника предузећа, даје власницима капитала сасвим јасну поруку да преко законских норматива, који регулишу права власника капитала, спроводе разне мере како би заштитили свој интерес.

Корпоративно управљање се разликује у амбијенту друштвеног власништва у коме менаџмент нема стриктну контролу од стране принципала – власника капитала и тиме пружа могућност корупције од стране менаџмента. Такође, биће врло корисно сагледати резултате корпоративног управљања и корупције посматране кроз призму агенцијског проблема током процеса транзиције у Србији.

⁵³ Агенцијски проблем карактерише постојање две личности: - принципал (власник) и агент (његов службеник). Питање је како принципал обезбеди да његов агент ради у његовом, принципаловом интересу, а не у агентову корист. Проблем се може посматрати као општи проблем као, на пример, како да држава обезбеди да министар ради у интересу државе или у сопственом интересу, или, пак, како да држава обезбеди да судије раде у интересу заштите права а не у сопственом интересу. Таква питања се могу поставити многим државним чиновницима: лекарима, професорима, полицајцима, итд. У корпоративном управљању принципи су власници фирми, а агент је менаџер фирме.

5.1. Корпоративно управљање и корупција у Србији у условима

друштвеног власништва

Корупција у Србији је била очигледно врло распрострањена у систему почетком 90-их година прошлог века и срушеног 2000.године. Емпиријска истраживања објављења у последњих неколико година⁵⁴ захватала су готово све поре друштвеног живота.

Опште узев, разматрање питања између корупције и корпоративног управљања је од кључне важности и за постојање агенцијског проблема. Наиме, у случају раздвојености власништва од управљања јавља се проблем корпоративног управљања у уобичајеном значењу тог појма. При томе се прво има у виду немогућност, односно непотпуна могућност власника предузећа (принципала) да обезбеди да менаџери предузећа (агенти) раде у његову, а не у сопствену корист. Главна суштина агенцијског проблема чини асиметрија информација.

Наиме, менаџери предузећа, по самој природи ствари, увек имају више информација о пословању предузећа од самих власника. Другим речима, боља обавештеност менаџера ставља их у бољи, повољнији положај у односу на власнике.

Када говоримо о титулару својине у условима друштвеног власништва, односно власнику својине који треба да стоји наспрам менаџера, односно агента, ту долазимо до једног специфичног корпоративног проблема. Односно, менаџери имају сукоб интереса са несвојином, односно државном, јавном, општенародном својином. Друштвену својину у корпоративном управљању можемо посматрати као право свих да управљају радним колективом као опште друштвеним добром. У основи запослени у колективима су се тако понашали у транзиционом периоду 90-их година све до 2000.године. Међутим, у основи заштитник друштвене својине била је држава, која је преко своје законске регулативе, њеног надзора и санкционисања за непоштовање штитила друштвени капитал (минимална

⁵⁴ Борис Беговић, Мирјана Васоовић, Слободан Вуковић, Јован Јовановић, Бошко Мијатовић, Марко Пауновић: „Корупција у Србији пет година касније“, Београд, 2007

амортизација, законски прописи везани за рачуноводство, друштвени договори везани за расподелу дохотка, акумулације, и сл).

Корпоративна корупција у Србији је изразито плодно тле имала у систему опште друштвене имовине у коме менаџери могу да постану корумпатори прибављањем личне користи, јер над главом нису имали директног власника, већ власника свих, односно имагинарног власника. Поред супериорности над информацијама у односу на власника капитала, постојала је и олакшавајућа околност, јер нису постојали прави власници за стриктно надгледање посла, чиме се асиметричност и супериорност менаџера повећава.

У таквим условима друштвене својине као доминантног облика својине и функционисања корпоративног управљања у условима транзиционог амбијента у Србији, посебно у периоду од 90-тих година прошлог века па до 2000 године, биће још детаљно анализирано кроз како амбијент пословања тако и различите моделе корупције у корпорацијама и, опште узев, у самом макроекономском амбијенту. Међутим, друштвена својина као облик својине за ово поднебље је специфична и за период реалног социјализма у бившој Југославији; због тога је битно и тај период опште друштвеног амбијента, корпоративног управљања и корупције детаљније елаборирати.

У време социјалистичког поретка у бившој Југославији и време до њеног распада корупција је била редак феномен. Друштвеним предузећима тога доба руководили су директори, који су били чланови Савеза комуниста. Моралне вредности бившег социјалистичког (комунистичког) режима кроз активну улогу Савеза комуниста као једине партије на власти су биле тако постављене да је корупција као појава била оштро осуђивана. Контрола државних органа била је на врло високом нивоу тако да су мале појаве корупције врло брзо сасецане уз општу друштвену осуду. Наравно, изузетака је увек било, али корупција као појава није имала дубоке корене. Водећи политички функционери тога доба живели су у становима или кућама купљеним од плата и возили се државним аутомобилима.

Темељи данашње корупције постављени су током 90-их година прошлог века. У то време дошло је до распада старог поретка и комунистичких моралних вредности и јављале су се нове. Најпре је увођењем вишепартијског система и легализације приватног сектора почела првобитна акумулација капитала кроз преливање друштвеног богатства у приватни сектор. Почела је да се ствара политичко - економска елита која је почела да поставља нове моралне вредности.

Власт кроз политичку борбу је постала да буде привилегија, док је у комунистичком систему била морална и политичка обавеза. Привилегијама се долази до избора. За изборе је потребан новац.

Партија на власти је преко разних механизма почела да извлачи капитал из разних компанија. Поред извлачења капитала за политичке партије почиње да се капитал из друштвених компанија извлачи у приватне фирме путем различитих корупцијских метода.

Богаћење је постало дозвољен модел понашања. Државне функције су постале важне полуге за богаћење.

Због наводне одговорности СР Југославије за рат за југословенско наслеђе, биле су заведене економске санкције према СРЈ по Резолуцији СБ 757. Овим санкцијама САД и водеће западноевропске земље су хтеле да прекину спољнотрговинске и финансијске токове са светом и тако принуде тадашњу власт на попуштање и прихватање већ планираног распада бивше Југославије. Реакција власти је била да су у циљу смањења одлива девизних резерви и подстицаја домаће производње увели систем дозвола и контингената. Укупан ефекат је постигнут, смањен је увоз и тржиште се снабдевало робом домаћих произвођача. Међутим, припадници владајуће политичке гарнитуре, који су руководили разним државним или друштвеним компанијама, лако су добијали контингенте за увоз. Након извршеног увоза разних роба преко друштвених и државних предузећа стварао се трговински ланац у који су се укључивале разне приватне фирме и, на тај начин, корпоративни менаџмент друштвених фирми је преливао капитал у приватне фирме.

Улога државе и партије на власти била је одлучујућа и за интересе појединих интересних група и појединаца што је резултирало да се капитал друштвених фирми брзо топио и преливао у приватни сектор. Поред добијања дозвола за увоз, разне друштвене а поред њих и приватне фирме су добијале девизе из девизних резерви по нереалном курсу и повлашћене кредите са негативном каматом, односно каматом која је била нижа од стопе инфлације. Тржиште, које је прокламовано као слободно, било је дириговано различитим интересним групама и општим тржишним хаосом и великом инфлацијом, која је букнула у незабележену хиперинфлацију 1993.године. Након инфлаторне стабилизације по програму гувернера Народне банке др Драгослава Аврамовића почетком 1994.године ступањем чувених мера престали су механизми убрзаног преливања друштвеног капитала давањем повлашћених кредита појединим предузећима по негативним каматама. Ефекат за таква предузећа је био несумњив, док су цену таквог капитала плаћали сви. Остали поменути механизми разних корупција су добијали друге модалитете а основни играчи су остајали исти. Донатори су увек друштвене компаније са великим капиталом. Менаџмент таквих компанија блиским властима у општем економском хаосу био је привилегован, јер државне институције нису биле сметња већ средство за убрзану корупцију и пренос капитала из друштвеног у приватни сектор.

Неефикасност друштвених предузећа у таквом амбијенту и питање друштвене својине као неефикасног модела својине све више је попримао елементе општег мишљења не само у стручним круговима већ и у систему тадашње власти. Ако друштвено (државно) предузеће лоше послује, гомила губитке, нерационално троши средства, јасно је да нешто треба мењати. Искуства земаља реалног социјализма су показала да се одмах и ефикасно није свуда реаговало. Свуда су промене тешко падале обичним људима, све док се није показало да је опстанак не само предузећа већ и целог система државе доводило до границе егзистенције. Губици су се увек социјализовали, а менаџмент у спрези са политичком влашћу увек је настојао да се понаша као да је све у најбољем реду. Поред таквог понашања менаџмента у друштвеној компанији и склоност ка корупцији и злоупотреби свог положаја у личном интересу, менаџмент је имао формална и

правна ограничења ефикаснијег метода рада због рецидива самоуправног система. Наиме, сваки радник је по свим прописима члан колектива са свим самоуправним правима. Та права, а нарочито због опструкције у синдикалним организацијама и немогућност да се најлошији радници отпусте и квалитет и интензитет рада подигне на виши ниво, онемогућавали су менаџмент да повећа производњу, квалитетно упосли раднике.

Након хиперинфлације дошло је до нормализације рада многих предузећа и солидног упошљавања капацитета због затворености економије и немогућности ино-конкуренције и увоза да угрози домаћа предузећа. Код оних предузећа која су могла да инвестирају у производне капацитете, менаџмент у општем самоуправном окружењу није имао снаге да инвестира, јер је притисак радника и синдиката био само за одржавање и повећање зарада. Познат је Фуброти-Пејовићев ефекат⁵⁵ (Furubotn -Пејовић) као резултат моделске анализе, која јасно указује на разлоге зашто запослени су далеко заинтересованији за издвајање за плате него алтернативу већег улагања у акумулацију и инвестиције. Наиме, запослени ће изгубити сваку везу са радним местом ако из било ког разлога напусте предузеће или оду у пензију. Далеко је за њих атрактивнија алтернатива издвајања у веће личне дохотке, а након тога издвајања у личну штедњу из које се формира имовина на јасно дефинисаним својинским основама.

Поред дефинисаног Фуброти-Пејовићевог ефекта, постоје слични модалитети понашања радника у условима друштвене својине и прихватљивог модела понашања корпоративног руководства компанија, односно менаџмента а који се састоји у демотивацији радника да сачувају капацитете предузећа. Друштвена својина и самоуправни систем имали су такав ефекат да су радници перманентно захтевали веће плате од остварене продуктивности рада. Упркос недовољном обиму обртних средстава неумерено дозирање повећања личних доходака већом брзином од остварене продуктивности рада резултирало је ерозијом обртног

⁵⁵ види Furubotn, E.G. and S. Pejovich: „Property Rights and the Behavior of the Firm in Socialist State: the Example of Yugoslavia“ in the Economics of Property Rights edited by E. Furubotn and S. Pejovich, 227-251 Ballinger Publishing Co.

капитала и његовим убрзаним одливом кроз личне дохотке, односно зараде радника. Поред настојања корпоративног менаџмента да ситуацију представи на стручан начин и образложи немогућност повећања зарада на уштрб ерозије обртног капитала, самоуправна снага запослених је често односила победу. Упркос чињеници да сам менаџмент увек добије више од запосленог уколико су се лични дохотци повећавали линеарно, самоуправни механизми одлучивања су често били јачи од стручне аргументације менаџмента. Метод фиксног износа зараде свим запосленима је водио ка уравниловкама због чега се корпоративни менаџмент аргументовано супротстављао, јер тиме се губе критеријуми доприноса појединца резултатима рада.

Запослени у друштвеном самоуправном систему су били подстакнути да натерају корпоративни менаџмент да оптерете предузеће неком врстом дугова и кредита, јер је сваком запосленом временски хоризонт посматрања био његов радни однос који је ограничен његовим одласком у пензију. Отуда тежња и снажан економски интерес запослених да се фирма што више оптерети, задужи и потроши обртни капитал у исплату плата запослених. Поред плата, ту су била и издвајања за стамбену изградњу упркос издвајањима која су ишла из тзв. средстава заједничке потрошње, и у основи су имала карактер личног примања по критеријумима расподеле према усаглашеним Правилницима и тзв. Самоуправним споразумима о расподели средстава заједничке потрошње. Сервисирање дугова, посебно оних који су били дугорочног карактера, пребацивала су се на будуће генерације радника.

У условима друштвене својине мотивациона структура радника се сводила на одбрану такве конфигурације економских токова у коме је менаџмент био ограничен на одлуке техничке стручне, организационе, производне и друге аспекте пословања. Запослени преко самоуправног механизма су били заинтересовани да добит и резултате предузећа извлаче за себе упркос погоршању финансијске позиције предузећа, који је понекада доводио у питање и његов опстанак. У таквом општем амбијенту више штете у економском смислу предузећу су наносиле такве колективне одлуке запослених него што је била

корупција менаџмента која је била ретка и спорадичана. У условима велике контроле свуда и на сваком месту свих одлука менаџмента, који би имали елемената личне користи и корупције и другачијих моралних принципа тадашњег менаџмента, корупција као појава била ретка и спорадична.

Специфичан проблем је представљало функционисање државе у контексту корпоративног управљања и корупције у друштвеном власништву. С обзиром да својина није приватна већ државна, иако се тврдило да је друштвена у основи, све кључне одлуке је доносио државни апарат. Мешање државе је било слично као у државно-социјалистичком систему: држава и партија су кроз своје механизме контроле и праћења рада у самим предузећима предлагале и одређивале ко ће бити директор предузећа. Ни мало не умањујући стручност и знање тадашњих директора, односно корпоративног менаџмента тадашњег система, партијски функционери су преко својих организација, које су функционисале и у финансијским институцијама – банкама, одређивали ко ће бити директор банке. Неретко су партијски функционери утицали на директора, који је дошао по њиховој одлуци, за давање јефтинијег кредита одабреним предузећима. Оваквим акцијама од стране државе се на директан начин раскида веза између уложених напора радника и њихових резултата. Мешањем државе шири се корпоративна неефикасност, резултати рада предузећа се измештају ван радника и менаџмента и делегирају се по одлукама вишег нивоа власти, односно државно-партијског механизма одлучивања.

Закључак који се може извући из ових анализа корпоративног управљања и корупције у друштвеном власништву у основи се могу свести на одсуство мотивационог система менаџмента да доноси одлуке, јер су кључне одлуке биле креиране ван њихових моћи у делу утицаја на распоред резултата рада услед великог утицаја запослених на самоуправне одлуке. Када је корпоративна успешност у питању резултат могу бити одлуке државних органа којима се омогућава добијање одређених тржишних, финансијских и других привилегија датог предузећа или банке. Корупција као појава је била ретка и спорадична у условима опште друштвене својине као доминантног облика својине. Процват

корупције се јавља у време убрзаног мешања приватне и друштвене својине, у условима транзиције која ће бити детаљније обрађена у наредном делу овог рада.

5.2. Корпоративно управљање и корупција у Србији током транзиције

У претходном поглављу обрађени су феномени корупције у реалном социјализму као и у време почетка процеса приватизације од 90-их година прошлог века до 2000.године. Констатован је значајан ниво корупције у Србији у корпоративном управљању у једном унутрашњем нерегуларном функционисању комплетног система, посебно у амбијенту измешаног друштвеног власништва и приватне својине.

Релевантно је истражити ниво корупције, са једне стране, и корпоративног управљања, са друге стране, у Србији током транзиције након 2000.године. У овом контексту биће приказани феномени корпоративне корупције приватног сектора, као и корпоративне корупције јавног сектора у коме постоји мања контрола менаџмента од непосредног власника – принципала.

У политичком заокрету после доласка нове власти 2000.године, нова власт је оштро критиковала нерегуларни систем и распрострањену корупцију. Програмско опредељење и обећање нове власти је било на искорењавању корупције. У владајућем ДОС-у преовладавао је револуционарни морал са тежњом за поштеностом владавином и искорењивањем корупције као опште појаве. Међутим, у самој фази приватизације и многих афера након тога врло брзо је револуционарни занос спласнуо и ређале су се афера за афером како у делу приватизације: приватизација шећерана, Холцима, Сартиде 1913 - о којима је било речи у претходним поглављима, као и “Панцир”⁵⁶, “Кофер”⁵⁷ и других афера.

⁵⁶ Афера “Панцир” избила је крајем августа 2005. године, када је тадашњи министар финансија Млађан Динкић оптужио тадашњег министра одбране Првослава Давинића, који је био кадар Г17+, да је склопио штетан уговор о набавци војне опреме са компанијом “Миле Драгић” вредан 300 милиона евра. Истовремено је министар Динкић оптужио Драгића за давање мита како би се тако штетан уговор потписао.

Овај облик корупције на државном институционалном нивоу нису амбиције овог рада, већ првенствено корупције у корпоративном управљању у приватним и јавним предузећима. У контексту овог вида специфичне корупције у корпоративном управљању увек се може поставити питање смера узрочно-последичне везе, да ли проблеми корпоративног управљања утичу на повећање интензитета и распрострањености корупције или корупција као феномен утиче на проблеме корпоративног управљања. Свакако да не постоји опште прихваћен одговор на ово питање, већ се мора тражити одговор у сваком случају понаособ. Због тога је потребно да се размотре конкретни случајеви и модели корупције у корпоративном управљању које су карактеристичне за ову фазу транзиције у Србији.

Као први аспект корупције у корпоративном управљању може се посматрати какви су појавни облици корупције у приватном сектору. Наиме, након извршене приватизације у приватном предузећу поставља се менаџмент од стране власника, који настоји да своје менаџерске позиције искористи за своје лично богаћење. Интерес власника, односно инвеститора је да се профит на тржишту максимизира и да га власник након тога присвоји. Свакако, овај облик корупције је најраспрострањенији и као такав одражава слабости корпоративног управљања. Стога модели унапређења корпоративног управљања представљају лек за корупцију.

Пошто је корупција приватног сектора најзначајнији вид корупције како за прилике у Србији током транзиције тако и општа појава у далеко развијенијим тржишним економијама, овом аспект корупције треба посветити посебну пажњу. Наиме, корупцију креирају менаџери који руководе корпорацијом.

Како се циљеви менаџера разликују од циљева власника предузећа, менаџерима је основни алат, који омогућава остваривање њихових циљева, поред циљева профитабилног рада, “асиметричност информација”. Наиме, делотворно

⁵⁷ Афера “Кофер” избила је 11. јануара 2006. године, када је вицегувернер Народне банке Србије Дејан Симић ухапшен у свом стану да је примио мито од 100.000 евра да би вратио дозволу једној банци.

надгледање од стране власника није довољно у ситуацији када власници немају довољно информација, а тиме и основног алата да успешно могу да контролишу менаџмент.

Честа је појава да менаџер склапа уговор о набавци неке сировине или репроматеријала, резервних делова и слично са добављачима из приватног предузећа. Набавка може да не одговара по цени и квалитету оној која је плаћена; на тај начин, менаџер може да увећа трошкове предузећа и смањи профит власника, а да разлику такве трансакције искористи за своје личне потребе. У оваквим ситуацијама снажно је изражен конфликт интереса менаџера и власника. Насупрот томе, интерес менаџера је истоветан интересу трећег лица, у овом случају добављача.

Корумпирани менаџер на страни корпорације која је купац увећава трошкове за набавку неке робе која је потребна као сировина његовој корпорацији. На пример, набавка неке сировине која је скупља у односу на тржишну за једномесечну производњу у износу од 100.000 евра. Поставља се питање каква је деоба те ренте менаџера на страни купца и менаџера на страни добављача. Овакав облик корупције је штетан за компанију купца више него за компанију добављача. Међусобни интерес их одржава да остварују ренту која је предмет деобе. Овакав вид корпоративне корупције у приватној корпорацији према приватној корпорацији је штетан за друштво, јер се вештачки увећавају трошкови производње а самим тим и цене готових производа. Поред штетности за друштвени систем и економију једне земље, највише штете власници обе корпорације. Једини лек је унапређење корпоративног управљања и дефинисање процедуре набавки, њихове селекције и вредновања цена и квалитета сировина свих битнијих инпута. Остаје питање “асиметричности информација”, која иде у прилог менаџерима и која ће бити врло битно ограничење успешне контроле менаџмента од стране власника.

Када су у питању тржишне трансакције између два приватна предузећа модалитети корупције су врло различити од стране менаџера. Поред максимирања профита у тржишној утакмици, менаџери у приватним корпорацијама користе различите методе корупције, а најчешће:

- “- фиктивним уговором о делу;
- одобравањем нереалних провизија;
- издавањем гарантних писама;
- ангажовањем одређених лица у својству спољних сарадника, стручних саветника или консултаната;
- “ангажовањем” одређених лица у разне комисије и друга тела која се само ради тога образују;
- вршењем разноврсних бесплатних услуга или услуга уз симболичку накнаду;
- фиктивном дорадом робе страном фирми;
- “продајом” робе по цени која је знатно нижа од стварне и слично”.⁵⁸

Корупција менаџера у приватним предузећима је распрострањена иако се егзактни подаци о томе не могу пронаћи. Примећена тенденција укрупњавања капитала и концентрација власништва над предузећима говори сама за себе. Наиме, власници су свесни да је потребна већа и доминантна контрола менаџмента од стране једног власника да би се приватна корупција спречила. “Наиме, као што је показала анкета урађена за потребе ове студије, у чак 63% испитаних корпорација у Србији постоји концентрисана власничка структура, а објашњење је и порекло такве структуре власништва. Такође, анализа у претходним поглављима је показала да у Србији постоји тенденција укрупњавања власништва над капиталом предузећа, односно да постоји тенденција затварања отворених акционарских друштава...”⁵⁹

Очигледно је да власници капитала процењују да постоји овакав вид корупције од стране менаџера и да индиректни методи менаџера нису ефикасни. Односно, јачањем директне и непосредне контроле власника над менаџментом умањује се могућност приватне корупције и смањују ефекти агенцијског проблема.

⁵⁸ Теофиловић Небојша и Јелачић Миленко: „Спречавање и одређивање и доказивање кривичних облика корупције и прања новца“, Полицијска академија, Београд, 2006., стр.242

⁵⁹ Борис Беговић, Милица Бисић, Катарина Ђулић, Бошко Живковић, Ана Јоловић, Бошко Мијатовић: „Корпоративно управљање; пет година касније“, 2008., Центар за либерално-демократске студије, Београд, стр.189

Поред корупције приватног сектора, у транзиционом периоду све више пажње у литератури, медијима и реалности појављује се корупција у јавном сектору. Јавни сектор у основи представљају јавна предузећа на општинском, градском и на нивоу Републике Србије. Карактеристично је да се на свим нивоима на којима послују јавна предузећа менаџмент поставља по политичкој линији, односно менаџмент именује политичка партија, односно коалиције више партија која је добила власт на нивоу коме припада то јавно предузеће. Ретки су примери да јавним предузећем руководи независни кандидат на основу рада и резулата рада у том јавном предузећу, већ искључиво по партијским заслугама или dobrim односима са блиским пријатељима, који руководе партијом на локалном, покрајинском, градском или републичком нивоу. Неретко партије имају своје кадровске секције, који врше селекције појединих кадрова за попуњавање менаџерских места у јавним предузећима.

Менаџер као репрезент партије, која га је послала да руководи тим јавним предузећем, је добра или лоша реклама за бираче на наредним изборима. Због тога, партије често настоје да пошаљу кандидате који, поред тога што је извесно да ће радити за своје личне интересе, раде и за интерес партије и својих партијских колега.

„Спајање економских и политичких функција, односно управљање јавним и државним предузећима од стране високих државних функционера, довело је до тога да се државна и друштвена предузећа користе у страначке сврхе. Поред финансирања политичких странака, менаџмент појединих предузећа у оквиру исте партије се повезује са менаџментом других предузећа или институција и на тај начин по „специјалним условима“ ремети се тржиште и ствара се специфичан вид „партијске корупције“.⁶⁰

Корупција у јавном сектору може да се заснива на изнуђивању од стране државних службеника када државни службеници траже мито да би радили свој посао или спроводили правила институције у којој раде; могу да не зависе од

⁶⁰ др Добрица Весић: „Економска и политичка компонента корупција и прања новца“, научни рад финансиран од Министарства науке Републике Србије, стр.484

главног менаџера кога је поставила партија. Међутим, у случају изнуђивања нижи нивои запослених и менаџера могу да раде уз дослук и сагласност са конкретним извршиоцима корупције и тада је интерес власника кога представља менаџер, са једне стране, и извршиоца корупције кршењем правила остварена обострана корист.

Уколико менаџер јавног предузећа путем различитих метода корупције оствари одређени износ мита, који једним делом преко одређених, на пример, адвокатских канцеларија или агенција, уплати на рачун своје партије, у том случају нема агенцијског проблема. Наиме, тада су интереси власника кога представља партија, која је именovala свог агента и принципала, истоветни. Проблем корпоративног управљања и агенцијски проблем наступају када се интереси власника и менаџера сукобе око износа мита, који је менаџер задржао за себе у односу на онај који је усмерио у партијску касу. Уколико менаџер прибави већи износ мита и мањи део задржи за себе тада је власник задовољнији радом свог менаџера што може да доведе да чак и напредује у партијској хијерархији. Проблем може да наступи ако такво изнуђивање изазове веће трошкове по саму корпорацију и умањи приходе; такви послови могу да се на било који начин идентификују од стране интерне ревизије или других државних регулаторних органа.

Са друге стране, у случају административне корупције, односно корупције нижих чиновника, које не може да контролише менаџер, узрочно-последична веза делује на тај начин што је више корупције то је слабије корпоративно управљање. Остварени мито се не завршава код принципала и агента већ код административног, техничког и другог особља. Уколико менаџер не успева да овлада скривеним трансакцијама и овлада свим порамa функционисања предузећем, онда се „асиметричност информација“ јавља од нижих менаџера према првом менаџеру, односно директору предузећа; тада се јавља специфични агенцијски проблем корпоративног управљања иманентним углавном за јавна предузећа.

Обарање нивоа корупције, односно смањивање изнуђивања у једној земљи, деловањем државних органа, доводи до побољшавања прилика на плану корпоративног управљања; наравно да деловањем самог система корпоративног управљања у смислу квалитетног уређења и доследне примене далеко више се подиже ниво корпоративног управљања него било каквим контролним механизмима државних органа. Отуда се може извести закључак да код јавних предузећа постоји узајамно узрочно-последично дејство ефикасности корпоративног управљања и корупције. Уколико постоји више корупције у јавном сектору нижи је ниво корпоративног управљања и обрнуто. Наравно, ефекти се увећавају уколико у истом правцу делују државни органи на плану спречавања злоупотреба и разних изнуђивања и квалитетно уређење и доследна примена савремених принципа корпоративног управљања. О савременим стандардима корпоративног управљања биће више речи у наредном поглављу – ОЕЦД стандарди корпоративног управљања.

Ниво корупције у јавним предузећима је присутан приликом набавки роба и услуга. Иако је на снази Закон о јавним набавкама, који детаљно прописује поступак јавних набавки у циљу одабира најповољних понуда, менаџмент и чланови комисије за јавне набавке јавних предузећа разним методама приликом расписивања тендера дефинишу специјалне услове, које имају само циљне фирме које треба да добију тендер.

Услови који се дефинишу могу да буду технички детаљи производа, који није толико битан за добијање квалитетне услуге, односно користи од тог производа. Добијањем одређених бодова по основу тих специјалних карактеристика производа или услуге у други план се ставља цена. Овако остварена разлика је основ за подмићивање корпоративног руководства јавних предузећа. „Укупан број јавних набавки био је прошле године око пет милијарди евра. На пумпање цена одлази просечно 18% од овог износа, што је око 910 милиона евра, па је планирани дефицит буџета Србије 1,07 милијарди евра.“⁶¹

⁶¹ „Тендери за саплитање и крађу“, Вечерње новости, 13. мај 2010. године

Посебна врста корупције везана је за проблеме корпоративног управљања и односи се на успостављање, односно промену власничке структуре приликом преузимања предузећа, односно улогу које су предузећа у друштвеном власништву имале у том процесу. У претходним деловима рада поменути су различити модели приватизације у периоду транзиције. Примена модела приватизације из 1997.године довела је до тога да је у многим случајевима власништво над капиталом предузећа имало велики број запослених и пензионера углавном тих предузећа, а знатан део капитала алоциран је на Акцијски фонд. Оваква власничка структура на дужи рок није била стабилна. Постојећи мањински акционари имали су снажне мотиве да се ослободе акција, које су добили бесплатно, а државна политика по питању државног портфеља акција, које су биле у Акцијском фонду, није била прецизна и конзистентна. Врло често државна политика је била наклоњена онима који преузимају контролни пакет акција уз малу заштиту мањинских акционара. Све ово је доводило до могућих злоупотреба и разних облика корупције. Најпре, корупција је била усмерена према званичницима државних органа, који су доносили одлуке у тој области или коруптивним добијањем информација које нису биле доступне јавности. Потенцијални купци су разним облицима корупције могли да купе велике износе акција и остваре уносне профите по моделу приватизације из 1997.године. И поред тога што је била честа појава да су се разним коруптивним активностима служили будући власници, у јавности у то време нису се појављивале велике афере, осим у случају приватизације „Књаз Милош“, случаја „Витал“ и других мањих компанија локалног карактера.

Да би се умањила свака могућност корупције у процесу преузимања власништва, односно у циљу побољшања ефикасности корпоративног управљања, неопходно је да се држава што пре ослободи од власништва над акцијама које се налазе у Акцијском фонду. Убрзана продаја ових акција омогућиће не само потенцијалне могућности за корупцију већ и могућност да ова предузећа функционишу као отворена акционарска друштва, па би, на тај начин, деловањем тржишта врло брзо дошло до тржишне верификације тих акција или њихово претварање у друштва са ограниченом одговорношћу што би омогућило побољшање

ефикасности корпоративног управљања. Било који од ова два метода је бољи него да се акције без јасне стратегије држе у Акцијском фонду мимо сваке, упркос врло ниском вредновању свих акција на берзи након настанка економске кризе. Сваки модалитет бесплатне деобе ових акција грађанима Србије, који у претходним приватизацијама нису добили акције, повећало би дисперзију власништва и умањила би се ефикасност корпоративног управљања. Предузећима чије би се акције бесплатно поделиле повећала би се дисперзија власништва, с једне стране, и успорило би се формирање затворених акционарских друштава код којих је корпоративно управљање на вишем нивоу због веће контроле менаџмента од стране власника. Свакако да су умногоме ови процеси лишавања власништва државе над акцијама Акцијског фонда привремено заустављени због врло плитког финансијског тржишта након избијања светске економске кризе крајем 2008.године, односно продаја акција по екстерно ниским ценама.

Извесно је да умањење власништва државе над акцијама у Акцијском фонду као трансформација јавног сектора у приватни сектор ствара предуслове за ефикасније корпоративно управљање. Реформа јавног сектора се односи на промену власништва кроз које ће се аутоматски елиминисати промена понашања менаџмента који је политички постављен на функцију главних менаџера. Након приватизације јавног сектора извршила би се позитивна селекција кадрова, који раде на осетљивим местима погодним за корупцију чиме би се кодекс понашања запослених подигао на виши ниво.

Убрзана приватизација поред ефеката смањења корупције као појаве у свим својим дефектима по привредни и државни систем подиже се ниво корпоративног управљања што је основ развоја српске економије. Уместо менаџмента, који је одговарао за рад својој партији и држави или никоме до сами себи, приватно власништво је прави пут којим се треба кретати. Као прво, смањује се приватна корупција у свим областима пословања предузећа, мења се целокупан амбијент пословања и менаџмент у приватним компанијама је под већом контролом власника капитала.

Убрзаном приватизацијом приватизован је највећи део друштвеног капитала у комерцијалном сектору привреде, заједно са финансијским и банкарским сектором.

Остао је неприватизован део државног сектора у инфраструктури, телекомуникацији, енергетици и слично. Како је најављена приватизација Телекома као најпрофитабилнијег државног предузећа остаје питање да ли уопште треба вршити приватизацију енергетског сектора, односно јавног предузећа Електропривреда Србије имајући у виду њен стратешки значај за државу. Приватизација је донела суштинске промене у корпоративном управљању, смањивање корупције и ефикасније корпоративно управљање.

Стварање предуслова код пословних банака у Србији да се изврши укрупњавање власништва капитала и то у смеру смањивања државног капитала у банкама у корист приватног капитала, подићи ће ниво корпоративног управљања. Први разлог овакве тврдње лежи у чињеници да се у доминантно државним банкама или са знатним улогом државе јављају ефекти могућих корупција у корист других инвеститора а на штету постојећих акционара, тј. власника банака.

Корупција као појава разара супстанцу сваке државе, па је њено сузбијање до граница прихватљивости према стандардима света у коме живимо услов без кога се држава не може легитимисати као држава у којој влада правни систем. Борба против корупције мора да буде организован систем на државном нивоу. Због присутности корупције и потребе да она буде сведена на мањи ниво, Народна скупштина Републике Србије на седници редовног заседања 2005.године донела је Одлуку о утврђивању националне стратегије за борбу против корупције.⁶²

Том Одлуком Скупштина је обавезала Владу Србије да донесе Акциони план за спровођење националне стратегије за борбу против корупције. Влада Србије је 28.12.2006. године усвојила Акциони план за примену Националне стратегије за борбу против корупције. Акциони план садржи 168 препорука из стратегије са табеларним приказима активности за њихово спровођење и органе и рокове за

⁶² Службени гласник бр.82, од 8. септембра 2005. године

њихово спровођење. Корупција као негативан феномен у Србији регулисана је, поред Одлуке Скупштине и Акционог плана Владе Србије за сузбијање корупције, и у другим документима:

- Уставом Србије (регулише сукоб интереса),
- Законом о Агенцији за борбу против корупције,
- Законом о финансирању политичких странака,
- Законом о Државној ревизорској институцији и
- Законом о јавним набавкама.

Корупција као феномен за чије је спречавање институционално регулисана регулатива на нивоу Републике углавном је усмерена на корупцију као феномен државних службеника: цариника, полиције, здравствених радника и других државних службеника.⁶³

Очигледно да се крупне ствари дешавају око јавних набавки које регулише Закон о јавним набавкама. Својевремено је у штурим вестима у српској јавности обелодањено да је председник Комисије за заштиту права у поступцима јавних набавки поднео оставку. У штурој изјави агенцији Бета, Саша Варинац каже да је разлог „презасићење тим послом и да, после пет година рада у Комисији, жели да ради нешто друго“.

Ови примери јасно указују да у јавним предузећима у поступку јавних набавки корпоративни менаџмент је склон разним корупцијама у личну корист.⁶⁴ Извештај

⁶³ Из Тањугових извора, Средсва јавног информисања објављивале су информације овог типа:

- ухапшен цариник због сумње да је примио мито (Тањуг, 04.06.2009)
- ухапшен шеф полиције у Шапцу: Полицајци узимали мито од Кинеза(Блиц, 17.11.2009., Шабац)
- гинеколог осумњичен да је примао мито (Тањуг, 15.12.2009., Суботица)

⁶⁴ Највећа афера за корпоративну корупцију у јавним предузећима у новијој историји је хапшење Миланка Шаранчића, бившег генералног директора ЈП Железница Србије. Осим Шаранчића ухапшене су још три особе из руководства ЈП Железница Србије, који су осумњичени за злоупотребу службеног положаја и одштету овог предузећа за више од милион и 240.000 евра за набавку дизел локомотива из Шведске. Истрага и суђење по овој афери је у току. Наводно, није руководство ЈП Железнице Србије испоштовало процедуру јавних набавки, или је у питању политичко хапшење даказаће истрага.

Европске комисије о напретку Србије у европским интеграцијама у 2008.години⁶⁵ о достигнућима напретка европским интеграцијама, о достигнућима о јавним набавкама закључује: „Одређени напредак постигнут је у области јавних набавки. Транспарентност процедура доделе побољшана је успостављањем веб портала, што је довело до смањена трошкова, а повећало конкуренцију и контролу, остварило бољу комуникацију између заинтересованих, поузданије статистике, појачану свест и укупно боље окружење јавних набавки. Ипак, и даље има празнина у постојећим правним оквирима, те предстоје измене законодавства...На имплементацију недискриминаторног система јавне набавке који добро функционише и даље утиче слабост интерног система ревизије у управи, одсуство функционалне врховне ревизорске институције и корупција.“

Слободан Вуковић⁶⁶ разликује три типа доминантне корупције. Корупција за остваривање права први је тип корупције, где грађанин на основу важећих законских или подзаконских аката ипак мора да подмићује јавног службеника или политичког делатника ради остваривања својих права. Други тип корупције јавља се ради коришћења права која га не следује по закону или га користи подмићивањем, где, у ствари, носиоци корупције (коруптор и корумпирани јавни и корупцијски службеник) склапају неку врсту уговора уз кршење закона на обострану корист а на рачун трећег (оштећеног). И трећи, већ испробани тип корупције савременог друштва, али и друштва уопште па и разних људских заједница, је онај где се врши поткупљивање ради мењања права или прилагођавања закона или подзаконских аката у интересу корумпатора, с циљем стицања права или продужавања старог. На основу описа типова корупције, корупција у корпорацијама било приватним или јавним је други облик корупције где давалац корупције и корумпирани склапају неку врсту уговора у свом интересу а на штету оштећеног. Односно, тајни договор склапају менаџер корпорације са спољним добављачем или купцем на штету оштећеног, власника

⁶⁵ Привредна комора Србије објавила „Извештај Европске комисије о напретку Србије у европским интеграцијама у 2008. години“ на свом сајту www.pks.rs

⁶⁶ Слободан Вуковић: „Транзиција и корупција“, ИП „Филип Вишњић“, Институт друштвених наука, Издавачко предузеће „Рад“, Београд, 2007., стр.4-8

капитала било да је реч о приватном власништву или државном власништву код јавних предузећа.

Ефикасније функционисање корпоративног менаџмента и заштита права власника -државе, је ефикасан лек за борбу против овог облика корупције, краткорочно, док спровођење планске и квалитетне приватизације је сигуран пут за елиминисање корупције у јавним предузећима, променом власништва и метода корпоративног управљања, дугорочно.

Може се извести закључак да је веза корупције и корпоративног управљања у Србији изражена, чији се извори могу сагледавати управо кроз неефикасно корпоративно управљање. Узрок неефикасног корпоративног управљања лежи у великој дисперзији власништва у предузећима, државном капиталу у јавном сектору и пословним банкама. Стварање доминантне приватне власничке структуре у предузећима и банкама у Србији стварају се предуслови за ефикасније корпоративно управљање и умањење ефеката агенцијског проблема, а тиме и смањивању корупције.

6. ОЕЦД стандарди корпоративног управљања

6.1. Усклађеност корпоративног управљања у Србији са стандардима

ОЕЦД-а

ОЕЦД је јединствен форум где владе 30 земаља раде заједнички да одговоре економским, социјалним и еколошким изазовима глобализације. ОЕЦД је, такође, на челу напора за разумевање и помоћ владама да одговоре на нова кретања и забринутост, као што је корпоративно управљање, информатичка технологија, итд. Организација пружа окружење у којем владе могу да унапређују искуства у политикама и тражити одговоре на заједничке проблеме. Корпоративно

управљање је значајан изазов многим економијама, самим тим и нашој економији која је у процесу транзиције.

Корпоративно управљање можемо анализирати на основу његовог утицаја на:

- (1) заштиту инвеститора
- (2) квалитет управљања предузећем и његову ефикасност и
- (3) развијеност и ефикасност тржишта капитала.

Уколико прва два фактора негативно утичу на тржиште капитала, постоји и повратни утицај да плитко финансијско тржиште негативно утиче на заштиту капитала инвеститора и ниво квалитета корпоративног управљања.

Правно уређење корпоративног управљања фирмом утиче на заштиту инвеститора и корпоративну ефикасност. У различитим правним системима пружају се различити нивои заштите. Поменути англо-саксонски правни систем који је заступљен у САД и Великој Британији пружа врло велику заштиту акционарима, док, са друге стране, у Француској и Италији имамо лошију заштиту инвеститора. Многе емпиријске студије су показале да културне, историјске, економске и друге разлике не дозвољавају функционисање истог модела система корпоративног управљања. Реформе у земљама у транзицији најбоље то илуструју. Усвојени модерни закони могу да буду истоветни у две земље, али њихова примена суштински зависи од традиције, стеченог знања, знања пословних људи и праксе правне професије. У том смислу, степен слободе за носиоце економске и законске регулативе је ограничен неформалним институцијама, социјалним нормама што је последица да правна правила нису довољна да дизајнирају жељено функционисање корпоративног управљања.

Међународни консензус постигнут је са тзв. ОЕСД принципима корпоративног управљања. Реч је о међународно прихваћеном скупу принципа, који дефинишу целину функционисања корпоративног управљања. Овај избор је био логичан, јер се око ових принципа сложило 30 земаља са различитим правним, економским и културним традицијама и то након опсежних консултација са врло битним

финансијским институцијама: Светском банком, Међународним монетарним фондом, Банком за међународна поравнања, представницима највећих компанија из САД, Јапана, Немачке, Француске, Велике Британије, као и са инвеститорима, синдикатима и другим заинтересованим странама. У консултације су биле укључене и владе неких земаља које су познате као тзв. тржишта у настанку.

Најважније је да су стандарди подједнако прихватљиви и земљама са различитим степеном власничке концентрације на тржиштима капитала и са различитим приступом бирањем управе компаније.

ОЕЦД принципи корпоративног управљања почивају на четири основна концепта:

- 1) одговорност (у управљању),
- 2) одговорности у принципалу,
- 3) правичности и
- 4) транспарентности.

Сва четири наведена принципа могу бити испоштована различитим скупом позитивних правних норми. Принципи се, пре свега, односе на фирме које су котиране на берзи.

Ови принципи подељени су у пет категорија:

- 1) права акционара,
- 2) равноправан, односно једнак третман,
- 3) улога заинтересованих страна у корпоративном управљању,
- 4) јавност и транспарентност пословања и
- 5) одговорност управе.

Мада принципи нису обавезујући, они као такви представљају врло важан аналитички и референтни оквир. Такође, формулишу анализу на међународно препознатљив начин. Наиме, регионални округли столови о корпоративном управљању, који су били као заједничка иницијатива Светске банке и ОЕЦД, користили су управо ове полазне принципе.

У наредном делу рада биће анализирани правни механизми корпоративног управљања у Србији у сагласности са ОЕЦД стандардима, који су дефинисани, пре свега, компанијским правом кроз Закон о привредним друштвима⁶⁷ (ЗПД), Законом о тржишту хартија од вредности⁶⁸ и Законом о приватизацији⁶⁹ Усаглашеност домаћих прописа биће анализирана по ОЕЦД принципима.

Права акционара на једнак третман. ОЕЦД принципи, који обезбеђују једнака права акционара, фокусирани су на: (1) поуздане методе регистрације власништва, (2) пренос акција другима, (3) благовремено добијање битних информација о корпорацији, (4) учествовање и гласање на скупштини акционара, (5) избор чланова одбора (првенствено управног одбора) и (6) учествовање у добити корпорације.

Сигурне методе регистрације власништва над акцијама. Власништво над акцијама мора бити осигурано свим акционарима без обзира на величину фирме и њено котирање на берзи. Основ за вршење свих права је поуздана регистрација власништва над акцијама. Власничка регистрација у Србији је на задовољавајућем ниову. Власници акција се поуздано региструју код Централног регистра хартија од вредности. Хартије од вредности се издају, евидентирају и преносе у електронском облику. Централни регистар хартија од вредности почео је са радом од 1.јануара 2004.године на основу Закона о хартијама о вредности. Иницијална база података о законским власницима акција преузета је из Агенције за приватизацију – Привременог регистра. Централни регистар хартија од вредности води рачуне својих чланова и својих клијената чиме се обезбеђује транспарентна евиденција свих чланова и његових власника. Изузетак од рачуна, који се отварају и воде у име и за рачун Законских ималаца, представљају збирни кастоди рачун који члан ЦРХОВ отвара у своје име а за рачун законских власника.⁷⁰ Заложене акције се могу брзо продати без законске процедуре, што је за пословне банке јако битно уколико узимају као колатерал заложене акције.

⁶⁷ Службени гласник РС, бр.125/2004

⁶⁸ Сл. лист СРЈ бр.65/2002 и Службени гласник РС, бр.57/2003, 55/2004, 45/2005, 101/2005, 85/2005 и 46/2006

⁶⁹ Службени гласник РС, бр.38/2001, 18/2003 и 45/2005

⁷⁰ чл. 207 и 208 Закона о ХОВ

Емитенти могу регистровати нову емисију хартија од вредности након што добију сагласност Комисије за хартије од вредности.

Централни регистар хартија од вредности је и клириншка кућа.⁷¹ Салдирање се одвија преко новчаног рачуна који се води код НБС. За салдирање трансакције у страним валутама неопходно је укључивање мреже инокоресподентских банака.

Комисија за хартије од вредности⁷² задужена је за надзор над законитошћу пословања и регулацију ЦРХОВ. На основу решења и других одлука Комисије, ЦРХОВ врши упис нових хартија од вредности на рачуне законских власника.

Према ОЕЦД стандардима корпоративног управљања, закон не би требало да дозволи акционарским друштвима могућност да ограниче **слободан пренос акција** са правом прече куповине или статутом. Такође, акције не би смеле да буду подвргнуте ограничењу преноса без пристанка сваког акционара и свих акционара на које би се ограничење односило.

Закон о привредним друштвима прави разлику између отворених и затворених акционарских друштава.⁷³ У основи разлика је битна у погледу преносивости акција. Оснивачким актом или статутом затвореног акционарског друштва могуће је утврдити разна ограничења у промету акција: право пречег стицања друштва и других акционара слично као код друштва са ограниченом одговорношћу, привремено искључење промета, промет акција са трећим лицима, итд. За

⁷¹ Сходно члану 192, став 1, тачка 8, Закона о ХОВ. Функција клизинга обухвата процес преноса, савјештања и у неким случајевима и потврђивања платних налога или инструкција за пренос хартија од вредности пре извршавања плаћања или преноса власништва. У ове процесе може бити инкорпориран и посебан поступак обраде информација, односно салдирање у циљу формирања нето позиција (билатералних и/или мултилатералних) за извршавање по нето принципу.

⁷² чл. 195, ст.2 Закона о хартијама од вредности

⁷³ Први пут се прави разлика у Закону о привредним друштвима између отвореног и затвореног акционарског друштва, са врло строгим правилима, која важе за отворена акционарска друштва; наглашена је и улога Комисије за хартије од вредности, а све у функцији заштите јавног интереса и интереса инвеститора. Стога је корисно упоредити чл.5 Закона о хартијама од вредности који дефинише “јавно друштво” и “затворено друштво”.

разлику од затвореног акционарског друштва, отворено акционарско друштво не може својим статутом утврдити ограничења промета својих акција.⁷⁴

Редовно и благовремено добијање информација о корпорацији. Одредбе Закона о привредним друштвима⁷⁵ поставиле су опште правило информисања свих власника привредног друштва па самим тим и акционара. Наиме, сваки акционар има право на детаљно информисање о пословању и финансијском стању друштва на начин утврђен Законом или како је дефинисано актима компаније који треба да буду у складу са законским прописима. Ова права се не могу искључити или ограничити, корпорација може ова питања регулисати на начин који одговара специфичностима друштва. Право на информисање обухвата: 1) право на тражење информација⁷⁶ и 2) право увида у пословне књиге и документацију друштва. Када је у питању право увида у пословне књиге важно је напоменути да, иако се акционари обавештавају о пословању друштва из годишњих рачуна на основу финансијског извештаја, који се представљају управном одбору или ревизору, сваки акционар без обзира на висину капитала има право да прегледа пословне књиге и документацију привредног друштва.

Закон о привредним друштвима⁷⁷ предвиђа и право информисања акционара. Овим посебним одредбама, пре свега, прописују се обавезе управног одбора у вези подношења извештаја на годишњој скупштини акционара о пословању друштва и у вези садржаја финансијских извештаја, као и посебна питања о којима акционари морају бити обавештени у вези са стицањем акција које друштво држи у режиму сопствених акција.

Учешће акционара на скупштини акционара. Према ОЕЦД принципима, акционари би требало да имају могућност да учествују и гласају на скупштини

⁷⁴ чл. 196, ст. 4, Закона о привредним друштвима, такође, чл. 168 и 171. Закона о хартијама од вредности постоји слободно тржиште без услова. У начелу два општа услова за котирање хартија од вредности су законито издавање и слободна преносивост

⁷⁵ чл. 43 Закона о привредним друштвима

⁷⁶ Наша правна регулација не поставља никаква ограничења осим оних која су регулисана као пословна тајна, односно оне информације које, уколико дођу у посед трећих лица, могу нанети штету компанији.

⁷⁷ чл. 289 Закона о привредним друштвима

акционара и морали би да буду обавештени о процедуралним правилима, који се дефинишу интерним правилима у складу са Законом. Поред тога, акционари морају на време да добију комплетне информације које су на дневном реду скупштине, имају права да постављају питања и да мењају дневни ред. Такође, чланови скупштине могу да гласају лично или у одсуству.

Мада је право учешћа и гласања на скупштини акционара регулисано у складу са Законом о интерним актима, у пракси је то право тешко остварити. Поред недостатка мотивације код самих акционара, поготово ако су власници са малим учешћем у проценту гласова, разлози су чести као, на пример: ограничен или закасneo одзив на скупштину, заказивање скупштине на удаљеној локацији, немогућност предлагања нових тачака дневног реда, итд.

Према ОЕЦД принципима минимални стандарди би требало да буду реализовани како би се право акционара задовољила, а то су најмање 30 дана добијања информација о датуму одржавања скупштине као и јефтин приступ свих акционара у вези датума одржавања седнице. Акционари, који имају могућности да скупе број гласова, морали би да имају право да додају тачке дневног реда, записнике о гласању би требало да имају на располагању.

По нашим законским прописима разликују се годишње и ванредне скупштине акционара.⁷⁸ Закон прописује да се писани позив за скупштину акционара упућује најкасније 30 и најраније 60 дана пре одржавања редовне седнице скупштине. Када је у питању локација одржавања скупштине, законодавац предвиђа да се годишња редовна седница одржава у седишту друштва.⁷⁹

Гласање акционара. Према ОЕЦД принципима, сви акционари унутар једне класе акција морали би имати једнако право гласа. Пре куповине акција инвеститори имају право да добију све информације о правима гласова. Право гласа акционара има функцију да се донесе одлука и да се за доношење одлуке

⁷⁸ чл. 281, ст. 1, Закон о привредним друштвима

⁷⁹ чл. 276, ст. 3, Закон о привредним друштвима

делегира то право. Акционаре свакако погађају резултати ако су неочекивано добри или неочекивано лоши. Такође, врло битна одлука коју акционари доносе је одлука о избору управног одбора, који бирају менаџере. На тај начин, акционари не бирају директно менаџере већ посредно преко управног одбора.

У Србији је нормативно регулисано питање заступања, али није доследно уређено. Таква регулација омогућава манипулацију у гласовима акционара. Закон о привредним друштвима познаје институт пуномоћја које акционар може дати једном пуномоћнику у писаној форми на прописан начин.⁸⁰ У улози пуномоћника могу да се јаве разна удружења акционара, али и депозитне банке, брокерско-дилерска друштва, итд. Заступање је веома важно и за институционалне инвеститоре у којима имају пласмане, који би у значајној мери могли да унапређују корпоративно пословање. У Србији још увек има мало институционалних инвеститора (инвестициони и пензиони фондови), али су врло мало активни.

Удео у добити – расподела дивиденди. У мноштву значајних агенцијских проблема између корпоративних инсајдера и аутсајдера дивиденде могу да играју значајну улогу. Исплатом дивиденди, инсајдери враћају корпоративну добит инвеститорима и, према томе, више нису у могућности да узимају ову добит у сопствену корист. “Дивиденде („ухваћен зец“) су боље него нераспоређена добит („зец у шуми“) зато што је могуће да се ово друго никада не материјализује као будуће дивиденде (може да одлепрша). Поред тога, исплата дивиденди излаже компаније могућој потреби да изађу на тржиште капитала у будућности како би повећале екстерно финансирање и тиме омогућава спољашњим инвеститорима да у некој мери имају контролу над инсајдерима у том периоду (Easterbrook).”⁸¹

На жалост, не постоје у потпуности задовољавајући теоријски агенцијски модели дивиденди, који приказују дивидендну политику као део неког ширег оптималног уговора између инвеститора и корпоративних инсајдера, што допушта мноштво

⁸⁰ чл. 287, Закон о привредним друштвима

⁸¹ види Agency Problems and Dividend Policies Around the World, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, стр.256, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, January 1999

могућих финансијских инструмената. “Уместо тога, различити модели, као што је Fluck (1998.а,1998.б), Myers (1998) и Gomes (1998.), обухватају различите аспекте проблема. Даље, постојећи агенцијски модели се још увек нису у потпуности бавили питањима избора између дужничког и власничког капитала приликом адресирања агенцијских проблема, избора између дивиденди и откупа акција, и односа између дивиденди и емитовања нових акција. Можда је у том смислу најважније да не испитујемо откупе акција која се уобичајена алтернатива исплати дивиденди. Примећујемо, међутим, да су откупи акција најчешћа појава управо у земљама где компаније плаћају високе дивиденде, као у САД и ВБ. Нпр., у периоду од јуна 1997. до јуна 1998. било је 1537 откупа акција у свету, што је забележила Корпорација за податке о ХОВ, од којих је 1100 било у САД. Према тржишној вредности, САД је чинио 72% откупа акција у свету у том периоду, а САД, ВБ, Канада и Аустралија заједно чиниле су 83%. У неким грађанско правним државама, откупи акција су чак илегални или се значајно опорезују (*The Economist*, 15.август 1998.). Ако су откупи комплементарни дивидендама радије него њихов супститут, наша процена само потцењује разлику у укупним исплатама готовине за акционаре између држава грађанског и обичајног права.”⁸²

У српском правном систему експлицитно је забрањено правити појединачне споразуме или уговоре са акционарима, који одређују друге критеријуме исплате дивиденди који би угрозили начело равноправности акционара. Када је реч о обичним акцијама постоје два битна услова за расподелу дивиденди: 1) постојање добити и 2) одлука надлежног органа. Ова два услова се примењују кумулативно, односно да би подела остварене добити била могућа неопходна је одлука надлежног органа. Када се одлучи о исплати дивиденди, требало би да се одреди рок, не дужи од 60 дана, да се јасно каже ко на њих има право и да сви акционари буду третирани на исти начин. Пре свега, важна су одређена ограничења која могу да онемогуће исплату дивиденди. На пример, могуће је да предузеће има дуг према банци, иако је остварило добит, могуће је да се уговором са банком ограничава исплата добити пре враћања кредита. Односно, исплата дивиденди

⁸² Исто, стр.261

може по уговору да банци омогући да кредит прогласи доспелим и на тај начин предузеће доведе у проблеме одржавања ликвидности - блокаде рачуна и тиме ослаби његову пословну позицију.

Основни облик и најчешћа форма расподеле добити у предузећу јесу новчане дивиденде. У развијеним тржишним економијама управни одбор доноси предлог одлуке, а скупштина акционара доноси коначну одлуку. У Србији, Закон о привредним друштвима омогућава да управни одбор донесе одлуку о исплати дивиденди уколико је такво овлашћење предвиђено статутом друштва. Уколико друштво на редовној седници Управног одбора донесе одлуку о подели дивиденди, таква одлука постаје обавезујућа за само друштво и акционари, на тај начин, постају повериоци и иста мора да им се исплати на тачно одређени дан.

Уместо новчане дивиденде акционари могу добити додатни број акција. Овакав начин исплате дивиденди се одвија путем докапитализације из добити. Са аспекта компаније оваква одлука нема ефекта на конкретан рад предузећа, али долази до промене вредности капитала компаније. У овом случају не долази до одлива средстава из предузећа. Уколико је акционар резидент физичко или правно лице, пореска стопа износи 10% без обзира да ли се исплата врши у новчаном облику или је исплата вршена у акцијама. За нерезиденте ефективна пореска стопа износи 20%, односно по стопи утврђеној уговором о избегавању двоструког опорезивања уколико такав уговор постоји између Србије и земље чији је акционар резидент.

Равноправан, односно једнак третман и заштита мањинских акционара.

Власништво представља основ за управљање и стицање контроле у предузећима. Дефиниција структуре капитала у појединим земљама произишла је из различитости степена правне заштите акционара и инвеститора. Права акционара проишла су из њиховог власништва над предузећем. Власништво је један од основних и најважнијих појмова, који се везује за владавину корпорацијом, првенствено се односи на доношење најважнијих одлука о предузећу. Када

говоримо о власништву као основу за управљање компанијом мисли се на власништво са правом гласа. Акције са правом гласа су власничке акције хартија од вредности, које власнику доносе одређени број гласова пропорционално броју поседованих акција. Акционари су у прилици да своје право гласа остваре на скупштини акционара где доносе одлуке у вези са компанијом. Према броју акција које поседују разликујемо велике и мале акционаре.

Мали акционари поседују мали број акција компаније и нису у могућности да појединачно битно утичу на доношење одлука. Велики акционари поседују минимум 10-20% акција у корпорацији⁸³ што им омогућава значајан утицај у доношењу пословних одлука и могућност контроле компаније. Већински акционар поседује 51% акција или 50% + 1 акцију. На основу тога већински власник компаније има апсолутну контролу над доношењем одлука. Контролни пакет акција представља највећу количину акција, коју поседује један појединачни акционар у предузећу и он може бити мањи од 51%, али мора бити највећи у односу на друге пакете акција. Промене у структури капитала треба да буду такве да обезбеде равноправан третман акционара исте класе. ОЕЦД принципи нарочито се залажу да капиталне структуре и аранжмани, који омогућавају неким акционарима да стекну контролу над компанијом, која није сразмерна у акционарском капиталу и у њиховом власништву, морају да буду јавне.

Случајеви разводњавања мањинских права акционара у Србији, као и у другим земљама у региону, били су веома чести и креирали су потребу за регулисање ове материје. Нарочито права малих акционара била су узурпирана у постприватизационом периоду, након што би стратешки партнер ушао у приватизовану фирму. Поред тога, разни модели докапитализације увек стварају простор за софистициране злоупотребе.

Право прече куповине је имовинско право постојећих акционара, на основу закона или оснивачног акта, на стицање акција од друштва или при новим емисијама акција сразмерно номиналној или рачуноводственој вредности акција. Закон о

⁸³ Овде се мисли на 10-20% акција са правом гласа

привредним друштвима утврђује ово право као законско право, док се начини његовог остваривања утврђују његовим оснивачким актом, статутом или одлуком Управног одбора. Да би се спречило смањење права малих акционара, Закон о привредним друштвима инсистира на императивном правилу да акције из нове емисије се издају обавезно по тржишној вредности⁸⁴. На тај начин се једноставно штите мали акционари, који су у току приватизације добили акције под повлашћеним условима. То је нарочито важно када у фирму улазе преко нових емисија акционари са већинским или значајним капиталом.

Корпоративна контрола се може постићи кроз стицање нове и располагање постојећом имовином велике вредности. Та трансакција може да обухвата не један већ више правних послова, тзв. повезаних преноса имовине чија тржишна вредност износи најмање 80% од књиговодствене вредности имовине исказане у последњем годишњем билансу стања. Стицање и располагање укључују нарочито продају, размену, залог, хипотеку и закуп. Појам имовине поред својине обухвата и друга права.⁸⁵ Такође, Закон о привредним друштвима прописује отворен поступак одлучивања о овој врсти трансакција, а одлуку о одобрењу Уговора о стицању и располагању имовином од велике вредности, на предлог Управног одбора, доноси скупштина квалификованом већином.⁸⁶

Закон о привредним друштвима посебну пажњу посвећује посебним правима несагласности мањинских акционара. Мањинске акционаре Закон дефише као акционаре, који из одређених разлога нису гласали за одлуку акционара коју акционари доносе већином гласова. На тај начин се активирају посебна права која су дефинисана законом као – несагласни акционари. Заштита мањинских акционара по капиталу не сме водити блокади одлучивања у друштву. Стога је неопходно да се пронађе законска равнотежа између начела већине и начела заштите мањине. Ово је један од највећих изазова корпоративног управљања у земљама у транзицији.

⁸⁴ чл. 240 Закона о привредним друштвима

⁸⁵ чл. 442 Закона о привредним друштвима

⁸⁶ чл. 443 Закона о привредним друштвима

Различити правни системи штите мањинске акционаре на различите начине. Највише је отишло агнлосаксонско право, које је прихватио наш Закон о привредним друштвима⁸⁷ - да су већински акционари, дакле, не само менаџери у фидуицираној дужности према мањинским акционарима, посебно у погледу услова који излазе изван оквира редовног предмета пословања друштва, односно да већински акционари увек морају гласати у интересу компаније, а не само у свом интересу, што важи и за чланове управног одбора.

Закон о привредним друштвима даје мањинским акционарима право, као изузетно средство, да иступе из друштва продајом својих акција⁸⁸ друштву по тржишној вредности. Уколико је друштво котирано на тржишту ствар је њихове воље да те акције продају на тржишту. Са друге стране, за овом формом заштите имају посебне потребе власници непрефернцијалних акција и акционари некотираних друштава. Акционар може да активира ово право у случајевима дефинисаним законом и то: доношење одлуке скупштине акционара о отварању акционарског друштва и котирање акција на берзи или обрнуто, промена оснивачког акта која погађа право акционара те класе акција и друго, одлука скупштине акционара која мења права акционара. Несагласни акционар, који има право на откуп акција од стране друштва, нема право на оспоравање предметне одлуке друштва на који начин заснива своје право, осим ако је та одлука противна закону. Тржишна вредност акција рачуна се према вредности на дан доношења предметне одлуке, на којој несагласни акционари заснивају своја права на продају акције друштва. Поступак је по закону јасно дефинисан. Ако друштво не исплати акције несагласних акционара или их исплати по вредности који они сматрају да је нижа од тржишне, они имају право да покрену поступак пред надлежним судом.

Начела доброг корпоративног управљања захтевају да се посебна пажња посвети транспарентном вредновању емисија акција и утврђивању тржишне вредности, а нарочито поступцима исказивања ванредних трансакција или трансакцијама са повезаним лицима. Одређивање фер цене је чест проблем земаља у транзицији,

⁸⁷ чл. 31, ст. 1, тачка 2, а у вези са чланом 366 И 368 Закона о привредним друштвима

⁸⁸ чл. 444 Закона о привредним друштвима

јер често цена постигнута на берзи није добра валоризација вредности акције. Најчешће је злоупотреба приликом процеса ванредних трансакција или приликом трансакција са повезаним лицима.

Законом о тржишту капитала предвиђено је када физичко или правно лице непосредно или посредно достигне, пређе или падне испод одређеног процента⁸⁹ да о томе обавести Комисију за хартије од вредности, односно када промене тих процената акција утиче на промене броја гласнова које су резулат промене у структури власништва .

Закон о привредним друштвима усваја модерне институте принудне продаје као и паралелне институте принудне куповине. Закон је принудну продају везао за преузимање отворених акционарских друштава у поступку јавне понуде за преузимање у ситуацији када преузималац у том поступку стекне 95% акција циљног друштва. Практично, у том случају преузималац има право да у прописаном поступку откупи и преузме акције несагласних акционара под условима из јавне понуде.⁹⁰

Аналогно праву преузимања акција из јавне понуде да купи акције од несагласних акционара, стоји и право несагласних акционара на продају преосталих 5% акција већинском акционару по ценама акција које је већински акционар последње куповао приликом стицања 95% акција.

Принцип једнаког третмана акционара подразумева забрану инсајдерског трговања и других трансакција са повезаним лицима и конфликтом интереса. Да би се спречио инсајдерски пренос информација или инсајдерска трговина неопходно је да постоје јаки механизми надзора и контроле трансакција са повезаним правним и/или физичким лицима. У том циљу неопходно је обезбедити адекватне правне институте да извршни директори, чланови управе, запослени на

⁸⁹ Сходно цитираном Закону, Сл.лист 31/2011, у члану 57, дефинисани су следећи проценти када је физичко или правно лице дужно да обавести Комисију за хартије од вредности и то: 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% и 75%

⁹⁰ Члан 447. ЗПД

битним функцијама не открију битне информације или имају лични интерес у трансакцијама о којима сами одлучују.

Уопште узев, инсајдер трговина може да има за циљ да менаџери и акционари имају различите интересе. На пример, менаџери могу тежити да повећају волатилитивност цене акција да би имали интерес од профитабилне трговине. Такође, могу да објаве и погрешне информације о фирми да би себи или другим инвеститорима омогућили куповину вреднијих хартија од вредности него што званична информација од менаџера може да утиче на одустајање од куповине потенцијалних инвеститора, а тиме и смањи притисак на тражњу за тим акцијама, па и на њихову цену.

У нашој литератури инсајдер информација дефинише се као злоупотреба повлашћених информација. “Да би се једна информација сматрала повлашћеном потребно је да се кумулирају три услова: (1) да је реч о информацијама о тачно одређеним чињеницама у вези са једном или више компанија, односно у вези са њиховим хартијама од вредности које се јавно нуде на тржишту, (2) да је реч о информацији која није позната јавности (необјављена информација), и (3) да је реч о информацији која би, да је позната јавности, имала значајан утицај на цену тих хартија.”⁹¹

У Закону о тржишту капитала дефинишу се шта су инсајдерске информације које нису јавно објављене а које могу донети неком од учесника на финансијском тржишту користи.⁹²

Стога је став српске правне регулације да је злоупотреба повлашћених информација експлицитно забрањена. Овакви правни ставови штите не само

⁹¹ Васиљевић Мирко, Водич за читање Закона о привредним друштвима, Удружење правника у привреди Србије и Црне Горе, Београд, 2004. године, стр.93

⁹² Закон о тржишту капитала, Сл.лист 31/2011. У члану 75. Је дефинисан појам инсајдерске информације: Инсајдерске информације су информације о тачно одређеним чињеницама које нису јавно објављене, односе се директно или индиректно на једног или више издавалаца финансијских инструмената или на један или више финансијских инструмената, а које би, да су јавно објављене, вероватно имале значајан утицај на цену тих финансијских инструмената или на цену изведених финансијских инструмената. Значајан утицај постоји ако би разумни улагач вероватно узео у обзир такву информацију као део основе за доношење својих инвестиционих одлука.

акционаре, већ настоје да чине финансијско тржиште транспарентним а тиме привлаче и веће поверење у тржиште хартија од вредности.

У Закону о привредним друштвима⁹³ дефинише се лични интерес а тиме и конфликт интереса повезаних лица. Лични интерес постоји уколико је неко од лица, које имају дужности према друштву или члану његове породице (дефинисаном у ст.2 истог члан): (1) уговорна страна у правном послу са привредним друштвом или у (2) финансијском односу са лицем из правног посла или радње које закључује уговор са привредним друштвом или које има финансијске интересе у том послу или радњи по основу којих се разумно може очекивати да утичу на његово поступање супотно интересу привредног друштва повезаних лица у ужем смислу, или (3) је под контролним утицајем стране из правног посла или радње са привредним друштвом или лица које има финансијски интерес у правном послу. У самој законској дефиницији се види да је законодавац дао врло широку лепезу судовима који могу врло флексибилно у својој пракси да примењују овај правни институт.

Улога других заинтересованих лица у корпоративном управљању. У теорији корпоративног управљања друга заинтересована лица која могу да имају интересе на позицију и пословање фирме су запослени, добављачи, дистрибутери, клијенти-купци, банке. Поједини аспекти ових односа, односно веза компаније и заинтересованих лица могу бити регулисани правним прописима; међутим, ОЕЦД принципи сугеришу да компанија мора да води рачуна о интересима не само својих акционара већ и о интересима других лица, јер је то у дугорочном интересу саме компаније, односно самих акционара. Правни односи свих заинтересованих лица треба да буду јасно дефинисани како би се јавило што мање спорних а, самим тим, и конфликтних ситуација. Квалитетно корпоративно управљање треба да осигура да се права повезаних правних лица поштују и омогући да повезана лица долазе до потребних информација, које су дефинисане међусобним

⁹³ Члан 34. Закона о привредним друштвима

уговором, а све у циљу да се што мање јављају конфликти корпорације са заинтересованим лицима. Међу заинтересованим лицима посебно место треба да имају две категорије и то: запослени и повериоци.

Положај запослених и поверилаца регулисани су читавим низом правних прописа. Положај запослених регулисан је законом о раду, грандским и појединачним колективним уговорима између фирме и запослених. Право поверилаца регулисано је законом о облигационим односима, законом о банкама, законом о хипотеци и другим законским прописима. Права запослених треба да буде посебна брига савременог корпоративног управљања. Запослени и њихова знања су најчешће највреднији ресурс које компаније поседују. У том смислу савремени концепт корпоративног управљања треба да развије ефективну комуникацију са запосленима да би они стекли утисак заједничког циља и заједничког припадања, односно у западној литератури познат као „firm identification“, која представља потпуно ментално припадање и лојалност компанији, бренду те компаније, односно групи. Са друге стране, шири појам представља такозвану нематеријалну активу. Нематеријална актива⁹⁴ је актива које нема финансијску ни физичку супстанцу, супстанца је невидљива. Знање компаније даје тржишну предност у односу на конкуренцију и запослени треба да буду у приоритету успешног корпоративног менаџмента и развијена корпоративна култура према запосленима је кључни фактор успеха у тржишној економији.

У неким земљама запослени немају права да учествују у процесу одлучивања, док у другим економијама разне радничке асоцијације имају институционално право да учествују у одлучивањима по одређеним унапред дефинисаним питањима која су екстерно или интерно регулисана. У великом броју земаља запослени имају права да буду информисани када се доносе главне одлуке.

⁹⁴ У енглеској литератури појам “ non-material assets ” актива која нема материјалну димензију. Супстанцу нематеријалне активе чине неопипљиви ресурси (енгл. Intangibles), односно информације и знање.

У Србији ово питање је јако сложено и настало као последица самоуправног система, који је дуго година подразумевао законско право радника да учествују у управљању. Процесом приватизације право власника – акционара је да одлучује о својој инвестицији у свом интересу, које је креирао менаџмент а прихватио власник и о томе донео одлуку. У том смислу запослени у Србији сматрају да је то неправда коју им је донела транзиција. Свакако да се ради о радницима који су радили у систему који је оставио дубок траг у главама људи и који је по њиховом мишљењу био више у њиховом интересу.

Запослени који су постали акционари и даље своју улогу доживљавају првенствено као метод задржавања својих основних права у фирми у којој раде, а то је примање плате и свих других погодности које доноси то радно место. Акционар-запослени може на скупштини акционара да гласа уколико није задовољан менаџментом за његову смену. Међутим, увек постоји бојазан да менаџмент може радника да отпусти што га фактички ограничава да се понаша као активни акционар. Свакако да је прави модел са аспекта ефикасног корпоративног управљања да се фирма из социјалне јединице са нејасним правима запослених трансформише у профитно оријентисану фирму са великим овлашћењима менаџера у којима су улоге запослених и менаџера одвојене и стриктно дефинисане.

Заштита повериоца је слаба карика у функционисању тржишне економије у већини земаља која су деведесетих година ушле у капиталистички систем. У Србији су такве карактеристике као и осталим земљама у региону врло изражене. У Србији постоје *de facto* следећи механизми у заштити поверилаца:

- заложно право на покретним стварима,
- заложно право на новчаним средствима дужника (издавањем меница) и
- заложно право на непокретностима.

У Србији постоји неефикасни судски систем, тако да повериоци треба да буду мудри и да оцењују кредитну способност поверилаца како би са њима градили

дужничко-поверилачки однос већих размера. Уз то, деловањем економске кризе потпуно је потонуло тржиште некретнина, док залогом покретних ствари често у пракси повериоци буду преварени, јер се у случају да се нађе тржиште за покретност, која је предмет залога продаје, и новац ставља у функцију дужника а не повериоца.

Доношење Закона о заложном праву⁹⁵ над покретним стварима учињен је напор да се побољша положај заложних повериоца. Овај Закон уређује залог покретних ствари и права без предаје у државину ради обезбеђивања потраживања поверилаца. Заложно право по овом закону уписује се у Регистар залогa. Вођење Регистра заложног права о покретним стварима поверено је Агенцији за привредне регистре.⁹⁶ Регистар заложног права је предвиђен да функционише као јединствена централизована електронска база података у коју се уписују подаци о заложном праву, измене и допуне заложног права као и спорова који се тичу предмета залогa.

Заложно право над новчаним средствима издавањем меница као средство обезбеђења плаћања не сматра се обезбеђењем у банкарском погледу, јер пружа најмање сигурности у наплати потраживања. Оваква констатација се првенствено односи на многе модалитете када дужник жели да избегне обавезе повериоца у ситуацији када се активира меница као инструмент обезбеђења враћања кредита, попут отварања рачуна других правних лица и преусмеравањем промета, продаја робе уз велики дисконт, на црно, итд. Повериоци у поседу меница као инструмент обезбеђења плаћања по Закону о стечају⁹⁷ сматрају се необезбеђеним повериоцима.

Законом о стечају може се окончати банкротство или реорганизација стечајног дужника. Банкротство је намиривање поверилаца продајом имовине стечајног дужника, који престаје да постоји као правни субјект. Реорганизација је намиривање поверилаца на начин и под одређеним условима. За усвајање

⁹⁵ “Сл.гласник РС”, бр.57/03, 61/05

⁹⁶ “Сл.гласник РС”, бр.55/04

⁹⁷ Закон о стечајном поступку донет је половином 2004.године, објављен у службеном гласнику РС бр. 84/2004. и 85/2005

реорганизације треба да гласа најмање већина поверилаца и то по класама (стечајни, излучни, разлучни) и по исплатним редовима. План реорганизације у суштини је план поравнања и има снагу извршне исправе. Усвајањем плана реорганизације стечај се формално правно завршава.

Међутим, услов је да се план реорганизације у потпуности испоштује. У супротном, отвара се стечај и такав поступак се завршава банкротством. Овакве законске регулативе новим Законом о стечају побољшавају положај поверилаца и уводе се механизми ефикасније наплате потраживања. Остаје да се види у пракси како ће се овај закон примењивати и какве ће ефекте давати.

Транспарентност пословања и објављивање информација. Једна од основних претпоставки квалитетног корпоративног управљања је редовна, благовремена и поуздана информисаност акционара, потенцијалних акционара и релевантног окружења. Обавеза давања таквих информација није у основи само за компаније које су котиране на берзи, односно компаније чијим се хартијама од вредности тргује, већ би то требало да буде и добра пракса затвореним акционарским друштвима чијим се хартијама не тргује, како због инсајдерских акционара тако и због доброг пословног имиџа и транспарентности рада такве компаније.

Према ОЕЦД принципима корпоративно управљање треба да обезбеди правовремене и тачне информације, које се односе на материјално битне пословне активности и чињенице које се односе на корпорацију, укључујући актуелну финансијску ситуацију, пословне перформансе, инвестиционе подухвате, промене у својинским односима, итд. Информације које корпорације објављују треба да буду припремљене и верификоване од стране овлашћеног ревизора и тако презентиране у јавности да не изазову никакве дилеме и различита тумачења. Стога је сврха ревизора битна, јер се ради о објективној провери и веродостојности информација које се презентирају јавности. Ревизија као функција у тржишној економији делује у сврху заштите инвеститора,

обезбеђивања транспарентности и смањивању ризика у инвестирању од потенцијалних инвеститора.

Пословне банке приликом одобравања кредита имају врло високе информационе захтеве, које предузећа морају да испуне. У таквим условима приликом прикупљања врло детаљних информација банке могу да допринесу да предузећа буду транспарентнија и, на тај начин, учине услугу бољег информисања свих актера од власника до менаџмента и потенцијалних инвеститора. Тиме банке дају важан допринос корпоративном управљању.⁹⁸

Усвајање међународних рачуноводствених стандарда је врло битно, јер омогућава врло јасно дефинисање нивоа инфлације и њен утицај на исказивање билансних позиција, латентних обавеза, сумњивих и спорних потраживања, вредновање основних средстава, залиха, кредита и других релевантних пословних информација. У основи развијањем квалитета интерних информација за потребе менаџмента развијени су системи управљачког рачуноводства, посебно у аспект вредновања и алокације трошкова, везивања различитих облика трошкова у посебним циклусима производне и прометне функције са врло суптилним информацијама у делу контроле пословања, политике цена, прага рентабилитета и других категорија. За екстерне кориснике садашње или будуће инвеститоре стандардизовани су извештаји из финансијског рачуноводства.

Аспект објављивања транспарентности информација у српској корпоративној пракси детаљно је обрађен у научном раду др Катарине Ђулић⁹⁹. У раду су приказани резултати истраживања 130 акционарских друштава различитих величина, делатности и из различитих региона Србије. Доказано је да је резултат корпоративног управљања у српским фирмама упркос модерној правној регулативи врло низак. У делу истраживања, која су се односила на транспарентност и објављивање информација, резултати, такође, нису задовољавајући. На бази интервјуисаних представника ревизорских кућа, тзв.

⁹⁸ Беговић Б. и др. "Унапређење корпоративног управљања", Центар за леберално-демократске студије, Београд, 2003., стр. 131.

⁹⁹ Др Катарина Ђулић "Корпоративно управљање у Србији: транспарентност и објављивање информација", "Квартални монитор бр 15", октобар-децембар 2008. Београд

велике четворке¹⁰⁰ изводи се закључак: “инвестира се ирационално, на бази инсајдерских информација, трачева, спекулација о преузимању, итд, а не рационално на бази финансијског и нефинансијског извештавања. У Србији се, наиме, јавно тргује и хартијама фирми, које немају проспект или које континуирано не информишу инвеститоре (на берзи такве фирме носе ознаку БП-без проспекта). Ово, стога, што на берзи међу инвеститорима још увек доминирају или спекулативни фондови, који се надају преузимању и закључивању контроле, односно трансакционе премије или банке и осигуравајућа друштва које закон приморава да држе утрживе хартије или “капиларни” инвеститори који се надају да ће се обогатити преко ноћи.”¹⁰¹

Менаџмент компаније је примарно одговоран за успостављање интерног система сакупљања и обраде информација као и објављивање релевантних информација како првенствено за њихове потребе, тако и акционарима, запосленима, државним институцијама и заинтересованим лицима из окружења. У том смислу позитивна су искуства западних земаља у којима компаније формирају ревизорски комитет који има задатак да надзире финансијску ситуацију фирме и њен рачуноводствени систем и да помаже управи како да ефикасно испуни све своје обавезе које се тичу објављивања информација.

У том смислу релевантно је сагледати ситуацију у Србији са становишта поштовања ОЕЦД стандарда. „ Око три четвртине фирми у узорку објављује годишњи извештај, биланс стања и биланс успеха. Око 40% фирми објављује извештај о токовима готовине, статут и /или основна акта компаније и извештај о материјално значајним догађајима. Око трећине компанија објављује мишљење спољног ревизора и напомене уз финансијске извештаје, списак повезаних лица само 6% испитаних фирми, идентитет контролних акционара, односно лица која контролишу 50% акција 15% фирми у узорку...Најтранспарентније су опет банке: 75% банака објављује годишњи извештај, биланс стања, биланс успеха, извештај

¹⁰⁰ Када се говори о великој четворки мисли се на четири велике ревизорске куће: KPMG, PWC, Ernst&Young и Deloitte.

¹⁰¹ Др Катарина Ђулић “Корпоративно управљање у Србији: транспареност и објављивање информација”,стр.82. “Квартални монитор бр 15”, октобар-децембар 2008. Београд,

о материјално значајним догађајима, статут и основна акта банке и напомене уз финансијске извештаје...“¹⁰²

Оваква ситуација у Србији у погледу испуњења стандарда ОЕЦД у погледу транспарентности у објављивању информација није на задовољавајућем нивоу; свакако да је један од битних разлога недостатак стручног кадра и неадекватни прописи као и недоследност у примени већ постојећих прописа.

У рачуноводственој и ревизорској пракси у Србији много је приговора на релативно кратак рок - 28.фебруар за достављање финансијских извештаја Центру за бонитет. Ради се о достављању комплетног сета извештаја: биланс стања, биланс успеха, извештај о токовима готовине, пореског биланса. Врло је кратко време да ревизори дају квалитетно мишљење на билансе предузећа. Уколико се догоде техничко рачуноводствене грешке у којима је нужно мењати билансне позиције неопходно је њихово поновно усвајање на скупштини акционара што још више компликује рокове ревизорима за давање квалитетног мишљења. Из тих разлога, требало би рокове достављања финансијских извештаја продужити на рок од још месец дана како би финансијски и ревизорски извештаји и процедуре усвајања на скупштини акционара били квалитетнији и боље припремљени.

Упркос честим реформама рачуноводственог система и честе промене законских и подзаконских аката, које су често имале неконзистентност рачуноводствених информација, може се рећи да Међународни Рачуноводствени Стандарди (МРС) и Међународни Стандарди Финансијског Извештавања (МСФИ) се готово у целости примењују како у банкарском сектору тако и у реалној економији. Упркос томе што су МРС врло компликовани и често еволуирају, уочени су напори да се ови стандарди што доследније поштују у Србији. У наведеном раду др Катарине Ђулић поткрепљена је ова констатација да три четвртине фирми и 83% банака припрема рачуноводствене извештаје у складу са МРС и МСФИ. У овом закључку и увидом у конкретне фирме чини се да постоји једно неписано правило, а то је:

¹⁰² Исто дело, стр.83

када се ради о великим компанијама, које имају добре рачуноводствене кадрове, готово све примењују МРС И МСФИ. Међутим, када се ради о мањим фирмама, које овом сегменту пословне активности не посвећују довољно пажње, ови стандарди се не примењују.

Одговорност одбора директора

Стручно оспособљен независан и ефикасан у раду је од битног интереса за корпоративну ефикасност и пословни успех компаније. Изворно га ОЕЦД принципи корпоративног управљања дефинишу као „оквир корпоративног управљања, који треба да осигура стратешко вођење компаније, ефикасно надгледање менаџмента од стране одбора и одговорности одбора према компанији и акционарима.“¹⁰³ Из саме изворне дефиниције која одговара англосаксонском одбору директора најближи је српски Управни одбор. Он креира стратегију компаније или банке, штити права акционара и надледа извршна тела и прати финансијско стање компаније или банке.

Према ОЕЦД принципима¹⁰⁴, одбор треба да врши кључне функције као што су:

- Разматрање и вођење корпоративне стратегије, главних планова акције, политике ризика, годишњих буџета и пословних планова, одређивање циљних резултата: праћење извршења и корпоративних резултата; као и надзирање великих капиталних издатака, преузимање других предузећа и продаја имовине.
- Праћење делотворности праксе управљања и вршења потребних измена.
- Одабир, награђивање, праћење и, у случају потребе, замена кључних руководиоца и надзор над планирањем наследника на функцијама.
- Усклађивање награђивања кључних руководиоца и чланова одбора са дугорочним интересима компаније и њених акционара.

¹⁰³ ОЕЦД ПРИНЦИПИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА, стр.17, Мисија ОЕБС-а у Србији, Креатива Београд, 2004.

¹⁰⁴ Исто, стр.18

- Обезбеђивање формалног и транспарентног процеса предлагања и избора чланова одбора.
- Праћење и управљање евентуалним сукобима интереса менаџмента, чланова одбора и акционара, укључујући ненаменско коришћење имовине корпорације и злоупотребе повезаних лица.
- Обезбеђивање интегритета система рачуноводственог извештавања компаније, укључујући независну ревизију и постојање одговарајућих система контроле, а посебно надзор ризика, финансијске контроле и подвргавања законима.
- Надзор ефикасности праксе управљања, која се примењује и њена промена када је потребно.
- Надзор процеса објављивања информација и комуникација.

У социјалистичким системима, по правилу, држава је усвајањем закона, који су регулисали ову област имала институције у којима су бирани радници различитим изборним системима у којима је воља већине народа била један од кључних приципа. У бившој Југославији ту функцију према тадашњем законодавству имао је Раднички савет, који је вршио функцију скупштине акционара¹⁰⁵ и Извршног одбора радничког савета који је вршио улогу управних одбора. Тај механизам је држава користила и ефикасно је контролисала менаџмент. На почетку транзиције, у многим земљама менаџмент је успевао да стави под контролу пословање фирме и да независно од власника злоупотребљава свој положај за искоришћавање имовине фирме било у свом личном интересу или интересу са повезаним лицима. Права мањинских акционара била су најгрубље кршена.

Законодавци у региону југоисточне Европе имали су различиту законску праксу у дефинисању структуре одбора, његову композицију, функцију и праксу, која је понекада одударала од замишљеног законског оквира. У основи, законодавства бивших социјалистичких земаља своју правну основу су црпили из

¹⁰⁵ У социјалистичком систему нису постојала власничка права, овде је симболично узет термин скупштина акционара да би се направила паралела између сличних органа по својој функцији и намени. У социјалистичком систему Раднички савет, који је представљао друштвену својину као несвојину и Скупштина акционара, која представља стварне власнике – инвеститоре.

англосаксонског законодавства које су прихватили правни системи Француске, Швајцарске, Италије. У основи, ради се о једнодомном систему где је функција управљања у рукама једног или више лица, тј. одбора директора или управног одбора, кога бира скупштина акционара.

Функција управљања остварује се делом на колективној, а делом на индивидуалној основи, с тим што надзорни орган није обавезан а функцију контроле врше ревизори.

Други правни систем, тзв. дводомни је систем немачког права, који су прихватиле у региону Хрватска и Србија. Управни одбор врши функцију руковођења и пословођења а делом на инокосној основи. Надзорни одбор бира и разрешава скупштина. Контролну функцију поред надзорног одбора врше и ревизори.

У Србији пракса је показала да је улога управног одбора под контролом менаџмента, који има јак утицај на избор управног одбора. Упркос моћним номиналним функцијама, менаџмент често овладава управним одборима и боље је информисан о стању у предузећу. Чини се да и сами чланови управног одбора преферирају саветодавну улогу од надзорне и управне и углавном имају пасивну улогу. “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...Свеопште искуство са управним одборима као механизам пресудног утицаја акционара на менаџере није најповољније: показује се да су одбори често неактивни (инертни) и да се свеобухватно јаче ангажује онда када фирма западне у велике тешкоће. А тада је обично касно. Модерне корпорације углавном воде менаџери а не управни одбори”¹⁰⁶

¹⁰⁶ Беговић Б. и др. “Унапређење корпоративног управљања”, Центар за леберално-демократске студије, Београд, 2003., стр.19

Основна мисија управног одбора је да обезбеди стратешко усмеравање компаније или банке, да именује и надзире менаџмент и одговара акционарима за рад компаније, односно банке. Одбор мора да обезбеди јасну перцепцију наступајућих догађаја и дефинише стратешке-дугорочне планове и краткорочне циљеве пословања компаније, односно банке. Целисходно је и јако оправдано да стратегија буде дефинисана у сарадњи са менаџментом и ревидирана и разматрана барем једном годишње.

Надзор над радом менаџмента подразумева да управни одбор може да указује неповерење највишем руководству, односно генералном директору компаније или Председнику Извршног одбора банке. Такође, награђивање генералног директора компаније и Председника Извршног одбора банке треба да буде транспарентно и јавност о томе треба да буде обавештена на адекватан начин. Међутим, у Србији је награђивање генералног директора и Председника Извршног одбора банке третирана као највећа тајна.

Питање награђивања чланова управног одбора је у потпуности препуштено одговарајућем уговору које друштво склапа са члановима управног одбора.¹⁰⁷

Уколико је члан управног одбора запослен, његова права као члана могу се дефинисати уговором о раду. Такође, поред накнада члановима управног одбора предвиђена је лична и колективна одговорност чланова одбора. Према ЗПД чланови управних одбора солидарно одговарају за накнаду штете, коју својим одлукама проузрокују штету - закон набраја неке од случајева, које воде одговорности за насталу штету. Ова одговорност може бити индивидуална и солидарна.

¹⁰⁷ ЗПД, у члану 325 дефинисано је питање накнаде члановима Управних одбора

7. Ефикасност корпоративног управљања

7.1. Теоријске поставке

Процес транзиције, односно пословно-организационог реструктурирања привреде има за последицу креирање квалитативно другачијег пословног амбијента. Другачије уређење власничког односа опредељује и његове другачије циљеве. Приватно власништво актуелизује првенствено ефикасно управљање предузећима, који замењује доказано неефикасне социјалистичке системе и друштвену својину као неефикасну. Квалитативно другачије постављени својински односи актуелизују систем пословне ефикасности који за резултат треба да има боље пословне резултате корпорација и банака.

Корпоративно управљање постављамо као процес у коме менаџери професионално управљају повереним капиталом, у коме принципиали настоје да контролишу менаџмент и као резултат поделе овлашћења, одговорности и ризика предузеће остварује веће приносе на капитал или да максимира разлику између уложеног капитала на почетку неког периода и вредности фирме, односно капитала на крају одређеног периода.

Мотив власника је остварење профита док је у другом плану корпоративна одговорност за опште окуржење. Наиме, несумњиво да је остваривање профита основни и неприкосновени циљ власника. Међутим, остваривање профита је процес који у интересу власника треба да омогући дугорочни, а не краткорочни принос на капитал.

. Стога менаџери који управљају предузећем морају на њега да гледају као на вредност чијим управљањем треба да унапређују и одржавају интересе других у функционисању предузећа. “Компанија која из дана у дан жртвује профит на краatak рок да би угодила стално растућим очекивањима јавности ускоро неће имати бриге са дугим роком, јер ће га изгубити. С друге стране, компанија која настоји да чува профит за себе тиме што избегава његову употребу према

очекивањима јавности ускоро ће ући у конфликт са јавношћу од које зависи њен профит”.¹⁰⁸

У основи можемо разликовати традиционални приступ ефикасности и ефективности предузећа којим предузећем управљају менаџери у име и за рачун власника у три фазе стварања вредности:

I фаза (улагање ресурса) у коме се ефикасност предузећа огледа у његовој способности у прибављању потребних ресурса,

II фаза (предузеће) – приступ интерних процеса: интерне активности и трансформациони процеси у самом предузећу и

III фаза (резултати) - приступ остваривању циљева, у коме се мери степен успешности предузећа у остваривању постављених циљева.

Приступ система ресурса је окренут улазима у систем предузећа, јер ефикасно предузеће је способно прибавити ретке и вредне ресурсе из окружења. Ефективност се изражава показатељима:

- а) преговарачка позиција предузећа,
- б) редовност оперативних активности
- ц) правилна интерпретација окружења и
- д) адекватно реаговање на промене у окружењу.

У основи прибављање битних ресурса је важно за функционисање предузећа. Међутим, пренаглашене су функције набавки ресурса у односу на значај њихове употребе. Стога је **приступ интерним процесима** битно, јер је у основи фокус на ефикасност предузећа, која се може сматрати ефикасним уколико су:

- а) просеци у предузећу уходани, односно пријатни, функционални,
- б) ако су запослени задовољни,

¹⁰⁸ Живко Костић, Мирослав Милојевић “Економика предузећа”, стр.80, антраfile цитат Henry Ford II

ц) ако су усклађене активности појединих подсистема у предузећу.

У овом приступу могу се издвојити две групе показатеља за ефективност:

а) људски односи и корпоративна култура: позитивна радна клима, благонаклон однос према запосленима, тимски дух, оданост групи, односно бренду компаније-банке, поверење запослених и менаџера, директне хоризонталне и вертикалне комуникације, размена релеватних информација;

б) однос елемената улаза и излаза предузећа: продуктивност, економичност и рентабилност.

У основи овај приступ може да форсира субјективан став менаџмента у извештавању према власнику као и да укупан резултат предузећа је изван овог оквира посматрања што онемогућава квантификацију неких битних излазних показатеља. Стога, власници нису посебно заинтересовани за ове аспекте извештавања мада их цене и подржавају као корпоративну културу компаније, односно банке и подржавају менаџмент у његовој имплементацији. Стога, улога менаџмена у интерним процесима у самој компанији –банци је њима препуштена. Власници су задовољни обавештавањем о интерним процесима. У великим корпорацијама власници ангажују поједине специјализоване агенције да врше анализу појединих аспеката интерних процеса као што је задовољство запослених, оданост групи, поверење у менаџмент. На тај начин, власник или председник групе добијају поуздане информације о интерним процесима на релацији менаџмент-запослени, сарадња између делова предузећа-банке, као и задовољење запослених и поверење у правилне одлуке менаџмента.

Приступ остваривања циљева је најчешћи метод оцене ефективности предузећа. У основи претпоставка је да је предузеће основано због одређених економских циљева. Успешност, односно ефективност предузећа се мери ефикасним остваривањем постављених економских циљева. Овај приступ је применљив уколико су циљеви јасно одређени, разумљиви за менаџере којима се поставља одређени циљ, усаглашени и мерљиви. Овакав приступ је распрострањен, јер пружа повратну информацију менаџерима о ефикасности

њихових одлука. У основи званични циљеви треба да буду донесени и објављени у документима и писаним извештајима, на пример годишњим пословним плановима. Оперативни циљеви су непосредни циљеви за непосредно оперативно пословање, као што су:

- а) показатељи **перфоманси предузећа**, профитабилност (нето профит, принос на инвестиције, висина профита по акцији), раст предузећа (раст укупног прихода, раст профита), обим резултата (висина укупног прихода, обим производње),
- б) циљеви могу бити везани за **ресурсе**, као што су обезбеђивање финансијских средстава за текуће пословање и развој предузећа, повољни извори за континуирано снабдевање материјалом за производњу,
- ц) **тржишни циљеви**, раст и одржавање постојећег тржишног учешћа, освајање нових тржишта или нових канала дистрибуције.

У основи приступ остваривању циљева је најприхватљивији за дефинисање оквира за ефикасност предузећа за потребе овог рада, с тим што ће у наредном делу рада бити оперативно разрађени који циљеви могу бити упоредиви, мерљиви и који су јасно дефинисани. У основи, циљеви који се постављају могу бити узајамно конфликтни, стога је битно да се одреди критеријум за мерење ефикасности. У основи ради се о економским циљевима који треба да буду мерљиви, званични и који у основи треба да представљају егзактан параметер или комбинација, односно рацио неколико параметара из пословних књига предузећа, односно из биланса стања и биланса успеха.

Најбитнији стејкхолдери предузећа су: власници, запослени, купци, добављачи и кредитори. У основи потребно је дефинисати њихове захтеве и потребе и дефинисати који интереси и захтеви стејкохлера се мере и којим методама се подиже њихов задовољавајући ниво за сваког стјекхоледра понаособ.

Табела бр.3.

Стекхоледери	Показатељи ефективности и ефикасности
Власници	Финансијски резултат
Запослени	Задовољство запослених, плате, услови рада
Купци	Квалитет производа, гарантни рок, сервиси
Добављачи	Редовност плаћања обавеза, дефинисање потреба на дужи рок
Повериоци	Испуњавање обавеза на време, достављање података о кредитној способности
Друштво	Друштвена корпоративна одговорност
Влада	Поштовање закона и прописа, плаћање пореза, достављање информација, итд.

Стога, у светлу савременог приступа квалитету корпоративног управљања постоји више модела корпоративног управљања, који на различите начине детерминишу однос између акционара, менаџера и осталих унутрашњих и спољашњих стејкхоледра, али се сви сусрећу са истим проблемима, односно са кључним детерминантама корпоративног управљања попут контроле управног и надзорног одбора, гласачких права акционара, заштите мањинских акционара и слично. Контраверзе настале око ефикасности корпоративног управљања везане су за паралелно постојање више различитих модела и који су настали у различитим

временском периоду и који дају опречне резултате. Детерминисање неког модела или случаја корпоративног управљања као доброг или лошег није једноставно, имајући у виду постојање различитих несагласних модела, тешко је одредити факторе који позитивно утичу на њихов квалитет.

Мерење квалитета корпоративног управљања међу првима су урадили Ла Порта и његови следбеници и коаутори.¹⁰⁹ Њихов рад представља покушај систематичног обухватања свих фактора који утичу на квалитет корпоративног управљања. Ово истраживање назива се и ЛЛСВ индекс (LLSV index) или индекс анти-директорских права (index of anti-direktory rights). Аутори су као основ поставили правни систем и његове елементе, наводећи да: „Акционари добијају дивиденде зато што могу гласањем да смене директора који им не плаћа, а повериоци бивају исплаћени, јер имају моћ да узму колатерал или имовину која је под хипотеком“.¹¹⁰

Индекс ЛЛСВ је могуће применити за Србију. „Ако узмемо основне факторе, који утичу на правну заштиту инвеститора, индекс инди директорских права за Србију износио би 2, што је нешто лошије од просека земаља француског и немачког законодавства, али далеко испод земаља англосаксонског права“¹⁰⁴ Наведено истраживање треба узети са резервом, јер је истраживање рађено 1997.године те се од тада законодавство мењало више пута. Наравно, посебно је важна промена закона у Србији доношењем Закона о привредним друштвима 2004.године. „Поредећи Србију са другим земљама заштита инвеститора је на нивоу на коме је она у Данској, Швајцарској, Грчкој, Холандији, Аустрији, али и боља од заштите у Немачкој или Италији...Питање које се логично поставља је како објаснити разлике у нивоу заштите акционара и развијености земље и финансијских тржишта.“¹¹¹ Свакако једно од објашњења је да законске одредбе, које регулишу улагање нису релевантни само прописима који се баве корпоративним управљањем и заштитом акционара већ и осталим законским сегментима који омогућавају ефикасније функционисање привредног система. Свакако је врло

¹⁰⁹ LaPorta et al.(1998), „Law and finance“, Journal of Political Economy

¹¹⁰ Правно се примењују у САД, Канади, Великој Британији, Аустралији, односно у 18 земаља у којима је извршено истраживање. У 21 земљи се користи француско право, односно има корене у њему. Немачко право је заступљено у шест земаља укључујући Јапан и Кореју.

¹¹¹ Исто дело, стр.10

битна монетарна политика, порески систем, ефикасност рада државних органа, судства. Упркос напретку у одређеним реформским процесима, привреда Србије се суочава са бројним проблемима и макроекономским неравнотежама, које се првенствено испољавају због високог нивоа јавне потрошње према стварном стању и реалне економије и високог спољнотрговинског дефицита. Ефикасно законодавство треба да пружи јачу заштиту повериоца у наплати потраживања што је у Србији врло актуелна тема у ситуацији када је држава највећи дужник. У таквим привредним околностима не може се очекивати већа заштита акционара и да ће судство ефикасније функционисати у заштити права свих акционара, мањинских поготово.

7.2. Главни индикатори за мерење корпоративне ефикасности предузећа и банака

На самом почетку економске транзиције у источној Европи постојао је јединствен стручан став шта треба да ураде бивше социјалистичке земље како би постале развијене тржишне економије. Паралелно са тим процесом колапсом совјетског система поклапао се са препорукама такозваног „Вашингтонског консензуса“, термин којим је John Williamson назвао листу од 10 препорука, које би земље требало да примене да би трансформисале своју економију. Међутим, резултати примењених препорука после 10 година били су разочаравајући, јер 2000. године, тачно десет година, само неколико земаља источног блока имало је БДП или нешто виши у односу на 1990. годину. Након 2000. године почиње се са допуном тзв. Вашингтонског консензуса допуном друге листе реформи или реформи друге генерације. На тој првој листи било је унапређење корпоративног управљања у земљама у транзицији.

Основни циљ корпоративног управљања је максимизација дугорочне вредности акција унапређивањем процеса одлучивања и перформанси акционарских друштава кроз добро структурирање односа између инвеститора, менаџмента и других учесника (кредитора, купаца, запослених). То свакако подразумева

дефинисање правила и подстицаја које најбоље служе интересима фирме, док истовремено респектују све обавезе према усталим учесницима. Основни мотив унапређења корпоративног управљања јесте сопствени интерес, јер добро урађено корпоративно управљање битно доприноси поправљању финансијских перформанси предузећа. Самим тим, стварају се предуслови за јачање профитабилности и конкурентске способности на нивоу предузећа, на нивоу националне економији у целини, самим тим и растом БДП. Ефикасно постављено корпоративно управљање омогућава креирање ефикасних предузећа. Постојање таквих предузећа чини ефикасну читаву националну економију а тиме богато и просперитетно друштво. Сходно томе, може се извући закључак да ефикасно корпоративно управљање представља један од битних фундамената економске ефикасности националне економије.

У претходних десетак година дошло је до извесних промена у корпоративном управљању у Србији. Највећи део друштвених предузећа је приватизован, док је одређени број предузећа преузео страни капитал. Приватизација је изведена продајом 70% пакета акција једном инвеститору што је утицало да структура власника буде у рукама једног власника-инвеститора. Стога у Србији доминантан проблем представља однос већинског власника и мањинских акционара односно како заштити мањинске акционаре од злоупотреба већинског власника уместо класичног власник-менаџер проблема. Законом о привредним друштвима забрањено је давање инсајдерских информација, али до сада ни по ком основу нико није кажњен, а неспорна је чињеница да је велики капитал створен управо корићењем инсајдерских информација. Такви случајеви дају јасан подстицај да се превара злочин исплати и актере усмеравају на кршење закона и сналажења на сваки начин. У циљу унапређења нивоа корпоративног управљања у Србији неопходно је учинити додатни напор у побољшању спровођења закона.

Развој корпоративног управљања у Србији у наредном периоду произилази из битног разлога - то је потреба за унапређењем система финансирања предузећа како у Србији тако и у региону у целини. Наиме, финансирање предузећа у Србији је отежано кроз деловање следећих битних фактора:

- 1) финансијска средства за реализацију значајног броја пројеката још увек нису расположива у довољној маси,
- 2) банкарски кредити у Србији су релативно скупи и
- 3) већина банкарских кредита су индексирана у иностраној валути што повећава ризик финансијских губитака у случају девалвације, односно депресијације домаће валуте.

Корпоративна ефективност предузећа у Србији прибављањем квалитетних екстерних извора није ни мало једноставна имајући у виду цену капитала у условима хроничне неликвидности и недостатка домаћих квалитетних дугорочних извора. У Србији банке још увек нису у могућности да понуде дугорочне кредитне у домаћој валути. Дугорочне кредитне предузећа могу обезбедити једино у иностраној валути, али тада улазе у ризик трошкова курсних разлика поготово она предузећа која немају механизме да ублаже такве негативне трендове у свом пословању уколико имају доминантну реализацију, односно остваривање прихода на домаћем тржишту.

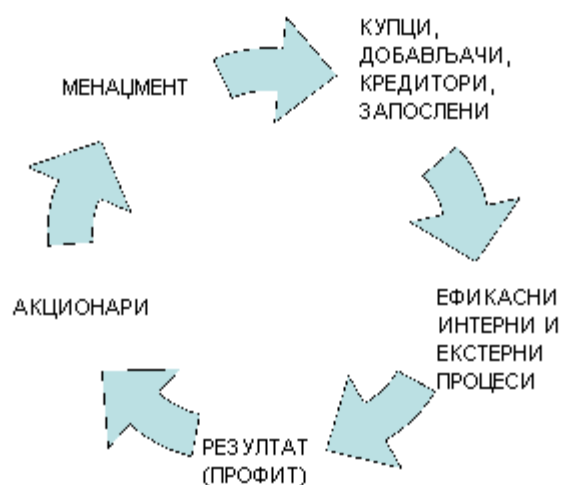
Ефективност предузећа у основи зависи од четири фактора:

- 1) карактеристике организације предузећа,
- 2) карактеристике окружења предузећа,
- 3) карактеристике запослених, односно људских ресурса и
- 4) управљања предузећа.

Корпоративна ефикасност као резултат доследне примене компанијских права представља однос између резултата (аутпута) и улагања (инпута) - односно величина резултата по јединици резултата по јединици улагања.

Акционари контролишу, усмеравају и бирају менаџмент, менаџмент управља предузећем кроз вођење политике продаје одабиром купаца, селекцијом добављача одабира изворе сировина, репроматеријала, алата, основних средстава, одабира и упошљава запослене, стимулише квалитетну радну снагу, рационално руководи људским ресурсима. Сви ти процеси утичу на усмеравање и

дефинисање екстерних процеса (купци, добављачи, кредитори) и интерних процеса кроз усмеравање радних, технолошких и организационих процеса. Као резултат свих интерних, екстерних производно-техничких, комеријалних и финансијских процеса долази до стварања резултата функционисања организационог система стварања профита као основног циља власника. Ови процеси могу се илустративно представити на следећи начин – графикон бр.8.



Литература везана за корпоративну управу САД је у великој мери изучавала агенцијске проблеме између менаџера и екстерних инвеститора, који се јављају из широко расутог власништва. “За узорак од 1.708 малих САД корпорација. Анг и други (2000.) пореде компаније у којима менаџмент поседује и у којима не поседује 100% власничког капитала како би испитали важност проблема менаџерске иницијативе. У ту сврху, они рачунају искоришћеност средстава, тј. рацио годишњег прихода од продаје према укупној активи и рацио оперативних

трошкова, тј. укупни оперативни трошкови минус трошкови продаје, каматни трошкови и менаџерска компензација према приходима од продаје.”¹¹²

Овакви показатељи су у основи засновани на билансима успеха корпорације, односно банке који може бити интересантнији за инвеститоре, јер омогућава да се процени како ће предузеће пословати у наредним годинама. Коначни резултат који биланс успеха показује је нето профит, који се добија када се од прихода предузећа-банке, оствареног по свим основама, одузму сви расходи укључујући те директне и опште трошкове, финансијске расходе и порезе на профит. Да би остварило приход предузеће мора имати одређене расходе. Расходи су онај део трошкова предузећа који се односи на производе, робу и услуге по основу којих се остварује приход. Законодавство у англосаксонским земљама (САД, Велика Британија, Аустралија, Канада, и др.) не прописује стриктно форму и садржину биланса успеха што значи да предузећа имају одређени степен слободе приликом њихове израде, односно поштују се рачуноводствени стандарди који су међународно усвојени а који служе као оквир и за процену исказивања одређених ставки. „Теорија и пракса земаља које су, на неки начин, под утицајем француског и немачког искуства у овој области намећу предузећима и обавезу да се придржавају прописаних шема приликом састављања биланса успеха“.¹¹³ Оваквом концепту спада и Србија чији рачуноводствени принципи сходно законским прописима налажу одређену шему приликом исказивања ставки у билансу успеха.

Биланс стања пружа више аналитичких ставки за приказивање квалитета структуре власништва, квалитета позиције активе и пасиве, показују структуру активе, указује на висину сталне имовине, залиха, квалитета залиха, односно да ли преовлађују залихе материјала, делова, готове робе или потраживања, варијацијама залиха у временском периоду у зависности од структурних поремећаја у пословању. Структура потраживања и краткорочних улагања

¹¹² Agency Problems and Corporate Governance Mechanisms in Chinese Listed Firms by Nancy Huyghebaert, Lihong Wang, Katholieke Universiteit Leuven, Belgium, May 25, 2010

¹¹³ др Слободан Словић „Финансијски менаџмент“, страна 147.Финекс, Београд,2000.

разликује се од једног до другог предузећа и зависи од његове пословне политике. У земљама са недовољно развијеним финансијским тржиштем најчешћи извор краткорочног финансирања су кредити банака или других предузећа, функционисање финансијског тржишта пре свега тржишта новца, обезбеђују широку лепезу инструмената за краткорочну допуну недостајућих извора. Ово значи да предузеће може краткорочно слободна средства да пласира као краткорочни кредит другом предузећу и кроз куповину краткорочних хартија од вредности.

Структуром пасиве уочава се њена основа карактеристика која се састоји у учешћу трајног капитала. Без обзира на власнички облик, свако предузеће које нормално послује имаће одређене резерве у нераспоређеној добити. У пасиви структура дугорочних обавеза директно зависи од пословне политике предузећа, односно од начина финансирања за које се руководство определи. Ова одлука зависиће од услова на финансијском тржишту, конкретно од каматних стопа. Другим речима, сам менаџмент одлучује које ће изворе користити или ће вршити емисију обвезница или других хартија од вредности. Такве одлуке менаџмент предлаже а коначну одлуку доноси власник кроз систем корпоративног управљања.

„Информације управљачког рачуноводства омогућавају велику видљивост као репрезентација организационе активности у форми буџета сектора и трошковних и профитних центара, организује садржај и процес рутинске одговорности кроз поређења индивидуалних перформанси са буџетом, једног сектора са другим и једног рачуноводственог периода са другим. У овом дисциплинарном аспекту рачуноводства, док повремена отпуштања или преузимање намеће ово свима, већина дисциплинарних ефеката се реализује у неизвесности унутар самог себе. Ортодоксна економска теорија се бавила агенцијском интерпретацијом корпоративног управљања постављајући следећа питања: Како финансијери могу да натерају менаџере да им поврате део профита? Како да буду сигурни да менаџери неће да присвоје капитал који власници обезбеђују или да инвестирају у лоше пројекте? Како финансијери контролишу менаџере?

У литератури која третира агенцијски проблем (Холмстром, 1979.), корпоративно управљање се сматра питањем оптималних уговора и интеракције мотивација и надзора (као што је рачуноводство и ревизија). Али, како Shleifer и Vishny (1997.) приказују у њиховом прегледу литературе о корпоративном управљању (уз њихова сопствена консултантска искуства у Русији), могућности да се менаџери нечасно понашају изгледају огромне када се подвргну различитим механизмима предложеним за њихову контролу.

Посебно предложено решење агенцијског проблема засновано на мотивационо компатибилним уговорима изгледа неубедљиво и теоријски и емпиријски.¹¹⁴

Оваква улога управљачког рачуноводства је несумњива, јер обезбеђује информације менаџменту предузећа у свим управљачким активностима. Стога је улога управљачког рачуноводства логистичка а не извршна. „Управљачки рачуновођа је стручни сарадник. Но, његова улога обезбеђивања информационе подршке менаџменту не значи да је он само -услужна рука- менаџмента, већ је део менаџмента“¹¹⁵

Наравно да је за поузданост рачуноводствених извештаја одговоран је менаџмент предузећа. Међутим, управљачко рачуноводство је моћно управљачко информационо средство за све нивое менаџмента. У том циљу правилно сагледавање информација у смислу припреме квалитетних пословних одлука је од битног утицаја за успешно вођење компаније или банке. „Можда највећу опасност доноси могуће претеривање у инсистирању једног циља и једне мере ефикасности и ефективности, као што је, на пример, принос на ангажована средства. Јер, упркос његовој великом значају, није добро ако се изгубе из вида одржање или раст тржишног учешћа предузећа, развој производа, технологија и сл.“¹¹⁶

Најједноставније одређивање ефикасности корпорације, односно банке било би оно где ефикасност одређује као остваривање постављених циљева. Будући да

¹¹⁴ види Management accounting and corporate governance: An institutional interpretation of the agency problem, стр. 143 Will Seal

¹¹⁵ др Никола Стевановић, др Дејан Малинић, др Владе Милићевић. „Управљачко рачуноводство“, стр.22. Економски факултет у Београду, 2009.

¹¹⁶ Исто дело, стр. 543

циљеви корпорације или банке могу бити различити, чак врло специфични за сваку корпорацију или банку, чак толико специфични да се може рећи да за сваку организацију има другачији уникатни циљ. Ипак, уз велико шаренило конкретних циљева корпорације или банке имају одређене опште циљеве и управо нам дају могућности за ближе одређивање ефикасности корпорације или банке.

Чарлс Пероу (Charles Perow) сматра да се једном петочланом типологијом циљева организације могу издвојити оне битне врсте циљева, које би ваљало проучавати и у односу на које се може поставити и питање ефикасности корпорације:

„-друштвени циљеви-имају се у виду потребе друштва у целини и та врста циљева није специфична за поједине организације, већ за одређене широке категорије организација, као што су производне организације, организације за одржавање реда, културне организације, итд,

-излазни (аутпут) циљеви – имају у виду потребе одређене публике (корисника), у виду специфичних потрошних добара, пословних услуга, здравља, образовања, итд. Циљеви се могу схватити и као специфичне сфере које организација испуњава својом делатношћу,

-специфични производни циљеви – имају се у виду карактеристике добара или услуга, њихов квалитет, равноправност, изглед, доступност, итд,

-циљеви организације као система - имају се у виду потребе и/или начин функционисања организације као такве, независно од њених производних и других циљева,

-изведени циљеви-сврхе изван оних које су специфичне за дату организацију, за чије се остваривање може употребити стечена моћ организације (у сфери глобалне политике, културе, спортског живота и сл.)“¹¹⁷

Иако би се могло рећи да је корпорација ефикасна увек када својом делатношћу остварује шире друштвене циљеве, уобичајено је да се о ефикасности компаније, односно банке говори са становишта њених, пре свега, аутпут циљева, тј. специфичних циљева везаних за остваривање успешних пословних резултата у

¹¹⁷ види Peow Charles “Organizational Analysis“, Tavistock Institute, London, 1970, стр.134-136

односу на уложена средства.“Најуже схватање ефикасности је као профитабилност, тј. као добит на уложени капитал. Профит може бити показатељ ефикасности у случају производно-пословних организација у капиталистичком својинском аранжману“¹¹⁸

Банка као и свака друга компанија у условима тржишне привреде и пословања по принципу привредног рачуна, мора својим приходима покривати своје расходе и остварити добит. Она као финансијска институција мора бити способна да обезбеђује предности у конкурентској борби на тржишту. Пошто као финансијски посредник обавља процес примања, трансформације и позајмљивања новца – средстава, она има одређене оперативне издатке, административне трошкове, друге трошкове, доприносе и порезе. Банка као институција мора обезбеђивати током свог пословања добит за акционаре, акумулацију и резерве. Посебна пажња банке као институције треба бити усмерена на висину камате коју плаћа депозитарима и на висину камате коју наплаћује од зајмопримаца. Разлика између ове две врсте камата („interest spread“) представља главни извор нето прихода банке и њеног прифита.

Управљање рентабилношћу банке или, како се то често пута каже, профитабилношћу, подразумева познавање билансне структуре банке како у њеном статичком, тако још више у њеном динамичком смислу. На рентабилност банке утичу бројни фактори, како на страни активе, тако и на страни пасиве.

Неколико фактора утичу на профитабилност банке међу којима наводимо следеће¹¹⁹

- 1) менаџмент,
- 2) економски услови,
- 3) величина,
- 4) каматне стопе,
- 5) конкурентски услови,
- 6) проценат упослених ресурса,

¹¹⁸ Силвано Болчић, “Свет рада у транзицији“, Плато, Београд, 2003., стр.122.

¹¹⁹ види Duane B. Graddy and Austin H. SPENCER: Managing Comercial Banks, Regional and Global; Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1990., стр.27.

- 7) добици и губици хартија од вредности и
- 8) губици на кредитима и обновљени кредити.

Менаџмент је кључни фактор профитабилности банке и обухвата факторе као што су планирање, организовање, кадрове, руковођење и контролу. „Величина банке је фактор, који указује да су мале банке мање профитабилне него велике банке. Сматра се да су банке (у САД) са активом мањом од 250 милиона америчких долара премале за остваривање максималне ефикасности.“¹²⁰

За корпоративну ефикасност предузећа и банака врло је тешко наћи одређене параметре, који би на једноставан начин приказали квалитет пословних активности које резултирају њихову корпоративну ефикасност. Уколико пођемо од претпоставке да су излазни (аутпут) циљеви приоритет за инвеститоре власнике и да власници на бази ових циљева оцењују квалитет менаџмента и своју мисију ради повраћаја свог уложеног капитала дефинисаћемо основне аутпут параметре посебне за корпорације, а посебно за банке.

Параметри¹²¹ за корпоративну ефикасност **предузећа** посматрану кроз аутпут циљеве су:

- **показатељ ликвидности предузећа кроз однос дугорочног резервисања и обавеза према укупној пасиви,**
- **показатељ успешности, односно ефикасности менаџмента кроз однос нето добити према на имовину (РОЕ– “return on equity”),**
- **показатељ укупног прихода у средствима (активи).**

Параметри корпоративне ефикасности за **пословне банке**:

- **принос на укупно ангажована средства РОА („return on assets“),**
- **профит по запосленом.**

¹²⁰ др Урош Н. Ћурђић. „Банкарски портфолио менаџмент“, Компакт, Нови Сад, 1995., стр.183.

¹²¹ У литератури постоје многи параметри који показују квалитет пословних активности предузећа и банака. Након детаљне анализе квалитета параметара и њихових основних карактеристика опредељење за ове параметре је првенствено да се пружи солидна подлога за оцену корпоративне ефикасности и извуку одређени закључци у динамичном кретању у трогодишњем периоду.

Удео обавеза у финансирању – показатељ ликвидности предузећа биће изражен у формули:

$$\text{УОФ} = \frac{\text{дугорочна резервисања и обавезе}}{\text{укупна пасива}} \times 100$$

Удео обавеза у финансирању указује на количину средстава која се финансирају из туђег капитала. Што је вредност показатеља виша, то се предузеће у већој мери финансира из туђих извора (краткорочне и дугорочне обавезе). Виша вредност показатеља представља виши ризик за повериоце.

Предузеће може поднети високо задуживање под условом да је пораст пословања задовољавајући за покривање терета финансирања из туђих извора и за текуће трошкове. У супротном ризик расте, а последица може бити проблем инсолвентности.

Показатељ је одабран као представник показатеља дугорочне солвентности. Дугорочна солвентност је од пресудног значаја за дугорочни опстанак и пословање предузећа. Структура обавеза према извору средстава од одлучујуће је важности за дугорочно преживљавање предузећа.

Стопа поврата имовине (РОЕ – return on equity) – показатељ успешности, односно ефикасности менаџмента биће изражен формулом:

$$\text{РОЕ} = \frac{\text{нето добит}}{\text{сопствени капитал}} \times 100.$$

Стопа поврата имовине показује успешност употребе средстава предузећа. Поверилац може на основу показатеља одредити како предузеће послује. На

вредност показатеља треба бити обазрив, јер је нето добитак обрачунског периода често подређен креативном рачуноводству.

На предузећа са веома високом стопом поврата имовине и истовремено високом вредношћу показатеља *удео обавеза у финансирању* поверилац мора бити обазрив, јер предузеће повећава успешност на рачун задуживања. Уколико предузеће не повећава или барем не одржи једнак ниво прихода, то повећава вероватноћу његове платне неспособности.

Показатељ **удео укупног прихода у средствима (активи)** биће изражен формулом:

$$\text{УПС} = \frac{\text{пословни приходи} + \text{финансијски остали приход}}{\text{укупна актива}}.$$

Показатељ¹²² мери удео укупних прихода у средствима. Може спадати у показатеље обрта ако би добијену вредност поделили са бројем дана у години. Тако добијена вредност би нам говорила колико пута се средства окрену у годину дана. Стога можемо овај показатељ дефинисати као показатељ профитабилности или успешности. Показатељ је намењен и власницима и повериоцима.

Што је вредност показатеља већа, то предузеће успешније послује и има краћи пословни обртај. Што је пословни обрт краћи, предузеће је ликвидније, па је мања вероватноћа да би предузеће могло имати проблема са ликвидношћу. Краћи пословни обрт значи да средствима треба мање времена за прелаз из неликвидног у ликвидно стање.

¹²² Укупан приход је категорија биланса успеха, а актива у билансу стања. Мада се категорије из различитих биланса ретко упоређују, међутим, ова категорија управо показује колико пута се укупна актива (средства) окрену у току године и каква је зарађивачка способност фирме која је битна за власника.

Предузећа, која имају високу вредност показатеља *удео дуга у финансирању* и ниску вредност показатеља *коефицијент обрта средстава*, имају већу вероватноћу да постану платно неспособна.

„Принос на активу опада са повећањем броја акционара. Анализа такође показује на улози зарада у подстицају бољих резултата. Емпиријски резултати показују да акционари се ослањају на високе плате како би повећали дисциплину рада запослених. Пад перформанси фирме показује када се повећава број акционара и поред виших плата, због више слободних играча.“¹²³

Овај је показатељ одабран са наменом да покаже успешност пословања предузећа с обзиром на целокупно пословање. Профитабилност пословних средстава показује само колика је успешност пословања од главне пословне делатности без финансирања. Предузеће са високом стопом пословне профитабилности од пословања и ниском вредношћу показатеља *коефицијент обрта средстава* има проблеме са финансирањем (високе финансијске издатке) самог себе или је забележило непредвидиви догађај (изванредни издаци).

Анализа аутпут параметара кроз различите дисперзије власништва појединих предузећа из Србије и пословних банака има за циљ да прикаже корпоративну ефикасност предузећа и банака.

У основи ради се о квантитативној анализи која у основи уважава различите структуре власништва као квалитативни оквир. "Квантитативне методе анализе појава, нарочито у области друштвених наука, изложене су ризику да се анализа удаљи од квалитативног садржаја анализиране појаве, ако изабране варијабле, унете у квантитативни модел, не садрже или само делимично садрже, квалитативни смисао мерене појаве".¹²⁴

У основи у овој квантитативној анализи полази се од посебна три сегмента

¹²³ Gary Gorton, Frank Schmid: стр.123, „Corporate governance, ownership dispersion and efficiency: Empirical evidence from Austrian cooperative banking“. Federal reserve bank of St. Louis, USA, jun 2008.

¹²⁴ Живко Костић, Мирослав Милојевић: “Економика предузећа”, стр.306

квалитативно различитих по својим манифестацијама у основи метода функционисања.

Дакле, кванитативне методе су у основи подређене квалитативно другачијим сегментима са циљем да се прикажу трендови постављених параметара.

Поред тога метода динамике постављених параметара узета је за период од три године и то 2006., 2007. и 2008. година. Након 2008. године, тачније у последњем кварталу исте светска економска криза драстичним падом већине светских берзи битне импликације показује већ 2009. године на укупну привредну и финансијску позицију привреде и банака. Стога се период од три године пред почетак економске кризе сматра реалним за сагледавање основних постављених параметара.

Поред тога, у кванитативној анализи квалитативних сегмената са становишта дисперзије власништва, ови изрази се могу сматрати реалним изразом параметара посебно што:

- анализирана предузећа су узета по методу случајног узорка,
- узорак од 111 предузећа анализира се у три сегмента са три постављена параметра, што чини 999 квантитативна параметра,
- банкарски сектор се посматрао у целости по различитим дисперзијама власништва у два параметра што чини 204 параметара,
- реални и банкарски сектор у два/три квалитативна сегмента анализиран је са преко 1000 параметара, тачније 1203 параметра.

Опша оцена корпоративне ефикасности на основу кванитативних аутпут параметара биће додата са суптилнијом анализом квалитативним параметрима корпоративног управљања у конкретним предузећима и банкама спровођењем анкета које треба да објективно оцене корпоративну ефикасност са становишта имплементације корпоративног управљања власника и утицај власника на менаџмент у циљу постизања бољих квантитативно-квалитативних параметара.

Анализа показатеља у банкарском сектору биће истоветна када је у питању принос на укупно ангажована средства („return on assets“) као у сегменту привредних друштава. Поред овог параметра додати су профит по запосленим и

динамика остварења профита у последње четири године различитим категоријама власништва у нашем банкарском систему.

8. Корелација између корпоративне ефикасности (у погледу главних индикатора ефикасности) и власничке структуре

8.1. Корпоративна ефикасност: власник и менаџер исто лице (ситуациона анализа у конкретним фирмама)

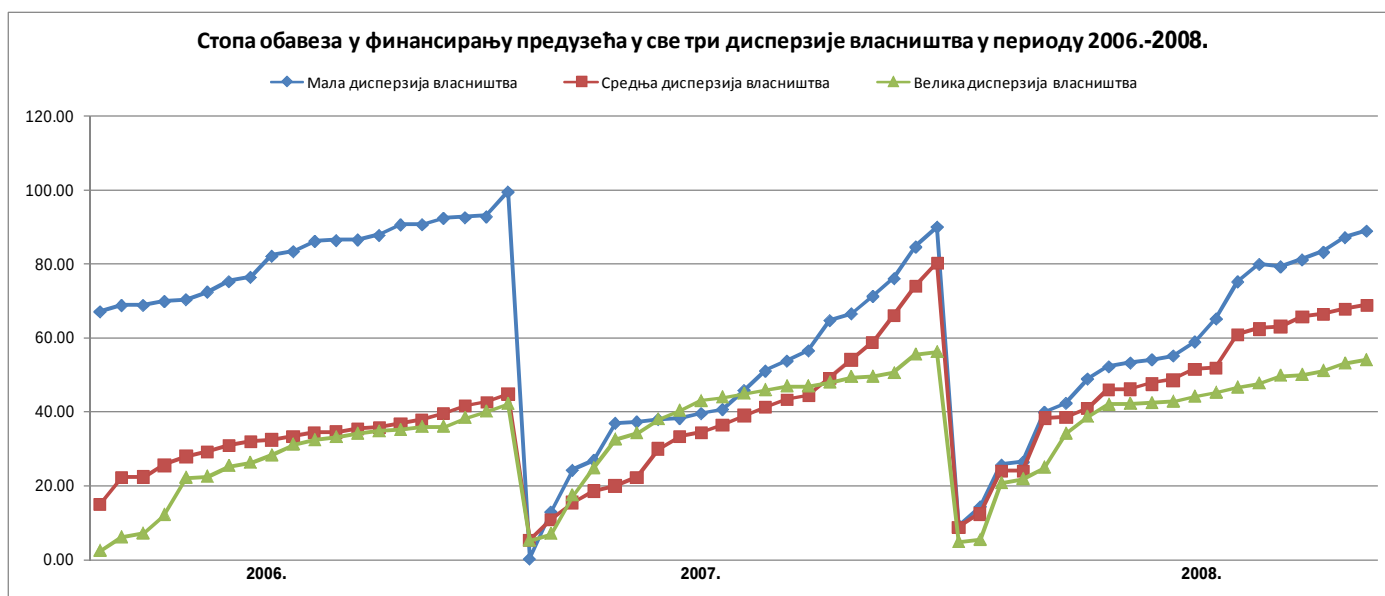
Параметар за корпоративну ефикасност предузећа посматрану кроз аутпут показатељ ликвидности предузећа кроз однос дугорочног резервисања и обавеза према укупној пасиви, кретање стопе приноса на активу POA (return of assets). и удео прихода у укупној активи предузећа извршен је методом случајног узорка у 54 предузећа током 2006., 2007. и 2008.године (табела 2 у прилогу рада).

Анализа три кључна параметра као један од показатеља корпоративне ефикасности показује тренд ових параметара у периоду пре настанка економске кризе у последњем кварталу 2008. године. Након настанка економске кризе у последњем кварталу 2008.године, један број предузећа је већ почео да осећа последице економске кризе и као резултат тога, приметно је опадање одређених параметара који су предмет анализе у 2008.години. Након настанка економске кризе код већине предузећа дошло је до погоршања економских параметара. Стога, би подаци после настанка економске кризе представљали исривљену слику у свакој детаљној анализи кретања корпоративне ефикасности на основу изабраних параметара. Односно, неби са сигурношћу могли да се извуку закључци да ли је до промене параметра дошло због економске кризе или неодговарајућим корпоративним управљањем у одређеној дисперзији власништва. Имајући у виду да је циљ анализе да се укаже на кретање одабраних параметара у условима стабилног економског окружења узети су подаци пре

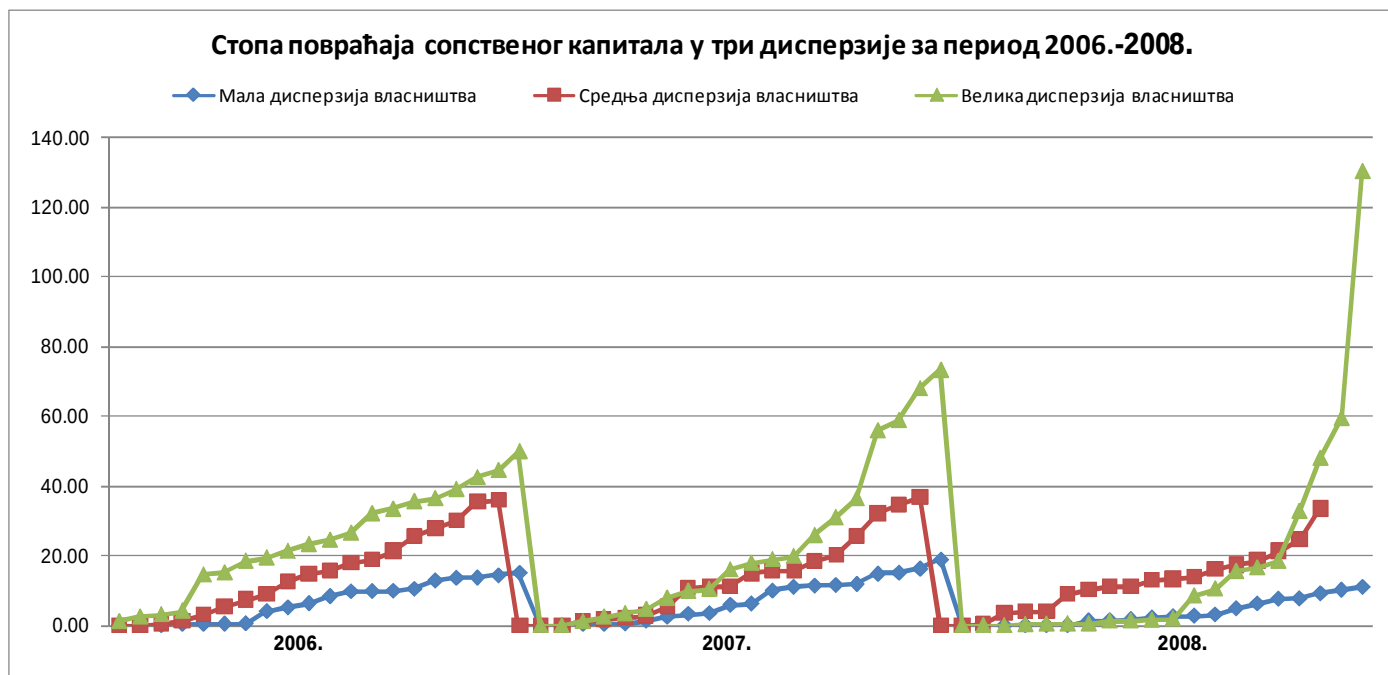
настанка економске кризе како би се исказала њихов утицај на корпоративну ефикасност у различитим дисперзијама власништва.

Основна поставка дисертације је утицај дисперзије власништва посматрану кроз малу, средњу и велику дисперзију власништва на компаративну ефикасност предузећа и банака посматрану кроз основне параметре које су предмет квантитативне анализе. У основи остаје да испитамо на случајно одабраном – репрезентативном узорку утицај ових параметара у све три дисперзије власништва. У том смислу у наредним графиконима погледаћемо трендове ових параметара посматрану кроз малу, средњу и велику дисперзију власништва.

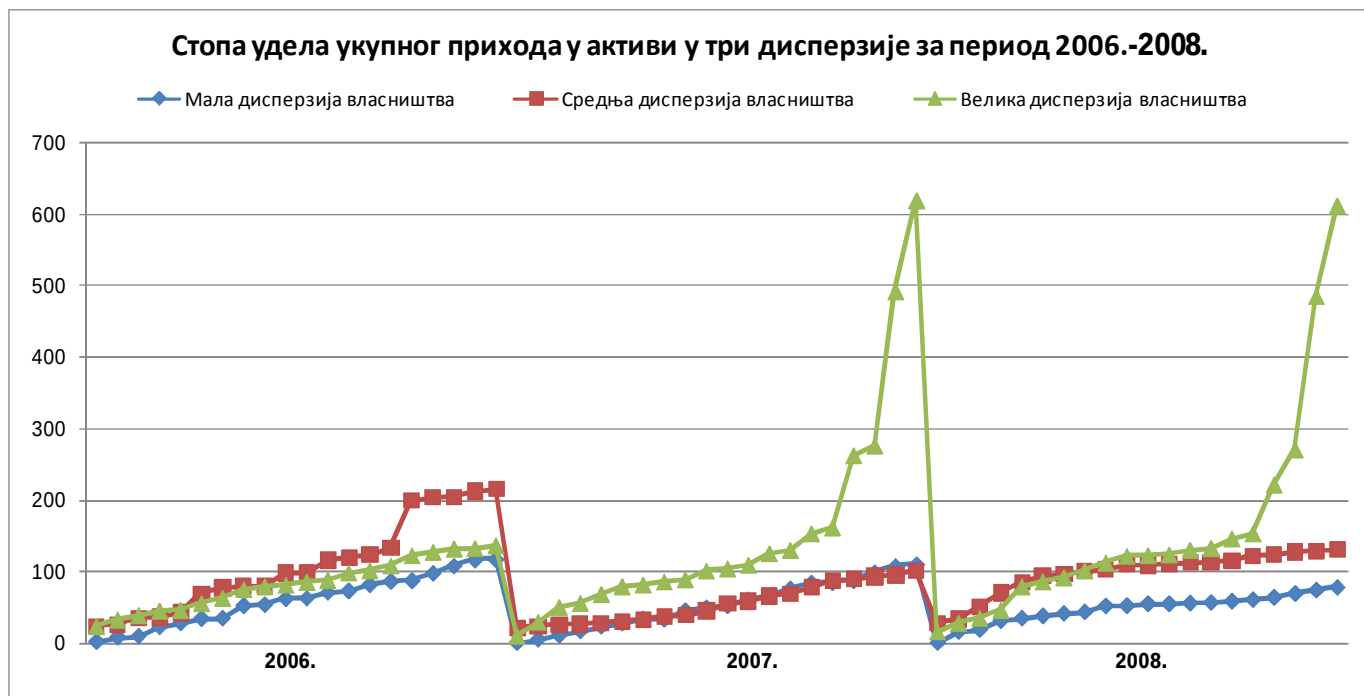
Графикон бр.9.



Графикон бр.10.



Графикон бр.11.



Мала дисперзија власништва посматрана кроз одабране параметре је:

- најбоље рангирана у првом параметру и
- најслабије рангирана у другом и трећем параметру.

Средња дисперзија власништва посматрана по одабраним параметрима је врло карактеристично позиционирана, јер у сва три параметра заузима друго место.

Велика дисперзија власништва има најбоље показане параметре кроз два параметра (други и трећи), што показује да ова дисперзија власништва има најбоље приказане корпоративне параметре у односу на друге дисперзије власништва.

Односно, приказ дисперзије власништва и параметара корпоративне ефикасности приказан у наредној табели, на тај начин што 1- на првом месту, 2-на другом месту и 3-на трећем месту:

Табела бр.4.

Дисперзија власништва	Први параметар	Други параметар	Трећи параметар
Мала	1	3	3
Средња	2	2	2
Велика	3	1	1

Мала дисперзија власништва са становишта корпоративне ефикасности посматране кроз три одабрана параметра показала се као дисперзија која даје компаративне податке најслабије у односу на категорије са средњом и великом дисперзијом власништва. У првом параметру – *стопа обавеза у финансирању предузећа* је код мале дисперзије власништва повољнија у односу на друге дисперзије. Међутим, овде се пре може констатовати да често мала дисперзија власништва је иманентна мањим привредним субјектима који нису атрактивни за

наш банкарски систем и тешко долазе до банкарских кредита. Добро искоришћена кредитна средства могу у значајној мери да убрзају развој предузећа него када се предузећа ослањају само на сопствене изворе који могу да буду сигурнији, али зато спорији фактор раста и развоја привредног субјекта. Са друге стране, велико задуживање предузећа из овог сегмента може да има негативне консеквенце на опстанак таквих предузећа уколико се не врши наменско и добро финансијски испланирано коришћење кредитних средстава. Упркос чињеници да се у малој дисперзији власништва ради о мањим породичним предузећима или предузећима која су купљена у процесу приватизације и представљају власништво једног физичког лица, очигледно је да параметри ових предузећа у овој квантитативној анализи показују одређене квалитативне корпоративне инфериорности према средњој и високој дисперзији власништва.

Табеларни и графички прикази сва три параметра у све три дисперзије власништва предузећа и банака приказани су у прилогу бр.2. овог рада

Ради детаљније анализе мале дисперзије власништва извршићемо квалитативну и дубљу анализу три предузећа у малој дисперзији власништва у погледу корпоративне ефикасности и пословном функционисању предузећа из овог сегмента са становишта дисперзије власништва.

ЕЛП група

Опис компаније: ЕЛП (Eulro lux petrol) то је водећа компанија у оквиру групе у власништву једног власника. Компанија је основана 2005.године и бави се дистрибуцијом нафтних деривата са 11 локација у Србији. Свака бензинска станица има продавницу, ресторан, паркинг сервис. У оквиру бензинске пумпе у Фекетићу је и хотел на аутопуту Нови Сад – Хоргош. Поред ЕЛП-а као водеће компаније у власништву Бранислава Лазовића су и фирме: Идентико – основна делатност заступање и продаја брендираних сатова, луксузних налив пера, оловки

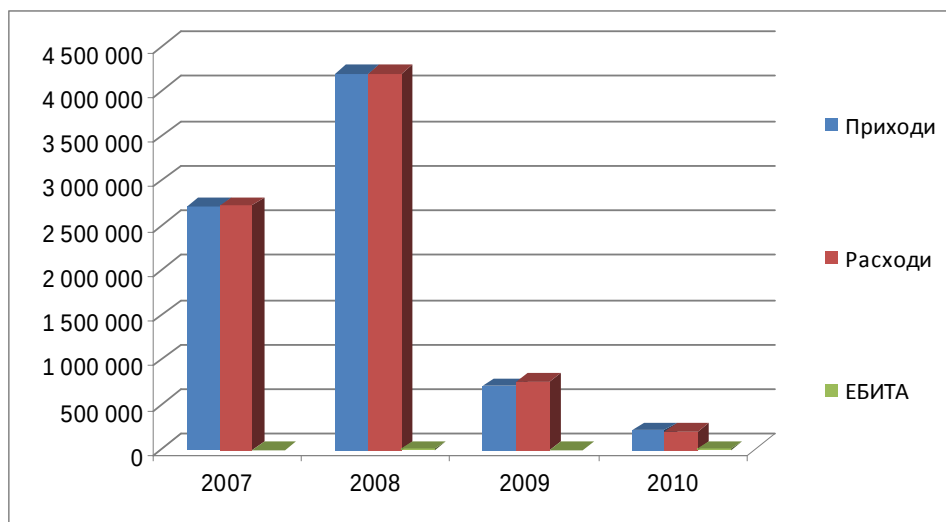
и осталог канцеларијског материјала , радио „Roadstar“ - основна делатност емитовање радио програма и „Europen Trade“. Најстарија фирма у оквиру групе је Идентико, са којом је у две продавнице у центру Београда и са добрим маркетингом успео да постане препознатљив по ексклузивној понуди пословних поклона, канцеларијског и стоног посуђа.

Динамичан раст прихода на консолидованом билансу Еуропен групе забележен је у континуитету све до 2008. године. Међутим, у исто време краткорочни кредити су премашили износ од 20 милиона евра који носе са собом високу камату и неусклађеност рочности текућих прилива и обавеза према краткорочним кредитима и добављачима. Резултат такве неусклађености резултирао је појавом честих блокада рачуна и првих појава неликвидности које ће касније урушити читав систем функционисања компаније

Током 2007 и 2008. године ЕЛП систем је позитивно пословао, да би током 2009 године драстично пали пословни резултати и након тога ЕЛП је отишао у стечај октобра 2010.године. Фирма у фази реорганизације, из тих разлога резултати су у основи негативни током 2010. године. Губитак је током 2010 године износио 2,3 милијарде динара, и повећан је чак 451% у односу на 2009. годину

Графикон бр.12.-Приходи расходи и ЕБИТ-а у периоду 2007-2010.године

(у 000 РСД)



Успешност вођења предузећа: Концепцијски развој мреже бензинских пумпи је постављен по савременим приступима са добрим локацијама и добром понудом по угледу на пумпе западне Европе (OMW; MOL, и др.). Финансирање изградње пумпи је вршено из кредита банака. Међутим, због неодговарајућег финансијског менаџмента често су краткорочним – скупим кредитима вршена инвестициона улагања. Пословна банка која је одобравала кредите за изградњу бензинских пумпи узимала је у колатерал пумпу чију је изградњу финансирала. Пословне банке су биле неопрезне, јер нису довољно сагледавале отплатни капацитет групе. Несагледавањем пројекције прихода и расхода, односно неодговарајућег cash flow-а група је почела да улази у блокаде рачуна. Стампедо блокада се убрзао тако да су све банке извршиле блокаду рачуна. Због немогућности измиривања текућих обавеза отворен је стечај над ЕЛП-ом. Друго правно лице је узело у закуп пумпе које су наставиле да функционишу, стим што ће комплетна мрежа пумпи и ресторана да буде понуђена на продају кроз вођење стечајног поступка, јер кредити 17 банака од око 60 милиона евра превазилазе вредност капитала компаније.

У основи може се извући закључак да добар развојни програм позициониран на профитабилном послу, добрим смислом за организацију вођења изградње, одабира локације, бренда и позиционирања компаније доживео је потпуни

пословни неуспех и банкротство врло лошим финансијским менаџментом. Иако власник није по струци економиста остаје закључак да је економско-финансијска функција потпуно подбацила или власник-менаџер није уважавао сугестије финансијског менаџмента за пословне консеквенце групе.

Стевановић инвест - Крушевац

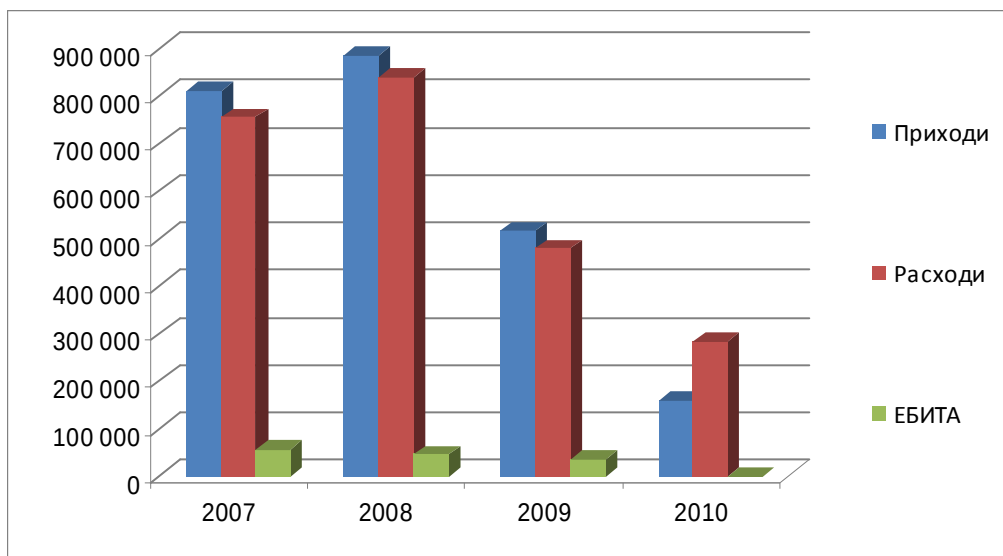
Опис компаније: Привредно друштво се бави пројектовањем, инжењерингом и изградњом грађевинских објеката свих намена. Власништво компаније је Радос Стевановић, дипломирани инжењер грађевинарства који је пре оснивања своје фирме успешно радио у друштвеном сектору. Компанија је од свог оснивања успешно пословала да би до пре избијања економске кризе била једна од најпрофитабилнијих компанија у Расинском округу. Динамичан раст прихода 2007. године у односу на 2006. годину од 14.9% није настављен током 2008. године када се јавља први значајнији пад укупног прихода од 7.4% и пад профита као резултат фиксних трошкова који су резултирали и падом ЕБИТ-а¹²⁵ (наредни графикон).

„Стевановић инвест“ је децембра 2010.године отишао у стечај, усвајањем плана реорганизације, предузеће ће настојати да прода део имовине /капитала/ у некретнинама и опреми како би након тога изашло из стечаја и наставило даље да послује. Међутим, због општег пада тражње за некретнинама и пословним простором у условима економске кризте тај циљ ће предузеће да оствари уз значајан губитак капитала. Пословна ситуација овог породичног предузећа је у значајном паду, што је приказано у наредној табли која приказује пад прихода и исказивање великог губитка у износу од 209 милиона динара током пословне 2010.године.

¹²⁵ ЕБИТ (Earnings before interest and Tax)-а рачуна се тако што се на добит пре опорезивања додају расходи камата. Док ЕБИТД-а обухвата добит предузећа не узимајући у обзир расходе камата, порезе и амортизацију предузећа.

Графикон бр.13. Приходи расходи и ЕБИТ-а у периоду 2007-2010.године

(у 000 РСД)



Успешност вођења предузећа: Фирма је позната на тржишту по врхунском квалитету изградње, са врло јаком референцом изграђених објеката (пумпе ОМВ, ЕЛП, индустријски капацитети ФАМ Крушевац, стамбени објекти, итд). Поред врло високог квалитета израде фирма је позната по поштовању рокова изградње. Услед пословне експанзије фирме, добрих пословних резултата предузеће је узело дугорочни кредит од Комерцијалне банке и откупила део фабрике Јастребац у стечају. Након куповине ових капацитета наставља се улагање у осавремењивање ових капацитета на 8 хектара земљишта са комплетном инфраструктуром. Након ове инвестиције купује се земљиште од 3 хектара у индустријској зони града ради будуће изградње. Поред тога врши се улагање у земљиште и пословни објекат у Врњачкој Бањи. Овим пословним активностима истрошен је обртни капитал и претворен делимично у некретнине које не могу да се брзо врате у производно-прометни циклус. Наступањем економске кризе крајем 2008.године, која је највећим делом погодила грађевинарство, фирма нагло остаје без довољно посла да упосли своје капацитете. Фиксни трошкови фирме уз кредите банака узрокује велику неликвидност и предузеће одлази у стечај.

Вредност капитала фирме по првим проценама далеко превазилази вредност обавеза према држави, банкама, обавеза према добављачима и запосленима. У поступку је план реорганизације којим треба да се прода део имовине и покрију обавезе према повериоцима.

Закључак је да добро организована и на тржишту врло цењена фирма је отишла у стечај првенствено због избијања економске кризе и недостатка посла. Други веома важан разлог је врло велико инвестирање и трошење обртног капитала претварањем у некретнине које у условима економске кризе не могу да се тржишно верификују. Деловањем оба кључна фактора предузеће је отишло у стечај. Свакако да је један од ова два кључна фактора изостао фирма би имала услове да уз велике напоре настави да послује без одласка у стечај.

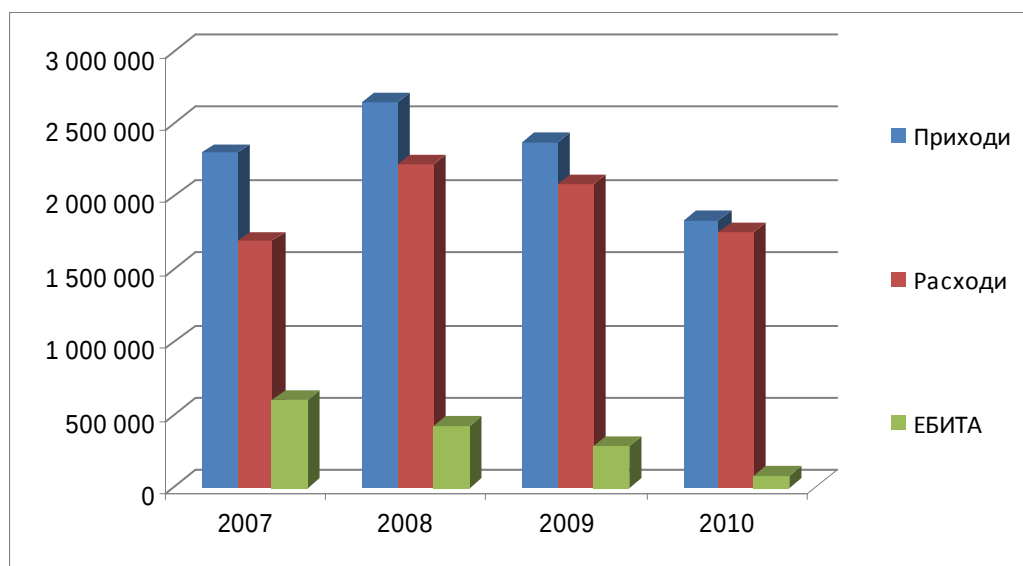
Галеб група, д.о.о Шабач

Опис компаније: Ова компаније је једна од првих приватних предузећа на нашим просторима, регистровано још 1977.године. Почела је да ради као занатска радионица из области електротехнике и електронике. Данас је један од највећих произвођача у области производње и сервисирања електричних апарата (опрема за заваривање, агрегата, компресора, машина за сечење и обликовање метала). Највећи је домаћи произвођач фискалних уређаја и терминала за даљинско читавање података из фискалних уређаја, сигнализације за железницу, ГПС система, металне и пластичне амбалаже. У оквиру Галеб групе послују: Galeb metal pack, Galeb FSU, Galeb GTE, ZIMPA и SIGMA. Предузећа које је група купила током приватизације су осавремењена, подигнута је организација рада и руковођења као и обим производње и запослености капацитета. Власник групе је Радослав Веселиновић. Пословни човек са великим искуством у пословању почев од мале занатске радње до председника групе. Од 2001. до 2005.године био је Председник Привредне коморе Србије. Тренутно фирма има преко 1.000 запослених и годишњи обрт од око 50 милиона евра.

Галеб група је услед економске кризе и пада тражње имала пад пословних прихода за 29% током 2009.године у односу на 2008.годину, али у исто време и пад пословних расхода за 19%, тако да је компанија укупно на нивоу консолидованих биланса успешно пословала и исказала је раст добитка из редовног пословања од 94 милиона на 397 милиона динара или 422%, што је приказано у наредном графикону. Пад прихода настављен је и током 2010. године уз континуирани пад ЕБИТ-а.

Графикон бр.11. Приходи расходи и ЕБИТ-а у периоду 2007-2010.године

(у 000 РСД)



У последње две до три године просечан профит је око 3 милиона евра. Једину неуспешну аквизицију компанија је имала у фирми „Заваривач“ из Врања, коју је након закључивања уговора са Агенцијом за приватизацију уговор раскинут због штрајка који је настао и због нереално брзог очекивања запослених у повећање и исплате заосталих зарада

Успешност вођења пословања предузећа: Председник компаније Радослав Веселиновић има богато искуство, које је стекао радећи у малој занатској радњи

до руковођење великим системом и руковођењем Привредном комором Србије стекао је квалитетна менаџерска знања. Значајан квалитет је укључивање његовог сина Слободана Веселиновића, који је члан борда а ћерка Наташа која је генерални директор - обоје су завршили факултете на америчким универзитетима. Свако предузеће у систему има свог директора. На челу компаније је управни одбор на челу са Радославом Веселиновићем као председником. У последње време компанија настоји да уреди финансијски менаџмент како би омогућио боље управљање финансијским токовима компанијом.

У основи компанија је добро организована у сталном развоју. Породична енергија у компанији посебно долази до изражаја укључивањем деце председника компаније. Поред деловања економске кризе и застоја у сегменту фискалних каса која је била велики покретач развоја целе групе, наставља се успешно пословање свих делова групе. Као доказ успешног развоја је укључивање ЕБРД у капитал компаније што омогућава да ово предузеће добије стратешке партнере или да једно од првих приватних компанија постане отворено акционарско друштво и добије повољније изворе за даљи развој.

Закључне оцене успешности вођења пословања фирми код мале дисперзије власништва

Посматрањем три параметра по методу случајног узорка од 54 предузећа у три године и изведених 162 параметра у свим параметрима: стопа обавеза у финансирању предузећа, стопа повратка сопственог капитала и стопа прихода у активи предузећа, скупина предузећа са малом дисперзијом власништва показале су **слабије резултате** у односу на предузећа са средњом и великом дисперзијом власништва. Упркос потпуне контроле и непостојања агенцијског проблема и могућности злоупотреба менаџера, јер је власник и менаџер или исто лице или под директном контролом менаџмента, односно не постоји одвојеност власништва од управљања, јер власник сам управља и непосредно руководи предузећем, аутоматски не генерише нити је гаранција успешних пословних перформанси.

Доминантни власник по правилу сам руководи предузећем и развија га до одређеног пословног нивоа. У овом власничком сегменту раст предузећа се углавном спорије развија првенствено због незаинтересованости банака за мала предузећа која немају кредитну историју. Мађутим, када предузећа из овог сегмента постану снажнија и почну да користе банкарске изворе, није редак случај да недостатак квалитетног средњорочног и дугорочног финансијског управљања овим сегментом уместо развојног пута банкротирају.

Преузимање других предузећа током приватизације је такође присутан метод раста. Често се комбинују методи интерног раста из сопственог капитала и екстерног раста преузимањем других предузећа током приватизације или узимањем банкарских кредита. Код убрзаног екстерног раста генерисан спољним изворима долази до инвестирања из краткорочних извора или до претераног инвестирања које не резултира планираним растом већ долази до неликвидности, стагнације и стечаја. **Недостатак професионалног менаџмента** у малој дисперзији власништва је један од битних карактеристика мале дисперзије власништва у овој фази транзиције у Србији. Мало је добрих примера квалитетног менаџмента и одрживе стратегије развоја на дужи рок у малој дисперзији власништва. Ситуациона анализа само је приказала карактеристичне примере какви се често срећу у малој дисперзији власништва са становишта корпоративне ефикасности предузећа у Србији.

О ефектима корпоративног управљања у малој дисперзији власништва може најбоље да покаже резултат приватизације у Србији након 2001.године, по моделу доминантног власништва од минимум 70% и осигура бољу корпоративну ефикасност и боље корпоративно управљање. врло детаљно и квалитетно истраживање извршио је Социјално-економски савет на узорку од 471 приватизованих предузећа. Узорак у коме је спроведено ово истраживање је репрезентативан, одабран је по методи случајног узорка од укупно 1.266 приватизованих предузећа од 2002. до 2011. „Од укупног броја приватизованих предузећа која су обухваћена узорком, 23,35% послују у континуитету, а у 13,62% купац је инвестирао у побољшање техничко-технолошке основе и повећање

имовине више од обавезних улагања из купопродајног уговора. У око 8,51 одсто анкетираних фирми тврде да је износ инвестиције био и већи, 3,89% анкетираних сматра да купац није уопште уложио у предузеће, а 3,64% одсто да је отуђио имовину предузећа...Карактеристично за ово истраживање је што је од планираног броја анкетираних предузећа 131 брисано из регистра, а 53 их је било у стечају, што представља укупно 184 или 14,53 одсто свих приватизованих предузећа.¹²⁶ Уколико се упореди узорак од 417 анкетираних предузећа а да их је 131 брисано из регистра а да их је 53 било у стечају што представља 184 предузећа која су затворена, односно отишла у стечај или ликвидирана, од анкетираних 417 предузећа представља врло виских 44% банкрутираних предузећа која су приватизована у овом периоду. „Уколико се целокупни резултати пројектују на целокупну националну економију и узму у обзир предузећа која више не запошљавају ни једног радника, потврђују се процене да је у приватизацији посао изгубило готово три четвртине (74,1 одсто) људи запослених у друштвеном сектору навели су истраживачи.“¹²⁷

Овакви резултати истраживања Социо-економског савета као и истраживања економских параметара у 111 предузећа у дисертацији упућује на закључак да мала дисперзија власништва не значи ефикаснији менаџмент и боље корпоративно управљање што је у основи био и главни мотив модела приватизације који је још увек актуелан у Србији. Овакве негативне последице важећег модела приватизације требало би да имплицира измене прописа имајући у виду да велики сегмент јавног сектора са знатним капиталом и великим бројем запослених не би доживео исту судбину и имао негативне импликације за даљни развој српске економије.

Појединац, који инвестира сопствена средства, преузима ризик инвестирања; вођен својом идејом у исто време постаје власник фирме и менаџер. Развојем предузећа постављају се све сложенији задаци и потреба за вишим нивоом знања да би се реализовала било нова идеја или савладала конкуренција и успешно

¹²⁶ Привредни преглед, број 15844 од 5.децембра 2011. „Лоша крвна слика продатих фирми“.
Стр.1.

¹²⁷ Исто, стр.1.

водиле све функције предузећа. Тржишно изводљиве идеје пре годину дана или шест месеци у условима турбулентног окружења не дају исти резултат. Поред тога, растом предузећа власник – менаџер све више мора да координира, надгледа, планира, мотивише...односно мора да интегрише умећа и вештине за које се није обучио и која му представљају нови менаџерски изазов. Такав сценарио је иманентан за иницијаторе малог бизниса, малих предузећа која развојем могу постати средња или чак велика.

Међутим, појединци могу постати и власници предузећа и куповином фирме. У условима приватизације у Србији модел продаје фирми већинском акционару са преко 70% капитала био је мотивисан првенствено избегавањем агенцијског проблема и већом корпоративном ефикасношћу предузећа. У основи таква концепција је слична тзв. једномодном моделу – „one-teir system“, оригиналном систему англосаксонског права, који је усвојен у знатном броју земаља континенталног права (Француска, Швајцарска, Италија). У основи тог система је функција управљања у рукама једног или више лица (Швајцарска, Енглеска, САД), односно одбора директора, односно управни одбор у Француској. У основи једномодни модел корпоративног управљања развио се у условима тзв. акционарског капитализма. Овај модел раније је карактерисан као менаџерски оријентисан модел. „Основне одлике овог модела су: 1) конкуренција у свим областима, 2) доминација приватног (интерес акционара) над јавним у управљању, 3) потискивање улоге моћних приватних инситуционалних инвеститора и форсирање јавне емисије акција као главног извора финансирања, 4) уређивање корпоративног управљања диспозитивним нормама чиме се подстиче тржиште...”¹²⁸

У Србији без правне инфраструктуре и искуства у вођењу приватних фирми приватизација се стихијски одвијала а да је појединац без провере менаџерских вештина и претходних пословних резултата постајао власник и менаџер. Комплетна контрола појединца над предузећем мотивисана бољим и ефикаснијим управљањем била је стратешко опредељење модела приватизације у Србији

¹²⁸ Др Мирко С. Васиљевић: „Корпоративно управљање“, Правни факултет, Београд, 2007., стр. 44

посебно након 2001. године. Наравно, куповином фирме не мора власник да буде менаџер, али свакако утицај власника и потпуна контрола над менаџером ограничава менаџера да своје идеје реализује, јер је упућен на непосредно оперативно управљање пословним процесима. Често је менаџер био постављен као одговорно лице пред државом у смислу непосредне примене законских прописа или избегавања законских прописа а у основи таквих одлука стајао је власник. Карактеристике успешног менаџера су да креира идеју, обезбеди ресурсе, организује све аспекте пословне активности и оствари профит. Свако уплитање власника и ремећење менаџерске енергије може да буде реметилачки фактор у реализацији постављених циљева. По неписаном правилу и изреци је да свако би радије делио богатство са сваким а своју памет ни са ким. Власник често преузима улогу менаџера или делегирана овлашћења усмерава у избегавање пореских обавеза, повећаног извлачења обртног капитала за приватне потребе, односно не чекајући исказивање профита већ ванзаконским манипулацијама смањује се обртни капитал, фирма доводи у неликвидност и остале консеквенце таквих поступака. Такви власници као „промотери су склони стратегији –инстант обогаћивања- на бази „једног ударца“, односно једног одређеног посла. Они не поседују дугорочну пословну оријентацију која је базирана на дугорочном остварењу пословног успеха и због тога немају аналитичку потребну за дубље разумевање бизниса којим се баве. Недостаје им већа креативност и озбиљна менаџерска знања.“¹²⁹

Власник и менаџер садржан у истом лицу ограничен је због недостатка стручности, знања и искуства у условима турбулентног окружења. Уједно је тешко да мала привредна предузећа из недостатка финансијских средстава, а често и несагледавањем потреба да ангажују квалитетан менаџмент налик онима који раде за велике компаније. У таквим ситуацијама долази се до различитих проблема а да тога власник-менаџер није ни свестан. Свака корективна акција када се пословна ситуација погорша често изазива доста времена и много веће трошкове. Свакако да је најбитније да се процени да је спољна помоћ потребна.

¹²⁹ Радослав Авлијаш: „Предузетништво“, стр. 16, Београд, 2010., Универзитет Сингидунум

Консултанти представљају својеврсне ослоње развоја и великих компанија са далеко више знања од малих предузећа којима су, такође, у многим сегментима потребна додатна менаџерска знања. Власник-менаџер је, поред недовољно менаџерских знања и правовремених пословних активности, суочен са следећим слабостима-геповима:

- геп у недостатку довољних ресурса, односно недостатку сопственог капитала које често не покрива ни фиксни капитал, односно негативан нето обртни фонд;
- геп у недостатку квалитетне организационе структуре предузећа и импровизације појединих битних функција, као што је контрола квалитета, финансијска и комерцијална функција;
- геп у моделирању квалитетних пословних планова и доношењу благовремених пословних одлука уз детаљни материјални и финансијски аспект;
- менаџерски геп који се огледа у познавању свих тржишних, технолошких, развојних и других аспеката пословања;
- геп у концентрацији одлучивања, која се манифестује кроз успореност одлучивања и преоптерећеност непосредним надзором над мање битним процесима.

Општи пад индустријске производње, нагла стагнација и дезинвестирање са генерисањем реалних губитака почетком деведесетих година до гашења великих привредних система након 2000.године, која је убрзана наглим отварањем тржишта, довео је до убрзаног пропадања великих компанија у Србији, носиоцима привредног развоја. Мала и средња предузећа карактеристична по концепту власник-менаџер једно лице, првенствено настајала као кооперанти великих система, дошла су у тешку ситуацију наглим губљењем главних купаца – великих привредних система. По природи пословања мала предузећа не могу да креирају самосталан производ који би могао да буде конкурентан, већ првенствено као испоручилац, кооперант великим привредним системима. Познато је да у европским земљама, САД и Јапану велики део новостворене вредности се креира

у овом сегменту, али искључиво у амбијенту пословања великих компанија као купаца малих и средњих предузећа. Након стагнације и пропадања великих привредних система мала породична предузећа са великом енергијом, коју носи породични елан, почела су да се оријентишу на друге делатности. Поред тога, присутан је раст малих и средњих предузећа у услужним делатностима. „У 2005. години од укупног броја новооснованих предузећа само 5% предузећа се регистровало за обављање производних делатности, док се највећи део регистровао за обављање трговине на мало (71%), маркетинг, консалтинг и друге услуге 24%.“¹³⁰

У банкарском сектору Србије овакви типови власништва нису присутни, осим на подсећање на неславни завршетак банкарске авантуре концепта „власник-менаџер“ пирамидалних банака које су у Србији биле присутне деведестих година прошлог века.

8.2. Корпоративна ефикасност: мањи број већинских акционара (ситуациона анализа у конкретним фирмама)

Предузећа у Србији са мањим бројем власника менаџери су обично боље контролисани од стране највећег или већих власника па је често питање како да мањински акционари могу да остваре своја права уз доминанто учешће малог броја већих акционара. Свакако уколико се поставља професионални менаџмент у предузећима са малом дисперзијом власништва како решавати проблем „принципал-агент“. Посебно када власници нису у стању или нису професионалци, тј. немају довољно информација или мањински акционари немају довољно интереса јер поседују мали број акција да ваљано нациру рад менаџмента. Како у таквим околностима када је присутна одвојеност власништва од професионалног управљања обезбедити да власник не само не изгуби главницу инвестиције, већ и оствари свој принос. Овакви типови власништва карактеристични су у развијеним земљама као и у Србији.

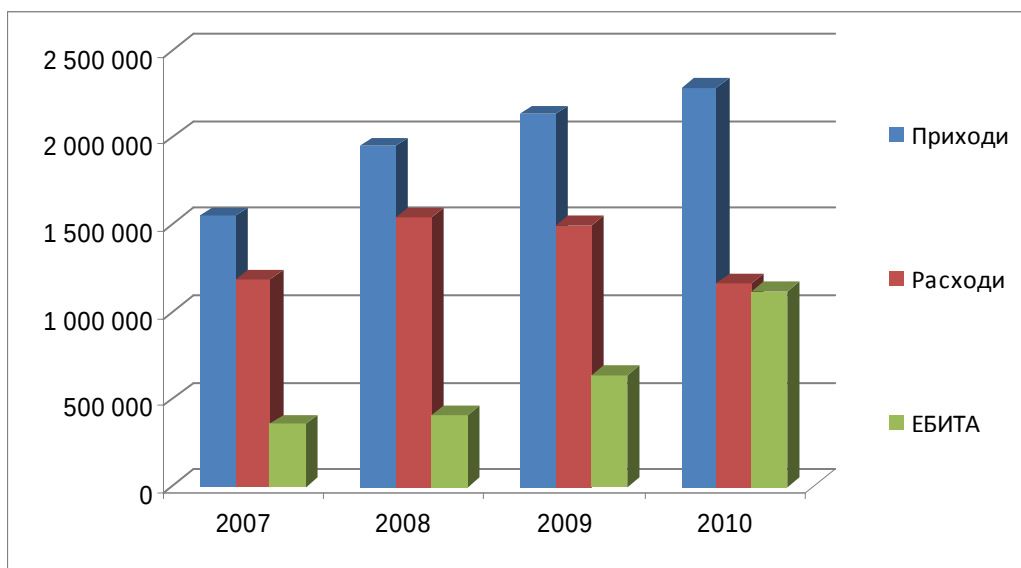
¹³⁰ Радослав Авлијаш: „Предузетништво и менаџмент малих и средњих предузећа“, стр.16

Галеника фитофармација, ад Земун

Опис компаније: Компанија „Галеника фитофармација“ издвојила се у засебно правно лице из Галеника Холдинга 1997.године у друштвеном власништву. Од 1999. године компанија је у приватном власништву великог броја акционара. Међутим, доминантно власништво је у рукама: Недељка Пухара, који је председник управног одбора са 6.14%, Душана Мојсиловића преко компаније „Агромаркет“ из Крагујевца и Живорада Војиновића са 21.56% највећег појединачног акционара, пословног човека који живи и ради у Русији. Њихово власништво директно или преко других компанија је преко 50% власништва. Поред њих тројице један од већих акционара је и генерални директор Драган Ненадовић. Компанија је највећи домаћи произвођач за заштиту биља на бази генерички активних материја високог квалитета. Компанија има 135 запослених и успешно послује са просечним растом пословних прихода од 10% годишње, метод трговине на берзи акцијама компаније је континуирана трговина. „Галеника фитофармација“ бележи раст прихода за скромних 7,3%, исто тако блати раст расхода за 11,4%, али зато константан раст добити од 644 милиона на 671 милион динара. Имајући у виду да је ова делатност доста имуна на кретање економске кризе јер је индиректно везана за агроиндустријски комплекс отуда иако скромни резултати бележе константан раст свих финансијских параметара посебно прихода и константан раст ЕБИТ-а, који су приказани у наредном графикону.

Графикон бр.12. Приходи расходи и ЕБИТ-а у периоду 2007-2010.године

(у 000 РСД)



Корпоративни менаџмент: Компанија има менаџмент који има искуства у оперативном руковођењу компанијом и развојем програма и на тај начин остаје лидер у производњи препарата за заштиту биља. Због потреба за континуираним истраживањем и развојем нових производа компанија поред свог развојног центра ангажује консултанте. Мада су трошкови развоја нових производа значајни, одржава се континуирани развој уз одржавање квалитета пословања, ЕБИТ маргина је у просеку 20%, док добит расте по стопи од 30-40% годишње. Председник Управног одбора је један од четворице већих акционара и својим искуством у раду у компанији у континуитету надзире рад генералног директора. Управни одбор се заказује по потреби и чешће стим што је пракса да се састаје једном квартално. Поред тога, чланови управног одбора који су већински акционари имају и консултације око битних одлука и неформалним заказивањем управног одбора и међусобно уважавање предлога генералног директора који поред тога што успешно руководи компанијом и сам је акционар. Оваквим поступком, генерални диреткор је везао свој професионални и власнички интерес и на тај начин добио већу лојалност према већинским акционарима. Потенцијална опасност постоји уколико би дошло до неслоге и тежње да један од већих акционара, који имају преко 20% акција, дођу у посед контролног пакета акција и на тај начин потпуно преузму власништво над предузећем. Такође, ова област

заштите биља је у интересу великих мултинационалних компанија које имају тежњу да овладају и осталим тржиштима тако да постоји потенцијална опасност од увозне конкуренције и преузимања једног од већих пакета акција од неких акционара и тиме ову компаније ставе под своју контролу.

Спектар, д.о.о Горњи Милановац

Опис компаније: Предузеће „Спектар“, доо основано је 1985. године у власништву три породице: Лазаревић, Симић и Ђорђевић из Горњег Милановца. Директор је Живомир Лазаревић.

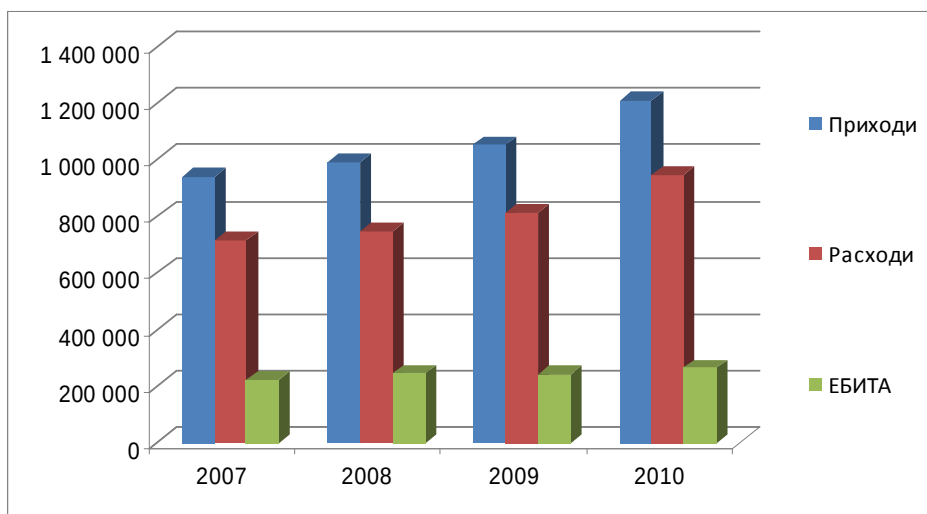
Делатност предузећа је производња и пласман вештачких полиамидних омотача и високо термоскупљајућих филмова и кеса који се користе у прехранбеној индустрији за амбалажирање намирница.

Власници „Спектра“ су својевремено радили у познатом предузећу „Тетра пак“ из Горњег Милановца где су упознали технологију производње полиамидних омотача и то своје знање успешно применили у својој фирми која је имала динамичан развој од занатске радње, да би након 4 године прерасло у предузеће, првенствено захваљујући добром познавању технологије производње и тржишта власника. Предузеће је имало динамичан развој тако да је брзо од малог предузећа постало средње, из средње по важећим параметрима прерасло у велико предузеће.

Спектар из Г.Милановца бележи константан раст прихода у периоду од 2007. до 2010. године уз приближно исто остварење ЕБИТ-а током овог четворогодишњег периода, током 2010. у односу на 2009.годину раст прихода је за 14,8%, и поред врло сличног темпа раста расхода, бележи се стабилан раст нето добити од 269 милиона на 288 милиона динара, или раст за 7%, што је приказано у наредном графикону.

Графикон бр.13. Приходи расходи и ЕБИТ-а у периоду 2007-2010.године

(у 000 РСД)



Предузеће је применило најсавременије технолошке иновације на пољу свог програма на програму вештачких полиамидних омотача за месну индустрију, а у последних четири пет година и новог производног програма – термоскупљајућих кеса. Купљена је савремена опрема дугорочним инвестиционим кредитима преко ЕИБ линије Ексимбанке. Пошто се радило о мање радно интерзивној технологији број запослених се кретао око 130. Захваљујући инвестицијама у квалитетну опрему предузеће је постало велики извозник на тржиште не само бивших југословенских република, већ Мађарске, Румуније, Грчке, Русије и САД.

Корпоративни менаџмент: Захваљујући стеченом технолошком знању и добром оперативном вођењу предузећа остваривани су изузетно добри пословни резултати. Управни одбор је сачињавао од чланова породица Лазаревић, Симић и Ђорђевић имајући у виду њихово власништво у фирми у идеалним трећинама. Међутим, највише оперативних заслуга за развој фирме и повећање капитала фирме имао је један од сувласника и генерални директор фирме Живомир Лазаревић. Остале две породице, и поред укључивања њихових млађих чланова породице у рад фирме, нису имали већи значај за рад и развој овог предузећа. Предузеће је постало врло ликвидно и исказивало је значајне профите у свом пословању. Међутим, власници нису у почетку свог власничког аранжмана дефинисали да генерални директор има права на специјалне бонусе за очигледну пословну заслугу а ни право да повећава своје учешће у капиталу фирме. Упркос

брзом пословном напретку овог предузећа власници су у сукобу везаном за поделу профита и све више се воде разговори да један од њих тројице власника иступи из предузећа уз повлачење свог дела кроз једнократну исплату. Такав интерес је исказао генерални директор фирме и најзначајнини покретач развоја овог предузећа.

Градитељ, ад Кикинда

Опис компаније: Грађевинско предузеће из Кикинде са основном делатношћу никоградње извршило је прву приватизацију по закону који је методом инсајдерске приватизације делио бесплатне акције запосленима до 70% друштвеног капитала. Запошљава 160 радника. Предузеће је успешно пословало и добијало је послове и ван општине Кикинда, првенствено на асфалтирању регионалних путева, одржавању путева и као подизвођач већим системима.

Године 2003. менаџмент „Градитеља“ даје у залог личну имовину и од Ексимбанке добија кредит и купује акције запослених и на тај начин долази до концентрације власништва у рукама менаџмента и то: Тинтар Божидар 22,62%, Савин Милош 14,60%, Врбалоб Ђура 14,16% и Турудија Љубинка 6,10%, што чини 57,48% власништва. Иако дата имовина као колатерал није била довољна да покрије појединачно задужење чланова менаџмента, пројекције оствареног профита су била основ за отплатни капацитет дужника по овом кредиту.

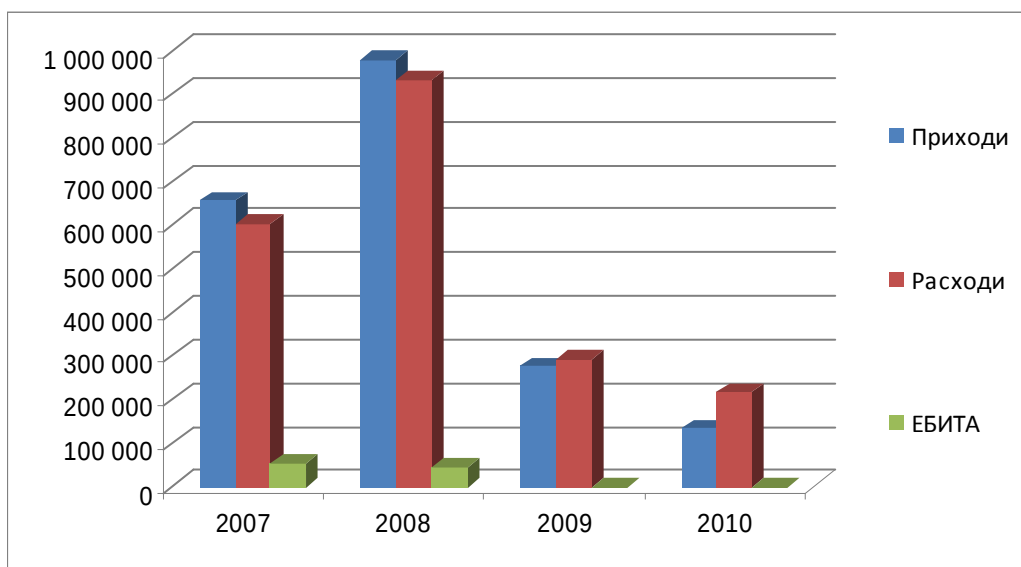
Оваква власнишка струкура омогућава већу оперативност менаџмента и почиње да бележи боље пословне резултате. Добијају се нови послови који се успешно завршавају. Врши се набавка опреме која је дотрајала, али исто тако и велике инвестиције у опремање управне зграде и куповине акције малих акционара грађевинске фирме „Северни Банат“.

Градитељ из Кикинде је успешно пословао све до појаве економске кризе коју је највише захватила грађевинарство. Од средине 2009.године ово предузеће је у фази стечаја – реорганизације са основним циљем да се предузеће продајом дела

некретника и пословних простора врати у пословни процес, мада због општег пада тражње за капиталом овог предузећа то ће бити јако тешко реализовати, отуда пословни резултати су у значајном опадању. Отуда, приходи су значано опали током 2010.године за 206% и исказивањем значајног губитка од 122 милиона динара који су приказани у наредном графикону.

Графикон бр.14. Приходи расходи и ЕБИТ-а у периоду 2007-2010.године

(у 000 РСД)



Корпоративни менаџмент: Корпоративна ефикасност је значајно подигнута и предузеће након укупњавања акција у рукама менаџмента почиње боље да послује. Међутим, предузеће почиње нагло да инвестира поред опреме што је давало конкретне резултате и предузеће је могло да носи инвестицију, мотиви за убрзани развој нису се зауставили само на овој инвестицији. Међутим, куповином контролног пакета акција од малих акционара фирме „Северни Банат“, предузеће је ушло у велике кредитне обавезе. Генерални директор по образовању техничко лице, изненадном смрћу члана менаџмент тима Турудија Љубинке, директора сектора економике, је само убрзало доношење пословних одлука које су довеле до губитка обртног капитала, поред тога, деловање економске кризе и инвестиција

у одржавање локалних путева довело је до тога да је „Градитељ“ све теже измиривао доспеле обавезе, блокаде рачуна и немогућност извршења уговорених послова само су убрзале одлазак предузећа у стечај.

Закључне оцене корпоративне ефикасности код средње дисперзије власништва – мањи број већинских акционара

У оваквој дисперзији власништва менаџмент настоји да стекне и очува сопствену репутацију, стим што често менаџер да би показао лојалност и поверење предузећа коме руководи и сам постаје акционар, поготово ако се предузеће котира на берзи и уколико је профилисан мањи број већинских акционара. Таквих примера има више у нашој домаћој пракси. На пример, у ситуационој анализи је приказано предузеће где је и квалитетан менаџер постао акционар због поверење и везивање сопствене професионалне и власничке идентификације са интересима осталих већинских акционара /„Галеника фитофармација“, ад/. Оваква дисперзија власништва је повољна јер се избегава велика дисперзија и проблеми који се јављају у функционисању органа управљања. Скупштина и управни одбор у коме су заступљени већински акционари има своје уходане механизме управљања и настоји се плански развој и непосредна контрола менаџмента. Посебно је важно да већински власници имају одређених знања која су битна за разумевање потреба развоја предузећа. Уједно уколико такво предузеће излази на тржиште, вредност акција тог предузећа је један од инструмената и квалитетног рада менаџерског тима. Уколико би вредност акција почела да опада могло би да дође до преузимања фирме (takeovers) од стране других власника, што често може да резултира лошем раду менаџмента и његовој смени.

У оваквој дисперзији власништва реално може да постоји проблем да контролни власник не злоупотребљава своју позицију да би из ње извукао више него што му припада тзв. „принципал-принципал“ проблем. Овде је могућ конфликт између једног или мањег броја већинских акционара који нису у стању да се баве покушајем супростављања акцијама већинских акционара и од њега постављеног

менаџмента, тим пре што и менаџмент може да буде један од акционара. Таква опасност је присутна у Србији, где правна регулатива и ванправна (тржиште капитала, банке) ограничава акцијама управе компаније је скромна. Стога постоје механизми заштите мањинских акционара као што је кумулативни начин гласања чиме се олакшава избор представника мањинских акционара. У том смислу јачање корпоративног управљања у таквој власничкој структури постиже се:

- јачање ефикасности управног одбора,
- регулација између трансакција повезаних лица, посебно уколико неко од власника има у власништву предузеће, које је пословни партнер матичног предузећа; стога је врло важна регулација – конфликта интереса,
- прецизна регулација о компензацијама менаџмента,
- детаљно информисање јавности и акционара о пословима компаније: планови, извештаји о пословању, као и транспарентно заказивање скупштине акционара и
- развијен систем независне ревизије, укључујући и могућност ванредних контрола.

Средња дисперзија власништва, односно дисперзија власништва где је неколико већих акционара, поставља се проблем заштите мањих акционара. У суштини што је заштита мањинских акционара већа то су угрожена права већинских акционара. Признато је демократско право – једна акција један глас, стога је у оваквој власничкој структури врло важно питање како регулисати велике акционаре а да се добије најбоља равнотежа између менаџерске дискреције и заштите мањинских акционара. Најдиректнији начин решавања проблема „принципал-агент“ јесте подстицање стварања великих активних власника, који могу да контролишу менаџмент. Таква контрола принципа менаџмента је првенствено у сопственом интересу великих акционара, самим тим и малих акционара.

За садашњу структуру корпоративног власништва, а самим тим и последице квалитета корпоративног управљања, резултат је одабраних метода приватизације. У Србији је изабран донекле модификован модел класичне продаје. Основни

узрок таквог избора законодаваца и економске политике Владе је искуство других земаља, концепт корпоративне ефикасности заснован на избегавање ефеката „агенцијског проблема“ као и околности и искуство у самој Србији. Идеја је била да се покушају наћи прави купци који ће на најбржи начин подићи корпоративну ефикасност предузећа и на тај начин побољшавањем рада тих предузећа држава добити највише. Пошло се несумњиво од претпоставке и логичног економског резона да онај ко плаћа зна зашто плаћа и да онај ко плати највероватније ће најбоље да искористи ресурсе. Међутим, у анализи корпоративне ефикасности са малом дисперзијом власништва ефекти нису такви. Напротив, резултати су показани као неадекватни.

Продаја предузећа као приватизациони метод има и једну објективну слабост. Обично такав метод је под јурисдикцијом државне агенције за приватизацију, што у условима дефинисане процедуре и ограничених капацитета државне администрације и врло захтевог процеса, сам по себи такав процес је успорен. Одустајање од модела продаје стратешким инвеститорима продајом акција и већа дисперзија власништва је била неприхватљива са циљем да би изостали ефекти доброг корпоративног управљања услед мале концентрације власништва. Стога је продаја једном стратешком инвеститору већинског пакета од 70% била интенција да предузећем може нови власник да управља без већих компликација. Споредна идеја је била да је нека предузећа потребно организационо, технички и финансијски реструктурирати да би била ефикаснија. За врло сложен метод реструктурирања потребна су врло велика менаџерска знања што се испоставило у великом броју случајева да нови купци или нису имали таква знања или су њихови мотиви куповине били куповина због некретнина које предузеће поседује и извлачење капитала тих фирми за своје приватне потребе. Поклон од 30% капитала запосленима и држави имао је чисто политички мотив. У основи оба модела приватизације, било да се ради о аукцији за мања предузећа или тендеру за већа предузећа, намењена стратешким партерима, остатак од 30% се поклањао запосленима и грађанима.

Насупрот томе, приватизације по моделу из 1997.године довеле су до дисперзивног власништва запослених, а и државног пензионог фонда, што је водило приличној трговини. У ствари, на Београдској берзи трговина акцијама заснивала се на предузећима приватизованих по закону из 1997. године. Управо предузећа са средњом дисперзијом власништва у основи настала су на два начина:

- формирањем предузећа удруживањем мањег броја власника, нека врста ортаклука да би тако формирана предузећа формирала менаџмент од самих власника код којих је сваки од власника био одговоран за један сегмент пословних активности и
- приватизацијом по моделу из 1997.године, где је долазило до дисперзије власништва, промета акција на Београдској берзи и куповином акција, првенствено менаџмента или других инвеститора који нису били радници тих предузећа.

Користећи различите методе приватизације, већина земаља у централној и источној Европи створена је битно измењена власничка структура, чије се категорије¹³¹ могу профилисати као што су:

- држава, и то као непосредни 100% власник, те 100% власник или сувласник корпоратизованог предузећа (директно или преко својих фондова),
- "дисперзирани" аутсајдери,
- инсајдери (радници и менаџери),
- менаџери,
- радници,
- банке (и друге финансијске институције),
- осигуравајућа друштва,
- инвестициони фондови,
- страни инвеститори,

¹³¹ види Djankov, S. (2000), „Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey“, World Bank Working Paper, pp. 32-33.

- "блокхолдери" (мањи број појединаца и/или фирми).

Анализирајући различите основне моделе приватизације њихов утицај на кључне економске и друге пословне перформансе предузећа током транзиције, консултант Светске банке ¹³² дошли су до закључка, који су могу илустративно приказати на следећи начин:

Табела бр.5.

Ефекти	Метод		
	Продаја аутсајдерима	Продаја (подела) инсајдерима	Масовна (ваучерска) приватизација
Боље управљање предузећем	+	-	?
Бољи приступ изворима капитала	+	-	?
Пораст прихода државе	+	-	-
Брзина спровођења	-	+	+
Праведност	-	?	+

Очигледно да боље управљање предузећем, бољи извори инокапитала и пораст прихода држави упућују на већу корпоративну ефикасност даје предност уколико се продаја капитала усмерава аутсајдерима. Пада у очи да брзина спровођења економских процеса са становишта квалитета корпоративног управљања даје предност инсајдерима који боље познају предузеће и његове предности и мане у оперативном функционисању. Логичан је овакав закључак имајући у виду да инсајдери имају више информација о функционисању предузећа које је предмет приватизације. Очигледно да мешовит састав екстерних и интерних инвеститора би дао синергетски ефекат, брзина спровођења трансформације предузећа са

¹³² Исто, страна 33.

подизањем квалитета управљања и бољим приступом додатним изворима капитала доприноси бољем квалитету корпоративног управљања.

На основу извршене квантитативне анализе предузећа средње дисперзије власништва други параметар - стопа повраћаја сопственог капитала дала је најбоље резултате управо код средње дисперзије власништва. (страна 194).

У Србији структура власништва показује високу концентрацију власништва. „Када је реч о власничкој структури узорка, 38% фирми у узорку има до 10 акционара (што је за акционарска друштва тржиштима са развијеним акционарством врло мало), а 19% фирми има преко 500 акционара. Власничка структура (пре свега у страним банкама је високо концентрисана: 42% банака у узорку има три или мање акционара, а још 8% има до 10 акционара.¹³³ Свакако да већа концентрација власништва омогућава власнику да надгледа менаџмент и да може да остварује своја власничка права. Заштита права власника је један од најзначајнијих механизма корпоративног управљања. У високој концентрацији власника поставља се питање интереса малих акционара за хартијама од вредности тих предузећа. Односно, тиме се исказује мало интересовање потенцијалних инвеститора или њихова жеља за инвестирањем подразумева велики дисконт таквих хартија од вредности. Велики инвеститори, односно мала дисперзија власништва одбија потенцијалне инвеститоре и ограничава екстерно финансирање фирме.

Мала дисперзија власништва омогућава контролу над предузећем и мање проблема у надгледању управе – менаџмента. Са друге стране, оваква дисперзија власништва има предност у дефинисању стратешких одлука, јер власници доминирају у одлучивању и такве одлуке не креира менаџмент као у високој дисперзији власништва. Међутим, једна таква концентрација власништва има своју цену. Цена се огледа у интересу малих инвеститора да инвестирају у такве компаније – чак и када добро послује, да прикупи повољан капитал на берзи.

¹³³ Катарина Ђулић: „Корпоративно управљање у Србији: транспарентност и објављивање информација?“ стр.77, Квартални монитор бр.15. октобар-децембар 2008.

Карактеристично у Србији је да предузећа са малом дисперзијом власништва имају интензиван развој у време раста фирме; проблеми настају када фирма почне добро да послује и када се прецизно не дефинише учешће у добити већинских акционара, велики је број примера да дође до раздвајања власништва и поделе капитала између главних акционара.¹³⁴

У погледу мерења корпоративне ефикасности кроз три одабрана параметра, средња дисперзија власништва одабраних предузећа показала је:

- рационалније задуживање од мале дисперзије власништва, а нерационалније од велике дисперзије власништва,
- стопа повраћаја капитала је бржа од мале дисперзије, а у појединим периодима и од велике дисперзије власништва и
- стопа удела укупног прихода у активи је повољнија од мале дисперзије власништва а у појединим периодима и од велике дисперзије власништва.

8.3. Корпоративна ефикасност: у великој дисперзији власништва (ситуациона анализа у конкретним фирмама)

Предузећа у Србији са великом дисперзијом власништва менаџмент је мање контролисан од стране великог броја власника па је често питање како да мањински акционари могу да остваре своја права уз доминанто учешће великог броја већих акционара. Међутим, у оваквим акционарским друштвима поставља

¹³⁴ Фирма "Гумел" из Јагодине, је радила успешно шест година. Власници ове фирме су били Милан Павловић који је био задужен за комерцијалу и финансије, по струци економиста, и Мирко Гобилић, који је био задужен за производњу, по струци технолог. Године 2005. дошло је до неспоразума око расподеле добити тако да је свако понаособ регистровао нову фирму. Имовина фирме је подељена на пола (производна хала). Прва фирма ГУМЕЛ ПУМПЕ ДОО је основана од стране Милана Поповића, а фирма ГУМАРАЦ ДОО од стране Мирка Гобилића. Власник прве фирме је инвестирао у нови производни погон на другој локацији. Изградио је пословни простор површине око 400 квадратних метара и пребацио део производње на нову локацију. Запошљава око 30 радника. Друга фирма има само једног пријављеног радника.

се професионални менаџмент, али тада долази до изражаја однос „принципал-агент“. Власници иако нису професионалци у пословним активностима компаније поседују механизме контроле пословања кроз остваривање зацртаних планова, пројекција тржишног учешћа и тржишни раст вредности акција као једног од параметра успешности менаџмента. Остаје питање да велики број мањинских акционара немају довољно интереса, јер поседују мали број акција да ваљано надзиру рад менаџмента. Како у таквим околностима када је присутна одвојеност власништва од професионалног управљања обезбедити да власник не само не изгуби главницу инвестиције, већ и оствари свој принос. Овакви типови власништва карактеристични су у развијеним земљама као и у Србији у предузећима са виском дисперзијом власништва.

Металац, ад Горњи Милановац

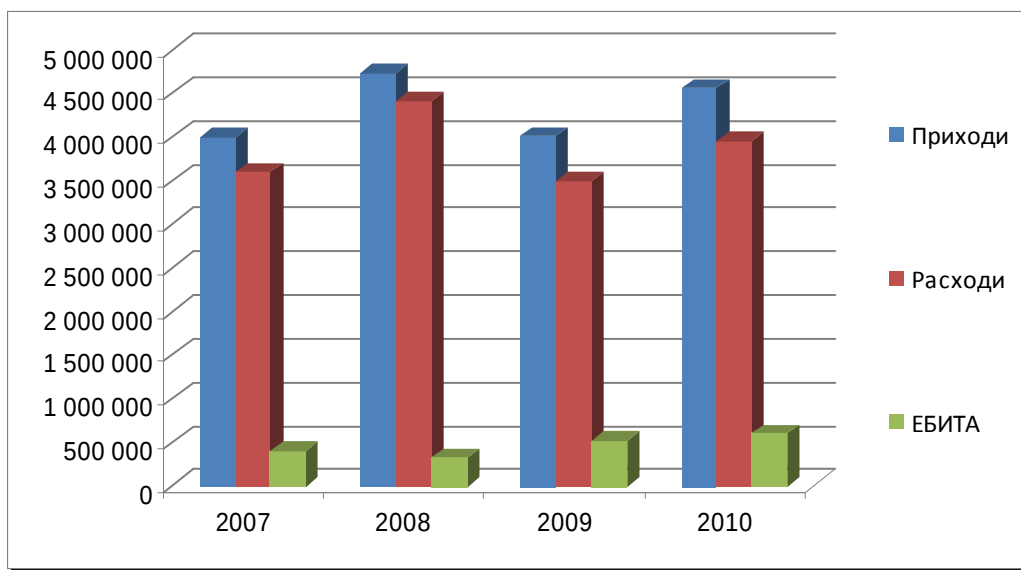
Опис компаније: Металац се бави производњом металних производа углавном намењених за потребе домаћинства: посуђе, судопере, бојлери и друго. Компанија је основана 1959. године, организована је као холдинг која у саставу има дванаест предузећа. Запошљава око 1800 запослених.

Металац наставља успешно да послује у континуитету бележи раст пословних прихода у износу од 13,5% и раст расхода у скоро идентичном преценту -13,3%, током 2010 годину у односу на 2009годину.

Укупан приход од 4,5 милијади динара је врло значајан и представља европски просек за овакву производњу. Добро пословање је резултат остваривања добити у износу преко 464 милиона динара и која је већа чак за 53% у односу на 2009 годину. Исказани резултати дати су у следећем графикону. Предузеће у континуитету остварује раст ЕБИТ-а од 2008. до краја 2010.године.

Графикон бр.15. Приходи расходи и ЕБИТ-а у периоду 2007-2010.године

(У 000 РСД)



Компанија је приватизована по првом Закону о приватизацији 1990. године са доминантним учешћем капитала у власничкој структури. Акцијама компаније тргује се на Београдској берзи од 2002. године. У власничкој структури су и институционални инвеститори, укупан број акционара је око 1.600.

Предузеће око 40% своје производње пласира у извоз, првенствено у Русији, земљама ЕУ и земљама бивших југословенских република. Предузеће је развило и своју малопродајну мрежу са око 80 малопродајних објеката. План компаније је да настави интензиван раст на плану иновирања свог производног програма и повећање извоза.

Корпоративни менаџмент: Корпоративни менаџмент ове компаније имао је добру стратегију у погледу власничке трансформације, јер је извршена приватизација по Закону о приватизацији из 1990. године којим су запослени

постали доминантни власници компаније. Због добрих пословних резултата, предузеће је емитовањем нових акција дошло до повољних екстерних извора финансирања. Пословна стратегија је заснована је на врхунском дизајну посуђа ангажовањем врхунски и светски познатог дизајнера Карим Рашида. Главну улогу у вођењу пословне стратегије имао је дугогодишњи генерални директор Драгољуб Вукадиновић, сада председник управног одбора компаније. Стални пословни раст компаније износи око 15% изражен у ЕУР. Пословна политика је врло доследна у пропорцијама прихода и трошкова материјала и зарада и креће се од 21% па навише у зависности од акумулативности конкретног предузећа из система. Такође, води се рачуна о односу потраживања и финансијских обавеза, која чине 20% пасиве. ЕБИТДА маргина је изнад 16% док је нето профит маргина изнад 10%. Компанија има све сертификате међународне за квалитет од ИСО 9001 до ИСО 14000.

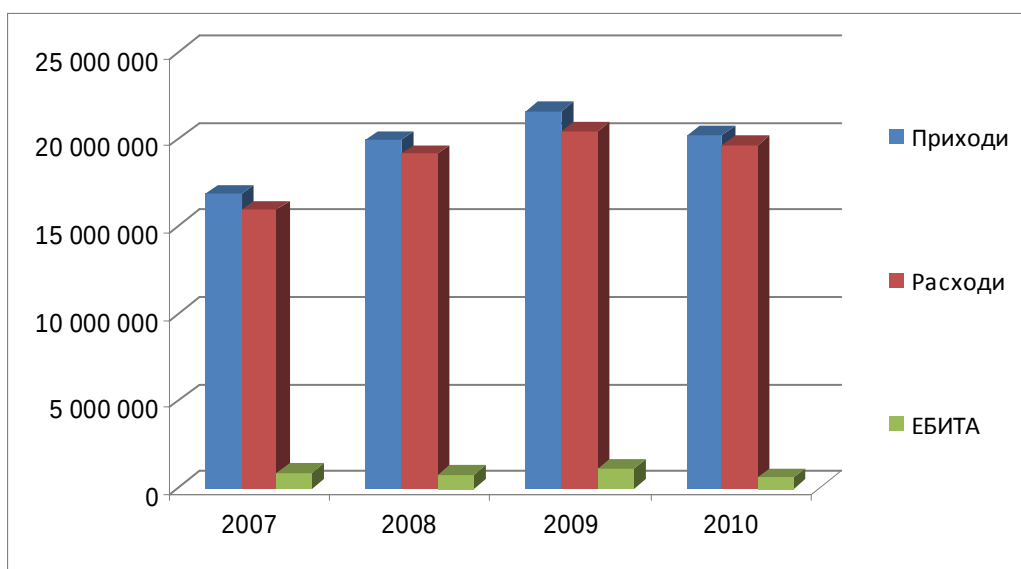
Енергопројект холдинг, ад Београд

Опис компаније: Енергопројект холдинг основан је 1951. године као пројектно предузеће, данас је то систем који обухвата више од 18 предузећа у Србији и више од 40 предузећа у иностранству и мешовитих фирми која су оснивана за конкретан пројекат. Нека од тих предузећа после завршетка послова престају да раде, међутим, нека успешно настављају да раде на ино тржиштима. Укупан пласман Енергопројекта прелази 300 милиона евра, од тога око 60% у иностранству и око 40% на домаћем тржишту.

Енергопројект холдинг због делатности којом се бави осетио је последице економске кризе која је имала за резултат смањење прихода за 6,6% са 21,5 на 20,2 милијарди динара. Приход преко 200 милиона евра је свакако врло велики за српску економију, поготово што ова компанија значајан део прихода реализује на страним тржиштима широм света. Такође, присутан је пад добити за 42% као последица иницијалног улагања у нове пројекте који су уговорени. Резултати ове компаније у периоду од 2007. до 2010..године дати су у наредном графикану.

Графикон бр. 16. Приходи расходи и ЕБИТ-а у периоду 2007-2010.године

(У 000 РСД)



Власничку структуру чини врло велика дисперзија власништва од око 8.500 акционара, док се као појединачни акционар појављује држава са око 34 % капитала холдинга, портфолио инвеститори поседују око 35% уз велику дисперзију. Године 2006. Енергопројект је извршио докапитализацију кроз затворену емисију 400.000 акција професионалним инвеститорима што је побољшало ликвидност целокупног система. Енергопројект се налази на листама 200 најуспешнијих међународних фирми које објављује амерички чаопис “Engineering News Record”.

Корпоративни менаџмент: Менаџмент компаније карактерише висока професионалност у добијању послова на врло захтевним ино тржиштима. Компанија има врло организован ниво корпоративног управљања, почев од функционисања управног одбора, скупштине акционара и спремности менаџмента

да предвиди текуће и будуће пословање уз висок ниво извештавања потенцијалних инвеститора имајући у виду да се акције Холдинга котирају на А листи. Води се рачуна о учешћу трошкова у укупним приходима и креће се од 28 до 35%. Финансијама управља холдинг, стим што ликвидност целог система је варијабилна у зависности од инвеститора и тржишне ситуације. Економска криза настала крајем 2008. године посебно је погодила сектор грађевинарства што је утицало и на Енергопројект. Предузеће изводи радове у Казахстану, Перуу, Русији, Нигерији и другим земљама, где шаље своје техничке и финансијске стручњаке да заједно са локалном радном снагом изводе врло захтевне пројекте које углавном финансирају међународне финансијске институције или владе поменутих земаља. Због тога што је један од домаћих конкурената Енергопројект холдингу постао један од акционара са тенденцијом да постане значајан акционар, предузеће “Напред” Београд, дошло је до промене менаџмента током године. Конкурентска фирма са малим власништвом је индиректно контролисала Управни одбор. Стоа, је ово лош пример корпоративног управљања које се врло брзо одразило и на пословање ове компаније.

Међутим, поред ове лоше праксе у многим сегментима корпоративног управљања компанија спада међу највишим стандардима на домаћем тржишту, када је у питању функционисање органа управљања, информисање акционара, квалитетан менаџмент са јасном визијом пословања и др.

Алфа-Плам Врање

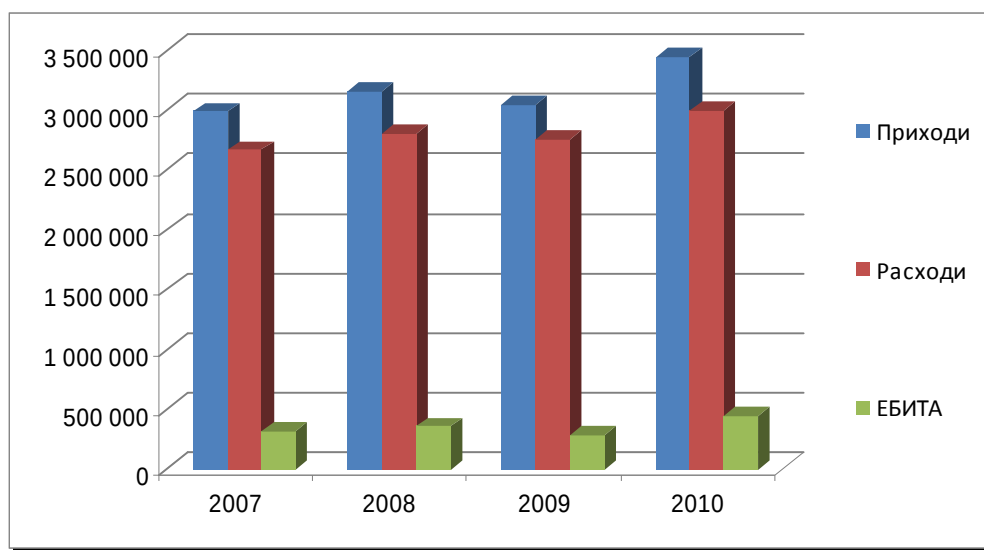
Опис компаније: Почетак рада ове компаније везује се за 1948. годину, када је основано предузеће „Металац“ за браварске, ковачке и лимарске радове, док се предузеће „Алфа-плам“ оснива 1962. године, да би се ова два предузећа спојила 1980. године. Делатност ове компаније је производња грејних тела на чврсто, течно и гасовито гориво, штедњака, као и коминација чврсто гориво-струја и струја-гас. Производи су првенствено намењени домаћинствима. По својим производним капацитетима у овој области један је од највећих произвођача

грејних тела у Србији и југоисточној Европи, а сврстава се у ред 5 највећих у Европи. Запошљава око 850 радника и производи око 165.000 јединица на чврсто, течна и гасовита горива. Укупан приход је око 36 милиона евра. Од укупне производње око 65% или 94.000 јединица се прода на иностраним тржиштима. Компанија има већи број власника од тога су доминантни институционални инвеститори и запослени. Запослени су имали већинско власништво до 2005.године. Током 2008. године извршена је емисија акција из добити чиме је број акција увећан за трећину. Током претходних 10 година компанија је исплаћивала дивиденде власницима акција у периоду од 2000. до 2011.године, стим што подела дивиденди се врши на домаћа правна и физичка лица, страна правна и физичка лица и посебно за кастоди лица. Дугогодишњи генерални директор је Илић Велин. Председник Управног одбора је Илић Велин, стим већину чланова Управног одбора чине независни чланови који не раде у компанији, њих петоро од укупно седам чланова. Извршни одбор сачињава седморо директора сектора компаније, на челу са Председником Управног одбора и генералним директором.

Алфа-плам, у периоду од 2007. до 2010.године бележи константан раст прихода и ЕБИТ-а. током 2010. године је имао раст прихода у односу на 2009. годинз за 13,2%, а пословни расходи су расли по стопи од 8,5% што је за резултат имало раст нето добити од 380 милиона на 457 милиона динара. Динамика прихода, расхода и ЕБИТ-а овог предузећа приказани су на наредном графикону.

Графикон бр.17. Приходи расходи и ЕБИТ-а у периоду 2007-2010.године

(у 000 РСД)



Корпоративни менаџмент: Менаџмент је окренут освајању нових производа према захтевима тржишта. Предузеће врши модернизацију програма из сопствених средстава. Предузеће врло квалитетно управља финансијама - чињеница да предузеће читавих 10 година у свом пословању није узело кредит, можда је пре питање конзервативног става према банкарском сектору јер са становишта бржег развоја квалитетног производног програма би омогућило бржи развој производних капацитета. Предузеће је конкуретно на иностраним тржиштима првенствено зато што има релативно мање зараде у односу на конкуренцију и зато што континуирано прати технолошка збивања у овој области и на ефикасан начин уз добар инжењеријски кадар имплементира уз повећање обима производње и уз добре финансијске резултате компаније. Генерални директор „Алфа плам“ из Врања је техничко лице –дипломирани инжењер који је радну каријеру започео у „Алфа пламу“ од производње, контроле, развоја до генералног

директора. Руководио је процесом трансформације од друштвеног предузећа до акционарског друштва које карактерише позитивно пословање, извоз и осавремењавање производње. Предузеће остварује добит, инвестира у развој и осавремењавање производње. Подела дивиденди акционарима и признавање учешћа у добити је резултат стратегије коју је креирао генерални директор са циљем да током емитовања акција дође до повољнијих извора финансирања, због тога предузеће већ 10 година не узима кредите од пословних банака, које је ово предузеће оценило као неповољне, мада су квалитетни биланси овог предузећа омогућавали коришћење врло повољних линија међународних финансијских институција (EBRD, EIB...). Овако успешно пословање резултат је успешног рада менаџмента који је своја знања и способности вођења предузећа у друштвеној својини и социјалистичком систему. Предузеће има врло високу радну и технолошку дисциплину и способност прилагођавања турбулентном пословном и тржишном окружењу захваљујући квалитетном менаџменту, првенствено дугогодишњем генералном директору Велину Илићу. Мада везивање рада и раста предузећа за једног човека представља пословни ризик. Стога, је врло важно да се створи јак менаџерски тим какав је створен у другим предузећима као што је „Металац“, „Синтелон“ и други.

8.4. Корпоративна ефикасност банкарског сектора у Србији

Корпоративну ефикасност банкарског сектора у Србији током 2009. и 2010. године посматраћемо кроз два параметра:

- **принос на капитал ROE („return on equity“),**
- **профит по запосленом.**

У банкарском сектору Србије на крају 2011.године укупно послују 33 банке, које запошљавају 29.644 лица. Од укупног броја банака:

- 21 банка налази се у власништву страних лица,

- 12 банака налази се у власништву домаћих лица, од тога 8 у власништву државе као већинског или највећег појединачног акционара и 4 банке у власништву приватних лица.

Домаће банке у власништву државе и приватних лица на крају ове године учествују са 15% у добити банкарског сектора, са 28% у укупном капиталу и са 30% у броју запослених. Из ових података јасно се види да око трећина капитала и броја запослених домаћих банака доноси свега 15% профита у укупном профиту банкарског сектора.

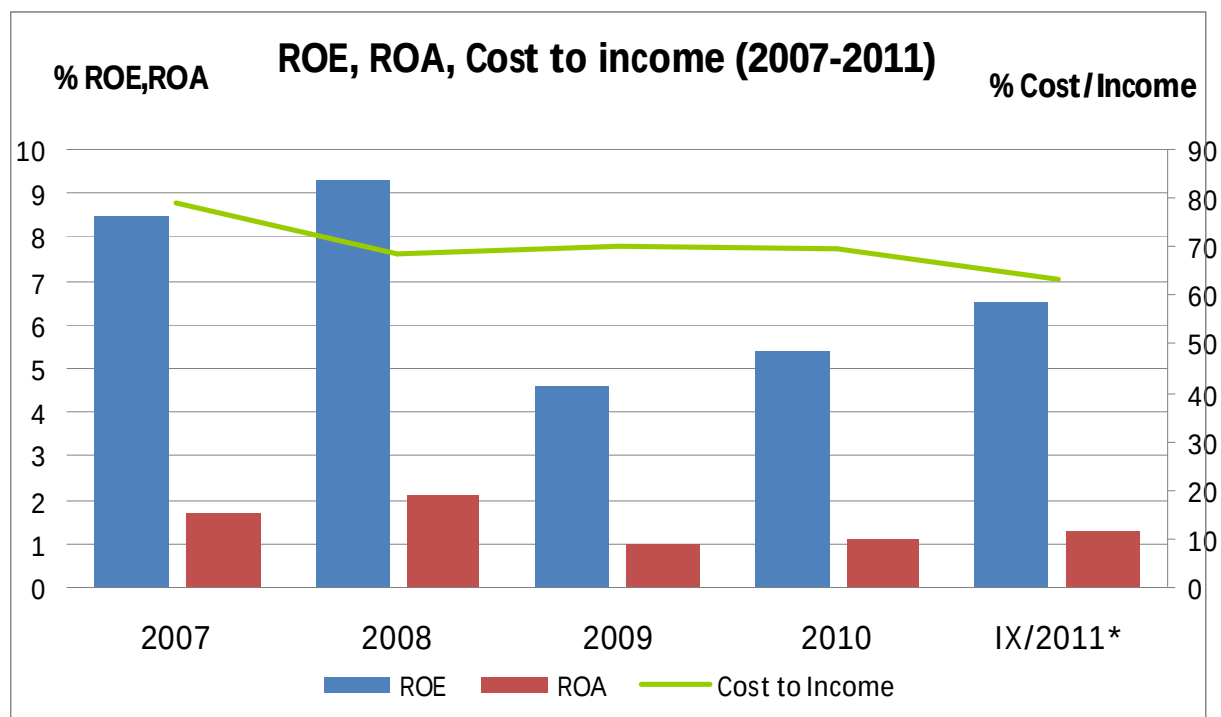
Банке у доминантном државном власништву у Србији су: Агробанка, Чачанска банка, Дунав банка, ад Звечан, Југобанка, К.Митровица, Поштанска штедионица, Развојна банка Војводине и Српска банка Београд. **Приватне банке** су: АИК банка, Јумбес банка, Привредна банка Београд и Универзал банка. Мада, код Јумбес банке и Привредне банке држава такође има власништво али је оно мањинско у односу на приватано власништво.

Стране банке из Аустрије су: Erste bank, Нуро Alpe-adria bank, Reiffeisen bank, VolksBank, из **Белгије**: КБЦ банка, из **Француске**: Credit Agricole банка Србија, Findomestic банка, Societe Generale банка, из **Грчке**: Alpha bank, EFG, Pireaus bank, Војвођанска банка, из **Италије**: Банка Intesa, UniCredit bank. **Кипар**: Marfin bank, **Мађарска**: ОТП банка, **Немачка**: ProCredit bank, **Руска федерација**: Московска банка, **САД**: Opportunity банка, **Словенија**: Cреду банка и НЛБ банка.

„Кључни показатељ који даје одговор на питање профитабилности је принос на капитал банака, који би требало упоредити са приносима на капитал који остварују алтернативна улагања у капитал других предузећа у различитим секторима. Принос на просечни капитал банака за 2010.годину био је за цео сектор скромних 5,37%, док је принос на просечан капитал био 1,08%. Ови показатељи били би нешто бољи ако би се уместо укупног капитала узео само акционарски капитал, али то не мења сутшину.“¹³⁵

¹³⁵ Др Зоран Јеремић: „Банкарски сектор између реалности и илузија“, ЕМГ Београд, децембар 2011., стр.7. Прилог банке, осигурања и лизинг компаније.

Графикон бр. 18. РОЕ, РОА и „Cost to income“ банака у Србији у периоду од 2007-2010.године



У првих девет месеци 2009. године и првих девет месеци 2010. године свега десетак банака имају задовољавајући принос на капитал („РОЕ“)- наредна табела

Табела бр.6.

Принос на капитал банака у Србији 30.09.2010. и 30.09.2011.										
Година	Капитал				Промена 2011 / 2010	ПРОФИТ			Принос на капитал 30.09.2010.	Принос на капитал 30.09.2011.
	30/09/2011		30/09/2010			30.09.2011	30.09.2010.			
Банка	Капитал	Трж.уч.	Капитал	Трж. Уч.		Профит	Профит	Ранг		
AIK banka A.D. Niš	453.8	8.6%	403.7	8.8%	12.4%	20.2	42.1	2	10.43	4.45
Alpha Bank Srbija A.D. Beograd	109.2	2.1%	105.1	2.3%	3.9%	-12.8	-8.6	32	-8.19	-11.71
Banca Intesa A.D. Beograd	636.6	12.0%	521.1	11.4%	22.2%	76.7	60.5	1	11.61	12.04
Banka Poštarska štedionica A.D. Beograd	107.6	2.0%	91.4	2.0%	17.6%	8.4	9.3	8	10.12	7.84
Crédit Agricole Group A.D. Novi Sad	73.9	1.4%	56.5	1.2%	30.7%	-2.6	-7.2	31	-12.80	-3.53
Credy banka A.D. Kragujevac	26.3	0.5%	12.8	0.3%	105.5%	0.3	-5.3	30	-41.65	1.14
Čačanska banka A.D. Čačak	49.5	0.9%	37.9	0.8%	30.8%	1.1	0.7	17	1.84	2.16
Dunav banka A.D. Zvečan	14.8	0.3%	10.5	0.2%	40.1%	0.1	0.1	20	0.49	0.94
Erste bank A.D. Novi Sad	117.1	2.2%	104.0	2.3%	12.6%	5.8	1.1	16	1.03	4.93
Eurobank EFG A.D. Beograd	427.9	8.1%	379.2	8.3%	12.8%	21.8	17.9	6	4.71	5.09
Findomestic banka A.D. Beograd	32.6	0.6%	36.9	0.8%	-11.6%	-4.3	-1.2	26	-3.14	-13.07
Hypo Alpe-Adria-Bank A.D. Beograd	328.9	6.2%	300.7	6.6%	9.4%	15.4	6.3	11	2.11	4.69
Jugobanka Jugbanka A.D. Kosovska Mitro	8.6	0.2%	8.4	0.2%	2.0%	1.9	1.5	14	17.91	21.92
JUBMES, ad Beograd	50.3	1.0%	42.9	0.9%	17.3%	0.0	0.3	19	0.63	0.05
KBC banka A.D. Beograd	42.4	0.8%	40.2	0.9%	5.7%	1.1	-0.1	22	-0.30	2.59
Komercijalna banka A.D. Beograd	431.9	8.2%	381.6	8.3%	13.2%	29.2	19.5	5	5.12	6.75
Marfin Bank A.D. Beograd	58.2	1.1%	57.3	1.2%	1.6%	-3.9	-1.0	23	-1.69	-6.75
Moskovska banka A.D. Beograd	6.6	0.1%	7.2	0.2%	-7.9%	-0.4	-1.6	27	-21.82	-5.74
NLB banka A.D. Beograd	76.4	1.4%	56.0	1.2%	36.4%	3.0	1.3	15	2.32	3.97
Opportunity Banka A.D. Novi Sad	10.5	0.2%	7.9	0.2%	31.8%	0.1	-1.1	24	-13.51	0.99
OTP banka Srbija A.D. Novi Sad	61.2	1.2%	78.4	1.7%	-22.0%	-5.6	-9.7	33	-12.40	-9.12
Piraeus Bank A.D. Beograd	106.3	2.0%	97.2	2.1%	9.3%	1.0	-4.9	29	-5.07	0.95
Poljoprivredna banka Agrobanka A.D. Beograd	151.8	2.9%	164.0	3.6%	-7.5%	-22.3	9.1	9	5.55	-14.69
Privredna banka Beograd A.D. Beograd	19.9	0.4%	23.3	0.5%	-14.3%	-2.9	0.0	21	0.18	-14.46
ProCredit Bank A.D. Beograd	98.6	1.9%	86.8	1.9%	13.6%	12.1	4.3	12	4.94	12.24
Raiffeisen banka A.D. Beograd	537.2	10.2%	468.4	10.2%	14.7%	42.2	24.4	4	5.22	7.85
Razvojna banka Vojvodine AD Novi Sad	72.0	1.4%	62.6	1.4%	15.0%	-1.6	0.6	18	1.03	-2.23
Société Générale Bank Srbija A.D. Beograd	279.8	5.3%	201.2	4.4%	39.1%	18.8	12.1	7	6.03	6.71
Srpska banka A.D. Beograd	46.0	0.9%	27.0	0.6%	70.4%	2.6	-1.1	25	-4.25	5.65
Unicredit bank Srbija A.D. Beograd	413.3	7.8%	296.5	6.5%	39.4%	39.0	28.9	3	9.76	9.44
Univerzal banka A.D. Beograd	63.8	1.2%	59.1	1.3%	8.1%	0.1	2.0	13	3.36	0.14
Vojvođanska banka A.D. Novi Sad	198.5	3.8%	206.1	4.5%	-3.7%	-11.7	-4.8	28	-2.34	-5.89
Volksbank A.D. Beograd	177.7	3.4%	155.1	3.4%	14.5%	13.3	7.9	10	5.07	7.51
UKUPNO	5.289.4	100.0%	4.587.3	100.0%	15.3%	246.1	203.3			

Од тих десетак банака најбоље ове параметре углавном држе стране банке и то: Интеза, Уникредит и Прокредит, две приватне банке: АИК и Јумбес и једна државна: Поштанска штедионица.

Принос на укупну активу дат је у прилогу 2. овог рада. Детаљнијим посматрањем профита у односу на укупну активу генерише сличне трендове као и одабрани параметар („POA“), стим што одабрани параметар елиминише поједине ставке које садржи актива а који се не одржавају на висину профита (пословни простори, некретнине, итд).

Највеће профите током 2009. и 2010.године оствариле су Банка Интеза, АИК банка, UniCredit банка, Raiffeisen банка, Комерцијална банка и ЕФГ Еуробанк.

Апсолутни лидер по висини оствареног профита је Банка Интеза са нешто мање од 4 милијарде динара, док посматрано кроз однос прифита и капитала, АИК банка је најпрофитабилнија у банкарском сектору. Профити банака током 2010. године (у 000 динара) дати су у наредној табели.

Табела бр. 7.

БАНКА	Остварени профит у 2010. години	Број радника	Профит по раднику
Банке са државним капиталом			
Агробанка	1.187.425	854	1.390.427
Чачанска банка	93.107	395	235.713
Југобанка Југбанка К. Митровица	32.334	75	431.120
Комерцијална банка	2.520.054	3.155	798.749
Дунав банка	16.565	91	182.032
Развојна банка Војводине	1.127.224	667	1.689.991
Поштанска штедионица	1.251.741	1.421	880.887
Српска банка	1.439	394	3.652
Банка са страним капиталом			
Марфин банка	107.615	462	232.932
НЛБ банка	18.230	763	23.925
Среду банка	841.600	719	1.170.514
Банка Интеза	7.619.930	2.979	2.557.881
ЕФГ Еуробанк	2.751.148	1.604	1.715.179
Уникредит банка	3.590.674	910	3.945.795
Хипо-алпе-адриа	384.806	851	452.180
Алфа банка	-2.808.710	1497	-
Пиреус банка	175.305	558	314.166
ОТП банка	-2.500.022	781	-
Креди Агрикол Србија	-1.142.989	719	-
Московска банка	215.064	54	3.982.666
Финдоместик банка	-888.753	296	-
Ерсте банка	318.166	960	331.422
Opportunity банка	225.632	137	1.646.948
Прокредит банка	445.172	1.821	244.465
Рајфајзен банка	3.181.412	2.072	1.535.430
SocGen	1.773.105	1.197	1.481.215
Војвођанска банка	-1.059.268	2.580	-
Фолкс банка	970.920	471	2.061.401
КБЦ банка	95.261	641	148.613
Банке са приватним капиталом			

Јубмес банка	205.514	115	1.787.078
АИК банка	6.163.772	481	12.814.494
Универзал банка	378.911	481	787.756
ПББ	-158.107	397	-

Првих пет банака по висини остварене добити у 000 динара, током пословне 2010.године су:

- Банка Intesa 7.619.930
- АИК банка 6.163.772
- UniCredit банка Србија 3.590.674
- Raiffeisen банка 3.181.412 i
- EFG банка 2.751.148.

У апсолутним износима највећи износ профита оствариле су банке са страним капиталом у износу од 19.962.892.000 РСД, док су у исто време стране банке оствариле губитак у износу од 8.399.742.000 РСД. Од укупно остварене добити највише добити су имале две италијанске банке: Intesa и UniCredit са 56% укупне добити банака са страним капиталом.

Државне банке оствариле су добит током 2010. године у износу од 3.709.835.000 РСД, али од тог износа 68% отпада на Комерцијалну банку.

Банке са приватним капиталом оствариле су добит у износу од 6.748.197.000 РСД, стим што у тој добити доминантно учешће има АИК банка из Ниша са чак 91% укупне добити банака са приватним капиталом.

Посматрано кроз параметар добит по раднику највише добити по раднику остварила је АИК банка Профит по раднику током 2010.године највише су оствариле следеће банке:

1. АИК банка Ниш 12.814.494 РСД
2. UniCredit банка 4.219.358 РСД
3. Московска банка 3.982.666 RSD
4. Intesa банка 2.557.881 RSD и

5. Volks банка 2.061.401 RSD.

Поред АИК банке која у континуитету остварује врло високу добит по раднику, остале приватне банке: Универзал, ЈУМБЕС и ПББ ни приближно не исказују такве резултате. Такође, ни државне банке немају висок ниво добити по раднику, упркос чињеници да Комерцијална банка има значајан ниво добити преко 2,5 мрд. динара, али има запослених преко 3.000 радника што је сврстава међу банке са средњом профитабилношћу на српском банкарском тржишту. Банке са страним капиталом имају у просеку по сегментима најбоље резултате, стим што предњаче италијанске банке и то прва је UniCredit, па Intesa, стим што грчке банке у континуитету остварују губитке као и Cedy agricol део велике француске групације која у континуитету бележи лоше резултате.

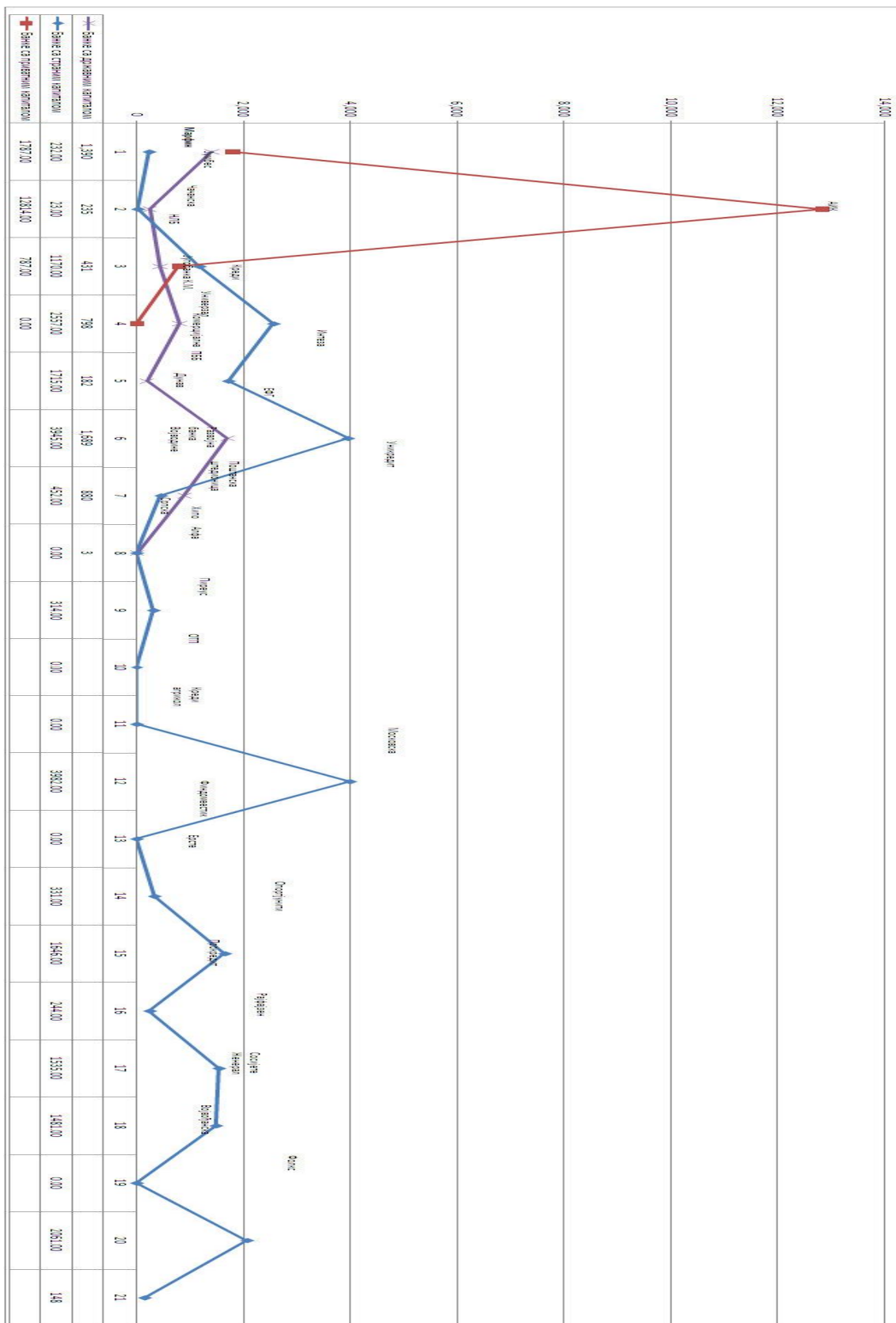
Државне банке у Русији су имале предност у сакупљању државних депозита, међутим, у последње време домаћи депозити су осигурани и државни депозити имају већу дисперзију код домаћих, приватних и страних банака. „Према извршеним анализама, ми сматрамо да стране банке показују супериорну ефикасност, а да је тенденција да државне банке буду ефикасније од домаћих приватних банака.“¹³⁶ Дакле, констатација да стране банке имају већу корпоративну ефикасност није својсвена само за наше прилике у Србији. Очигледно, да матичне банке са седиштем у Европској унији и Америци имају супериорну компаративну ефикасност у односу на банке у другим државама.

У циљу лакшег сагледавања индикатора профита по раднику у различитим дисперзијама, подаци из претходне табеле дати су у наредном графикону.

Графикон бр. 19. Профит по раднику у српским банкама током 2010.године

¹³⁶ Alexei Karas, Koen Schoors and Laurent Weil, стр.114“Are private banks more efficient than public banks? Evidence from Russia“ BOFIT, Discussion Papers, 2008.

Профит по раднику код српских банака са различитим власничком структуром



Закључне оцене корпоративне ефикасности код велике дисперзије – велики број малих акционара

Висока дисперзија власништва у акционарским друштвима настала је углавном претварањем друштвених предузећа продајом сопствених акција и уз попуст настављен са бесплатном продајом акција запосленима. По правилу, избегаван је овакав метод приватизације код предузећа која су изгубила обртни капитал и очекивања су била да ће стратешки партнер након приватизације да унесе обртни капитал и такве фирме доведе у ситуацију да боље послују. Одређени број предузећа, који је извршио приватизацију поделом бесплатних акција иако оспораван у то време да је поново увођење самоуправљања на мала врата испоставио се као пословно исправан, првенствено што је емитовањем акција дошло до прикупљања додатног капитала, са једне стране, и што је ефикасност корпоративног управљања у целини и посебно са становишта ефикасности менаџмента био под контролом власника.

Променом власништва по Закону о приватизацији након 2001. године, продајом већинског пакета акција од најмање 70% једном акционару¹³⁷, у почетку је дала импресивне резултате, јер се велики капитал нашао у рукама малог броја приватника „тајкунска приватизација“, али су резултати корпоративног управљања и ефикасности рада таквих компанија, врло лоши. Истраживања које је спровео социоекономски савет показују да је 44% тако приватизованих предузећа отишло у стечај а да је чак 74,1% запослених у тим фирмама остало без посла што довољно говори о врло лошој корпоративној ефикасности и лошем менаџменту таквог метода приватизације.

Основна идеја приватизације у Србији заснивала се на повећању ефикасности друштвеног сектора привреде, уз истовремено заустављање процеса интерног акционарства – да запослени управљају предузећима и фаворизовању великог

¹³⁷ Резултати тендерске продаје стратешким, поготово страним партнерима не могу се оценити као лоше. Ова констатација се углавном односи на аукцијске продаје где се у регуларне токове обацило доста „прљавог новца“.

броја малих акционара је била корист за државу, јер је аукцијском продајом дошла до додатних фискалних прихода на кратак рок; међутим, пошто је 44% тих приватизованих предузећа отишло у стечај, изгубљен је дугорочни ефекат добијања фискалних прихода од њиховог пословања. У том смислу, имало је логике да предузећа која су добро пословала и имала добар менаџмент да се изналазе механизми интерног акционарства и излазак таквих предузећа на берзу уз подстицај менаџменту да куповином акција своју пословну и приватну егзистенцију веже за ту компанију.

Висока дисперзија власништва, упркос латентном постојању „агенцијског проблема“, велики број акционара и већа јавност у раду приморава руководство да показује боље пословне резултате. Свакако да у Србији предстоји даља реформа корпоративног управљања кроз побољшање: транспарентности пословања, већа компатибилност рачуноводствених извештаја са међународним рачуноводственим стандардима, ефикаснија заштита мањинских акционара и излазак предузећа на берзу чиме је котизација њихових акција један од битних параметара успешности корпоративног менаџмента. „Овај налаз се поклапа са оценом ЕБРД у њиховом годишњем извештају „Transition Report“ /ЕБРД, 2006/, Србија је добила оцену 2,3 /од максималних 4,3 поена/ за 2006.годину.“¹³⁸ Међутим, због присутности високе концентрације власништва у српској економији која је резултат приватизације која је резултирала високу концентрацију капитала, произилази да корпоративна ефикасност наше привреде је на половини пута своје транзиције са циљем да затворена акционарска друштва имају тенденцију да буду отворена, са транспарентношћу рада менаџмента а тиме и јачања, продубљивања берзе, као метода прикупљања јефтиног капитала за квалитетне компаније.

Основна дилема како обезбедити да професионални менаџмент у предузећима са виском дисперзијом власништва ради у интересу власника, а не у свом сопственом (принципал-агент проблем)? Јер, власници обично нису у стању (нису професионалци, немају довољно информација) или немају довољно интереса

¹³⁸ Мирољуб Лабус: “Корпоративни сектор у Србији: Народни капитализам или тајкунизација”, Правни факултет, 2007.стр.12.

(поседују мало акција предузећа) да ваљано надзиру рад менаџмента. Како у таквим околностима – одвојеност власништва од професионалног управљања, висока дисперзија власништва у модерним корпорацијама – обезбедити да власник не само не изгуби главницу инвестиције, већ и да оствари принос. Ради се, дакле, о питању поверења инвеститора у корпорацијски сектор, који се показује најдинамичнијим у развијеним земљама, али и потенцијално ризичним за малог улагача.

Могуће решење поменутог проблема обично се тражи кроз различите механизме који га могу ублажити, а то могу бити:

- ослонац на тежњу менаџера да стекну и очувају сопствену пословну репутацију;
- усклађивање интереса менаџмента са интересом корпорације и њених власника кроз унапред дефинисане стимулације за награђивање менаџера уколико се остварују планирани пословни задаци компаније;
- делегирање контроле над менаџментом управном одбору, као представнику власника који би требало да доноси стратешке одлуке и контролише менаџмент;
- јасно дефинисање конкретне дужности менаџера према корпорацији, праћене тужбама пред судовима када је менаџер прекрши.

Квалитетан и високо професионални менаџмент са виским нивоом корпоративног управљања у високој дисперзији власништва приказан је на примеру три предузећа, поред “Енергопројект холдинга” који на организован и студиозан начин производи високостручне кадрове способне да конкуришу и међународним компанијама на светском грађевинском тржишту и две компаније у релативно малим местима у Србији “Металац” из Горњег Милановца и “Алфа плам” из Врања

имале су успешну трансформацију од друштвених предузећа у савремене компаније са високом дисперзијом власништва и високим нивоом корпоративног

управљања. У анализи узорка од 111 предузећа два врло битна параметра: стопа повраћаја сопственог капитала и стопа удела укупног прихода у активи показују боље пословне резултате у односу на малу и средњу дисперзију власништва. Детаљна анализа ових параметара приказана је у прилогу бр.2. овог рада.

9. Побољшање корпоративне ефикасности у постојећој власничкој структури

9.1. Корпоративна ефикасност – власник и менаџмент једно лице

Због инфериорности државне и друштвене својине, посебно у суживоту са приватном својином, с правом се очекивало да ће прелазак предузећа из руку државних директора и партијских чиновника у руке приватног власника имати за резултат унапређење корпоративног управљања а тиме и успешно пословање предузећа.

Међутим, приватизација сама по себи није довољна, јер у приватном власништву могу се јавити слабости које ограничавају квалитет корпоративног управљања. Приватизацијом у Србији, одабран је модел приватизације кроз продају 70% државног или друштвеног капитала једном инвеститору и бесплатну поделу осталих 30% запосленима и грађанима, довели су до својинског односа који је сам по себи олакшавао „агенцијски проблем“, однос принципал – агент. Односно, доминантан власник је у могућности да непосредно контролише менаџмент или је сам преузимао улогу менаџмента.

Доминантан власник¹³⁹, са 70% власништва над капиталом предузећа због недовољно добре законске регулативе, мањинске акционаре – власнике 30%

¹³⁹ Доминантан власник може бити физичко или правно лице са 70% учешћа. За даље опсервације у овом делу рада мисли се првенствено на 70% власништва физичког лица. Такође, може бити и посредног власништва правног лица, али које као предузеће мајка са 70% власништва физичког

капитала није транспарентно информисао, већ је створен „непријатељски однос“, са циљем да се изгуби сваки интерес мањинских акционара за пословање предузећа. У многим ситуацијама, већински акционари су по нижим ценама акција откупљивали остатак акција и постајали потпунци власници. Таквим процесом акционарска друштва претварана су у друштва са ограниченом одговорношћу као погоднијем облику за мала предузећа са мањим бројем власника. Уместо да јачају акционарска друштва, да их отворе према потенцијалним инвеститорима, обелодањују информације, исказују добре резултате и привлаче додатне инвеститоре, догодило се управо супротно. Дошло је до пораста концентрације власништва, до пада нивоа корпоративног управљања, а самим тим и корпоративне ефикасности као продукта лошег корпоративног управљања. По истраживањима социоекономског савета, о чему је било речи, чак 44% приватизованих предузећа је банкротирало, а 74,1% радника у тим предузећима остао без посла, што довољно говори о врло лошим резултатима корпоративног управљања и корпоративне ефикасности у предузећима са доминантним једним власником.

Основни разлог овако лоших резултата корпоративног управљања је првенствено лош менаџмент тих предузећа којим је подстицан „културолошки проблем“ који је углавном последица традиције да је приватно, лично богаћење најважније, иако приватни умртвљен капитал, по себи не доноси власнику нове вредности. Наравно, недовољно добра законска регулатива комплетног тока приватизације, односно недовољно добар мониторинг пословања приватизованих предузећа.

Унапређење корпоративног управљања приватизованих предузећа овом методом дефинисао бих кроз следеће препоруке:

- одвојити функције власника од менаџмента ангажовањем професионалних менаџера. Сигурно да то није нимало лак посао, првенствено због

лица. Уколико је предузетнице мајка правно лице као отворено или затворено акционарско друштво са великом дисперзијом власништва власник 70% капитала правног лица тада није сврсисходно говорити о корпоративној ефикасности да су власник и менаџер једно лице. Односно, уколико је власник 70% капитала предузећа правно лице са великом дисперзијом власништва тада је у питању корпоративна ефикасност више власника и менаџера са појавом „агенцијског проблема“.

- непостојања довољног броја професионалних менаџера, али и, са друге стране, због неповерења власника да "неко" то може да ради боље од њих;
- промовисање значаја професионалног менаџмента, који ће омогућити приватном власнику да спозна користи од добре примене праксе корпоративног управљања, повећањем корпоративне ефикасности, а самим тим и пословних резултата и профита власника. Односно, повећањем трошкова пословања, због менаџерских зарада, може доћи до очувања континуитета пословања и сигурнијег профита власнику на дуги рок;
 - унапређивањем корпоративног управљања, раздвајањем функције власника и менаџмента омогућиће тим фирмама транспарентније пословање а тиме побољшати приступ финансијским ресурсима и омогућити бржи развој компаније;

Овакав облик власништва, поред на овај начин приватизованих предузећа, су и породична предузећа, настала менаџерском способношћу, снагом, иновацијама и породичном снагом - синергијом других чланова породице организују породично предузеће које углавном започиње као мали породични бизнис. Због турбуленог окружења у техничко-технолошком и финансијском окружењу, носиоци менаџерских функција у приватном предузећу могу од „проактивног“ да постану „реактивна“, односно да од успешне фирме данас, сутра банкротира. Наиме, приватни власник – менаџер је својом креативном визијом развио приватно предузеће до одређеног пословно тржишног нивоа. Међутим, драстично измењени услови пословања и немогућност адаптације у новим пословним околностима, може да доведе предузеће до банкротства. У пракси, ситуациона анализа је то показала да су недостајале углавном квалитетне одлуке из области: инвестирања и управљања финансијама у измењеним тржишним условима. Сходно томе, у циљу побољшања корпоративне ефикасности, дајемо следеће препоруке:

- **одвојити функције власништва од менаџмента** је препорука која би могла да унесе нова знања, пословне вештине и подигну квалитет пословања. Међутим, таква пракса је врло ретка у нашим приликама, јер приватник – менаџер обично ангажује у свој тим менаџере за обављање

- рутинских, неризничних пословних активности (производња, контрола, одржавање, рачуноводство), док главну менаџерску активност, доношење пословних одлука и преузимање ризик сам носи;
- због прве препоруке, која још није заживела у нашој привредној пракси, друга препорука је **да се именују најмање два независна члана у Управни одбор**, који би имао једног члана, експерта за производнотехнички аспект пословања предузећа са искуством из предузећа сличних делатности. Други члан би требало да буде економске струке са искуством и знањима вођења финансија и рачуноводства са циљем да се унапреди квалитетније доношење пословних одлука везано за инвестиције, изворе финансирања, рачуноводственог извештавања.

Циљ овако формираног управног одбора од независних чланова је да власника-менаџера у кризним ситуацијама усмери на правилно доношење пословних одлука које могу бити од кључног значаја за опстанак предузећа. Управни одбор треба да представља „форум“ у коме би се уз отворену расправу о свим темама које се тичу предузећа изградио дугорочну стратегију и пратио њену оперативну реализацију. Свакако да повећање броја независних чланова управног одбора различитих специјалности може да обави значајну евалуацију рада менаџмента предузећа. Наравно, након доношења таквих одлука управног одбора, које би се темељиле на професионалном знању независних чланова, требало би у пракси њихова реализација да буде доследна.

Добра пракса корпоративног управљања настала као резултат доготрајног развоја у западним тржишним економијама увела је у праксу да предузећа са великом дисперзијом власништва, која су котирана на берзи, у своје управне одборе именују независне чланове који имају доста знања у појединим областима. Ово је покушај да се и у оваком облику власништва у коме је власник уједно и менаџер имплементира добра пракса корпоративног управљања на овакав облик власништва у Србији. Примери, који су узети у ситуационој анализи, још више потврђују праксу њиховог увођења. Односно, да су анализирана предузећа имала

овакву праксу, сасвим је могуће да би још увек била успешна и развијала се у датим околностима нашег привредног амбијента. За овакву праксу корпоративног управљања потребно је вршити организовану промоцију надлежних регулаторних тела у Србији: надлежна министарства, привредне коморе, пословна удружења. За такву праксу потребно је доста рада и времена и претпоставке које треба стварати, а у циљу јачања професионалног менаџмента малих предузећа и њиховог успешног пословног функционисања применом добрих правила корпоративног управљања из развијених западних земаља.

9.2. Корпоративна ефикасност у власничкој структури мањег броја акционара

Средња дисперзија власништва омогућава лакшу контролу власника у погледу надгледању управе – менаџмента, у односу на високу дисперзију власништва. Међутим, оваква дисперзија власништва има **предност у дефинисању стратешких одлука**, јер власници доминирају у одлучивању и такве одлуке не креира менаџмент као у високој дисперзији власништва. Један од недостатака овакве власничке струкутре је **смањена заинтересованост малих инвеститора** да инвестирају у такве компаније и омогући компанији добијање повољних извора прикупљања капитала на берзи. Међутим, уколико су у средњој дисперзији власништва **институционални инвеститори** који могу добро да надгледају менаџмент и предузеће води квалификован менаџмент онда та предузећа могу да буду **врло интересантна** за инвестирање малих акционара и **прикупљање додатног капитала на берзи**. Дисперзија мањег броја власника је повољна, јер се **избегава велика дисперзија и проблеми које се јављају у функционисању органа управљања**, на тај начин што скупштина и Управни одбор у коме су заступљени већински акционари има своје уходане механизме управљања и настоји се плански развој и непосредна контрола менаџмента. Поред тога, истакнуто је да већински власници имају одређених знања која су битна за разумевање потреба развоја предузећа. Квалитетност рада менаџерског тима се мери и вредности акција уколико је то предузеће котирано на берзи. У циљу

побошљања корпоративног управљања а тиме и корпоративне ефикасности као њеног непосредног продукта, дајемо следеће препоруке на основу сагледавања у функционисању оваквих предузећа - са заступљеном средњом дисперзијом власништва:

- **јачање ефикасности управног одбора.** Управни одбор треба да има план рада који треба да садржи теме које ће обрађивати. У основи треба потенцирати две основне функције управног одбора – стратешко управљање фирмом и надзор над менаџментом фирме – извршним директорима. Управни одбори у нашој земљи имају добар правни оквир и обавезно треба прихватати добру праксу. Прва од препорука за рад управног одбора је да би седнице требало одржавати најмање 4 пута годишње, а по потреби и чешће. Пошто у управном одбору због мањег броја већих акционара, чланови су представници већинских акционара план управног одбора би требало да се усагласи почетком године. Да би се детаљно припремили за седницу чланови управног одбора треба да добију материјал благовремено како би поставили одрђена питања или дали одређене сугестије. У оваквој дисперзији власништва препорука је да се оснивачким актом утврде строжи услови кворума него што је Законом о привредним друштвима дефинисано. Кворум од $\frac{2}{3}$ укупног броја чланова управног одбора је потребан за стратешке одлуке за које су првенствено заинтересовани власници пшпредузећа, и то:
 - одобравање стратешких пословних и финансијских планова друштва,
 - утврђивање политике дивиденди и препоручивање исплата дивиденди,
 - подношење предлога реорганизације друштва и
 - смањење или повећање основног капитала друштва.
- **Регулација између трансакција повезаних лица, посебно уколико неко од власника има у власништву предузеће које је пословни партнер матичног предузећа; стога је врло важна регулација – конфликта интереса.** Управни одбор и акционари би требало да

знају који правни посао укључује повезана лица у оваквој дисперзији власништва. Наиме, могуће је да члан управног одбора и акционар тог предузећа је власник другог предузећа које са матичним предузећем уско сарађује, било да је купац, добављач, кооперант. У таквим случајевима неизвршни и независни чланови управног одбора треба да одиграју водећу улогу у идентификовању и откривању правних послова са повезаним лицима. Прављење списка повезаних лица у правном промету је само један аспект, чије повезивање отежава чињеница да је већина власничке структуре транспарентна. Анализирано предузеће „Галеника Фитофармација“ има једног од власника предузеће за промет средстава за заштиту биља предузеће „Агромаркет“, које је уједно власник 16,64% „Галенике Фитофармације“; уједно је власник „Агромаркета“ заменик председника управног одбора. Пошто се природа трансакција између ова два предузећа може лако идентификовати, врло је важно да кључну улогу у дефинисању пословне политике, која има директне импликације на оба предузећа, имају независни чланови управног одбора. Оваква пословна ситуација мора пажљиво да се усмерава како не би конфликт интереса ометао даље функционисање предузећа каквих је је било у нашој транзиционој пракси.¹⁴⁰

- **Прецизна регулација о компензацијама менаџменту.** Закон обавезује предузеће да са генералним директором или члановима Извршног одбора друштва или пословне банке закључује уговор о раду којим се регулишу међусобна права и обавезе.¹⁴¹ Ови уговори треба да садрже поред датума важења уговора износ накнаде,

¹⁴⁰ Предузеће „Керамика“ад, купили су двојица власника Милан Лукић, који је поседовао 45% акција и Живорад Војиновић са 33% акција. Поред тога, Милан Лукић имао је у власништву предузеће које се бави продајом плочица . Металкоп“-Смедерево. Добивањем великог рабата за продају плочица његовој трговинској фирми „Металкоп“-Смедерево, учињена је велика штета „Керамици“ Кажњижа. Као контра меру, мањински акционар је успео да сазове скупштину и именује директора Бату Миклоша који је почео да ради против већинског акционара и власника Металкоп“-Смедерево, Милана Лукућа. Због сукоба два највећа власника предузеће је отишло у стечај, а цео спор се налази у судском процесу.

¹⁴¹ ЗДП, члан 325., кодекс КУ. Члан 244.

одговорност за преузимање уговорних обавеза, дужност чувања пословних тајни, попуст при куповини акција, разлоге за привремени раскид уговора и др. Честа је пракса да директор, да би потврдио лојалност компанији, купује њихове акције и на тај начин постаје акционар и директор предузећа („Галеника Фитофармација“). Међутим, ситуација је знатно компликованија уколико један од кључних власника има улогу директора, а да сходно овим препорукама није прецизно дефинисан и уговорен однос власника и директора („Спектар“-Г.Милановац). Стога је препорука да се најпре прецизно дефинишу уговором међусобна права и обавезе које се морају поштовати или да се раздвоји власништво од менаџмента и на тај начин испоштују принципи корпоративног управљања какви су дефинисани у доброј пракси западних тржишних економија.

- **Детаљно информисање јавности и акционара о пословима компаније: планови, извештаји о пословању, као и транспарентно заказивање скупштине акционара.** Препорука је да се створи институција – обавезе објављивања информација да би помогло акционаре да заштите своја права и побољшају способност учесника на тржишту да донесу одговарајуће одлуке. Са друге стране, објављивање информација доприноси повећању одговорности управе према акционарима када се ради о отвореном акционарском друштву које се котира на берзи. Исто тако затворена акционарска друштва са средњом дисперзијом власништва објављивање информација је битно за купце, добављаче, повериоце и запослене. Отворена акционарска друштва имају обавезу да објављују широк списак финансијских и нефинансијских информација. Међутим, постоје комерцијално осетљиве информације које се сматрају пословно битним за предузеће и које предузеће било отвореног или затвореног типа није у обавези да објављује. Исто тако таква врста информација за Управни одбор, односно власника, није тајна попут информације о условима одређивања цена, техничке

спецификације или начина плаћања. Међутим, овакве информације могу бити врло осетљиве када се ради о трансакцијама повезаних лица. У том смислу такве информације понекад могу бити тајна и за сам Управни одбор у коме је члан лице, које је повезано пословним трансакцијама и остане информација која је позната директору, односно менаџменту предузећа.

- **Развијати систем независне ревизије, укључујући и могућност ванредних ревизија.** У контроли рада друштва средње дисперзије власништва врло је важан екстерни ревизор као елемент контроле рада друштва и његових органа. Екстерном ревизору потребно је да изрази мишљење о томе да ли су припремљени финансијски извештаји предузећа значајни у свим аспектима у складу са позитивним законским прописима и да ли су поуздани. Ревизор акционарима, Управном одбору и учесницима на тржишту даје позитиван сигнал у пословни кредибилитет друштва и врло је важан фактор привлачења додатних акционара у ситуацији када мали акционари могу у оваквој власничкој структури да губе интерес за куповину акција уколико се ради о отвореном акционарском друштву. Уколико је затворено акционарско друштво овакав ревизорски извештај је битан за кредибилитет менаџмента, који је одговоран за припремање финансијских извештаја у циљу веродостојног информисања власника.¹⁴² Мала друштва, иако нису обавезна да врше ревизију а имају средњу дисперзију власништва, такође је препорука да врше ревизију у циљу доследног информисања власника и заинтересованих аутсајдера о пословању предузећа.

¹⁴² Законом о рачуноводству и ревизији (члан 37) предвиђа се да је годишња независна ревизија обавезна за:

1. друштво које се сматра великим друштвом или
2. друштво које се сматра средњим друштвом или
3. контролно друштво које сачињава консолидоване финансијске извештаје или
4. правна лица која издају хартије од вредности или друге финансијске инструменте којима се тргује на организованом финансијском тржишту.

9.3. Корпоративна ефикасност у великој дисперзији власништва

У претходним деловима рада истицан је велики задатак власника да натера професионални менаџмент у предузећима са високом дисперзијом власништва да ради у интересу власника, а не у сопственом (принципал-агент проблем). Било да **власници нису у стању, односно немају довољно информација да на прави начин управљају својим капиталом или немају довољно интереса** (поседују мало акција предузећа) да ваљано надзиру рад менаџмента. Како у таквим околностима – одвојеност власништва од професионалног управљања, висока дисперзија власништва у модерним корпорацијама – обезбедити да власник не само не изгуби главницу инвестиције, већ и да оствари принос? Оваква озбиљан задатак није могуће решити давањем одређених препорука, али свакако уочени налази у предузећима са оваквом дисперзијом и дилеме које су се јављале биће указане како се не би затварале очи пред њима. Такође, ради се о дуготрајном процесу усвајања стандарда добре праксе из западних економија у нашем амбијенту који је оптерећен специфичностима транзиције. Свакако ово је још један корак ка унапређивању корпоративног управљања, а самим тим и повећавање корпоративне ефикасности као његовог резултата. У том циљу, а на основу запажања предузећа са оваквом дисперзијом власништва, дајемо следеће препоруке:

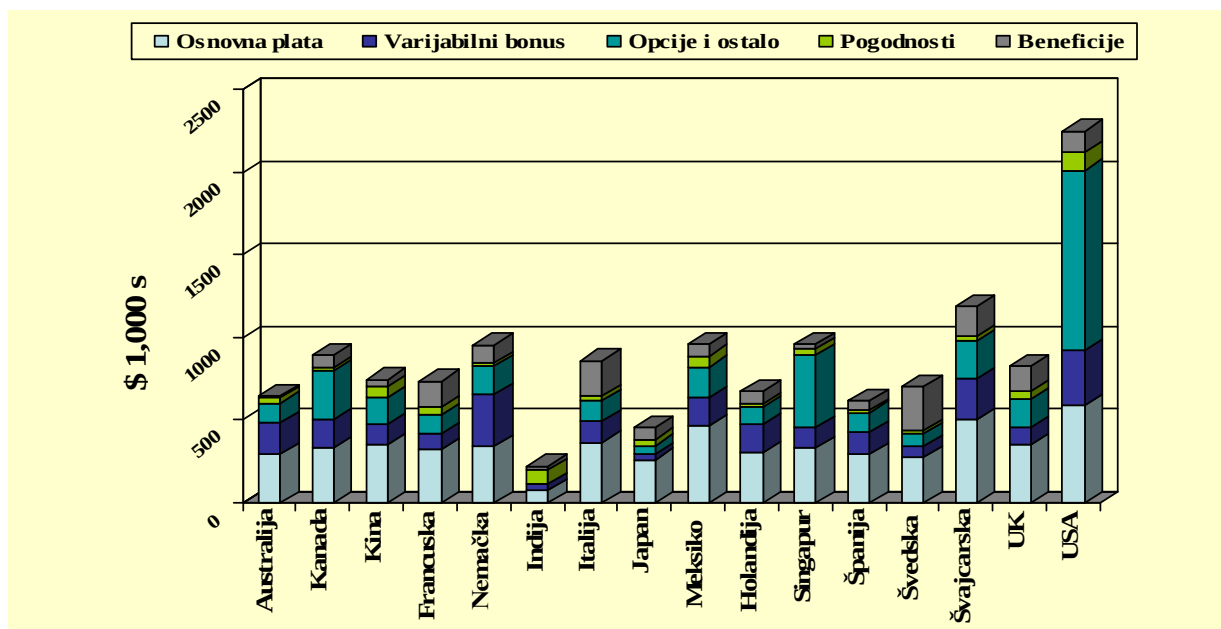
- **Усклађивање интереса акционара са интересом менаџмента кроз подстицајне шеме награђивања менаџмента.** Спремност и способност менаџмента да оствари очекиване приносе или да максимизира разлику између уложеног капитала и вредности капитала на крају одређеног периода представља ефикасност корпоративног управљања. Иако власнички односи у компанијама са великом дисперзијом доминирају, врло је важно респектовање различитих интереса, посебно интереса менаџмента у односу на власника. Свакако један од врло битних подстицајних механизма, који би требало да осигурају повезивање интереса власника и менаџера и да на тај начин смање агенцијске трошкове и повећају користи за власнике.

Ефикасност корпоративног управљања биће смањена уколико менаџери почну да злоупотребљавају информациону асиметрију и у условима немогућности потпуне контроле власника у први план стављају сопствене интересе на штету власника – принципала. Овај проблем је посебно присутан управо у великој дисперзији власништва. “У овом контексту уобичајено се истичу четири кључна циља која применом подстицајног плана треба остварити:

- 1) повезивање интереса менаџера са интересима акционара што подразумева давање компензација, које ће мотивисати менаџере да доносе стратегијске и оперативне одлуке које ће максимизирати богатство акционара;
- 2) достизање одговарајућег левериџа богатства, у смислу да награде менаџерима буду тако постављене да промене у богатству менаџера буду повезане са променама у богатству акционара;
- 3) минимизирање ризика од одласка квалитетних менаџера из компаније, чак и онда када добију нешто бољу понуду у условима када је индустрија у фази нижих приноса и рецесије и одржање трошкова акционара (у смислу лимитирања износа за компензације) на разумном нивоу”.¹⁴³

¹⁴³ Дејан Малинић: “Компензационе шеме за менаџере”, Економски факултет Београд, Комисија за хартије од вредности, страна 5.

Графикон бр. 20. Плате, бонуси и бенефиције менаџерима у различитим земљама



Овако постављени циљеви су јасни без потребе за посебним појашњењима. По правилу мало померање у богатству менаџера води великом повећању богатства акционара може значити велику подстицајну моћ компензационог плана. У циљу показивања значаја стимулације менаџерима, навешћемо заступљеност компензације према генералним директорима компанија у шеснаест различитих земаља.¹⁴⁴

Из наведеног приказа јасно се извлачи закључак да различите компензације генералним директорима далеко надмашују основну плату. Овакав начин стимулације је врло интересантан и као такав модел уз уважавање специфичности наше транзиционе стварности није апсолутно применљив, али свакако је подстицајан за власнике да на различите модалитете везују генералне директоре за пословање предузећа. Уобичајена је пракса да се у нашој земљи уговором дефинишу краткорочне подстицајне мере везано за годишње остварење зацртаних планова и на тај начин креирају бонуси. У том смислу је врло важно везати квалитетног менаџера на дужи рок и дати му одређене средњорочне

¹⁴⁴ Исто дело, страна 5.

подстицајне мере чиме се губи интерес његовог преласка у конкурентско предузеће и на тај начин компанија би могла да претрпи знатно веће штете. Наравно, када је реч о стимулацији менаџмента, не мисли се само на генералног директора, већ и на алокацију бонуса и на друге нивое менаџмента, односно на комплетан менаџментски тим који води предузеће или банку у нашим условима. У западној литератури води се расправа да ли бонуси треба да буду тајни или транспарентни уз навођење аргумената за једно и друго. Препорука за наше прилике је да висина бонуса буде дискрециона одлука Управног одбора у дефинисање градације алокације бонуса на ниже менаџерске нивое.

- **Имплементација стандарда корпоративног управљања из банака са страним капиталом у банке са приватним и државним капиталом.** Банке са страним капиталом, осим АИК банке, имају боље парамете корпоративне ефикасности, који су резултат пре свега повољнијих извора које имају банке са страним капиталом и “know how” које банке са страним капиталом добијају по питању нових производа као и примене стандарда групе из западноевропских земаља у погледу имплементације корпоративног управљања. Упркос појави светске економске кризе банке у Србији још увек бележе добре пословне резултате. Међутим, са друге стране, због светске економске кризе у земљама западне Европе у којима су централе банака захваћених кризом: Грчка, Италија па и Француска врло је вероватно да ће централе страних банака смањити повољне изворе у корист својих сусидијара – банака ћерки, самим тим ће се поштрити конкуренција у српском банкарству смањивањем профитабилности банкарског сектора и потенцијалих резервисања због спорних пласмана као последице економске кризе.

Када је рач о појединим аспектима корпоративног управљања: надлежност скупштине, управног одбора, обавештавања акционара, спровођење одлука надлежних органа код свих банака је углавном задовољавајући. Међутим, код банака са приватним капиталом или државним капиталом интерни

ревизор није на прави начин структуриран. Односно, интерна ревизија је под утицајем менаџмента и на прави начин се не бави функционисањем система интерних контрола и управљања ризицима. У том смислу добра пракса страних банака може да буде добар путоказ за функционисање интерних ревизија у банкама са приватним или државним капиталом. “Приликом снимања и провере функционисања система интерних контрола, ревизори користе упитнике који садрже питања из следећих области:

- подела и рангирање дужника
- делегирање по овлашћењима
- документованост поступака
- обученост особља
- поузданост информационог система
- постојаност финансијских и других лимита
- планирање и праћење извршења планова
- постојање анализе резултата пословања
- примењене методе физичке заштите
- провере примене потписаних процедура
- адекватност система извештавања
- контрола од стране овлашћених руководиоца.¹⁴⁵

По питању транспарентности и објављивању информација банке у Србији су транспарентне почев од могућности да се детаљно сагледавају финансијски резултати на званичним сајтовима до информисања надлежних органа управљања. Банке чије се акције котирају на берзи имају додатних обавеза према Комисији за хартије од вредности, док страним банкама тражњу генеришу њихове централе. Свакако да перманентну тражњу за информацијама генерише држава не само путем законског информисања НБС-а већ и осталих регулаторних тела (порески органи и други).

¹⁴⁵ Милован Станишић, Љубиша Станојевић: „Ревизија у банкарству“, Универзитет Сингидунум 2007., стр.33

ЗАКЉУЧАК

У овој докторској дисертацији постављено је пет хипотеза са циљем да се оцени квалитет корпоративног управљања кроз један од најважнијих аспеката његовог функционисања, а то је корпоративна ефикасност чијим подизањем се остварују већи пословни резултати и на тај начин штите интереси инвеститора (акционара).

Сходно предмету и постављеним циљевима, истраживање у докторској дисертацији тестиране су следеће хипотезе:

хипотеза 1. Ниво корпоративног управљања у Србији у овој фази транзиције је на ниском нивоу посебно у предузећима са доминантним домаћим капиталом што доводи до већих трошкова пословања и мање добити;

хипотеза 2. Ниво корпоративног управљања у Србији у банкама и предузећима са доминантно страним капиталом је на вишем нивоу што доводи до мањих трошкова пословања, веће поверење јавности и већи goodwill. Корпоративно управљање у банкама у којима су власници стране банке, квалитетније је него у банкама са претежно домаћим власништвом.

хипотеза 3. Ако је потпуна несвојина – друштвени облик власништва, менаџмент може да има врло јаку инсајдерску контролу од стране запослених и органа управљања. Односно, потпуно несвојинско власништво као што је било у друштвеној својини, имала је јаку унутрашњу контролу менаџмента што је доводило до веће добити све до појаве феномена тихе приватизације и убрзаног процеса институционалне приватизације - мешањем приватне и друштвене својине.

хипотеза 4. Водећи се само сопственим краткорочним интересима, власници могу директно негативно да утичу на будуће пословање привредног субјекта, која није кохерентна тржишној позицији и бонитету предузећа;

хипотеза 5. У отвореним акционарским друштвима чијим се акцијама којима се тргује на берзи – што је већа дисперзија власништва сразмерно расте моћ менаџмента и расте могућност злоупотребе права акционара.

У фази транзиције у Србији квалитет корпоративног управљања у Србији на врло ниском нивоу, изузев банкарског сектора. Приватизована предузећа са већинским власником малог броја акционара, по правилу једног власника уз велику концентрацију капитала у Србији анализом 58 предузећа исказана је ниска корпоративна ефикасност као продукт ниског нивоа корпоративног управљања, уз масовно пропадање приватизованих предузећа, односно присуство већих трошкова и мање добити. **У том смислу, потврђена је хипотеза 1.**

Корпоративно управљање у банкама са страним капиталом је на вишем нивоу првенствено због квалитета менаџмента и праксе, коју имају велике банкарске групације у развијеним тржишним економијама западне Европе и који своју добру праксу имплементирају преко својих банака кћерки које су присутне у српском банкарском тржишту. Констатовано је да је 92% интервјуисаних банака упознато са ОЕЦД принципима корпоративног управљања, а тиме и поштовање ЗПД који је ослоњен на ОЕЦД принципе. Резултати корпоративне ефикасности су на вишем нивоу што резултира већим просечним профитима, односно мање трошкове и веће поверење јавности у њихов рад, **самим тим и већи goodwill, чиме је доказана и хипотеза 2.**

У условима доминанте државне и друштвене својине све до почетка процеса транзиције друштвена предузећа су имала високе пословне резултате. Наведени су примери врло развијене кооперативне сарадње са водећим компанијама тог времена из најразвијенијих западних држава са врло високим процентом уписаности техничких и људских капацитета врло блиских најбољим западноевропским компанијама. Организација функционисања пословних система заснивала се на знањима кооперативне сарадње са развијеним западним компанијама и у време друштвене својине упућивала је **на високе пословне референце, јер је менаџмент имао врло јаку инсајдерску контролу у предузећу, чиме је доказана хипотеза 3.**

Након убрзане приватизације власници су се руководили само сопственим интересима извлачењем обртног капитала и претварањем у приватну личну својину што је довело до великог броја стечајних поступака (чак 44% приватизованих предузећа је отишло у стечај) утицало је да лични краткорочни интереси **нису кохерентни тржишној позицији и бољем бонитету приватизованог предузећа. Тиме је потврђена хипотеза 4.**

У отвореним акционарским друштвима не постоји директна контрола менаџмента од стране власника; тиме су могуће злоупотребе од стране менаџмента далеко веће поготово због феномена асиметричности информација. Такође, за разлику од западних економија наш домаћи менаџмент није изградио своју позицију да има боље компензације за свој рад, чиме се само по себи ствара амбијент примене асиметричних информација, а тиме и већих злоупотреба менаџмента у високој дисперзији власништва. Иако у оваквој дисперзији власништва, по правилу, је ангажован квалитетнији менаџмент, због недоследности и слабе праксе великог броја малих акционара и потребе за бољом стимулацијом менаџмента, сасвим су могуће мање или веће злоупотребе. Међутим, због специфичности постављене тезе и тешко доказивих злоупотреба менаџмента на штету права акционара јер нису пронађени адекватни докази и адекватне анализе за веривикацију могућих злоупотреба менаџмента на правима акционара, **тиме није доказана хипотеза 5.**

ОСНОВНИ НАЛАЗИ И ПРЕПОРУКЕ

У деветом поглављу рада у циљу унапређења корпоративне ефикасности у различитим дисперзијама власништва посматрањем основних параметара уочени су основни налази на основу које су дате основне препоруке корпоративне ефикасности за сваку дисперизију власништва. Основни налази и препоруке у ситуационој анализи сумирани су у наредној табели.

Табела бр.8.

Основни налази	Препоруке
1. Код мале дисперзије власништва констатован је недостатак професионалних вештина менаџмента, а самим тим су и параметри корпоративне ефикасности ове дисперзије власништва на nižем нивоу у односу на предузећа из других дисперзија власништва.	1. Одвојити функције власништва од менаџмента ангажовањем професионалних менаџера. 2. Промовисање значаја професионалног менаџмента који ће омогућити приватном власнику да спозна користи од добре примене праксе корпоративног управљања повећањем корпоративне ефикасности, а самим тим и пословних резултата и профита власника. 3. Одвојити функције власништва од менаџмента је препорука која би могла да унесе нова знања, пословне вештине и подигну квалитет пословања. 4. Да се именују најмање два независна члана у Управном одбору, који би имао једног члана, експерта за производно-технички аспект пословања предузећа са са искуством из предузећа сличних делатности. Други члан би требало да буде економске струке са
2. Средња дисперзија власништва има предност у дефинисању стратешких одлука, јер власници доминирају у одлучивању и такве одлуке не креира менаџмент као у високој дисперзији власништва. Један од недостатака овакве власничке структуре је смањена заинтересованост малих инвеститора да инвестирају. Такође, мали број акционара може да има власништво у другим предузећима која имају сличну делатност или повезане трансакције које могу да нанесу штету матичном предузећу.	1. Јачање ефикасности Управног одбора. Управни одбор треба да има план рада који треба да садржи теме које ће обрађивати. У основи треба потенцирати две основне функције Управног одбора - стратешко управљање фирмом и надзор над менаџментом фирме- извршним директорима. 2. Регулација између трансакција повезаних лица, посебно уколико неко од власника има у власништву предузеће које је пословни партнер матичног предузећа; Стога је врло важна регулација конфликта интереса. Прецизна регулација о компензацијама менаџменту. Закон обавезује предузеће да са генералним директором или члановима Извршног одбора друштва или пословне банке закључује Уговор о раду којим се регулишу међусобна права и обавезе. 3. Детаљно информисање јавности и акционара о пословима компаније:
3. У великој дисперзији власништва власници нису у стању, односно нису професионалци и немају довољно информација да на прави начин управљају својим капиталом или немају довољно интереса (поседују мало акција предузећа) да ваљано надзиру рад менаџмента. Менаџмент у овој дисперзији је на највишем нивоу што	1. Усклађивање интереса акционара са интересом менаџмента кроз подстицајне шеме награђивања менаџмента.
4. Државне и приватне банке у Србији са изузетком АИК банке имају ниже параметре корпоративне ефикасности у односу на банке са страним капиталом.	1. Имплементација стандарда добре праксе корпоративног управљања из банака са страним капиталом у банке са <u>ДРЖАВНИМ КАП.</u>

За српску економију добро вођена предузећа и банке су од пресудне важности за одржив економски развој. Да би се српско предузеће или банке одржало на домаћем и иностраном тржишту пред конкуренцијом страних компанија и све јачом конкуренцијом у српском банкарском тржишту потребно је да ови привредни субјекти повећају ниво корпоративног управљања. Слабости у управљању предузећима и банкама су од пресудног утицаја за сталне економске тешкоће српске привреде. За стручну јавност и привреднике, који су имали прилике да се упознају са начином управљања у друштвеним предузећима и друштвеним и државним тешкоћама претходних година, не изненађује констатација да успех предузећа више зависи од квалитета корпоративног управљања него од квалитета расположиве технологије, квалитета и стручности радне снаге или разних тржишних привилегија. Односно, висок ниво корпоративног управљања подиже ниво корпоративне ефикасности која подразумева виши ниво свих перформанси предузећа и банака који увек могу бити предмет набавке када је предузеће квалитетно поставило

У основи једна економија се састоји од предузећа и финансијских институција од којих су банке свакако најважније и није могуће очекивати да она брзо напредује ако предузећа и банке постижу релативно лоше резултате. Стога је здрав економски развој у уској корелацији са развојем корпоративног управљања предузећа и банака и њихов директан утицај на пословну ефикасност уз повећавање корпоративне ефикасности, а самим тим и основних финансијских агрегата пословања.

Шта у основи треба да представља основну мисију унапређења корпоративног управљања у Србији? На основу анализе одређених узорака предузећа и банака требало би да буде максимизација појединих економских агрегата предузећа и банака уз поштовање финансијских и законских обавеза према државној заједници и повериоцима. Циљ максимизације вредности заснива се на добро познатој поставци да предузећа и банке послују максимално ефикасно онда када

корпоративна управа увећава вредност фирме и банке уз поштовање њених финансијских обавеза.

Опредељењем за наведене индикаторе у овом делу рада (тачка 7.) определили смо се за англосаксонску традицију, која искључиви нагласак даје на финансијске резулте фирми и банака, тј. на увећање имовине власника. За разлику од англосаксонске традиције континентална традиција у делу континенталне Европе нагласак је да се пословни субјект предузећа или банке сматра личношћу која има сопствене аспирације према широј друштвеној одговорности него што је зарађивање новца, па се ставља у први план улога привредних и финансијских субјеката, однос према држави, друштву и социјалним категоријама. У основи опредељења према англосаксонској теорији заснива се на негативним искуствима које је имала наша привредна и општедруштвена пракса да у користи виших циљева треба радити у општем друштвеном интересу уз занемаривање економских циљева привредног субјекта предузећа или банке. У основи преоријентација ка економским индикаторима пословања предузећа и банака представља темељни заокрет у функционисању привредних субјеката предузећа и банака као резултат приватизације која је у завршној фази спровођења у нашој земљи. Отуда чињеница да се у домаћој пракси и законској регулативи држава све мање меша у привредне активности из разлога лошег искуства са друштвеним власништвом, које се показало као инфериорно у условима конкуренције са приватним власништвом. Међутим, са појавом светске економске кризе у свим земљама се појављује државни интервенционизам, који се сматрао да припада прошлости. Међутим, са слабљењем ефеката светске економске кризе и враћањем на нормални економски развој који је био присутан пре појаве економске кризе појава државног интервенционизма требало би да буде све мање. Мада, поуке које су довеле до светске економске кризе ће бити посебно анализирани са циљем превентивног деловања да се сличне ситуације неби поновиле у будућности.

Лоша искуства у функционисању јавних предузећа и банака са државним капиталом је лоша пракса српске економије и праксе да се такве компаније, а

делимично и банке, руковођење интересима партијских чиновника и да они у основи немају подстицаја да ефикасно раде и унапређују пословање тих корпорација и банака већ раде у сопственом интересу, интересу своје партије и других инвеститора. Отуда корупција у српској економији има врло значајно утемељење у таквим облицима својинског власништва.

Такође, закључено је да приватизација није сама по себи довољан лек за унапређење ефикасности корпоративног управљања. Недостаци ефикасног корпоративног управљања у приватним предузећима где не постоји агенцијски проблем, односно где је власник и менаџер једно лице, састоји се у недовољном квалитету доношења пословних одлука у функционисању тих предузећа. Поред недовољног стручног знања да се приватизована предузећа воде по савременим методама ефикасног менаџерског управљања јавља се и “културолошки проблем”, који је присутан у главама тих менаџера због последица дугогодишње доминације једног ранијег начина рамишљања и ранијег начина рада и функционисања њихових предузећа када су успешне резултате бележили у условима масовног прилива друштвеног капитала у приватна предузећа у нерегуларној тржишној економији и нерегуларним условима домаћег привредног амбијента.

Квалитетно корпоративно управљање омогућава смањење информативне асиметрије између инвеститора – власника капитала и менаџмента и обарање просечне цене финансирања предузећа. Стварају се предуслови јачања профитабилности и конкурентске способности на нивоу предузећа и банака, на нивоу националне економије у целини, а самим тим и раста бруто домаћег производа и животног стандарда становништва земље.

ЛИТЕРАТУРА

- (1) Васиљевић Мирко, „Водич за читање Закона о привредним друштвима”, Удружење правника у привреди Србије и Црне Горе, Београд, 2004
- (2) ИФЦ „Корпоративно управљање“, Београд, 2008
- (3) Борис Беговић, Рајко Буквић, Бошко Живковић, Бошко Мијатовић и Драго Хибер: „Унапређење корпоративног управљања“, Центар за либерално демократске студије, Београд, 2003
- (4) Катарина С. Ђулић: „Корпоративно управљање и концентрација власништва у Србији“, докторска дисертација, Економски факултет у Београду
- (5) Jesse Edgerton, Agency Problems in Public Firms: Evidence from Corporate Jets in Leveraged Buyouts, Federal Reserve Board, August 15, 2010
- (6) Живко К. Костић, Мирослав М. Миливојевић: „Економика предузећа“, Институт за економику и финансије, Београд, 1998
- (7) Rendall Morck and Bernard Yeung, „Agency Problems in Large Family Business Groups, Entrepreneurship: Theory and Practice”, Summer 2003, Vol. 27, Iss. 4
- (8) Acemoglu, Daron, Simskon Johnson and James A. Robinson, „The Colonial of Comparative Devaloprmena: an Empirical Investigation“, American Economic Review, 91, 2001., према Катарина С. Ђулић: „Корпоративно управљање и концентрација власништва у Србији“, докторска дисертација, Економски факултет у Београду
- (9) Berglof, Erik and Claessens, Stijn: „Enforcement and Corporate Governance“, World Bank Policy Research Working Paper No. 3409, September 2004
- (10) Небојша Јанићијевић: „Корпоративна трансформација“, ТИМИТ Београд, 1994
- (11) Драгутин Марсенић: „Односи акумулације и потрошње у југословенској привреди“
- (12) Ojo, Marianne, The role of external auditors in corporate governance: agency problems and management of risk, Center for European Law and Politics, University of Bremen, 06. July 2009

- (13) „Јачање корпоративног управљања за банкарске организације“, Базелски комитет за банкарску контролу, фебруар 2006.
- (14) Мирко Васиљевић: „Корпоративно управљање“, Правни факултет, Београд, 2007.
- (15) Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, Agency Problems and Dividend Policies Around the World, January 1999
- (16) Јован Ранковић, др. Гаврило Илић: „Перформансе предузећа на списку посебног програма“, Економика предузећа, 1998.
- (17) Иван Стошић: „Резултати, перспективе и препоруке управљања променама у процесу приватизације у Србији“, Институт економских наука, Београд, 2007.
- (18) Борис Беговић, Милица Бисић, Катарина Ђулић, Бошко Живковић, Ана Јоловић, Бошко Мијатовић: „Корпоративно управљање; пет година касније“, Центар за либерално-демократске студије, Београд, 2008
- (19) Катарина Ђулић: „Корпоративно управљање у Србији: транспарентност и објављивање информација“, Квартални монитор бр.15, октобар-децембар 2008.
- (20) Anna Persson, Bo Rothstein, Jan Teorell The failure of Anti-Corruption Policies, A Theoretical Mischaracterisation of the Problem, QoG Working Paper Series 20010:19
- (21) Борис Беговић, Мирјана Васовић, Слободан Вуковић, Јован Јовановић, Бошко Мијатовић, Марко Пауновић: „Корупција у Србији пет година касније“, Београд, 2007
- (22) Furubotn, E.G. and S. Pejovich: „Property Rights and the Behavior of the Firm in Socialist State: the Example of Yugoslavia“ in the Economics of Property Rights, Ballinger Publishing Co.
- (23) Теофиловић Небојша и Јелачић Миленко: „Спречавање и одређивање и доказивање кривичних облика корупције и прања новца“, Полицијска академија, Београд, 2006.
- (24) Добрица Весић: „Економска и политичка компонента корупција и прања новца“, научни рад финансиран од Министарства науке Републике Србије
- (25) Слободан Вуковић: „Транзиција и корупција“, ИП „Филип Вишњић“, Институт друштвених наука, Издавачко предузеће „Рад“, Београд, 2007.

- (26) Васиљевић Мирко, Водич за читање Закона о привредним друштвима, Удружење правника у привреди Србије и Црне Горе, Београд, 2004
- (27) Мисија ОЕБС-а у Србији, ОЕЦД ПРИНЦИПИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА, Креатива Београд, 2004.
- (28) Nancy Huyghebaert, Lihong Wang, Agency Problems and Corporate Governance Mechanisms in Chinese Listed Firms, Katholieke Universiteit Leuven, Belgium, May 25, 2010
- (29) Слободан Словић „Финансијски менаџмент“, Финекс, Београд, 2000.
- (30) Management accounting and corporate governance: An institutional interpretation of the agency problem, Will Seal
- (31) Милован Станишић, Љубиша Станојевић: „Ревизија у банкарству“, Универзитет Сингидунум 2007.
- (32) Никола Стевановић, Дејан Малинић, Владе Милићевић. „Управљачко рачуноводство“, Економски факултет у Београду, 2009.
- (33) Peow Charles ,Organizational Analysis, Tavistock Institute, London, 1970
- (34) Зоран Јеремић „Приватизација и консолидација банкарског сектора Србије од 2000-2010“, Политика, 14.јун, Прилиг: „Двадесет година банкарског сектора Србије“.
- (35) Зоран Јеремић: „Банкарски сектор између реалности и илузија“, ЕМГ Београд, децембар 2011., стр.7. Прилог банке, осигурања и лизинг компаније.
- (36) Зоран Јеремић: „Тржиште акција у Србији“, стр.136., ПКС, ЕМГ ИНМАКО доо, Београд 2008.
- (37) Силвано Болчић, Свет рада у транзицији, Плато, Београд, 2003.
- (38) Duane B. Graddy and Austin H. SPENCER: Managing Comercial Banks, Regional and Global; Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1990.
- (39) Урош Н. Ћурђић. „Банкарски портфолио менаџмент“, Компакт, Нови Сад, 1995.
- (40) Jemes H. Donnelly and Steven J. Skinner: The New Banker -Developer Leadership in a Dynamic Era, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1989
- (41) Leonard L. Berry, David R. Bennet and Carter W. Brown: Service Quality – A Profit Strategy for Financial Institutions, Dow Jones -Irwin, Homewood, Ilinios, 1989

- (42) Миодраг Милентијевић: „Детерминанте мезоекономских система“, Народни универзитет Трстеник, Трстеник, 1966
- (43) Радослав Авлијаш, „Предузетништво“, Универзитет Сингидунум, Београд, 2010.
- (44) Радослав Авлијаш, „Предузетништво и менаџмент малих и средњих предузећа“, Универзитет Сингидунум, Београд
- (45) С. Ђанков, „Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey“, World Bank Working Paper, 2000.
- (46) Мирољуб Лабус: „Корпоративни сектор у Србији: Народни капитализам или тајкунизација“, Правни факултет, 2007.
- (47) Дејан Малинић: „Компензационе шеме за менаџере“, Економски факултет Београд, Комисија за хартије од вредности
- (48) Зоран Јеремић: „Између илузија и реалности“, ЕМГ Београд, децембар 2011.
- (49) Милован Станишић, Љубиша Станојевић: „Ревизија у банкарству“, Универзитет Сингидунум 2007
- (50) Douglas Nanka-Bruce: „Corporate Governance Mechanisms and Firm Efficiency“. Faculty of Economic Sciences and Business, Barcelona, Spain, october, 2010.
- (51) Douglas Nanka-Bruce: „Corporate Governance Mechanisms and Firm Efficiency“. Faculty of Economic Sciences and Business, Barcelona, Spain, october, 2010.
- (52) Alexei Karas, Koen Schoors and Laurent Weill „Are private banks more efficient than public banks? Evidence from Russia“ BOFIT, Discussion Papers, 2008.

ИНТЕРНЕТ ИЗВОРИ

- (53) www.nbs.rs проф.др Зоран Јеремић „Банкарски сектор у Србији – прошлост, садашњост будућност“.
- (54) www.pks.rs „Извештај Европске комисије о напретку Србије у европским интеграцијама у 2008. години“, Привредна комора Србије.

- (55) www.parlament.sr.gov.rs: законски прописи: Закон о привредним друштвима, Закон о хартијама од вредности, итд.
- (56) www.oecd.org
- (57) www.privsav.rs
- (58) www.sinidunum.as.rs
- (59) www.priv.rs
- (60) www.mer.rv.rs
- (61) www.kamatica.com
- (62) www.belex.rs
- (63) www.reuters.rs
- (64) www.pregled.rs
- (65) www.emg.rs
- (66) www.ekist.org.rs
- (67) www.ekof.bg.ac.rs
- (68) www.ius.rg.ac.rs
- (69) www.uic.edu
- (70) www.politika.rs
- (71) www.novosti.rs
- (72) www.sinergija.edu.ba
- (73) www.ien.bg.oc.rs
- (74) www.ief.rs
- (75) www.fefa.eudu.rs
- (76) www.nirapres.rs
- (77) www.aikbanka.rs
- (78) www.alphabankaserbia.rs
- (79) www.posted.co.rs
- (80) www.credyagricole.rs
- (81) www.credybanka.co
- (82) www.cacanskabanka.rs
- (83) www.erstebanka.rs

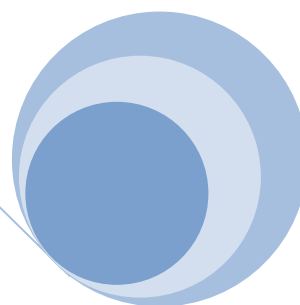
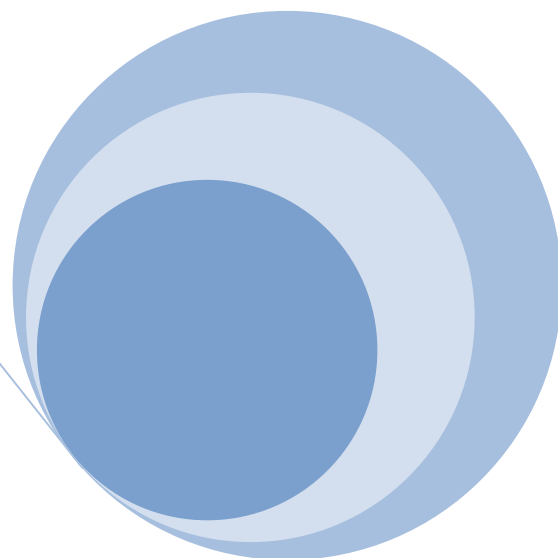
- (84) www.dunavbanka.rs
- (85) www.eurobankefg.rs
- (85) www.findomestik.rs
- (86) www.jubmes.rs
- (87) www.jugbanka.com
- (88) www.kbcbanka.rs
- (89) www.kombank.com
- (90) www.marfinbank.rs
- (91) www.moskovskabanka.rs
- (92) www.nlb.rs
- (93) www.obs.rs
- (94) www.otpbanka.rs
- (95) www.piraeusbank.rs
- (96) www.agrobanka.rs
- (97) www.pbb-banka.com
- (98) www.procreditbank.rs
- (99) www.raiffeisenbank.rs
- (100) www.rbv.rs
- (101) www.societegenerale.rs
- (102) www.srpskabanka.rs
- (103) www.unicreditbank.rs
- (104) www.ubbad.rs
- (105) www.voban.co.rs
- (106) www.volksbank.rs
- (107) www.hypo-alpe-adria.rs

ПРАВНИ ИЗВОРИ

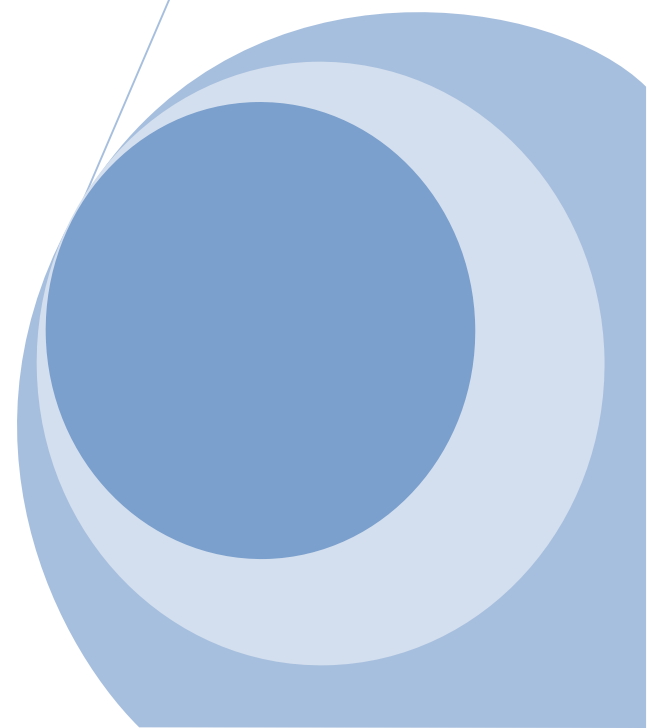
- (108) Закон о привредним друштвима („Службени гласник Републике Србије“, 125/2004)
- (109) Закон о тржишту хартија од вредности („Службени лист СР Југославије“, 65/2002 и „Службени гласник Републике Србије“, 57/2003, 55/2004, 45/2005, 101/2005, 85/2005 и 46/2006)
- (110) Закон о приватизацији („Службени гласник Републике Србије“, 38/2001, 18/2003 и 45/2005)
- (111) Закон о заложном праву („Службени гласник РС“, 57/2003 и 61/2005)
- (112) Закон о стечају (2004) („Службени гласник РС“, 84/2004 и 85/2005)

НОВИНЕ, ЧАСОПИСИ И ОСТАЛА ЛИТЕРАТУРА

- (113) Тања Вујић: „Банке прелазе у државно власништво“, Политика, издање 22.02.2009.
- (114) „Нуро Алпе Адриа у државном власништву“, Политика, издање 14.12.2009.
- (115) „Тендери за саплитање и крађу“, Вечерње новости, 13. мај 2010. Године
- (116) LaPorta et al.(1998), „Law and finance“, Journal of Political Economy
- (117) The New York Times, section The Week in Review, Sunday, June 16,1991.
- (118) Лоша крвна слика продатих фирми (5. децембар 2011.) (Привредни преглед, бр.15844)



**Прилог бр.1.
ПАРАМЕТРИ ПРЕДУЗЕЋА
И БАНАКА У
РАЗЛИЧИТИМ
ДИСПЕРЗИЈАМА
ВЛАСНИШТВА**



1. Фирме мале дисперзије власништва, табеле и графикони

1.1. Први параметар – стопа обавеза у финансирању предузећа

Табела 20.

Мала дисперзија власништва

Редни број	Назив фирме	Категорија	Година			Стопа обавеза у финансијама предузећа		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
1	Радикс	Дугорочне резерве и обавезе	136,749.00	1,382,135.00	1,535,734.00	30.77	75.77	78.78
		Укупна пасива	444,433.00	1,824,118.00	1,949,284.00			
2	Машинац	Дугорочне резерве и обавезе	307,857.00	515,255.00	1,132,967.00	76.43	86.99	903.32
		Укупна пасива	402,803.00	592,315.00	125,423.00			
3	Концерн Фармаком М.Б.	Дугорочне резерве и обавезе	4,298,272.00	7,451,305.00	8,929,930.00	83.43	88.68	88.02
		Укупна пасива	5,152,185.00	8,402,025.00	10,145,653.00			
4	Инвеј	Дугорочне резерве и обавезе	5,203,729.00	14,827,663.00	22,564,876.00	49.12	65.58	805.67
		Укупна пасива	10,594,663.00	22,611,388.00	2,800,759.00			
5	Златиборац	Дугорочне резерве и обавезе	53,579.00	212,433.00	498,071.00	21.96	36.68	49.08
		Укупна пасива	243,946.00	579,212.00	1,014,874.00			
6	Жито Дунав	Дугорочне резерве и обавезе	131,380.00	503,329.00	1,109,882.00	31.50	21.97	38.69
		Укупна пасива	417,029.00	2,290,690.00	2,868,306.00			
7	Босис д.о.о Ваљево	Дугорочне резерве и обавезе	75,548.00	91,312.00	72,443.00	52.78	54.16	46.02
		Укупна пасива	143,133.00	168,599.00	157,428.00			
8	Дигитал Принтинг Центер	Дугорочне резерве и обавезе	90,655.00	87,587.00	254,097.00	29.18	22.52	42.98
		Укупна пасива	310,699.00	389,016.00	591,235.00			
9	ДАК Комерц	Дугорочне резерве и обавезе	92,500.00	156,171.00	189,244.00	69.93	70.78	62.08
		Укупна пасива	132,267.00	220,642.00	304,854.00			
10	ДАК д.о.о Беочин	Дугорочне резерве и обавезе	404,959.00	286,202.00	432,173.00	86.23	81.14	86.88
		Укупна пасива	469,643.00	352,739.00	497,414.00			
11	Графо НИН	Дугорочне резерве и обавезе	45,602.00	33,031.00	34,554.00	72.44	63.06	78.05
		Укупна пасива	62,951.00	52,383.00	44,273.00			
12	Графо НИН Траде	Дугорочне резерве и обавезе	141,813.00	156,692.00	149,233.00	90.66	89.20	93.13
		Укупна пасива	156,428.00	175,668.00	160,243.00			
13	Еко Графо Дуга	Дугорочне резерве и обавезе	93,755.00	80,130.00	128,225.00	50.40	35.02	36.05
		Укупна пасива	186,040.00	228,812.00	355,670.00			
14	Гранит Инвест	Дугорочне резерве и обавезе	358,930.00	92,385.00	296,495.00	52.07	13.60	33.13
		Укупна пасива	689,339.00	679,139.00	894,997.00			
15	Тончев Градња	Дугорочне резерве и обавезе	145,711.00	116,272.00	343,699.00	92.63	86.71	89.82
		Укупна пасива	157,296.00	134,092.00	382,672.00			
16	Трудбеник Градња	Дугорочне резерве и обавезе	487,640.00	702,485.00	935,742.00	28.94	39.14	59.10
		Укупна пасива	1,684,754.00	1,794,678.00	1,583,299.00			
17	Империл Градња	Дугорочне резерве и обавезе	641,247.00	748,766.00	2,388,831.00	92.88	67.12	90.53
		Укупна пасива	690,433.00	1,115,576.00	2,638,685.00			
18	ИНГРАП - Градитељ	Дугорочне резерве и обавезе	28,173.00	37,102.00	15,228.00	92.46	77.80	44.34
		Укупна пасива	30,469.00	47,692.00	34,344.00			
19	Агроопрема - Свилајнац	Дугорочне резерве и обавезе	15,795.00	17,269.00	20,061.00	29.36	32.74	35.76
		Укупна пасива	53,800.00	52,741.00	56,099.00			
20	АГРОХИМ	Дугорочне резерве и обавезе	231,918.00	241,205.00	183,673.00	40.45	37.56	27.31
		Укупна пасива	573,401.00	642,209.00	672,656.00			
21	АРОМА 1990	Дугорочне резерве и обавезе	4,191.00	1,363.00	7,878.00	1.99	0.62	3.29
		Укупна пасива	210,847.00	220,555.00	239,637.00			
22	Бетон Плус	Дугорочне резерве и обавезе	53,660.00	233,350.00	218,346.00	41.69	51.47	45.51
		Укупна пасива	128,708.00	453,360.00	479,760.00			
23	Браћа Поповић д.о.о	Дугорочне резерве и обавезе	138,237.00	239,767.00	305,731.00	90.77	90.51	91.19
		Укупна пасива	152,300.00	264,909.00	335,251.00			
24	Верона - Мото	Дугорочне резерве и обавезе	129,555.00	137,270.00	125,347.00	70.40	59.52	54.63
		Укупна пасива	184,032.00	230,645.00	229,435.00			
25	Вива-92	Дугорочне резерве и обавезе	64.95	66.87	227,469.00	0.07	0.06	81.68
		Укупна пасива	87,635.00	103,958.00	278,473.00			
26	Вива В.С.	Дугорочне резерве и обавезе	27,659.00	40,148.00	43,423.00	60.29	58.12	51.33
		Укупна пасива	45,876.00	69,072.00	84,602.00			

27	Вива-03	Дугорочне резерве и обавезе	24,455.00	22,806.00	32,612.00	61.60	50.03	49.08
		Укупна пасива	39,700.00	45,588.00	66,449.00			
28	Вива Треф	Дугорочне резерве и обавезе	38,329.00	40,455.00	46,720.00	86.47	86.44	85.91
		Укупна пасива	44,328.00	46,802.00	54,384.00			
29	Врачар	Дугорочне резерве и обавезе	254,085.00	438,895.00	440,874.00	61.87	55.74	55.52
		Укупна пасива	410,686.00	787,420.00	794,146.00			
30	Градитељ НС	Дугорочне резерве и обавезе	299,219.00	598,211.00	706,391.00	64.29	74.34	72.58
		Укупна пасива	465,436.00	804,668.00	973,223.00			
31	Градитељ Инжењеринг УНИОН	Дугорочне резерве и обавезе	242.00	131,932.00	34,504.00	0.20	41.58	10.01
		Укупна пасива	123,563.00	317,259.00	344,567.00			
32	Галеб-Груп	Дугорочне резерве и обавезе	1,023,739.00	175,418.00	2,236,787.00	60.80	6.64	70.63
		Укупна пасива	1,683,717.00	2,639,967.00	3,166,746.00			
33	Стевановић Инвест - у стечају	Дугорочне резерве и обавезе	337,111.00	380,823.00	655,881.00	68.85	67.45	74.90
		Укупна пасива	489,628.00	564,621.00	875,705.00			
34	Гемакс	Дугорочне резерве и обавезе	1,941,042.00	2,254,583.00	2,782,076.00	65.41	66.55	71.90
		Укупна пасива	2,967,541.00	3,388,003.00	3,869,312.00			
35	Спектар	Дугорочне резерве и обавезе	139,120.00	122,096.00	136,584.00	65.38	62.12	62.54
		Укупна пасива	212,775.00	196,557.00	218,396.00			
36	Фрувита	Дугорочне резерве и обавезе	912,850.00	678,268.00	1,184,873.00	62.22	44.55	60.54
		Укупна пасива	1,467,181.00	1,522,431.00	1,957,216.00			
37	Компанија Колинг АД Београд	Дугорочне резерве и обавезе	227,023.00	339,768.00	630,707.00	23.43	33.07	38.31
		Укупна пасива	968,968.00	1,027,524.00	1,646,463.00			
38	Еуропен Груп д.о.о Београд	Дугорочне резерве и обавезе	1,336,092.00	1,560,200.00	144,151.00	56.18	61.09	5.49
		Укупна пасива	2,378,255.00	2,553,755.00	2,623,901.00			
39	Агропрогрес д.о.о Лозница	Дугорочне резерве и обавезе	7,335.00	13,191.00	1,359.00	82.19	86.63	8.04
		Укупна пасива	8,924.00	15,227.00	16,913.00			
40	д.о.о Агропрогрес Јагодина	Дугорочне резерве и обавезе	1,051.00	1,752.00	2,060.00	39.44	49.31	50.91
		Укупна пасива	2,665.00	3,553.00	4,046.00			
41	Картекс д.о.о Београд	Дугорочне резерве и обавезе	63,760.00	67,571.00	72,606.00	28.58	25.37	24.59
		Укупна пасива	223,065.00	266,339.00	295,292.00			
42	ДПС Клас Груп	Дугорочне резерве и обавезе	22,141.00	39,104.00	102,869.00	86.63	77.65	77.25
		Укупна пасива	25,558.00	50,359.00	133,161.00			
43	Котленик - Промет	Дугорочне резерве и обавезе	167,929.00	189,274.00	231,219.00	41.32	43.37	47.08
		Укупна пасива	406,400.00	436,417.00	491,140.00			
44	Вујић Ваљево	Дугорочне резерве и обавезе	1,122,208.00	1,697,659.00	2,368,658.00	43.77	58.45	60.62
		Укупна пасива	2,563,682.00	2,904,331.00	3,907,485.00			
45	Минел Динамо	Дугорочне резерве и обавезе	35,402.00	43,660.00	330,466.00	29.32	32.01	43.86
		Укупна пасива	120,723.00	136,405.00	753,433.00			
46	Монтажа-Минел	Дугорочне резерве и обавезе	9,399.00	34,624.00	40,901.00	16.14	26.97	27.27
		Укупна пасива	58,227.00	128,380.00	150,001.00			
47	МК Груп	Дугорочне резерве и обавезе	6,781,554.00	6,450,691.00	6,868,786.00	75.31	64.54	65.59
		Укупна пасива	9,005,091.00	9,995,499.00	10,472,798.00			
48	Делта Холдинг	Дугорочне резерве и обавезе	71,356.00	65,460.00	114,718.00	99.62	89.13	35.46
		Укупна пасива	71,628.00	73,445.00	323,514.00			
49	Делта Макси	Дугорочне резерве и обавезе	14,724,580.00	27,551,976.00	40,139,504.00	68.83	78.93	80.74
		Укупна пасива	21,392,188.00	34,907,604.00	49,717,556.00			
50	Делта Спорт	Дугорочне резерве и обавезе	1,583,962.00	2,481,630.00	6,933,233.00	49.66	55.35	68.57
		Укупна пасива	3,189,402.00	4,483,785.00	10,111,020.00			
51	Морава Ин	Дугорочне резерве и обавезе	33,125.00	30,026.00	26,744.00	41.00	26.53	17.38
		Укупна пасива	80,792.00	113,176.00	153,870.00			
52	Матијевић	Дугорочне резерве и обавезе	326,559.00	998,180.00	492,931.00	11.66	21.93	9.01
		Укупна пасива	2,799,709.00	4,550,819.00	5,473,186.00			
53	СО Продукт	Дугорочне резерве и обавезе	84,793.00	117,792.00	115,341.00	67.11	70.64	66.49
		Укупна пасива	126,342.00	166,760.00	173,477.00			
54	Агро-продукт	Дугорочне резерве и обавезе	18,418.00	54,813.00	163,745.00	87.87	94.47	86.14
		Укупна пасива	20,961.00	58,023.00	190,091.00			

Графикон бр.21.-Стопа обавезе у малој дисперзији власништва
(%)



1.2. Други параметар – стопа повраћаја сопственог капитала

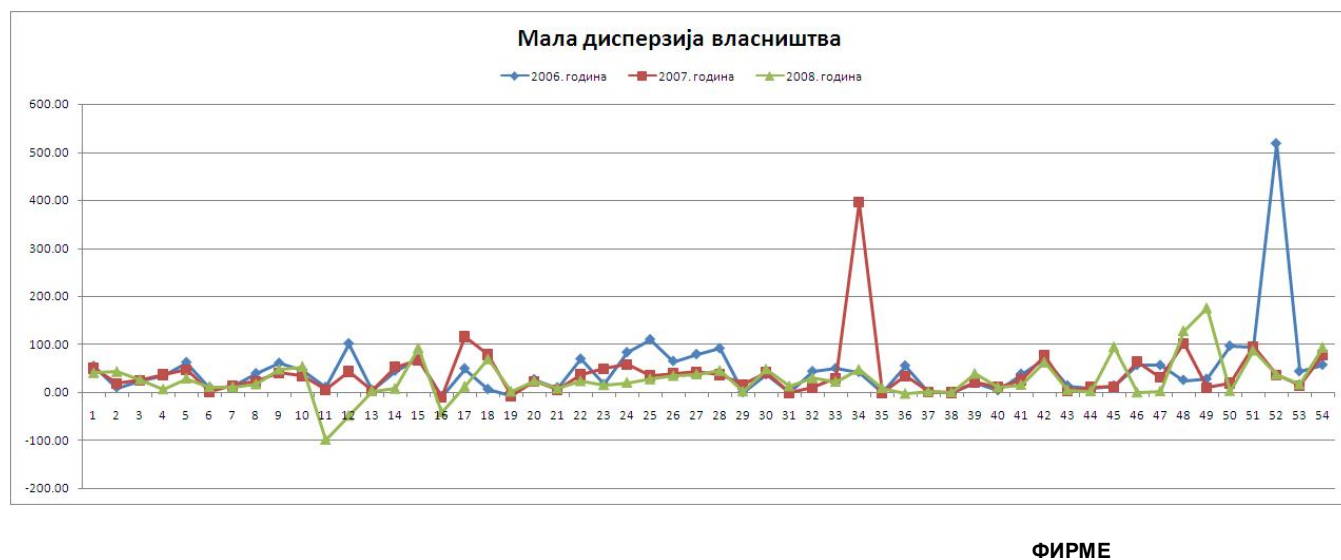
Табела бр.8.

2.1. Мала дисперзија власништва (менаџер и власник исто лице)

Редни број	Назив фирме	Категорија	Година			Стопа повраћаја сопственог капитала		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
1	Радикс	Добитак	167,281.00	223,928.00	167,281.00	54.37	50.66	40.45
		Капитал	307,684.00	441,983.00	413,550.00			
2	Машинац	Добитак	9,459.00	14,683.00	51,884.00	9.96	19.05	42.79
		Капитал	94,946.00	77,060.00	121,263.00			
3	Концерн Фармаком М.Б.	Добитак	209,287.00	247,443.00	316,827.00	24.51	26.03	26.06
		Капитал	853,913.00	950,720.00	1,215,723.00			
4	Инвеј	Добитак	1,894,682.00	2,947,708.00	342,551.00	35.15	37.87	6.36
		Капитал	5,390,934.00	7,783,724.00	5,385,675.00			
5	Златиборац	Добитак	118,780.00	176,252.00	150,406.00	62.40	48.05	29.10
		Капитал	190,367.00	366,779.00	516,803.00			
6	Жито Дунав	Добитак	28,351.00	43,599.00	198,633.00	9.93	2.44	11.30
		Капитал	285,649.00	1,787,361.00	1,758,424.00			
7	Босис д.о.о Ваљево	Добитак	8,794.00	11,538.00	9,432.00	13.01	14.93	11.10
		Капитал	67,585.00	77,287.00	84,985.00			
8	Дигитал Принтинг Центер	Добитак	86,573.00	70,920.00	55,953.00	39.34	23.53	16.60
		Капитал	220,044.00	301,429.00	337,048.00			
9	ДАК Комерц	Добитак	24,207.00	26,608.00	55,035.00	60.87	41.27	47.60
		Капитал	39,767.00	64,471.00	115,610.00			
10	ДАК д.о.о Беочин	Добитак	30,393.00	23,554.00	34,129.00	46.99	35.40	53.40
		Капитал	64,684.00	66,537.00	63,909.00			
11	Графо НИН	Добитак	1,827.00	1,221.00	-9,633.00	10.53	6.31	-99.12
		Капитал	17,349.00	19,352.00	9,719.00			
12	Графо НИН Траде	Добитак	14,844.00	8,343.00	-5,394.00	101.57	43.97	-48.99
		Капитал	14,615.00	18,970.00	11,010.00			
13	Еко Графо Дуга	Добитак	4,766.00	4,904.00	6,313.00	5.16	3.30	2.78
		Капитал	92,285.00	148,682.00	226,915.00			
14	Гранит Инвест	Добитак	148,158.00	313,466.00	46,095.00	44.84	53.42	7.70
		Капитал	330,409.00	586,754.00	598,379.00			
15	Тончев Градња	Добитак	8,035.00	12,064.00	35,637.00	69.36	67.70	91.96
		Капитал	11,585.00	17,820.00	38,752.00			
16	Трудбеник Градња	Добитак	-103,934.00	-99,635.00	-260,431.00	-8.68	-9.12	-41.48
		Капитал	1,197,114.00	1,092,193.00	627,867.00			
17	Империл Градња	Добитак	24,363.00	427,183.00	29,303.00	49.53	116.46	11.89
		Капитал	49,186.00	366,810.00	246,372.00			
18	ИНГРАП - Градитељ	Добитак	147.00	8,424.00	13,210.00	6.40	79.55	69.10
		Капитал	2,296.00	10,590.00	19,116.00			
19	Агроопрема - Свипајнац	Добитак	-2,382.00	-2,534.00	507.00	-6.27	-7.14	1.41
		Капитал	38,005.00	35,472.00	36,038.00			
20	АГРОХИМ	Добитак	91,529.00	95,324.00	114,094.00	26.80	23.77	23.33
		Капитал	341,483.00	401,004.00	488,983.00			
21	АРОМА 1990	Добитак	20,386.00	12,941.00	18,104.00	9.86	5.90	7.81
		Капитал	206,656.00	219,192.00	231,759.00			
22	Бетон Плус	Добитак	52,154.00	83,234.00	61,774.00	69.49	37.83	23.63
		Капитал	75,048.00	220,010.00	261,414.00			
23	Браћа Поповић д.о.о	Добитак	2,354.00	12,620.00	4,441.00	16.74	50.19	15.11
		Капитал	14,063.00	25,142.00	29,385.00			
24	Верона - Мото	Добитак	45,331.00	54,962.00	21,008.00	83.21	58.86	20.18
		Капитал	54,477.00	93,375.00	104,088.00			
25	Вива-92	Добитак	24,964.00	13,205.00	13,988.00	110.04	35.60	27.43
		Капитал	22,687.00	37,093.00	51,004.00			
26	Вива В.С.	Добитак	11,793.00	11,663.00	14,115.00	64.74	40.32	34.29
		Капитал	18,217.00	28,924.00	41,165.00			

Графикон бр. 21. Стопа повраћаја сопсвеног капитала мале дисперзије власништва од 2006-2008.године

(%)



1.3. Трећи параметар – стопа удела укупног прихода у активи

Табела бр.8

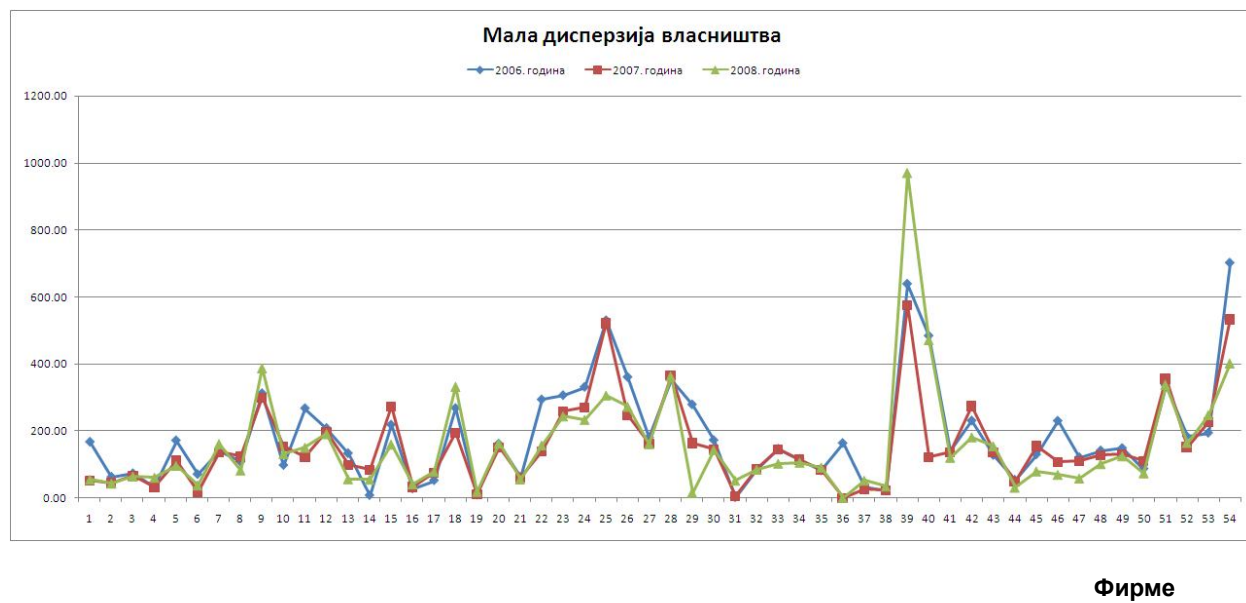
3.1. Мала дисперзија власништва (менаџер и власник исто лице)

Редни број	Назив фирме	Категорија	Година			Стопа удела укупног прихода у активи		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
1	Радикс	Укупан приход	743,572.00	949,291.00	1,068,069.00	167.31	52.04	54.79
		Актива	444,433.00	1,824,118.00	1,949,284.00			
2	Машинац	Укупан приход	252,056.00	267,072.00	545,627.00	62.58	45.09	43.50
		Актива	402,803.00	592,315.00	1,254,230.00			
3	Концерн Фармаком М.Б.	Укупан приход	3,764,668.00	5,556,752.00	6,507,405.00	73.07	66.14	64.14
		Актива	5,152,185.00	8,402,025.00	10,145,653.00			
4	Инвеј	Укупан приход	3,593,973.00	7,515,364.00	17,009,830.00	33.92	33.24	60.73
		Актива	10,594,663.00	22,611,388.00	28,007,588.00			
5	Златиборац	Укупан приход	418,936.00	645,244.00	974,339.00	171.73	111.40	96.01
		Актива	243,946.00	579,212.00	1,014,874.00			
6	Жито Дунав	Укупан приход	294,558.00	381,856.00	1,081,706.00	70.63	16.67	37.71
		Актива	417,029.00	2,290,690.00	2,868,306.00			
7	Босис д.о.о Ваљево	Укупан приход	201,293.00	230,829.00	253,730.00	140.63	136.91	161.17
		Актива	143,133.00	168,599.00	157,428.00			
8	Дигитал Принтинг Центер	Укупан приход	335,079.00	481,889.00	486,816.00	107.85	123.87	82.34
		Актива	310,699.00	389,016.00	591,235.00			
9	ДАК Комерц	Укупан приход	413,424.00	659,992.00	1,179,447.00	312.57	299.12	386.89
		Актива	132,267.00	220,642.00	304,854.00			
10	ДАК д.о.о Беоцин	Укупан приход	459,188.00	540,052.00	650,930.00	97.77	153.10	130.86
		Актива	469,643.00	352,739.00	497,414.00			
11	Графо НИН	Укупан приход	168,516.00	64,032.00	66,561.00	267.69	122.24	150.34
		Актива	62,951.00	52,383.00	44,273.00			
12	Графо НИН Траде	Укупан приход	326,461.00	348,218.00	306,072.00	208.70	198.23	191.00
		Актива	156,428.00	175,668.00	160,243.00			
13	Еко Графо Дуга	Укупан приход	248,055.00	224,509.00	201,286.00	133.33	98.12	56.59
		Актива	186,040.00	228,812.00	355,670.00			
14	Гранит Инвест	Укупан приход	54,489.00	575,594.00	490,483.00	7.90	84.75	54.80
		Актива	689,339.00	679,139.00	894,997.00			
15	Тончев Градња	Укупан приход	343,753.00	365,606.00	610,987.00	218.54	272.65	159.66
		Актива	157,296.00	134,092.00	382,672.00			
16	Трудбеник Градња	Укупан приход	468,314.00	600,265.00	653,110.00	27.80	33.45	41.25
		Актива	1,684,754.00	1,794,678.00	1,583,299.00			
17	Империал Градња	Укупан приход	360,570.00	843,127.00	2,053,798.00	52.22	75.58	77.83
		Актива	690,433.00	1,115,576.00	2,638,685.00			
18	ИНГРАП - Градитељ	Укупан приход	81,715.00	93,112.00	113,998.00	268.19	195.24	331.93
		Актива	30,469.00	47,692.00	34,344.00			
19	Агропрема - Свилајнац	Укупан приход	5,059.00	5,723.00	10,460.00	9.40	10.85	18.65
		Актива	53,800.00	52,741.00	56,099.00			
20	АГРОХИМ	Укупан приход	928,349.00	973,880.00	1,093,318.00	161.90	151.65	162.54
		Актива	573,401.00	642,209.00	672,656.00			
21	АРОМА 1990	Укупан приход	131,330.00	133,231.00	133,718.00	62.29	60.41	55.80
		Актива	210,847.00	220,555.00	239,637.00			
22	Бетон Плус	Укупан приход	378,383.00	632,414.00	753,183.00	293.99	139.49	156.99
		Актива	128,708.00	453,360.00	479,760.00			
23	Браћа Поповић д.о.о	Укупан приход	467,068.00	686,548.00	817,141.00	306.68	259.16	243.74
		Актива	152,300.00	264,909.00	335,251.00			
24	Верона - Мото	Укупан приход	609,829.00	624,145.00	535,696.00	331.37	270.61	233.48
		Актива	184,032.00	230,645.00	229,435.00			
25	Вива-92	Укупан приход	464,835.00	542,751.00	851,787.00	530.42	522.09	305.88
		Актива	87,635.00	103,958.00	278,473.00			
26	Вива В.С.	Укупан приход	165,683.00	170,761.00	230,348.00	361.15	247.22	272.27
		Актива	45,876.00	69,072.00	84,602.00			

27	Вива-03	Укупан приход	71,841.00	74,588.00	107,061.00	180.96	163.61	161.12
		Активa	39,700.00	45,588.00	66,449.00			
28	Вива Треф	Укупан приход	156,528.00	171,581.00	197,328.00	353.11	366.61	362.84
		Активa	44,328.00	46,802.00	54,384.00			
29	Врачар	Укупан приход	1,146,315.00	1,288,971.00	125,102.00	279.12	163.70	15.75
		Активa	410,686.00	787,420.00	794,146.00			
30	Градитељ НС	Укупан приход	803,156.00	1,174,285.00	1,397,162.00	172.56	145.93	143.56
		Активa	465,436.00	804,668.00	973,223.00			
31	Градитељ Инжењеринг УНИОН	Укупан приход	2,035.00	15,241.00	179,464.00	1.65	4.80	52.08
		Активa	123,563.00	317,259.00	344,567.00			
32	Галеб-Груп	Укупан приход	1,452,894.00	2,312,395.00	2,678,658.00	86.29	87.59	84.59
		Активa	1,683,717.00	2,639,967.00	3,166,746.00			
33	Стевановић Инвест - у стечају	Укупан приход	716,543.00	821,307.00	900,897.00	146.34	145.46	102.88
		Активa	489,628.00	564,621.00	875,705.00			
34	Гемакс	Укупан приход	3,450,374.00	3,886,238.00	4,089,511.00	116.27	114.71	105.69
		Активa	2,967,541.00	3,388,003.00	3,869,312.00			
35	Спектар	Укупан приход	173,833.00	164,188.00	198,703.00	81.70	83.53	90.98
		Активa	212,775.00	196,557.00	218,396.00			
36	Фрувита	Укупан приход	2,399,116.00	2,578.28	2,483.14	163.52	0.17	0.13
		Активa	1,467,181.00	1,522,431.00	1,957,216.00			
37	Компанија Колинг АД Београд	Укупан приход	334,991.00	279,688.00	854,606.00	34.57	27.22	51.91
		Активa	968,968.00	1,027,524.00	1,646,463.00			
38	Еуропен Груп д.о.о Београд	Укупан приход	522,873.00	579,245.00	909,138.00	21.99	22.68	34.65
		Активa	2,378,255.00	2,553,755.00	2,623,901.00			
39	Агропрогрес д.о.о Београд	Укупан приход	57,076.00	87,637.00	163,948.00	639.58	575.54	969.36
		Активa	8,924.00	15,227.00	16,913.00			
40	д.о.о Агропрогрес Јагодина	Укупан приход	12,914.00	4,320.00	19,147.00	484.58	121.59	471.14
		Активa	2,665.00	3,553.00	4,064.00			
41	Картекс д.о.о Београд	Укупан приход	312,065.00	362,545.00	355,503.00	139.90	136.12	120.39
		Активa	223,065.00	266,339.00	295,292.00			
42	ДПС Клас Београд	Укупан приход	58,972.00	138,259.00	241,296.00	230.74	274.55	181.21
		Активa	25,558.00	50,359.00	133,161.00			
43	Котленик - Промет	Укупан приход	518,725.00	594,768.00	759,373.00	127.64	136.28	154.61
		Активa	406,400.00	436,417.00	491,140.00			
44	Вујић Ваљево	Укупан приход	1,377,869.00	1,429,303.00	1,219,327.00	53.75	49.21	31.20
		Активa	2,563,682.00	2,904,331.00	3,907,485.00			
45	Минел Динамо	Укупан приход	156,600.00	211,702.00	597,464.00	129.72	155.20	79.30
		Активa	120,723.00	136,405.00	753,433.00			
46	Монтажа-Минел	Укупан приход	133,998.00	138,173.00	104,041.00	230.13	107.63	69.36
		Активa	58,227.00	128,380.00	150,001.00			
47	МК Груп	Укупан приход	10,901,404.00	11,083,191.00	6,128,485.00	121.06	110.88	58.52
		Активa	9,005,091.00	9,995,499.00	10,472,798.00			
48	Делта Холдинг	Укупан приход	101,213.00	93,961.00	328,679.00	141.30	127.93	101.60
		Активa	71,628.00	73,445.00	323,514.00			
49	Делта Макси	Укупан приход	31,801,644.00	45,760,679.00	62,025,693.00	148.66	131.09	124.76
		Активa	21,392,188.00	34,907,604.00	49,717,552.00			
50	Делта Спорт	Укупан приход	2,785,875.00	4,927,429.00	7,496,945.00	87.35	109.89	74.15
		Активa	3,189,402.00	4,483,785.00	10,111,020.00			
51	Морава Ин	Укупан приход	272,258.00	403,526.00	520,461.00	336.99	356.55	338.25
		Активa	80,792.00	113,176.00	153,870.00			
52	Матијевић	Укупан приход	5,153,959.00	6,945,487.00	8,990,763.00	184.09	152.62	164.27
		Активa	2,799,709.00	4,550,819.00	5,473,186.00			
53	СО Продукт	Укупан приход	245,212.00	377,710.00	428,560.00	194.09	226.50	247.04
		Активa	126,342.00	166,760.00	173,477.00			
54	Агро-продукт	Укупан приход	147,286.00	309,584.00	763,181.00	702.67	533.55	401.48
		Активa	20,961.00	58,023.00	190,091.00			

Графикон бр.22. Стопа удела укупног капитала у фирми активи мале дисперзије власништва у периоду од 2006.-2008.године

(%)



2. Фирме средње дисперзије власништва

2.1. Први параметар - стопа обавеза у финансирању предузећа

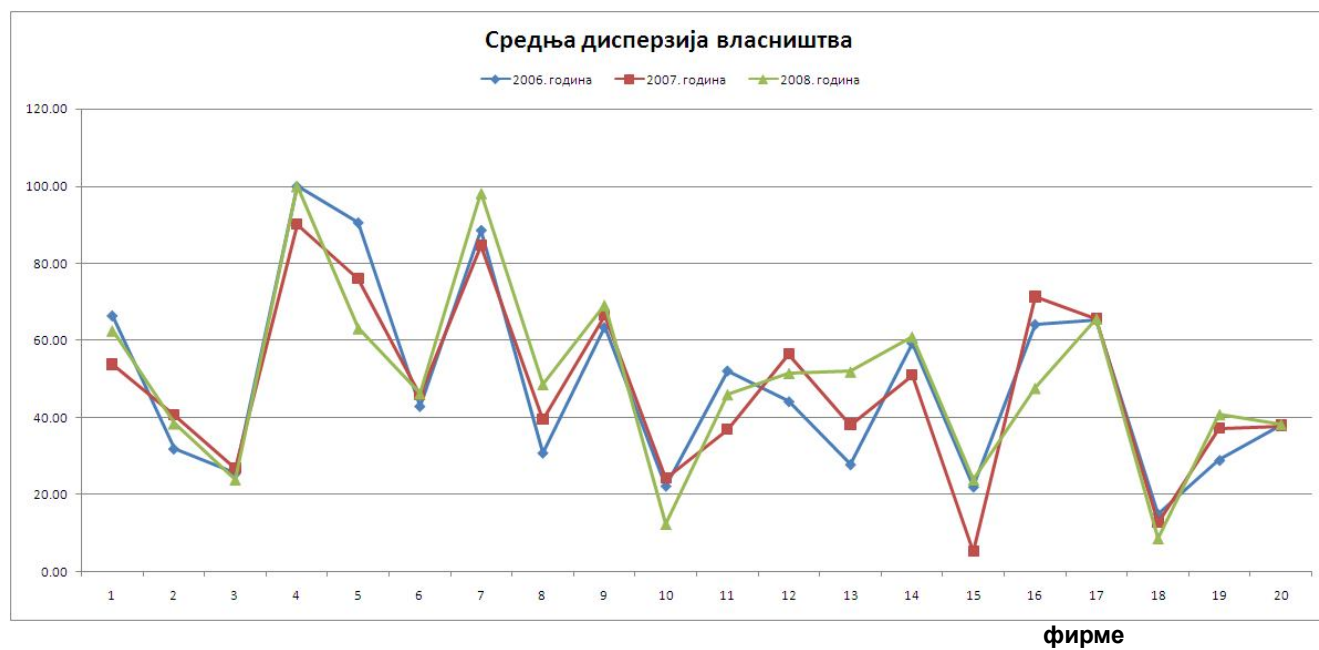
Табела бр.8

Средња дисперзија власништва

Редни број	Назив фирме	Категорија	Година			Стопа обавеза у финансирању предузећа		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
55	Агротехна	Дугорочне резерве и обавезе	22.31	16.31	27.07	66.49	53.74	62.51
		Укупна пасива	33.55	30.35	43.31			
56	Авекс	Дугорочне резерве и обавезе	107.290.00	150.608.00	150.613.00	31.95	40.63	38.41
		Укупна пасива	335.772.00	370.705.00	392.111.00			
57	Андријашевић	Дугорочне резерве и обавезе	51.940.00	65.026.00	56.829.00	25.50	26.81	23.89
		Укупна пасива	203.672.00	242.529.00	237.828.00			
58	ЛТХ д.о.о Београд	Дугорочне резерве и обавезе	163.959.00	109.135.00	84.796.00	100.00	90.10	100.00
		Укупна пасива	163.959.00	121.120.00	84.796.00			
59	Викториа Груп	Дугорочне резерве и обавезе	3.739.392.00	4.295.829.00	4.748.864.00	90.62	76.08	63.11
		Укупна пасива	4.126.293.00	5.646.717.00	7.524.234.00			
60	НИПД Напред АД Ваљево	Дугорочне резерве и обавезе	1.271.00	1.575.00	1.781.00	43.00	45.78	46.16
		Укупна пасива	2.956.00	3.440.00	3.858.00			
61	Лиги Дрогерија	Дугорочне резерве и обавезе	1.294.778.00	2.105.353.00	2.451.105.00	88.65	84.69	98.17
		Укупна пасива	1.460.608.00	2.485.936.00	2.496.869.00			
62	Стандард	Дугорочне резерве и обавезе	349.055.00	482.770.00	589.203.00	30.90	39.50	48.63
		Укупна пасива	1.129.581.00	1.222.306.00	1.211.608.00			
63	Житопродукт	Дугорочне резерве и обавезе	802.892.00	1.037.598.00	1.244.520.00	63.47	66.56	69.14
		Укупна пасива	1.265.072.00	1.558.803.00	1.799.884.00			
64	Житопродукт	Дугорочне резерве и обавезе	156.552.00	165.427.00	81.844.00	22.33	24.15	12.38
		Укупна пасива	701.028.00	684.888.00	661.351.00			
65	ВД Дунав АД Бачка Паланка	Дугорочне резерве и обавезе	65.219.00	42.031.00	71.052.00	52.19	36.87	45.96
		Укупна пасива	124.974.00	114.005.00	154.588.00			
66	Чока	Дугорочне резерве и обавезе	148.069.00	248.947.00	200.085.00	44.21	56.51	51.50
		Укупна пасива	334.897.00	440.565.00	388.523.00			
67	Колубара Инвест Градња	Дугорочне резерве и обавезе	124.890.00	230.222.00	298.665.00	27.89	38.19	51.88
		Укупна пасива	447.784.00	602.844.00	575.680.00			
68	Балкан-градња	Дугорочне резерве и обавезе	53.405.00	99.537.00	132.111.00	59.37	51.06	60.95
		Укупна пасива	89.953.00	194.952.00	216.764.00			
69	РР-Градитељ Експорт-Импорт	Дугорочне резерве и обавезе	8.774.00	2.951.00	10.605.00	22.08	5.30	23.86
		Укупна пасива	39.735.00	55.655.00	44.441.00			
70	Градитељ	Дугорочне резерве и обавезе	177.367.00	252.797.00	140.671.00	64.23	71.31	47.60
		Укупна пасива	276.155.00	354.506.00	295.555.00			
71	Градитељ	Дугорочне резерве и обавезе	534.970.00	610.146.00	632.899.00	65.27	65.74	65.64
		Укупна пасива	819.587.00	928.101.00	964.251.00			
72	Спектар	Дугорочне резерве и обавезе	181.116.00	180.759.00	140.496.00	15.01	12.80	8.60
		Укупна пасива	1.206.530.00	1.411.687.00	1.633.100.00			
73	Гранит-Пешчар	Дугорочне резерве и обавезе	110.392.00	135.405.00	159.737.00	28.99	37.22	40.78
		Укупна пасива	380.851.00	363.813.00	391.728.00			
74	Албус АД Нови Сад	Дугорочне резерве и обавезе	691.790.00	693.973.00	681.765.00	38.10	37.91	38.22
		Укупна пасива	1.815.648.00	1.830.776.00	1.783.767.00			

Графикон бр.23. Стопа удела у финансирању предузећа средње дисперзије власништва у периоду од 2006-2009.године

(%)



2.2. Други параметар - стопа повраћаја сопственог капитала

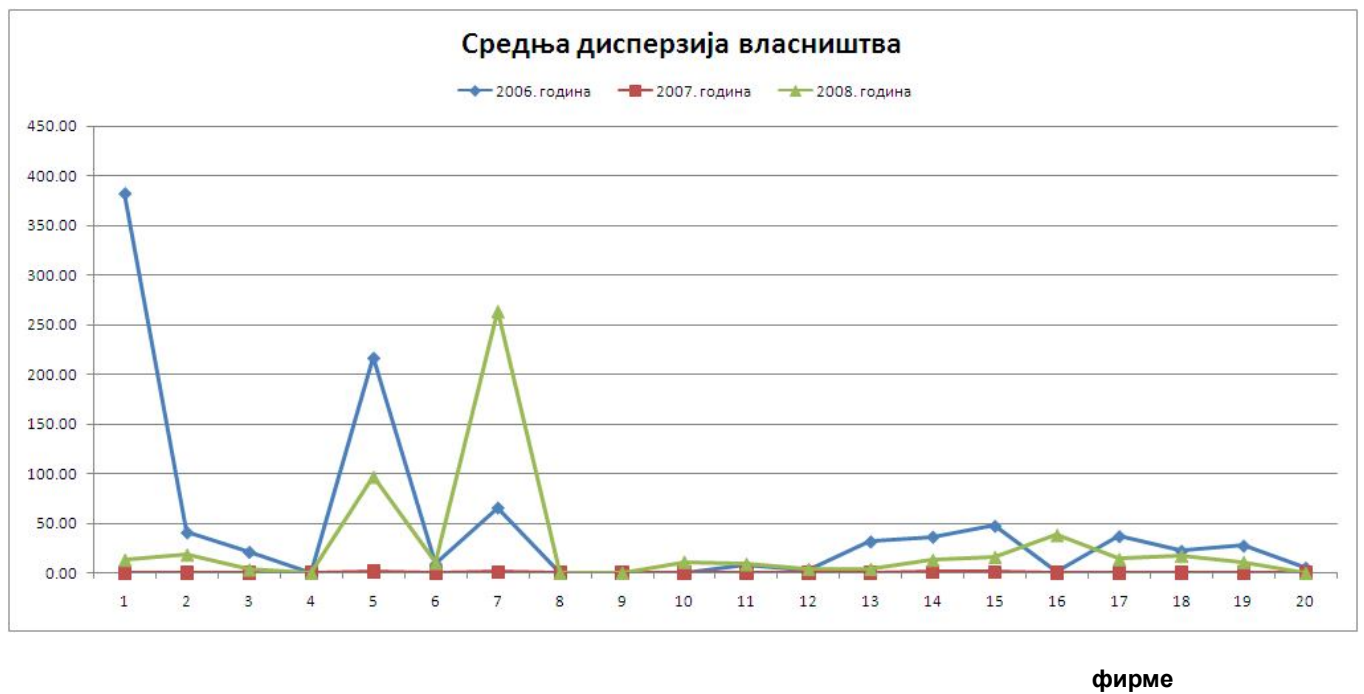
Табела бр.9.

2.2. Мањи број већих акционара

Редни број	Назив фирме	Категорија	Година			Стопа повраћаја сопственог капитала		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
55	Агротехна	Добитак	43	2.815	2.156	382.43	20.05	13.28
		Капитал	11.244	14.039	16.234			
56	Авекс	Добитак	93307	3852	44820	40.84	1.75	18.57
		Капитал	228482	220097	241381			
57	Андријашевић	Добитак	32079	19683	6445	21.14	11.09	3.56
		Капитал	151732	177503	180999			
58	ЛТХ д.о.о Београд	Добитак	-33033	258	-22819		2.15	
		Капитал	0	11985	0			
59	Викторија Груп	Добитак	838355	1978753	2688922	216.68	146.48	96.89
		Капитал	386901	1350888	2775370			
60	НИПД Напред АД Ваљево	Добитак	152	203	212	9.02	10.88	10.21
		Капитал	1685	1865	2077			
61	Лили Дрогерија	Добитак	109063	288745	117725	65.77	75.87	263.80
		Капитал	165830	380583	44627			
62	Стандард	Добитак	1967	-22304	-67979	0.25	-3.02	-10.97
		Капитал	780526	739536	619605			
63	Житопродукт	Добитак	-237740	-84783	1542	-51.44	-16.27	0.28
		Капитал	462180	521205	554915			
64	Житопродукт	Добитак	-25191	-11065	64597	-4.63	-2.13	11.15
		Капитал	544476	519461	579507			
65	ВД Дунав АД Бачка Паланка	Добитак	4422	11364	7214	7.40	15.79	9.00
		Капитал	59755	71974	80124			
66	Чока	Добитак	5875	10419	7595	3.14	5.44	4.03
		Капитал	186828	191618	188438			
67	Копубара Инвест Градња	Добитак	101959	58673	11110	31.58	15.75	4.01
		Капитал	322894	372622	276883			
68	Балкан-градња	Добитак	13291	72459	10935	36.37	75.94	13.12
		Капитал	36548	95415	83371			
69	РР-Градитељ Експорт-Импорт	Добитак	14661	42393	5437	47.35	80.44	16.07
		Капитал	30961	52704	33836			
70	Градитељ	Добитак	1355	2961	59279	1.37	2.91	38.27
		Капитал	98788	101709	154884			
71	Градитељ	Добитак	104974	47884	44514	36.88	15.06	13.99
		Капитал	284617	317955	318183			
72	Спектар	Добитак	227649	228082	255393	22.20	18.53	17.32
		Капитал	1025414	1230928	1474923			
73	Гранит-Пешчар	Добитак	74108	25103	25685	27.40	10.99	11.07
		Капитал	270459	228408	231991			
74	Албус АД Нови Сад	Добитак	58392	14739	-59825	5.20	1.30	-5.75
		Капитал	1123858	1136803	1040619			

Графикон бр.24. Стопа повраћаја сопственог капитала фирми средње дисперзије власништва у периоду од 2006. до 2009.године

(%)



2.3. Трећи параметар - стопа удела укупног прихода у активи

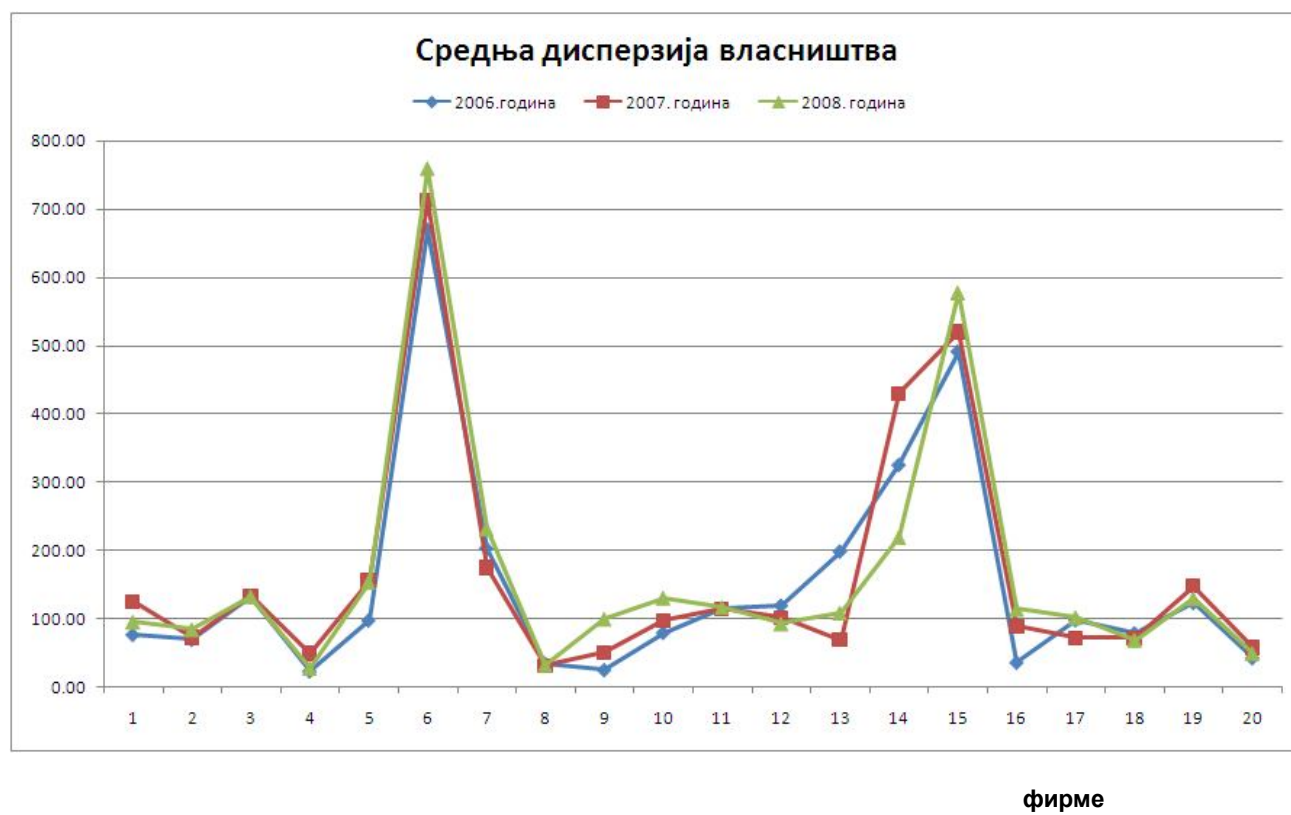
Табела бр. 10.

3.2. Мањи број већинских акционара

Редни број	Назив фирме	Категорија	Година			Стопа удела укупног прихода у активи		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
55	Агротехна	Укупан приход	25.70	38.10	41.64	76.60	125.52	96.16
		Активa	33.55	30.35	43.31			
56	Авекс	Укупан приход	232.836.00	269.000.00	333.310.00	69.34	72.56	85.00
		Активa	335.772.00	370.705.00	392.111.00			
57	Андријашевић	Укупан приход	269.663.00	323.703.00	317.553.00	132.40	133.47	133.52
		Активa	203.672.00	242.529.00	237.828.00			
58	ЛТХ д.о.о Београд	Укупан приход	37.894.00	59.654.00	23.955.00	23.11	49.25	28.25
		Активa	163.959.00	121.120.00	84.796.00			
59	Викториa Грyп	Укупан приход	4.024.668.00	8.786.026.00	11.629.305.00	97.54	155.60	154.56
		Активa	4.126.293.00	5.646.717.00	7.524.234.00			
60	НИПД Напред АД Ваљево	Укупан приход	19.807.00	24.512.00	29.299.00	670.06	712.56	759.43
		Активa	2.956.00	3.440.00	3.858.00			
61	Липи Дрогерија	Укупан приход	2.969.186.00	4.356.030.00	5.794.156.00	203.28	175.23	232.06
		Активa	1.460.608.00	2.485.936.00	2.496.869.00			
62	Стандард	Укупан приход	388.916.00	386.013.00	403.373.00	34.43	31.58	33.29
		Активa	1.129.581.00	1.222.306.00	1.211.608.00			
63	Житопродукт	Укупан приход	315.587.00	777.184.00	1.806.241.00	24.95	49.86	100.35
		Активa	1.205.072.00	1.558.803.00	1.799.884.00			
64	Житопродукт	Укупан приход	557.628.00	663.675.00	868.303.00	79.54	96.90	131.29
		Активa	701.028.00	684.888.00	661.351.00			
65	ВД Дунав АД Бачка Паланка	Укупан приход	144.936.00	129.910.00	181.011.00	115.97	113.95	117.09
		Активa	124.974.00	114.005.00	154.588.00			
66	Чока	Укупан приход	399.756.00	449.298.00	363.158.00	119.37	101.98	93.47
		Активa	334.897.00	440.565.00	388.523.00			
67	Копубара Инвест Градња	Укупан приход	890.034.00	415.332.00	628.807.00	198.76	68.90	109.23
		Активa	447.784.00	602.844.00	575.680.00			
68	Балкан-градња	Укупан приход	292.664.00	838.590.00	476.389.00	325.35	430.15	219.77
		Активa	89.953.00	194.952.00	216.764.00			
69	РР-Градитељ Експорт-Импорт	Укупан приход	195.289.00	289.486.00	256.739.00	491.48	520.14	577.71
		Активa	39.735.00	55.655.00	44.441.00			
70	Градитељ	Укупан приход	99.100.00	315.524.00	339.236.00	35.89	89.00	114.78
		Активa	276.155.00	354.506.00	295.555.00			
71	Градитељ	Укупан приход	803.567.00	671.439.00	990.074.00	98.05	72.35	102.68
		Активa	819.587.00	928.101.00	964.251.00			
72	Спектар	Укупан приход	952.283.00	1.003.923.00	1.138.159.00	78.93	71.12	69.69
		Активa	1.206.530.00	1.411.687.00	1.633.100.00			
73	Гранит-Пешчар	Укупан приход	469.790.00	537.620.00	509.958.00	123.35	147.77	130.18
		Активa	380.851.00	363.813.00	391.728.00			
74	Албус АД Нови Сад	Укупан приход	772.169.00	1.059.989.00	895.682.00	42.53	57.90	50.21
		Активa	1.815.648.00	1.830.776.00	1.783.767.00			

Графикон бр.25. Стопа удела укупног прихода у активи фирми средње дисперзије власништва у периоду од 2006. до 2009. године

(%)



3. Фирме велике дисперзије власништва

3.1. Први параметар – стопа обавеза у финансирању предузећа

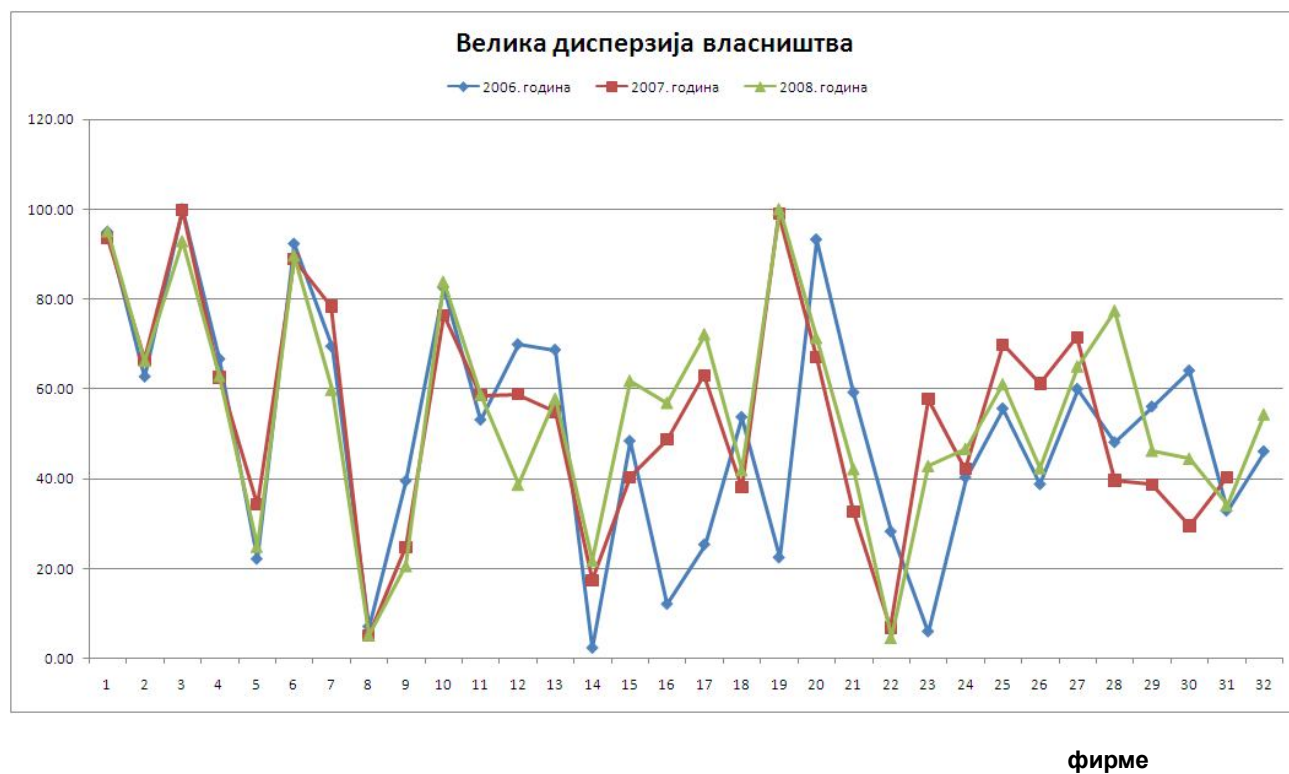
Табела бр.11.

1.3. Велика дисперзија власништва

Редни број	Назив фирме	Категорија	Година			Стопа обавеза у финансирању предузећа		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
75	Алпине	Дугорочне резерве и обавезе	3,180,891.00	4,863,990.00	6,871,655.00	94.96	93.47	95.05
		Укупна пасива	3,349,883.00	5,203,744.00	7,229,406.00			
76	Арома	Дугорочне резерве и обавезе	227,298.00	242,419.00	241,893.00	62.72	66.52	66.23
		Укупна пасива	362,408.00	364,448.00	365,246.00			
77	А.С.А. Еко	Дугорочне резерве и обавезе	4,130.00	120,458.00	427,388.00	100.00	99.71	92.87
		Укупна пасива	4,130.00	120,803.00	460,193.00			
78	АББ	Дугорочне резерве и обавезе	77,922.00	117,722.00	156,613.00	66.64	62.56	62.93
		Укупна пасива	116,932.00	188,180.00	248,852.00			
79	Авала-Ада	Дугорочне резерве и обавезе	636,149.00	1,137,614.00	949,061.00	22.14	34.22	24.93
		Укупна пасива	2,873,695.00	3,324,140.00	3,806,583.00			
80	Агроглобе	Дугорочне резерве и обавезе	1,495,466.00	3,224,495.00	4,322,749.00	92.29	88.87	89.72
		Укупна пасива	1,620,350.00	3,628,329.00	4,818,261.00			
81	Баново Брдо	Дугорочне резерве и обавезе	331,304.00	355,150.00	306,194.00	69.45	78.31	59.86
		Укупна пасива	477,014.00	453,531.00	511,506.00			
82	Генриц	Дугорочне резерве и обавезе	1,260.00	1,420.00	1,990.00	7.05	5.15	5.30
		Укупна пасива	17,861.00	27,557.00	37,525.00			
83	Вапи	Дугорочне резерве и обавезе	1,185,418.00	1,408,609.00	1,558,317.00	39.50	24.77	20.66
		Укупна пасива	3,001,199.00	5,685,922.00	7,541,489.00			
84	Велетабак	Дугорочне резерве и обавезе	1,224,625.00	1,548,769.00	1,804,951.00	82.63	76.35	83.85
		Укупна пасива	1,482,083.00	2,028,456.00	2,152,564.00			
85	Сигурност-Врачар	Дугорочне резерве и обавезе	62,955.00	79,642.00	80,670.00	53.09	58.56	58.77
		Укупна пасива	118,576.00	136,000.00	137,266.00			
86	Горење	Дугорочне резерве и обавезе	2,014,273.00	1,930,692.00	1,511,420.00	69.90	58.82	38.73
		Укупна пасива	2,881,563.00	3,282,510.00	3,902,342.00			
87	Горење	Дугорочне резерве и обавезе	1,539,209.00	1,182,450.00	1,633,029.00	68.68	54.93	57.84
		Укупна пасива	2,241,130.00	2,152,638.00	2,823,534.00			
88	Горење Тики	Дугорочне резерве и обавезе	7,648.00	201,725.00	311,817.00	2.34	17.38	21.81
		Укупна пасива	326,893.00	1,160,730.00	1,429,608.00			
89	Градитељ-Београд	Дугорочне резерве и обавезе	287,385.00	211,987.00	н.п.	48.40	40.36	
		Укупна пасива	593,718.00	525,253.00	н.п.			
90	Енергопроект Холдинг	Дугорочне резерве и обавезе	727,345.00	н.п.	5,790,873.00	12.10		01.84
		Укупна пасива	6,010,140.00	н.п.	9,364,716.00			
91	АБЦ Фуд	Дугорочне резерве и обавезе	259,424.00	716,938.00	1,031,799.00	25.34	48.71	56.95
		Укупна пасива	1,023,738.00	1,471,830.00	1,811,755.00			
92	Интеркомерц	Дугорочне резерве и обавезе	915,187.00	1,592,206.00	2,728,599.00	53.72	62.97	72.19
		Укупна пасива	1,703,738.00	2,528,326.00	3,779,640.00			
93	Вода Врњци	Дугорочне резерве и обавезе	259,690.00	579,006.00	689,697.00	22.45	38.06	41.97
		Укупна пасива	1,156,786.00	1,521,291.00	1,643,330.00			
94	д.о.о ЛЕС Суботица	Дугорочне резерве и обавезе	241,669.00	373,466.00	549,480.00	93.25	98.89	100.00
		Укупна пасива	259,166.00	377,663.00	549,480.00			
95	Мерцедес-Бенз Србија и Црна Гора	Дугорочне резерве и обавезе	1,551,852.00	3,332,928.00	4,287,622.00	59.19	67.05	71.38
		Укупна пасива	2,621,698.00	4,970,720.00	6,006,509.00			
96	Кока-кола Хеленик Ботлинг Компани	Дугорочне резерве и обавезе	2,012,936.00	2,695,121.00	4,218,381.00	28.25	32.57	42.21
		Укупна пасива	7,126,066.00	8,275,175.00	9,993,368.00			
97	МЕССЕР Техногас	Дугорочне резерве и обавезе	391,691.00	506,134.00	370,140.00	5.99	6.92	4.67
		Укупна пасива	6,541,984.00	7,309,522.00	7,919,317.00			
98	Авон Козметикс СЦГ	Дугорочне резерве и обавезе	205,379.00	160,419.00	139,028.00	40.31	57.75	42.88
		Укупна пасива	509,514.00	277,794.00	324,193.00			
99	Масел Груп	Дугорочне резерве и обавезе	33,401.00	н.п.	58,062.00	55.62		46.68
		Укупна пасива	60,049.00	н.п.	124,383.00			
100	АБС Минел Трафо	Дугорочне резерве и обавезе	397,735.00	463,064.00	1,029,420.00	38.77	42.15	61.08
		Укупна пасива	1,025,931.00	1,098,569.00	1,685,356.00			
101	Минел Котлоградња	Дугорочне резерве и обавезе	714,384.00	962,792.00	1,311,225.00	59.96	69.83	42.42
		Укупна пасива	1,191,518.00	1,378,726.00	3,091,290.00			
102	АБС Минел Трансформатори	Дугорочне резерве и обавезе	168,597.00	290,801.00	359,243.00	48.09	61.14	65.04
		Укупна пасива	350,553.00	475,644.00	552,366.00			
103	Напред АД Београд	Дугорочне резерве и обавезе	2,584,151.00	5,478,710.00	7,794,522.00	56.05	71.48	77.40
		Укупна пасива	4,610,577.00	7,664,601.00	10,070,166.00			
104	Нафтна Индустрија Србије	Дугорочне резерве и обавезе	167,059,168.00	65,922,464.00	78,732,968.00	64.06	39.58	46.25
		Укупна пасива	260,793,648.00	166,560,592.00	170,229,984.00			
105	Дунав Ауто	Дугорочне резерве и обавезе	30,900.00	35,789.00	46,277.00	32.86	38.65	44.54
		Укупна пасива	94,027.00	92,607.00	103,910.00			
106	Дунав Група Агрегати	Дугорочне резерве и обавезе		1,491,695.00	1,841,006.00		29.55	34.13
		Укупна пасива		5,047,343.00	5,393,892.00			
107	Агропрогрес АД Београд	Дугорочне резерве и обавезе	47,400.00	82,096.00	199,418.00	46.07	40.27	54.37
		Укупна пасива	102,879.00	203,858.00	366,784.00			

Графикон бр.26 Стопа обавеза у финансирању предузећа велике дисперзије власништва у периоду од 2006. до 2008.године

(%)



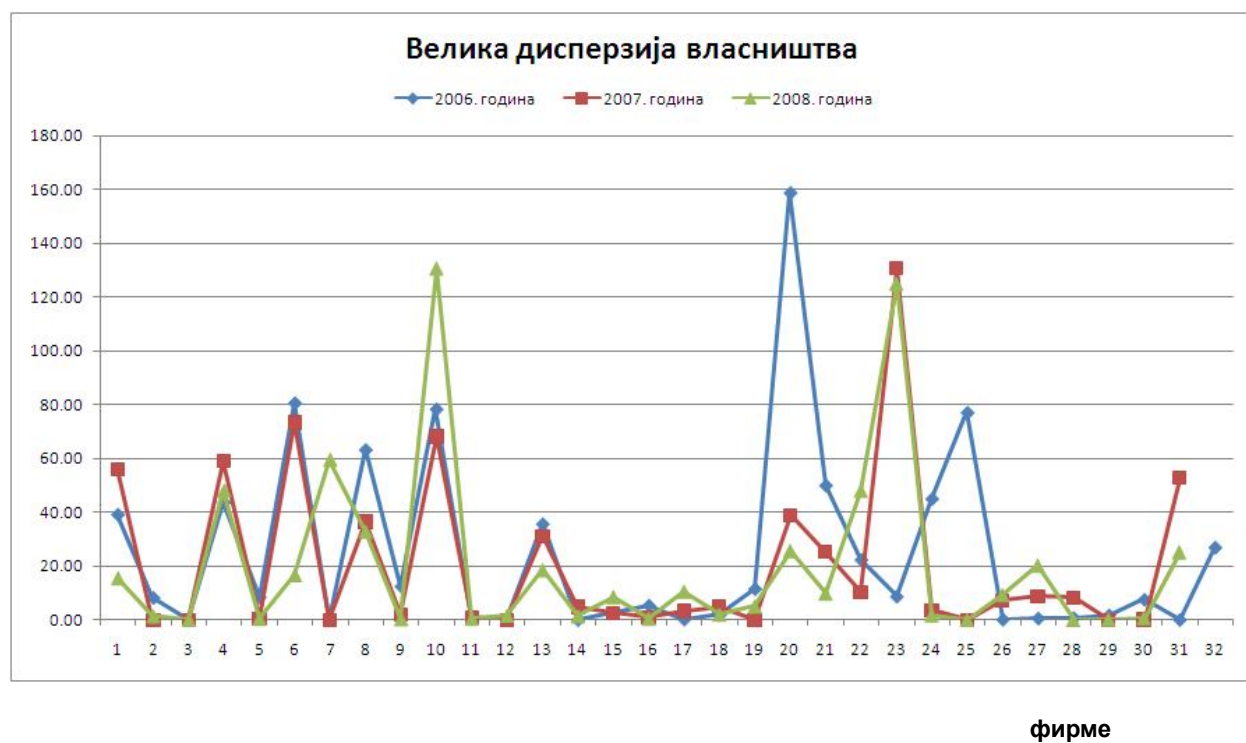
3.2. Други параметар – стопа повраћаја сопственог капитала
Табела бр.10.

2.3. Велика дисперзија власништва

Редни број	Назив фирме	Категорија	Година			Стопа повраћаја сопственог капитала		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
75	Алпине	Добитак	66209	190228	53180	39.18	55.99	15.53
		Капитал	168992	339754	342511			
76	Арома	Добитак	11085	-13622	1645	8.20	-11.16	1.33
		Капитал	135110	122029	123353			
77	А.С.А. Еко	Добитак	-2436	-7714	-71973		-2,235.94	-239.03
		Капитал	0	345	30110			
78	АББ	Добитак	17054	41524	44343	43.72	58.93	48.07
		Капитал	39010	70458	92239			
79	Авала-Ада	Добитак	189391	10772	13317	8.46	0.49	0.48
		Капитал	2237546	2186526	2796135			
80	Агроглобе	Добитак	100741	296215	79121	80.67	73.35	16.60
		Капитал	124884	403834	476614			
81	Баново Брдо	Добитак	-26794	-46956	120623	-18.39	-47.73	59.48
		Капитал	145710	98381	202801			
82	Генриц	Добитак	10499	9536	11668	63.24	36.48	32.84
		Капитал	16601	26137	35535			
83	Вали	Добитак	226513	78227	19712	12.47	1.83	0.33
		Капитал	1815781	4277313	5978213			
84	Велетабак	Добитак	201868	326438	453695	78.41	68.05	130.52
		Капитал	257458	479687	347613			
85	Сигурност-Врачар	Добитак	313	447	280	0.56	0.79	0.49
		Капитал	55621	56358	56596			
86	Горење	Добитак	-27756	-129320	37570	-3.20	-9.57	1.57
		Капитал	867290	1351818	2390922			
87	Горење	Добитак	250420	301240	219947	35.68	31.05	18.48
		Капитал	701921	970188	1190505			
88	Горење Тики	Добитак	-7264	46352	15166	-2.28	4.83	1.36
		Капитал	319245	959005	1117791			
89	Градитељ-Београд	Добитак	8340	7358	н.п.	2.72	2.35	
		Капитал	306333	313266	н.п.			
90	Енергопроект Холдинг	Добитак	285077	н.п.	493808	5.40		8.53
		Капитал	5282795	н.п.	5790873			
91	АБЦ Фуд	Добитак	1404	6183	3469	0.18	0.82	0.45
		Капитал	764314	754892	778433			
92	Интеркомерц	Добитак	14925	30727	108991	1.89	3.28	10.54
		Капитал	788551	936120	1034186			
93	Вода Врњци	Добитак	103351	46544	18592	11.52	4.94	1.95
		Капитал	897096	942285	953633			
94	д.о.о ЛЕС Суботица	Добитак	27803	-13300	-4954	158.90	-316.89	
		Капитал	17497	4197	0			
95	Мерцедес-Бенз Србија и Црна Гора	Добитак	535009	635227	85172	50.01	38.79	4.96
		Капитал	1069846	1637792	1718887			
96	Кока-кола Хеленик Ботлинг Компани	Добитак	1143226	1406081	1481010	22.36	25.20	25.65
		Капитал	5113130	5580054	5774987			
97	МЕССЕР Техногас	Добитак	533615	709191	740003	8.68	10.42	9.84
		Капитал	6150293	6803388	7523745			
98	Авон Козметикс СЦГ	Добитак	136971	153230	88853	45.04	130.55	47.99
		Капитал	304135	117375	185165			
99	Масел Груп	Добитак	20553	н.п.	82796	77.13		124.84
		Капитал	26648	н.п.	66321			
100	АБС Минел Трафо	Добитак	880	22378	10759	0.14	3.52	1.70
		Капитал	628196	635505	632360			
101	Минел Котлоградња	Добитак	2708	320	5	0.57	0.08	0.00
		Капитал	477134	415934	1780065			
102	АБС Минел Трансформатори	Добитак	1295	13463	17895	0.71	7.28	9.27
		Капитал	181956	184843	193123			
103	Напред АД Београд	Добитак	34949	188250	457464	1.72	8.61	20.15
		Капитал	2026426	2185891	2270119			
104	Нафтна Индустија Србије	Добитак	7098970	8370676	-3782111	7.57	8.32	-4.13
		Капитал	93734488	100638120	91497008			
105	Дунав Ауто	Добитак	-8759	-5598	105	-13.88	-9.85	0.18
		Капитал	63127	56818	56956			
106	Дунав Група Агрегати	Добитак		5480	25375		0.16	0.71
		Капитал		3529819	3552886			
107	Агропрогрес АД Београд	Добитак	14952	64241	42082	26.95	52.76	25.14
		Капитал	55479	121762	167366			

Графикон бр.27. Стопа повраћаја сопственог капитала фирми велике дисперзије власништва од 2007. до 2008.године

(%)



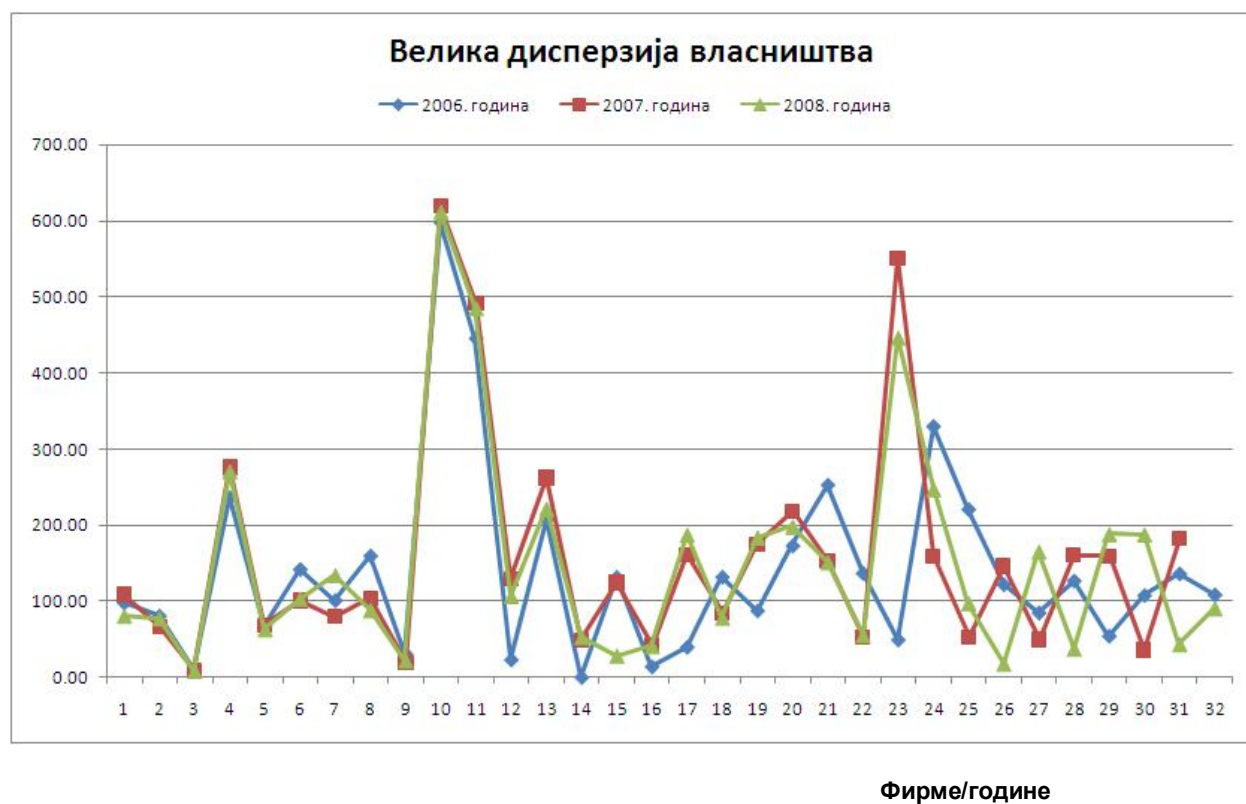
3.3. Трећи параметар – стопа удела укупног прихода у активи –Табела бр.12

3.3. Велика дисперзија власништва

Редни број	Назив фирме	Категорија	Година			Стопа удела укупног прихода у активи		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
75	Алине	Укупан приход	3,288,548.00	5,664,698.00	5,844,800.00	98.17	108.86	80.85
		Актива	3,349,883.00	5,203,744.00	7,229,406.00			
76	Арома	Укупан приход	293,556.00	241,368.00	283,279.00	81.00	66.23	77.56
		Актива	362,408.00	364,448.00	365,246.00			
77	А.С.А. Еко	Укупан приход	423.00	12,059.00	37,033.00	10.24	9.98	8.05
		Актива	4,130.00	120,803.00	460,193.00			
78	АББ	Укупан приход	276,084.00	519,848.00	673,726.00	236.11	276.25	270.73
		Актива	116,932.00	188,180.00	248,852.00			
79	Авала-Ада	Укупан приход	1,942,701.00	2,280,663.00	2,395,210.00	67.60	68.61	62.92
		Актива	2,873,695.00	3,324,140.00	3,806,583.00			
80	Агроглобе	Укупан приход	2,304,971.00	3,661,059.00	4,979,357.00	142.25	100.90	103.34
		Актива	1,620,350.00	3,628,329.00	4,818,261.00			
81	Баново брдо	Укупан приход	484,095.00	362,921.00	686,286.00	101.48	80.02	134.17
		Актива	477,014.00	453,531.00	511,506.00			
82	Генриц	Укупан приход	28,571.00	28,668.00	33,098.00	159.96	104.03	88.20
		Актива	17,861.00	27,557.00	37,525.00			
83	Вали	Укупан приход	946,675.00	1,114,623.00	1,644,328.00	31.54	19.60	21.80
		Актива	3,001,199.00	5,685,922.00	7,541,489.00			
84	Велетабак	Укупан приход	8,848,589.00	12,570,026.00	13,176,913.00	597.04	619.68	612.15
		Актива	1,482,083.00	2,028,456.00	2,152,564.00			
85	Сигурност-Врачар	Укупан приход	527,722.00	669,178.00	666,474.00	445.05	492.04	485.53
		Актива	118,576.00	136,000.00	137,266.00			
86	Горење	Укупан приход	681,025.00	4,258,374.00	4,166,290.00	23.63	129.73	106.76
		Актива	2,881,563.00	3,282,510.00	3,902,342.00			
87	Горење	Укупан приход	4,648,721.00	5,649,598.00	6,259,765.00	207.43	262.45	221.70
		Актива	2,241,130.00	2,152,638.00	2,823,534.00			
88	Горење Тики	Укупан приход	2,099.00	571,442.00	753,379.00	0.64	49.23	52.70
		Актива	326,893.00	1,160,730.00	1,429,608.00			
89	Градитељ Београд	Укупан приход	782,509.00	656,834.00	н.п.	131.80	125.05	
		Актива	593,718.00	525,253.00	н.п.			
90	Енергопроект Холдинг	Укупан приход	870,102.00	н.п.	2,001,402.00	14.58		28.42
		Актива	6,010,140.00	н.п.	9,364,716.00			
91	АБЦ Фуд	Укупан приход	411,955.00	622,789.00	741,651.00	40.24	42.31	40.94
		Актива	1,023,738.00	1,471,830.00	1,811,755.00			
92	Интеркомерц	Укупан приход	2,253,168.00	4,084,924.00	7,080,844.00	132.25	161.57	187.34
		Актива	1,703,738.00	2,528,326.00	3,779,640.00			
93	Вода Врњци	Укупан приход	1,017,426.00	1,288,944.00	1,284,200.00	87.95	84.73	78.15
		Актива	1,156,786.00	1,521,291.00	1,643,330.00			
94	д.о.о ЛЕС Суботица	Укупан приход	448,494.00	661,864.00	1,009,674.00	173.05	175.25	183.75
		Актива	259,166.00	377,663.00	549,480.00			
95	Мерcedes-Бенз Србија и Црна Гора	Укупан приход	6,631,533.00	10,869,334.00	11,897,749.00	252.95	218.67	198.08
		Актива	2,621,698.00	4,970,720.00	6,006,509.00			
96	Кока-кола Хеленик Ботлинг Компани	Укупан приход	9,781,650.00	12,675,931.00	15,121,644.00	137.27	153.18	151.32
		Актива	7,126,066.00	8,275,175.00	9,993,368.00			
97	МЕССЕР Техногас	Укупан приход	3,260,575.00	3,880,982.00	4,380,899.00	49.84	53.09	55.32
		Актива	6,541,984.00	7,309,522.00	7,919,317.00			
98	Авон Козметикс СЦГ	Укупан приход	1,679,607.00	1,532,481.00	1,447,015.00	329.65	551.66	446.34
		Актива	509,514.00	277,794.00	324,193.00			
99	Масел Груп	Укупан приход	132,672.00	н.п.	307,632.00	220.94		247.33
		Актива	60,049.00	н.п.	124,383.00			
100	АБС Минел Трафо	Укупан приход	1,254,431.00	1,748,697.00	1,638,526.00	122.27	159.18	97.22
		Актива	1,025,931.00	1,098,569.00	1,685,356.00			
101	Минел Котлоградња	Укупан приход	1,014,651.00	736,384.00	542,250.00	85.16	53.41	17.54
		Актива	1,191,518.00	1,378,726.00	3,091,290.00			
102	АБС Минел Трансформатори	Укупан приход	445,914.00	698,031.00	912,364.00	127.20	146.75	165.17
		Актива	350,553.00	475,644.00	552,366.00			
103	Напред АД Београд	Укупан приход	2,524,556.00	3,820,943.00	3,766,547.00	54.76	49.85	37.40
		Актива	4,610,577.00	7,664,601.00	10,070,166.00			
104	Нафтна Индустија Србије	Укупан приход	281,871,215.00	267,725,860.00	320,249,990.00	108.08	160.74	188.13
		Актива	260,793,648.00	166,560,592.00	170,229,968.00			
105	Дунав Ауто	Укупан приход	128,384.00	147,577.00	194,837.00	136.54	159.36	187.51
		Актива	94,027.00	92,607.00	103,910.00			
106	Дунав Група Агрегати	Укупан приход		1,818,431.00	2,337,036.00		36.03	43.33
		Актива		5,047,343.00	5,393,892.00			
107	Агропрогрес АД Београд	Укупан приход	112,004.00	374,171.00	332,848.00	108.87	183.54	90.75
		Актива	102,879.00	203,858.00	366,784.00			

Графикон бр. 28. Стопа удела укупног прихода у активи фирми са великом дисперзијом власништва у периоду од 2006. ди 2008.године

(%)



Табеле бр. 13.-20.

Мала дисперзија власништва - 2007. година

Редни број	Назив фирме	Стопа обавеза у финансијама предузећа
1	Вива-92	0.06
2	АРОМА 1990	12.8
3	Галерб-Груп	24.15
4	Гранит Инвест	26.81
5	Матијевић	36.87
6	Жито Дунав	37.22
7	Дигитал Принтинг Центер	37.91
8	Картекс д.о.о Београд	38.19
9	Морава Ин	39.5
10	Монтажа-Минел	40.63
11	Минел Динамо	45.78
12	Агроопрема-Свилајнац	51.06
13	Компанија Колинг АД Београд	53.74
14	Еко Графо Дуга	56.51
15	Златиборац	64.74
16	АГРОХИМ	66.56
17	Трудбеник Градња	71.31
18	Градитељ Инжењеринг УНИОН	76.08
19	Котленик-Промет	84.69
20	Фрувита	90.1

Мала дисперзија власништва - 2008. година

Редни број	Назив фирме	Стопа обавеза у финансијама предузећа
1	АРОМА 1990	9.22
2	Еуропен Груп д.о.о Београд	14.25
3	Агропрогрес д.о.о Лозница	25.52
4	Матијевић	26.33
5	Градитељ Инжењеринг УНИОН	39.89
6	Морава Ин	42.32
7	Картекс д.о.о Београд	48.87
8	Монтажа-Минел	52.21
9	АГРОХИМ	53.21
10	Гранит Инвест	54.12
11	Делта Холдинг	55.15
12	Агроопрема-Свилајнац	58.91
13	Еко Графо Дуга	65.15
14	Компанија Колинг АД Београд	75.21
15	Жито Дунав	79.98
16	Дигитал Принтинг Центер	79.32
17	Минел Динамо	81.23
18	ИНГРАП-Градитељ	83.25
19	Бетон Плус	87.22
20	Босис д.о.о Ваљево	88.99

Мањи број већинских акционара - 2006. година

Редни број	Назив фирме	Стопа обавеза у финансијама предузећа
1	Спектар	15.01
2	РР-Градитељ Експорт-Импорт	22.08
3	Житопродукт	22.33
4	Андријашевић	25.50
5	Колубара Инвест Градња	27.89
6	Гранит-Пешчар	28.99
7	Стандард	30.90
8	Авекс	31.95
9	Албус АД Нови Сад	32.33
10	НИПД Напред АД Ваљево	33.21
11	Чока	34.21
12	ВД Дунав АД Бачка Паланка	34.42
13	Балкан-градња	35.25
14	Житопродукт	35.78
15	Градитељ	36.75
16	Градитељ	37.78
17	Агротехна	39.45
18	Лили Дрогерија	41.45
19	Викторија Груп	42.51
20	ЛТХ д.о.о Београд	44.78

Мањи број већинских акционара - 2007. година

Редни број	Назив фирме	Стопа обавеза у финансијама предузећа
1	РР-Градитељ Експорт-Импорт	5.30
2	Спектар	10.80
3	Житопродукт	15.42
4	Андријашевић	18.50
5	ВД Дунав АД Бачка Паланка	19.90
6	Гранит-Пешчар	22.25
7	Албус АД Нови Сад	29.98
8	Колубара Инвест Градња	33.34
9	Стандард	34.25
10	Авекс	36.45
11	НИПД Напред АД Ваљево	38.91
12	Балкан-градња	41.22
13	Агротехна	43.21
14	Чока	44.35
15	Градитељ	49.21
16	Житопродукт	54.11
17	Градитељ	58.91
18	Викторија Груп	66.08
19	Лили Дрогерија	74.09
20	ЛТХ д.о.о Београд	80.21

Мањи број већинских акционара - 2008. година

Редни број	Назив фирме	Стопа обавеза у финансијама предузећа
1	Спектар	8.60
2	Житопродукт	12.38
3	РР-Градитељ Експорт-Импорт	23.86
4	Андријашевић	23.89
5	Албус АД Нови Сад	38.22
6	Авекс	38.41
7	Гранит-Пешчар	40.78
8	ВД Дунав АД Бачка Паланка	45.96
9	НИПД Напред АД Ваљево	46.16
10	Градитељ	47.60
11	Стандард	48.63
12	Чока	51.50
13	Колубара Инвест Градња	51.88
14	Балкан-градња	60.95
15	Агротехна	62.51
16	Викторија Груп	63.11
17	Градитељ	65.64
18	Житопродукт	66.45
19	Лили Дрогерија	67.78

Велика дисперзија власништва - 2006. година

Редни број	Назив фирме	Стопа обавеза у финансијама предузећа
1	Горење Тики	2.34
2	МЕССЕР Техногас	5.99
3	Генриц	7.05
4	Енергопројект Холдинг	12.10
5	Авала-Ада	22.14
6	Вода Врњци	22.45
7	АБЦ Фуд	25.34
8	Ка-кола Хеленик Ботлинг Компани	26.22
9	Дунав Ауто	28.21
10	АБС Минел Трафо	31.21
11	Вали	32.36
12	Авон Козметикс СЦГ	33.21
13	АБС Минел Трансформатори	34.12
14	Градитељ-Београд	34.74
15	Сигурност-Врачар	35.12
16	Интеркомерц	36.00
17	Масел Груп	36.03
18	Напред АД Београд	38.42
19	Мерцедес-Бенз Србија и Црна Гора	40.12
20	Минел Котлоградња	42.24

Велика дисперзија власништва - 2007. година

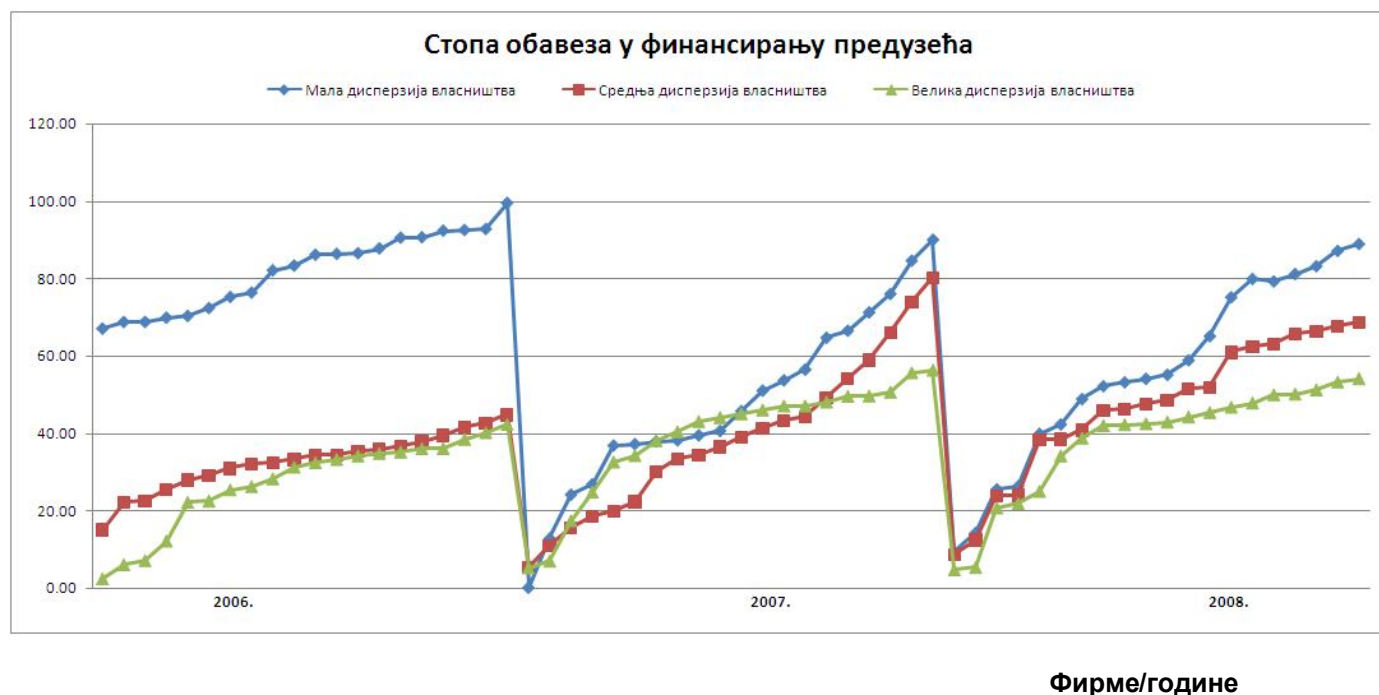
Редни број	Назив фирме	Стопа обавеза у финансијама предузећа
1	Генриц	5.15
2	МЕССЕР Техногас	6.92
3	Горење Тики	17.38
4	Вали	24.77
5	Јака-кола Хеленик Ботлинг Компани	32.57
6	Авала-Ада	34.22
7	Вода Врњци	38.06
8	Градитељ-Београд	40.36
9	АБЦ Фуд	43.01
10	Горење	44.02
11	Авон Козметикс СЦГ	45.01
12	Сигурност-Врачар	46.00
13	Горење	47.02
14	АББ	47.03
15	Арома	48.03
16	Велетабак	49.52
17	Баново Брдо	49.60
18	Агроглобе	50.60
19	Алпине	55.60
20	А.С.А. Еко	56.30

Велика дисперзија власништва - 2008. година

Редни број	Назив фирме	Стопа обавеза у финансијама предузећа
1	МЕССЕР Техногас	4.67
2	Генриц	5.30
3	Вали	20.66
4	Горење Тики	21.81
5	Авала-Ада	24.93
6	Дунав Група Агрегати	34.13
7	Горење	38.73
8	Вода Врњци	41.97
9	Ка-кола Хеленик Ботлинг Компани	42.21
10	Минел Котлоградња	42.42
11	Авон Козметикс СЦГ	42.88
12	Горење	44.20
13	Сигурност-Врачар	45.30
14	Баново Брдо	46.70
15	АББ	47.80
16	Арома	49.90
17	Велетабак	50.10
18	Агроглобе	51.20
19	А.С.А. Еко	53.20
20	Алпине	54.10

Графикон бр.29 Кретање стопе обавезе у финансирању предузећа мале, средње и велике дисперзије власништва у периоду од 2006. до 2008.године

(%)



Табеле бр.21-29. Стопа повраћаја сопственог капитала фирми мале, средње и велике дисперзије власништва у периоду од 2006. до 2008.године

Мала дисперзија власништва - 2006. година

Редни број	Назив фирме	Стопа повраћаја сопственог капитала
1	Трудбеник Градња	0.00
2	Агроопрема - Свилајнац	0.00
3	Врачар	0.06
4	Спектар	0.39
5	Еуропен Груп д.о.о	0.41
6	Градитељ Инжењеринг УНИОН	0.42
7	Компанија Колинг АД Београд	0.59
8	д.о.о Агропрогрес Јагодина	4.09
9	Еко Графо Дуга	5.16
10	ИНГРАП-Градитељ	6.40
11	Вујић Ваљево	8.42
12	АРОМА 1990	9.86
13	Жито Дунав	9.93
14	Машинац	9.96
15	Графо НИН	10.53
16	Босис д.о.о Ваљево	13.01
17	Минел Динамо	13.79
18	Котленик - Промет	13.84
19	Браћа Поповић д.о.о	14.45
20	Агропрогрес д.о.о Лозница	15.21

Мала дисперзија власништва - 2007. година

Редни број	Назив фирме	Стопа повраћаја сопственог капитала
1	Трудбеник Градња	0.00
2	Агроопрема - Свилајнац	0.00
3	Градитељ Инжењеринг УНИОН	0.38
4	Еуропен Груп д.о.о	0.41
5	Спектар	0.49
6	Компанија Колинг АД Београд	1.25
7	Жито Дунав	2.44
8	Еко Графо Дуга	3.30
9	Котленик - Промет	3.52
10	АРОМА 1990	5.90
11	Графо НИН	6.31
12	Делта Макси	10.08
13	Галеб-Груп	11.16
14	д.о.о Агропрогрес Јагодина	11.49
15	Вујић Ваљево	11.65
16	Минел Динамо	11.96
17	Босис д.о.о Ваљево	14.93
18	СО Продукт	15.26
19	Врачар	16.42
20	Машинац	19.05

Мала дисперзија власништва - 2008. година

Редни број	Назив фирме	Стопа повраћаја сопственог капитала
1	Графо НИН	0.00
2	Графо НИН Траде	0.00
3	Трудбеник Градња	0.00
4	Фрувита	0.00
5	Монтажа-Минел	0.02
6	Еуропен Груп д.о.о Београд	0.04
7	Компанија Колинг АД Београд	1.39
8	Агроопрема - Свилајнац	1.41
9	Врачар	1.72
10	МК Груп	2.25
11	Вујић Ваљево	2.61
12	Еко Графо Дуга	2.78
13	Делта Спорт	3.08
14	Котленик-Промет	4.91
15	Инвеј	6.36
16	Гранит Инвест	7.70
17	АРОМА 1990	7.81
18	Спектар	9.25
19	д.о.о Агропрогрес Јагодина	10.32
20	Босис д.о.о Ваљево	11.10

Средња дисперзија власништва - 2006. година

Редни број	Назив фирме	Стопа повраћаја сопственог капитала
1	Житопродукт	0.00
2	Житопродукт	0.00
3	Стандард	0.25
4	Градитељ	1.37
5	Чока	3.14
6	Албус АД Нови Сад	5.20
7	ВД Дунав АД Бачка Паланка	7.40
8	НИПД Напред АД Ваљево	9.02
9	Андријашевић	12.61
10	Спектар	14.65
11	Гранит-Пешчар	15.64
12	Колубара Инвест Градња	17.84
13	Балкан-градња	18.98
14	Градитељ	21.26
15	Авекс	25.45
16	РР-Градитељ Експорт-Импорт	27.98
17	Лили Дрогерија	29.98
18	Викторија Груп	35.45
19	Агротехна	35.98

Средња дисперзија власништва - 2007. година

Редни број	Назив фирме	Стопа повраћаја сопственог капитала
1	Стандард	0.00
2	Житопродукт	0.00
3	Житопродукт	0.00
4	Албус АД Нови Сад	1.30
5	Авекс	1.75
6	ЛТХ д.о.о Београд	2.15
7	Градитељ	2.91
8	Чока	5.44
9	НИПД Напред АД Ваљево	10.88
10	Гранит-Пешчар	10.99
11	Андријашевић	11.09
12	Градитељ	15.06
13	Колубара Инвест Градња	15.75
14	ВД Дунав АД Бачка Паланка	15.79
15	Спектар	18.53
16	Агротехна	20.05
17	Лили Дрогерија	25.61
18	Балкан-градња	32.12
19	РР-Градитељ Експорт-Инпорт	34.51
20	Викторија Груп	36.78

Средња дисперзија власништва - 2008. година

Редни број	Назив фирме	Стопа повраћаја сопственог капитала
1	Стандард	0.00
2	Албус АД Нови Сад	0.00
3	Житопродукт	0.28
4	Андријашевић	3.56
5	Колубара Инвест Градња	4.01
6	Чока	4.03
7	ВД Дунав АД Бачка Паланка	9.00
8	НИПД Напред АД Ваљево	10.21
9	Гранит-Пешчар	11.07
10	Житопродукт	11.15
11	Балкан-градња	13.12
12	Агротехна	13.28
13	Градитељ	13.99
14	РР-Градитељ Експорт-Импорт	16.07
15	Спектар	17.32
16	Авекс	18.57
17	Градитељ	21.26
18	Викторија Груп	24.56
19	Лили Дрогерија	33.45

Велика дисперзија власништва - 2006. година

Редни број	Назив фирме	Стопа повраћаја сопственог капитала
1	Баново Брдо	1.15
2	Горење	2.47
3	Горење Тики	3.14
4	Дунав Ауто	4.18
5	АБС Минел Трафо	14.58
6	АБЦ Фуд	15.18
7	Сигурност-Врачар	18.54
8	Минел Котлоградња	19.45
9	АБС Минел Трансформатори	21.32
10	Напред АД Београд	23.32
11	Интеркомерц	24.56
12	Градитељ-Београд	26.57
13	Енергопројект Холдинг	32.14
14	Нафтна Индустрија Србије	33.45
15	Арома	35.64
16	Авала-Ада	36.48
17	МЕССЕР Техногас	39.15
18	Вода Врњци	42.54
19	Вали	44.59
20	Алпине	49.98

Велика дисперзија власништва - 2007. године

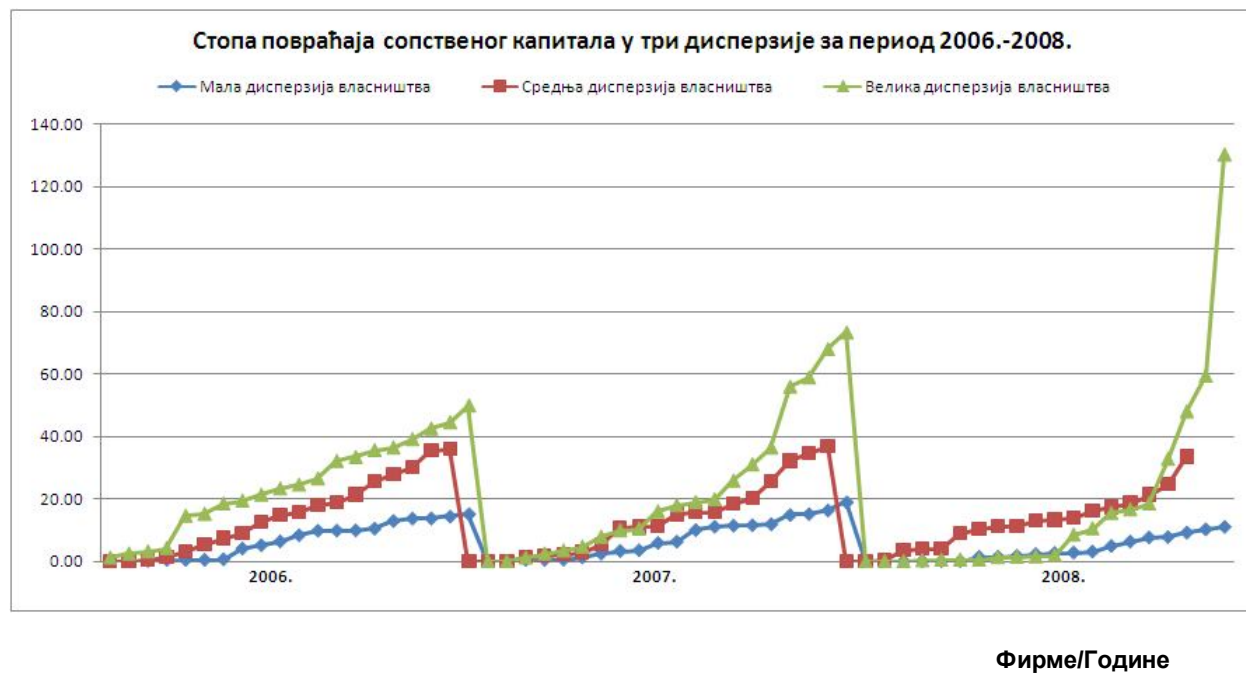
Редни број	Назив фирме	Стопа повраћаја сопственог капитала
1	Арома	0.00
2	А.С.А Еко	0.00
3	Баново Брдо	1.15
4	Горење	2.45
5	д.о.о ЛЕС Суботица	3.46
6	Авала-Ада	4.65
7	Сигурност-Врачар	7.87
8	АБЦ Фуд	9.87
9	Вали	10.45
10	Градитељ-Београд	15.98
11	Интеркомерц	17.95
12	Горење Тики	18.98
13	Вода Врњци	19.87
14	МЕССЕР Техногас	25.87
15	Горење	31.05
17	Генриц	36.48
18	Алпине	55.99
19	АББ	58.93
20	Велетабак	68.05
21	Агроглобе	73.35

Велика дисперзија власништва - 2008. година

Редни број	Назив фирме	Стопа повраћаја сопственог капитала
1	А.С.А. Еко	0.00
2	Нафтна Индустрија Србије	0.00
3	Минел Котлоградња	0.00
4	Вали	0.33
5	АБЦ Фуд	0.45
6	Авала-Ада	0.48
7	Сигурност-Врачар	0.49
8	Арома	1.33
9	Горење Тики	1.36
10	Горење	1.57
11	Вода Врњци	1.95
12	Енергопројект Холдинг	8.53
13	Интеркомерц	10.54
14	Алпине	15.53
16	Агроглобе	16.60
17	Горење	18.48
18	Генриц	32.84
19	АББ	48.07
21	Баново Брдо	59.48
22	Велетабак	130.52

Графикон бр.30. Кретање стопе повраћаја сопственог капитала фирми све три дисперзије власништва у периоду од 2006. до 2008.године

(%)



Табеле 30-38. Стопа удела укупног прихода у активи све три дисперзије валсништва у периоду од 2006. до 2008.године

Мала дисперзија власништва - 2006. година

Редни број	Назив фирме	Стопа удела укупног прихода у активи
1	Градитељ Инжењеринг УНИОН	1.65
2	Гранит Инвест	7.90
3	Агроопрема - Свилајнац	9.40
4	Еуропен Груп д.о.о Београд	21.99
5	Трудбеник Градња	27.80
6	Инвеј	33.92
7	Компанија Колинг АД Београд	34.57
8	Империл Градња	52.22
9	Вујић Ваљево	53.75
10	АРОМА 1990	62.29
11	Машинац	62.58
12	Жито Дунав	70.63
13	Концерн Фармаком М.Б.	73.07
14	Спектар	81.70
15	Галеб-Груп	86.29
16	Делта Спорт	87.35
17	ДАК д.о.о Беочин	97.77
18	Дигитал Принтинг Центер	107.85
19	Гемакс	116.27
20	МК Груп	121.06

Мала дисперзија власништва - 2007. година

Редни број	Назив фирме	Стопа удела укупног прихода у активи
1	Фрувита	0.17
2	Градитељ Инжењеринг УНИОН	4.80
3	Агроопрема - Свилајнац	10.85
4	Жито Дунав	16.67
5	Еуропен Груп д.о.о Београд	22.68
6	Компанија Колинг АД Београд	27.22
7	Инвеј	33.24
8	Трудбеник Градња	33.45
9	Машинац	45.09
10	Вујић Ваљево	49.21
11	Радикс	52.04
12	АРОМА 1990	60.41
13	Концерн Фармаком М.Б.	66.14
14	Импераил Градња	75.58
15	Спектар	83.53
16	Гранит Инвест	84.75
17	Галеб-Груп	87.59
18	Еко Графо Дуга	98.12
19	Монтажа-Минел	107.63
20	Делта Спорт	109.89

Мала дисперзија власништва - 2008. година

Редни број	Назив фирме	Стопа удела укупног прихода у активи
1	Фрувита	0.13
2	Врачар	15.75
3	Агроопрема - Свилајнац	18.65
4	Вујић Ваљево	31.20
5	Еуропен Груп д.о.о Београд	34.65
6	Жито Дунав	37.71
7	Трудбеник Градња	41.25
8	Машинац	43.50
9	Компанија Колинг АД Београд	51.91
10	Градитељ Инжењеринг УНИОН	52.08
11	Радикс	54.79
12	Гранит Инвест	54.80
13	АРОМА 1990	55.80
14	Еко Графо Дуга	56.59
15	МК Груп	58.52
16	Инвеј	60.73
17	Концерн Фармаком М.Б.	64.14
18	Монтажа-Минел	69.36
19	Делта Спорт	74.15
20	Имperiал Градња	77.83

Средња дисперзија власништва - 2006. година

Редни број	Назив фирме	Стопа удела прихода у активи
1	ЛТХ д.о.о Београд	23.11
2	Житопродукт	24.95
3	Стандард	34.43
4	Градитељ	35.89
5	Албус АД Нови Сад	42.53
6	Авекс	69.34
7	Агротехна	76.70
8	Спектар	78.93
9	Житопродукт	79.54
10	Викторија Груп	97.54
11	Градитељ	98.05
12	ВД Дунав АД Бачка Паланка	115.97
13	Чока	119.37
14	Гранит-Пешчар	123.35
15	Андријашевић	132.40
16	Колубара Инвест Градња	198.76
17	Лили Дрогерија	203.28
18	Балкан-градња	325.35
19	РР-Градитељ Експорт-Импорт	491.48
20	НИПД Напред АД Ваљево	670.06

Средња дисперзија власништва - 2007. година

Редни број	Назив фирме	Стопа удела укупног прихода у активи
1	Стандард	31.58
2	ЛТХ д.о.о. Београд	49.25
3	Житопродукт	49.86
4	Албус АД Нови Сад	57.90
5	Колубара Инвест Градња	68.90
6	Спектар	71.12
7	Градитељ	72.35
8	Авекс	72.56
9	Градитељ	89.00
10	Житопродукт	96.90
11	Чока	101.98
12	ВД Дунав АД Бачка Паланка	113.95
13	Агротехна	125.52
14	Андријашевић	133.47
15	Гранит Пешчар	147.77
16	Викторија Груп	155.60
17	Лили Дрогерија	175.23
18	Балкан-градња	430.15
19	РР-Градитељ Експорт-Импорт	520.14
20	НИПД Напред АД Ваљево	712.56

Средња дисперзија власништва - 2008. година

Редни број	Назив фирме	Стопа удела укупног прихода у активи
1	ЛТХ д.о.о. Београд	28.25
2	Стандард	33.29
3	Албус АД Нови Сад	50.21
4	Спектар	69.69
5	Авекс	85.00
6	Чока	93.47
7	Агротехна	96.16
8	Житопродукт	100.35
9	Градитељ	102.68
10	Колубара Инвест Градња	109.23
11	Градитељ	114.78
12	ВД Дунав АД Бачка Паланка	117.09
13	Гранит-Пешчар	130.18
14	Житопродукт	131.29
15	Андријашевић	133.52
16	Викторија Груп	154.56
17	Балкан-градња	219.77
18	Лили Дрогерија	232.06
19	РР-Градитељ Експорт-Импорт	577.71
20	НИПД Напред АД Ваљево	759.43

Велика дисперзија власништва - 2006. година

Редни број	Назив фирме	Стопа удела прихода у активи
1	Горење Тики	0.64
2	А.С.А Еко	10.24
3	Енергопројект Холдинг	14.58
4	Горење	23.63
5	Вали	31.54
6	АБЦ Фуд	40.24
7	МЕССЕР Техногас	49.84
8	Напред АД Београд	54.76
9	Авала-Ада	67.60
10	Арома	81.00
11	Минел Котлоградња	85.16
12	Вода Врњци	87.95
13	Алпине	98.17
14	Баново брдо	101.48
15	Нафтна Индустија Србије	108.08
16	АБС Минел Трафо	122.27
17	АБС Минел Трансформатори	127.20
18	Градитељ Београд	131.80
19	Интеркомерц	132.25
20	Дунав Ауто	136.54

Велика дисперзија власништва - 2007. година

Редни број	Назив фирме	Стопа удела укупног прихода у активи
1	А.С.А Еко	9.98
2	Вали	19.60
3	АБЦ Фуд	42.31
4	Горење Тики	49.23
5	МЕССЕР Техноглас	53.09
6	Арома	66.23
7	Авала-Ада	68.61
8	Баново Брдо	80.02
9	Вода Врњци	84.73
10	Агроглобе	100.90
11	Генриц	104.03
12	Алпине	108.86
13	Градитељ-Београд	125.05
14	Горење	129.73
15	Кока-кола Хеленик Ботлинг Компани	153.18
16	Интеркомерц	161.57
17	Горење	262.45
18	АББ	276.25
19	Сигурност-Врачар	492.04
20	Велетабак	619.68

Велика дисперзија власништва - 2008. година

Редни број	Назив фирме	Стопа удела укупног прихода у активи
1	А.С.А Еко	8.05
2	Минел Котлоградња	17.54
3	Вали	21.80
4	Енергопројект Холдинг	28.42
5	Напред АД Београд	37.40
6	АБЦ Фуд	40.94
7	Дунав Група Агергати	43.33
8	Горење Тики	52.70
9	МЕССЕР Техногас	55.32
10	Авала-Ада	62.92
11	Арома	77.56
12	Алпине	80.85
13	Генриц	88.20
14	Агроглобе	103.34
16	Горење	106.76
17	Баново брдо	134.17
18	Горење	221.70
19	АББ	270.73
20	Сигурност-Врачар	485.53
21	Велетабак	612.15

Графикон бр. 31. Кретање стопе удела укупног прихода у активи фирми све три дисперзије власништва у периоду од 2006. до 2008.године

(%)



Фирме

Табела бр. 39. Принос на активу (POA) српских банака у периоду 30.09.2010.године према истом периоду 2011.године

Принос на активу (POA)-30.09.2010. I 30.09.2011.године									
	Активa				Профит			Принос на активу(POA)-30.09.2010.	Принос на активу (POA)-30.09.2011.
Година	30/09/2011		30/09/2010		30.09.2011.	30.09.2010.			
Банка	Активa	Трж.учеш.	Активa	Трж.уч.	Профит	Профитд	Ранг		
AIK banka A.D. Niš	144.0	5.7%	121.9	5.1%	2.057	4.288	2	3.5166	1.4281
Alpha Bank Srbija A.D. Beograd	86.7	3.4%	86.8	3.6%	-1.303	-0.877	32	-1.0105	-1.5033
Banca Intesa A.D. Beograd	371.5	14.6%	337.7	14.0%	7.813	6.162	1	1.8245	2.1031
Banka Poštanska štedionica A.D. Beogra	33.9	1.3%	32.9	1.4%	0.860	0.942	8	2.8652	2.5400
Crédit Agricole Group A.D. Novi Sad	53.6	2.1%	40.6	1.7%	-0.266	-0.736	31	-1.8117	-0.4957
Credy banka A.D. Kragujevac	13.3	0.5%	9.7	0.4%	0.030	-0.542	30	-5.5838	0.2291
Čačanska banka A.D. Čačak	29.0	1.1%	28.4	1.2%	0.109	0.071	17	0.2492	0.3748
Dunav banka A.D. Zvečan	4.2	0.2%	1.8	0.1%	0.014	0.005	20	0.2867	0.3383
Erste bank A.D. Novi Sad	67.2	2.6%	61.8	2.6%	0.589	0.109	16	0.1765	0.8763
Eurobank EFG A.D. Beograd	163.8	6.5%	146.0	6.1%	2.219	1.818	6	1.2454	1.3548
Findomestic banka A.D. Beograd	16.9	0.7%	18.3	0.8%	-0.434	-0.118	26	-0.6432	-2.5650
Hypo Alpe-Adria-Bank A.D. Beograd	141.4	5.6%	147.1	6.1%	1.572	0.646	11	0.4392	1.1118
Jugobanka Jugbanka A.D. Kosovska Mitr	8.3	0.3%	8.8	0.4%	0.192	0.153	14	1.7390	2.2994
Jugoslovenska banka za međunarodnu el	9.0	0.4%	8.1	0.3%	0.003	0.028	19	0.3427	0.0281
KBC banka A.D. Beograd	30.9	1.2%	27.0	1.1%	0.112	-0.012	22	-0.0456	0.3629
Komercijalna banka A.D. Beograd	258.8	10.2%	253.9	10.5%	2.971	1.989	5	0.7833	1.1479
Marfin Bank A.D. Beograd	24.7	1.0%	28.2	1.2%	-0.401	-0.099	23	-0.3503	-1.6236
Moskovska banka A.D. Beograd	3.5	0.1%	1.9	0.1%	-0.039	-0.160	27	-8.6424	-1.0957
NLB banka A.D. Beograd	44.3	1.7%	47.3	2.0%	0.309	0.133	15	0.2803	0.6973
Opportunity Banka A.D. Novi Sad	5.6	0.2%	4.5	0.2%	0.011	-0.109	24	-2.4339	0.1881
OTP banka Srbija A.D. Novi Sad	35.6	1.4%	43.3	1.8%	-0.569	-0.990	33	-2.2850	-1.5978
Piraeus Bank A.D. Beograd	51.8	2.0%	49.5	2.1%	0.103	-0.502	29	-1.0135	0.1980
Poljoprivredna banka Agrobanka A.D. Be	78.6	3.1%	67.4	2.8%	-2.273	0.927	9	1.3744	-2.8919
Privredna banka Beograd A.D. Beograd	25.5	1.0%	32.0	1.3%	-0.294	0.004	21	0.0135	-1.1540
ProCredit Bank A.D. Beograd	57.9	2.3%	68.8	2.9%	1.229	0.436	12	0.6341	2.1249
Raiffeisen banka A.D. Beograd	184.3	7.3%	210.0	8.7%	4.296	2.489	4	1.1851	2.3306
Razvojna banka Vojvodine AD Novi Sad	35.9	1.4%	36.6	1.5%	-0.164	0.066	18	0.1802	-0.4558
Société Générale Bank Srbija A.D. Beogr	167.8	6.6%	120.4	5.0%	1.912	1.236	7	1.0266	1.1392
Srpska banka A.D. Beograd	16.3	0.6%	13.6	0.6%	0.265	-0.117	25	-0.8568	1.6236
Unicredit bank Srbija A.D. Beograd	174.5	6.9%	159.0	6.6%	3.978	2.947	3	1.8538	2.2797
Univerzal banka A.D. Beograd	35.2	1.4%	33.0	1.4%	0.009	0.202	13	0.6117	0.0267
Vojvođanska banka A.D. Novi Sad	91.2	3.6%	88.2	3.7%	-1.191	-0.491	28	-0.5566	-1.3058
Volksbank A.D. Beograd	73.2	2.9%	75.3	3.1%	1.359	0.800	10	1.0636	1.8565
UKUPNO	2,538.3	100.0%	2,410.0	100.0%	25.079	20.700			

ПРИЛОГ БР.2.

ОЕЦД ПРИНЦИПИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

ПРИЛОГ 2.

ОЕЦД ПРИНЦИПИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

I. ОБЕЗБЕЂЕЊЕ ОСНОВЕ ЗА ЕФИКАСАН ОКВИР КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА
<i>Оквир корпоративног управљања има за циљ да промовише транспарентно и ефикасно тржиште, да буде у складу са владавином права и да јасно артикулише поделу одговорности међу различитим надзорним и регулаторним органима и органима за спровођење закона.</i>
А. Оквир корпоративног управљања треба да се развије, узимајући у обзир његов утицај на целокупне економске резултате, интегритет тржишта и подстицаје које ствара за учеснике на тржишту, као и да унапреди њихову ефикасност.
Б. Правни и регулаторни захтеви који утичу на праксу корпоративног управљања у јурисдикцији треба да буду у складу са владавином права, транспарентни и спроводиви.
В. Подела одговорности између различитих државних органа у јурисдикцији треба да се јасно артикулише и да обезбеди да се поштује јавни интерес.
Г. Надзорни, регулаторни органи и органи за спровођење закона треба да имају овлашћење, интегритет и средства за испуњење својих обавеза на професионалан и објективан начин. Осим тога, њихове одлуке треба да буду правовремене, транспарентне и детаљно образложене.
II. ПРАВА АКЦИОНАРА И КЉУЧНЕ ФУНКЦИЈЕ ВЛАСНИШТВА
<i>Оквир корпоративног управљања треба да заштити и олакша остварење права акционара.</i>
А. Основна права акционара треба да обухвате право на: 1) сигурне методе регистрације власништва; 2) пренос акција; 3) правовремено и редовно добијање релевантних информација о компанији; 4) учешће и гласање на генералној скупштини акционара; 5) избор и замену чланова одбора и 6) удео у добити компаније.
Б. Акционари треба да имају право да учествују у одлучивању и буду довољно информисани о одлукама које се односе на темељне корпоративне промене, као што су: 1) измене статута или оснивачког акта или сличног регулаторног документа компаније; 2) одобрење додатних акција и 3) ванредне трансакције, укључујући пренос свих или готово свих средстава тако да то заправо за резултат има продају компаније.
В. Акционари треба да имају могућност да ефективно учествују и гласају на генералној скупштини акционара и треба да буду информисани о правилима, укључујући и процедуру гласања, која регулишу одржавање генералне скупштине: 1. Акционарима треба доставити потпуне и благовремене информације о датуму, месту и дневном реду генералне скупштине, као и потпуне и благовремене информације о питањима о којима ће се одлучивати на скупштини. 2. Акционарима треба пружити могућност да постављају питања одбору, укључујући и питања која се односе на годишњу екстерну ревизију, да стављају поједина питања на дневни ред генералне скупштине и да предлажу одлуке, у оквиру разумних ограничења. 3. Треба олакшати делотворно учешће акционара у доношењу битних одлука из сфере корпоративног управљања, као што су предлагање и избор чланова одбора. Треба омогућити акционарима да изнесу своја становишта о политици накнаде за чланове одбора и кључне руководиоце. Компонента накнаде за чланове одбора и

запослене у виду акција треба да подлеже одобрењу од стране акционара. 4. Акционарима треба омогућити да гласају лично или у одсуству, а гласови дати лично или у одсуству треба да имају једнако дејство.
Г. Структура капитала и аранжмани који омогућавају појединим акционарима да стекну степен контроле несразмеран њиховом учешћу у капиталу, треба да буду обелодањени.
Д. Тржишту корпоративне контроле треба омогућити да функционише на ефикасан и транспарентан начин. 1. Правила и процедуре, који регулишу стицање корпоративне контроле на тржишту капитала, и ванредне трансакције попут интеграције и продаје значајних делова корпоративне имовине, треба да буду јасно артикулисани и обелодањени тако да инвеститори разумеју своја права и правну заштиту. Трансакције треба да буду обављене по јасним ценама и под правичним условима који штите права свих акционара у складу са њиховом класом. 2. Средства против преузимања компаније не треба да се користе ради заштите менаџмента и одбора од одговорности.
Ђ. Треба омогућити остварење права на власништво свим акционарима, укључујући и институционалне инвеститоре. 1. Институционални инвеститори који делују у фидуцијарном својству треба да обелодане своју свеукупну политику корпоративног управљања и гласања везано за своје инвестиције, укључујући и процедуре за одлучивање о коришћењу својих права гласа. 2. Институционални инвеститори који делују у фидуцијарном својству треба да обелодане како регулишу материјалне сукобе интереса који могу утицати на остварење кључних власничких права везаних за њихове инвестиције.
Е. Треба омогућити акционарима, укључујући и институционалне акционаре, да се између себе консултују о питањима у вези са њиховим основним правима као акционара на начин дефинисан Принципима, уз изузетке којима се спречава злоупотреба.
III. РАВНОПРАВАН ТРЕТМАН АКЦИОНАРА
<i>Оквир корпоративног управљања треба да обезбеди равноправан третман свих акционара, укључујући и мањинске и стране акционаре. Сви акционари треба да имају могућност да обезбеде ефикасну правну заштиту у случају повреде њихових права.</i>
А. Сви акционари исте класе треба да имају једнак третман. 1. У оквиру сваке серије или класе, све акције треба да носе иста права. Свим инвеститорима треба омогућити да добију информације о правима везаним уз све серије и класе акција пре куповине. Све измене у погледу права гласа треба да подлежу одобрењу од стране оних класа акција на које се то негативно одражава. 2. Мањинске акционаре треба заштити од злоупотребе од стране или у интересу акционара који имају већину акција и делују директно или индиректно, а такође им треба обезбедити ефикасну правну заштиту. 3. Гласање од стране депозитара или заступника треба да се врши на начин договорен са стварним власником акција. 4. Треба елиминисати препреке за прекогранично гласање. 5. Поступци и процедуре за генералну скупштину треба да омогуће равноправан третман свих акционара. Процедуре компаније не треба да учине гласање непотребно тешким или скупим.
Б. Треба забранити недозвољено трговање акцијама на основу поверљивих информација и злоупотребу у виду пословања са самим собом.
Ц. Од чланова одбора и кључних руководилаца треба захтевати да обелодане одбору да ли они, директно, индиректно или у име трећих лица, имају материјалних интереса у

било којој трансакцији или ствари која је од директног утицаја на компанију.	
IV. УЛОГА ЗАИНТЕРЕСОВАНИХ СТРАНА У КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЉАЊУ	
<i>Оквир корпоративног управљања треба да признаје права заинтересованих страна утврђена законом или заједничким споразумима и да подстиче активну сарадњу између компанија и заинтересованих страна у стварању богатства, радних места и одрживости финансијски здравих предузећа.</i>	
А.	Треба поштовати права заинтересованих страна утврђена законом или заједничким споразумима.
Б.	Када су права заинтересованих страна заштићена законом, заинтересоване стране би требало да имају могућност да обезбеде ефикасну правну заштиту у случају повреде њихових права.
В. Треба дозволити развој механизма за учешће запослених којима се побољшавају резултати.	
Г.	Тамо где заинтересоване стране учествују у процесу корпоративног управљања, исте морају имати правовремен и редован приступ релевантним, потребним и поузданим информацијама.
Д.	Треба омогућити заинтересованим странама, укључујући појединачне службенике и њихова представничка тела, да одбору слободно саопштесвоје мишљење о нелегалној и неетичкој пракси, а да због тога њихова права не буду угрожена.
Ђ.	Оквир корпоративног управљања би требало допунити делотворним, ефикасним оквиром за случај стечаја, као и ефикасним остваривањем права поверилаца.
V. ОБЕЛОДАЊИВАЊЕ ПОДАТАКА И ТРАНСПАРЕНТНОСТ	
<i>Оквир корпоративног управљања треба да обезбеди да се правовремено и тачно обелодањују све материјалне чињенице везане за компанију, укључујући финансијску ситуацију, резултате, власништво и управљање компанијом.</i>	
А.	Обелодањивање података треба да обухвати, али без ограничавања само на њих, битне податке о следећим питањима: 1. Финансијски и пословни резултати компаније. 2. Циљеви компаније. 3. Значајно власништво над акцијама и право гласа. 4. Политика накнада за чланове одбора и кључне руководиоце, информације о члановима одбора, укључујући њихове квалификације, процес одабира, чланство у управним одборима других компанија, те да ли их одбор сматра независним. 5. Трансакције повезаних лица. 6. Предвидиви фактори ризика. 7. Питања која се односе на запослене и друге заинтересоване стране. 8. Структура и политика управљања, посебно, садржај свих правила и политике корпоративног управљања и процес примене.
Б.	Информације треба да се припреме и обелодане у складу са рачуноводственим и стандардима обелодањивања финансијских и нефинансијских података високог квалитета.
В.	Годишњу ревизију треба да обави независни, компетентан и квалификован ревизор у циљу пружања екстерног и објективног доказа одбору и акционарима да финансијски извештаји непристрасно представљају финансијско стање и резултате компаније у сваком битном погледу.
Г.	Екстерни ревизори треба да одговарају акционарима и имају обавезу према компанији да ревизију изврше на прописан професионалан начин.
Д.	Канали достављања информација треба да обезбеде равноправан, благовремени и

економичан приступ корисника релевантним информацијама.	
Ђ. Оквир корпоративног управљања треба допунити делотворним приступом који је усмерен на и који промовише прибављање анализе или савета од стране аналитичара, брокера, агенција за процену и других, који се односе на одлуке инвеститора, без значајних сукоба интереса који могу угрозити интегритет њихове анализе или савета.	
VI. ОДГОВОРНОСТ ОДБОРА	
<i>Оквир корпоративног управљања треба да осигура стратешко вођење компаније, ефикасно надгледање менаџмента од стране одбора и одговорност одбора према компанији и акционарима.</i>	
А.	Чланови одбора треба да делују на основу целовитих информација, у доброј намери, са дужном пажњом и бригом и у најбољем интересу компаније и акционара.
Б.	У случајевима где одлуке одбора могу на различит начин утицати на различите групе акционара, одбор треба да третира све акционаре правично.
В.	Одбор треба да примени високе моралне стандарде. Треба да узме у обзир интересе заинтересованих страна.
Г.	Одбор треба да врши одређене кључне функције, као што су: 1. Разматрање и вођење корпоративне стратегије, главних планова акције, политике ризика, годишњих буџета и пословних планова; одређивање циљаних резултата; праћење извршења и корпоративних резултата; као и надзирање великих капиталних издатака, преузимања других предузећа и продаје имовине. 2. Праћење делотворности праксе управљања компанијом и вршење потребних измена. 3. Одабир, награђивање, праћење и, у случају потребе, замена кључних руководилаца и надзор над планирањем наследника на функцијама. 4. Усклађивање награђивања кључних руководилаца и чланова одбора са дугорочним интересима компаније и њених акционара. 5. Обезбеђивање формалног и транспарентног процеса предлагања и избора чланова одбора. 6. Праћење и управљање евентуалним сукобима интереса менаџмента, чланова одбора и акционара, укључујући ненаменско коришћење имовине корпорације и злоупотребе у трансакцијама повезаних лица. 7. Обезбеђивање интегритета система рачуноводственог и финансијског извештавања компаније, укључујући независну ревизију и постојање одговарајућих система контроле, а нарочито система за управљање ризиком, финансијску и оперативну контролу и поштовања закона и одговарајућих стандарда. 8. Надзирање процеса обелодањивања података и комуницирања.
Д.	Одбор треба да буде у могућности да објективно и самостално просуђује о корпоративним пословима. 1. Одбори треба да размотре додељивање оних задатака где постоји могућност сукоба интереса довољном броју чланова одбора који нису и извршни руководиоци а способни су да доносе независне судове. Примери оваквих кључних одговорности су осигурање интегритета финансијског и нединансијског извештавања, преиспитивање трансакција повезаних лица, предлагање чланова одбора и кључних руководилаца, те накнаде за чланове одбора. 2. При формирању комисија одбора, одбор треба добро да дефинише и обелодани њихова овлашћења, састав и радну процедуру. 3. Чланови одбора треба да се на ефикасан начин посвете својим обавезама.
Ђ.	Да би могли да испуњавају своје обавезе, чланови одбора треба да имају приступ тачним, релевантним и благовременим информацијама.

ПРИЛОГ БР. 3.

**-Упитник за корпоративно управљање
у различитим дисперзијама
власништва**

**-Упитник за финансисјки менаџмент у
различитим дисперзијама
власништва**

Табела бр.39

УПИТНИК ЗА КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ У РАЗЛИЧИТИМ ДИСПЕРЗИЈАМА ВЛАСНИШТВА

Питања за пословни менаџмент предузећа	<u>Мала дисперзија</u> <u>власништва</u>	<u>Средња дисперзија</u> <u>власништва</u>	<u>Велика дисперзија</u> <u>власништва</u>
<i>Да ли су полугодишњи и годишњи финансијски извештаји доступни деоничарима?</i>	+	+	+
<i>Израђује ли друштво корпоративни календар?</i>	-	-	+
<i>Да ли друштво на својој веб страници објављује списак деоничара и ДА/НЕ ажурира ли се списак месечно?</i>	-	-	+
<i>Објављује ли друштво списак чланова надзорног и управног одбора?</i>	-	-	+
<i>Да ли друштво утерђује и јавно објављује факторе ризика? (ако не, зашто?)</i>	-	-	+
<i>Да ли је друштво успоставило механизме којима се осигурава: да се особама које располажу и долазе у додир и <i>codir</i> са повлашћеним информацијама појасни природа и значај тих информација ДА/НЕ и ограничења с тим у вези?</i>	-	-	+
<i>Да ли друштво све информације које објављује на својој веб страници доставља и берзи?</i>	-	„+„ ако је отворено, а ако је затворено „-“ „)“	+
<i>Да ли друштво правовремено објављује све релевантне податке?</i>	-	+	+
<i>Да ли друштво исплаћује дивиденду? (ако не, зашто?)</i>	+	+	+

Питања за пословни менаџмент предузећа	<u>Мала дисперзија</u> <u>власништва</u>	<u>Средња дисперзија</u> <u>власништва</u>	<u>Велика дисперзија</u> <u>власништва</u>
<i>Имају ли чланови управе значајан удео у друштвима која се могу сматрати конкурентским у односу на друштво?</i>	-	+	-
<i>Да ли управа друштва правовремено обавештава надзорни одбор о свим чињеницама и околностима које могу утицати на пословање, финансијски положај и стање имовине друштва?</i>	-	+	+
<i>Да ли одбор за ревизију извештај о свом раду подноси надзорном одбору?</i>	-	-	+
<i>Има ли друштво екстерног ревизора?</i>	-	+	+
<i>Да ли друштво има властите принципе корпоративног управљања?</i>	-	-	+
Напомена: Анкета је рађена на 100% узорку од 111 предузећа, стим да је око 85% предузећа одговорило потпуно, док од 15% предузећа 10% предузећа одговорило непотпуно, а 5% предузећа није било спремно да дају одговоре. На основу извршене анализе знак „минус“ је негативан одговор, а знак „плус“ позитиван одговор на постављено питање.			

Табела бр.39.

УПИТНИК ЗА ФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ У РАЗЛИЧИТИМ ДИСПЕРЗИЈАМА ВЛАСНИШТВА

Питања за за финансијски менаџмент предузећа	<u>Мала дисперзија</u> <u>власништва</u>	<u>Средња</u> <u>дисперзија</u> <u>власништва</u>	<u>Велика дисперзија</u> <u>власништва</u>
1. Показатељи финансијске структуре (посебно аспект структуре пасиве)	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5
2. Индикатори ликвидности	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5
3. Индикатори финансијске стабилности и сигурности	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5
4. Нето обртни фонд (НОФ)	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5
5. Показатељи задужености	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5
6. Индикатори активности	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5
7. Показатељи структуре прихода и расхода	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5
8. Индикатори економичности пословања	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5
9. Индикатори рентабилности	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5
10. Преломна тачка рентабилитета	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5	1 2 3 4 5

Напомена:**Анкета за финансијски менаџмент**

Извршена је на предузећима из поглавља 8 која су анализирана у студији случаја „case study“ (по три предузећа из сваког сегмента власништва). Професионално знање финансијског менаџмента је најмање код мале дисперзије (оцена 1 најслабија, 5 најбоља), где је финансијски менаџмент сведен на пуко књиговодство и благајнично пословање. У наредним дисперзијама финансијски менаџмент је више посвећен финансијском управљању, анализама, сагледавању индикатора пословања. Највише теоријских и практичних знања убедљиво има финансијски менаџмент са високом дисперзијом власништва. Стога, постоји врло висока корелација између приказаних финансијских параметара у конкретној дисперзији власништва и извршене анкете у погледу стручног знања финансијског менаџмента.